Raster

Shareholder-Value-Management

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Max Raster

Shareholder-Value- Management

Ermittlung und Steigerung
des Unternehmenswertes

Mit einem Geleitwort
von Prof. Dr. Michael Gaitanides

Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

Raster, Max:

Shareholder-Value-Management : Ermittlung und Steigerung
des Unternehmenswertes / Max Raster.

Mit einem Geleitw. von Michael Gaitanides.

(Gabler Edition Wissenschaft)

Zugl.: Hamburg, Univ. d. Bundeswehr, Diss., 1995

ISBN 978-3-8244-6184-4

ISBN 978-3-322-95454-1 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-322-95454-1

© Springer Fachmedien Wiesbaden 1995

Ursprünglich erschienen bei Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler GmbH,
Wiesbaden 1995

Lektorat: Claudia Splittgerber / Steffen Christ

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

Höchste inhaltliche und technische Qualität unserer Produkte ist unser Ziel. Bei der Produktion und Auslieferung unserer Bücher wollen wir die Umwelt schonen: Dieses Buch ist auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier gedruckt.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, daß solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Geleitwort

Kapitalanleger versuchen, die zukünftige Renditen unterschiedlicher Investitionsalternativen zu vergleichen, um ihr Vermögen zu maximieren. Ein Aktienwerb oder eine Beteiligung an einem Unternehmen wird nur getätigt, wenn die erwartete Rendite des Engagements über den kalkulatorischen Eigenkapitalkosten liegt. Dies setzt allerdings voraus, daß das Unternehmen auch diese Eigentümerinteressen entsprechend berücksichtigt, und der Anleger die zukünftige Entwicklung des Unternehmens beurteilen kann. Die Strategie der Vermehrung von Eigentümervermögen ist nicht nur in Theorien der Managementliteratur und Konzepten von renommierten Unternehmensberatungen aufgegriffen worden, sondern hält nun auch in zunehmenden Maße in der Unternehmenspraxis Einzug.

Sparten, strategische Geschäftseinheiten aber auch ganze Unternehmen werden bei dieser Strategie als Investitionsprojekte behandelt und auf Basis diskontierter Zahlungsströme bewertet. Die Ermittlung des Wertes stellt allerdings nur den ersten Schritt dar, die eigentliche Herausforderung an das Management besteht in der Wertsteigerung.

Die vorliegende Arbeit greift diese beiden Themen auf. Ausgehend von der Unzulänglichkeit herkömmlicher Erfolgsgrößen und einer State-of-the-art-Darstellung unterschiedlicher Unternehmenswertkonzepte wird in der Arbeit ein Marktwert/Buchwert-Quotient als Kennzahl für die Wertschöpfung des investierten Kapitals entwickelt. Der Marktwert der zu bewertenden Einheit wird wesentlich durch die Abzinsung zukünftiger Erträge beeinflusst. Auf Grundlage kapitalmarkttheoretischer Überlegungen und empirischer Erkenntnisse wird gezeigt, wie sich ein Unternehmen an die Prognose der relevanten Kapitalkosten „herantasten“ kann.

Vorhandene Ansätze zur marktorientierten Unternehmenswertsteigerung werden unter Einbeziehung der entwickelten Wertbeitragskennzahl anhand der in der Literatur häufig diskutierten Fälle Akquisition, Diversifikation und Restrukturierung anschaulich systematisiert und um neue Aspekte wie beispielsweise eine wertorientierte Positionierung strategischer Geschäftseinheiten ergänzt. Besonders innovativ ist die Entwicklung einer ressourcenorientierten Wertsteigerungsstrategie. In der amerikanischen Literatur wird der resource-based view als Erklärungsansatz des Unternehmenserfolgs dem klassischen Paradigma der Industrial-Organization-Forschung

gegenübergestellt. Grundsätzliche Überlegungen werden in dieser Arbeit darüber angestellt, wie die Bündelung von Unternehmensressourcen zu Kernkompetenzen einen Beitrag zur Wertsteigerung des Unternehmens leisten kann. Am Beispiel der Ressourcen Organisation und Personal werden diese strategischen Optionen zur Wertsteigerung veranschaulicht. Die häufig diskutierte Fragestellung, ob das Management einer Unternehmung shareholder- oder stakeholder-Interessen mehr zu berücksichtigen hat, wird durch eine ganzheitliche Sichtweise des Shareholder-Value-Managements beantwortet.

Es ist der Arbeit zu wünschen, daß sie sowohl in der betriebswirtschaftlichen Forschung, der sie neue strategische Denkanstöße liefert, als auch in der unternehmerischen Praxis, der sie zweifelsohne interessante Anwendungsperspektiven bietet, auf einen breiten Leserkreis stößt.

Prof. Dr. Michael Gaitanides

Vorwort

Das Formulieren des Vorworts ist wohl ähnlich aufwendig wie das Verfassen einer Dissertation. Ein Vorwort hat üblicherweise mindestens drei Bestandteile: eine Überschrift, einen ersten Abschnitt, der sich mit der Themenstellung befaßt und einen zweiten Abschnitt, in dem sich der Autor bei zahlreichen Leuten bedankt.

Schon die Überschrift bereitet Probleme: Soll der Titel die Platzierung im Buch belegen, müßte es genau genommen „**Vornwort**“ heißen, da es vorn im Buch steht. Soll ein chronologischer Bezug zur Arbeit hergestellt werden, müßte es - zumindest in diesem Fall - **genaugenommen** „**Nachwort**“ heißen, da es erst nach der Fertigstellung der vorliegenden Arbeit verfaßt wurde. Sinnvollerweise legt man sich also nicht fest und verzichtet auf die Überschrift.

Die Erläuterung des Themas im ersten Textabschnitt stellt üblicherweise entweder die Umformulierung der Umschlagseite bzw. des Geleitworts des Doktorvaters oder eine Zusammenfassung der sich anschließenden Einleitung dar. Dieses mehrfache Ausführen ein und derselben Sachlage mag in der Belletristik als Stilmittel aufgefaßt werden; für eine wissenschaftliche Arbeit ist es nicht angebracht. Auch auf diesen Abschnitt verzichtet man also.

Die Liste von Personen, die „zum Gelingen der Arbeit beigetragen haben“, umfaßt üblicherweise den Doktorvater (hier: Prof. Dr. M. Gaitanides), der einem das Thema nahegebracht, in unermüdlichen konstruktiven Diskussionen den Fortschritt der Arbeit wesentlich vorangetrieben, die umfangreiche Arbeit dann auch noch korrigiert und bewertet und das Geleitwort geschrieben hat. Erwähnt wird üblicher- und auch fairerweise auch der Zweitkorrektor (hier: Prof. Dr. R. Federmann), der zwar einiges an Arbeit mit der Arbeit hat, in einer profit-/renditeorientierten Gesellschaft aber immer schwerer zu finden ist, da das von ihm zu erbringende Investment nur geringes Wertsteigerungspotential für ihn erwarten läßt. Wenn bei der mündlichen Prüfung der 3. Prüfer (hier: Frau Prof. Dr. C. Fantapié Altobelli) den Prüfling „wohlwollend“ auf den Zahn fühlt, ist das zumindest auch einer Erwähnung wert. Die Kollegen (hier: Frau Dr. I. Sjurts, Dipl.-Kfm. D. Rießelmann, Dipl.-Kfm. T. Vogt) entlasteten natürlich gerade in der Schlußphase des Fertigstellungsprozesses durch Übernahme von Institutsarbeiten und haben so Anteil am erfolgreichen Abschluß des Vorhabens; eifrige Studenten (hier vor allem: Dipl.-Kfm. A. Neumann-

Giesen) erhöhen durch Anregung zusätzlicher Einzelaspekte die Komplexität der Themenstellung und tragen aber auch konstruktiv zu Problemlösung bei. Last, but not least wird auch der Ehepartner (hier: meine Frau Claudia) erwähnt, der sowohl das hohe zeitliche Engagement des Partners für das Hobby „Promovieren“ als auch unzählige Korrekturstunden billigend in Kauf genommen hat. Eigentlich dürften diese Leute aber gar nicht erwähnt werden, da man ja bei Abgabe der Dissertation ehrenwörtlich versichert hat, die Arbeit „ohne fremde Hilfe“ angefertigt zu haben. Somit ist auch diesem Abschnitt des sog. Vorworts die Existenzberechtigung entzogen, und das Vorwort besteht nur aus einer leeren Seite (was in der Praxis allerdings nicht vorkommt!)

Dr. Max Raster

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V	
Vorwort	VII	
Inhaltsverzeichnis	IX	
Abbildungsverzeichnis	XIII	
Tabellenverzeichnis	XVII	
1	Einleitung	1
1.1	Themenstellung und Aufbau der Arbeit	1
1.2	Das Wertbeitragskonzept	6
1.2.1	Grundlagen und historische Entwicklung	6
1.2.2	Das Interesse am Wertbeitrag	10
1.2.2.1	Eigentümersichtweise	10
1.2.2.2	Management und weitere Stakeholder	13
1.3	Der Wertbeitrag in der Unternehmensstrategie	16
1.3.1	Die Evolution des strategischen Management	16
1.3.2	Die erste Phase: Ressourcenallokation	17
1.3.3	Die zweite Phase: Wettbewerbsvorteile	18
1.3.4	Die dritte Phase: Wertorientierung	21
2	Zur Problematik der Wertbeitragsermittlung	23
2.1	Herkömmliche Erfolgsermittlung	23
2.1.1	Unzulänglichkeit des Gewinns	23
2.1.2	Aussagefähigkeit von Kennzahlen	33

2.1.3	Ansätze der klassischen Unternehmensbewertung	38
2.2	Shareholder-Value-Modelle	41
2.2.1	Der Discounted-Cash-flow-Ansatz	41
2.2.1.1	Die Definition des Cash-flow	41
2.2.1.2	Die Diskontierung der Cash-flows	50
2.2.1.3	Die Zusammensetzung der Kapitalkosten	53
2.2.2	Cash-flow Return on Investment	55
2.2.3	Das Marktwert/Buchwert-Modell	58
2.2.4	Discounted-Cash-flow/Aktivaëinsatz-Modell	61
2.3	Kapitalkosten und Unternehmenswert	64
2.3.1	Bedeutung der Kapitalkosten	64
2.3.2	Kapitalmarktmodelle zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten eines Unternehmens	65
2.3.2.1	Allgemeines	65
2.3.2.2	Das Capital Asset Pricing Model	67
2.3.2.2.1	Portfolio-Theorie als Grundlage	67
2.3.2.2.2	Annahmen des Modells und Herleitung	68
2.3.2.2.3	Kritische Würdigung der Theorie	71
2.3.2.3	Alternative Kapitalmarktmodelle der Eigenkapitalkostenermittlung	74
2.3.2.3.1	Das Dividendenwachstumsmodell	74
2.3.2.3.2	Das Arbitrage Pricing Model (APM)	76
2.3.2.3.3	Das Optionspreis-Modell (OPM)	80
2.3.2.4	Bewertung der Kapitalmarktmodelle	83
2.3.3	Bestimmung der Eigenkapitalkosten von Unternehmen und Geschäftsbereichen	84
2.3.3.1	Empirische Erkenntnisse über Kapitalkosten durch FAMA/FRENCH (1992)	84
2.3.3.2	Eigenkapitalkostenschätzung einer Unternehmung auf Basis von Faktorzuschlägen	86

2.3.3.3	Kapitalkostenprognose von Unternehmensbereichen mit Hilfe des CAPM	87
2.3.3.4	Der Ansatz von KULKARNI/POWERS/SHANNON	92
2.3.4	Portfolio-basierte Schätzung der Eigenkapitalkosten von Geschäftseinheiten	94
2.3.5	Bestimmung der Fremdkapitalkosten	98
2.3.5.1	Formen des Fremdkapitals	98
2.3.5.2	Kurzfristige Außenfinanzierung	101
2.3.5.3	Langfristige Außenfinanzierung	101
2.3.5.4	Innenfinanzierung durch Pensionsrückstellungen	104
2.3.6	Ertrags- und Substanzsteuern als Einflußfaktoren der Kapitalkosten	106
2.3.6.1	Steuerauswirkungen auf geforderte Mindestrenditen	106
2.3.6.2	Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes unter Berücksichtigung der Unternehmensbesteuerung	110
2.3.6.3	Einfluß der Besteuerung bei Fremdkapitalfinanzierung am Beispiel der Pensionrückstellungen	112
2.3.7	Bestimmung der Gesamtkapitalkosten	115
3	Ansätze zur Wertsteigerung	119
3.1	Differenzierung der Wertsteigerungsmöglichkeiten	119
3.2	Kapitalorientierte Wertsteigerungsaktivitäten	124
3.2.1	Wertsteigerung durch Cash-flow-Steigerung und Risikoreduktion	124
3.2.2	Wertsteigerung durch optimierte Kapitalstruktur	126
3.3	Marktorientierte Wertsteigerungsaktivitäten	140
3.3.1	Diversifikation	140
3.3.1.1	Grundlagen der Diversifikation	140

3.3.1.2	Wertorientierte Diversifikation	141
3.3.2	Unternehmenswertorientierte Akquisition	145
3.3.3	Neupositionierung und Restrukturierung	153
3.3.3.1	Positionierung der strategischen Geschäftseinheiten	153
3.3.3.2	Bestimmung und Optimierung des M/B-Quotienten des Gesamtunternehmens	158
3.3.3.3	Restrukturierung als Methode der Steigerung des Unternehmenswerts	163
3.4	Ressourcenorientierte Wertsteigerungsaktivitäten	168
3.4.1	Grundlagen einer ressourcenorientierten Betrachtung der Unternehmung	168
3.4.2	Ressourcenorientierte Strategieentwicklung	173
3.4.3	Wertsteigerung durch die Ressource „Organisation“	179
3.4.4	Personal als wertsteigernde Ressource	191
3.4.4.1	Grundlagen von Anreizsystemen	191
3.4.4.2	Unternehmensinterne Anreizsysteme	195
3.4.4.3	Marktindizierte Anreizsysteme	198
3.4.4.3.1	Formen marktindizierter Anreizsysteme	198
3.4.4.3.2	Bewertung marktindizierter Anreizsysteme	204
3.5	Unternehmenswert und Shareholder Value	207
4.	Schlußbetrachtung	213
4.1	Zusammenfassung	213
4.2	Die ganzheitliche Sicht eines Shareholder-Value-Management	216
	Literaturverzeichnis	219
	Anhang	245

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1.1	Entwicklung von M&A-Transaktionen und Leverage Byouts (LBO)	8
Abb. 1.2	Renditeerwartung unterschiedlicher Anlagealternativen	11
Abb. 1.3	Unterschiedliche Interessen an der Unternehmung	14
Abb. 1.4	Evolution des strategischen Management	16
Abb. 1.5	Die aus der Erfahrungskurve resultierende Kausalkette	17
Abb. 1.6	Die fünf konkurrierenden Determinanten der Rentabilität	19
Abb. 1.7	Das strategische Spielbrett nach Mc Kinsey	20
Abb. 2.1	Eigentümer- und Unternehmenssicht der Rentabilität	27
Abb. 2.2	Der Unterschied zwischen Gewinn und tatsächlich verfügbaren Mitteln (Free Cash-flow)	30
Abb. 2.3	Die Entwicklung von Bilanzgewinn der AG, Ergebnis der Geschäftstätigkeit und Jahresüberschuß der Bayerischen Motoren Werke (normierte Zahlen, Basis: 1988=100)	32
Abb. 2.4	Berechnung des Return-on-Investment	34
Abb. 2.5	Phasenerlegung des Zeithorizonts	40
Abb. 2.6	Indirekte Berechnung des Operating Cash-flow	45
Abb. 2.7	Direkte Berechnung des Operating Cash-flow	46
Abb. 2.8	Schnittstellen der Wertermittlung	47
Abb. 2.9	Berechnung des Free Cash-flow	48
Abb. 2.10	Unterschiedliche Definitionen des Free Cash-flow	49
Abb. 2.11	Bestimmung des Unternehmenswerts	51
Abb. 2.12	Zusammensetzung des Unternehmenswerts	52
Abb. 2.13	Das Konzept des Cash-flow Return on Investment	55
Abb. 2.14	Die Berechnung der Bruttoinvestitionsbasis	56
Abb. 2.15	Die Einflußfaktoren des Marktwert/Buchwert-Quotienten	60
Abb. 2.16	Die Berechnung der Eigenkapitalkosten nach dem Capital Asset Pricing Model	66

Abb. 2.17	Effiziente Portfolios mit sicherer Anlagemöglichkeit - die Wertpapierlinie	69
Abb. 2.18	Zweidimensionale Darstellung des Arbitrage Pricing Model	78
Abb. 2.19	Eigenkapitalkostenberechnung von Unternehmensteilbereichen	96
Abb. 2.20	Struktur des Fremdkapitals einer Unternehmung	99
Abb. 3.1	Ganzheitliche Sicht der strategischen Führung	119
Abb. 3.2	Wertsteigerungsaktivitäten eines wertorientierten Management	121
Abb. 3.3	Das auf dem M/B-Modell basierende Wertsteigerungsnetzwerk	122
Abb. 3.4	Das Wertsteigerungsspielbrett	123
Abb. 3.5	Die Matrix der Wertsteigerungsaktivitäten	123
Abb. 3.6	Leverage-Effekt bei konstanten Fremdkapitalkosten	127
Abb. 3.7	Leverage-Effekt bei verschuldungsabhängig steigenden Fremdkapitalkosten	128
Abb. 3.8	Optimaler Verschuldungsgrad als Minimum der Gesamtkapitalkosten	129
Abb. 3.9	Bereich optimaler Verschuldung	129
Abb. 3.10	Kapitalkostenverlauf und Rendite nach MODIGLIANI/MILLER bei konstanten Fremdkapitalkosten	132
Abb. 3.11	Kapitalkostenverlauf und Rendite nach MODIGLIANI/MILLER bei steigenden Fremdkapitalkosten	134
Abb. 3.12	Umfang des Diversifikationsbegriffs bei ANSOFF und BÜHNER	140
Abb. 3.13	Möglichkeiten externer und interner Diversifikation	141
Abb. 3.14	Die Bestimmung der Wertsteigerung in Abhängigkeit vom Kaufpreis	150
Abb. 3.15	Positionierung der Geschäftseinheiten in der Marktwert/Buchwert-Matrix	154
Abb. 3.16	Wertsteigerung durch Veränderung des Verhältnisses von Markt- zu Buchwert	156
Abb. 3.17	Der „leaning brick pile“ der Geschäftseinheiten A bis G aus Gesamtunternehmenssicht	158
Abb. 3.18	Potentiale der Veränderung von Markt- und Buchwerten	167
Abb. 3.19	Grundlegender Zusammenhang des resource-based View	169
Abb. 3.20	Erklärung des Unternehmenserfolgs durch Markt- und Ressourceneinflüsse	173

Abb. 3.21	Positionierung von Geschäftseinheiten auf Grundlage von Marktwert und Ressourcenwert	174
Abb. 3.22	Ressourcenorientierte Agenda	176
Abb. 3.23	Wirkung der Durchführungstypen organisatorischer Verbesserungen auf der Wert der Ressourcen und den Marktwert des Geschäftsprozesses	190
Abb. 3.24	Motivation des Managements durch Gehaltsvereinbarungen	193
Abb. 3.25	Pay/Performance Gap (Basis: S&P400-Unternehmen)	194
Abb. 3.26	Aktienkursabhängige Belohnung durch einen Restricted Stock Plan	199
Abb. 3.27	Aktienkursabhängige Belohnung durch Non-Qualified-Stock-Option-Programme	202
Abb. 3.28	Kursentwicklung der Westinghouse-Aktie und des Dow-Jones-Index	208
Abb. 4.1	Die ganzheitliche Sichtweise eines Shareholder-Value-Management	217

Tabellenverzeichnis

Tab. 1.1	Mögliche Werte eines Unternehmens am Beispiel eines Einzelhandelsunternehmens	9
Tab. 2.1	Beispiel des Risikoeinflusses bei der Bewertung unterschiedlicher Handlungsalternativen	25
Tab. 2.2	Gewinn und Dividendenzahlungen 1991 und 1992 der 39 Werte des Deutschen Aktienindex DAX	28
Tab. 2.3	Ansatzwahlrechte für Kapitalgesellschaften	31
Tab. 2.4	Berechnung des Return-on-Investment (ROI) auf Basis unterschiedlicher Gewinndefinitionen	36
Tab. 2.5	Entwicklung des ROI bei Unterlassung von Investitionen	36
Tab. 2.6	Bestimmung der gewichteten Kapitalkosten einer Unternehmung	54
Tab. 2.7	Schätzwerte für Eigenkapitalkosten durch CAPM und APM	79
Tab. 2.8	Prognose-Matrix der Eigenkapitalkosten	85
Tab. 2.9	Portfolio zur Eigenkapitalkostenbestimmung nach SACH	86
Tab. 2.10	Portfolio zur Bestimmung individueller betas von Unternehmensteilbereichen	96
Tab. 2.11	Eigenkapitalkosten von Unternehmensteilen anhand des beta-Portfolios (Beispiel)	97
Tab. 2.12	Fremdkapitalstruktur von BMW und Bertelsmann anhand ausgewählter FK-Positionen der Konzernbilanzen	100
Tab. 2.13	Finanzierungskostenvergleich unter Berücksichtigung der Besteuerung (Beispiel)	109
Tab. 3.1	Beispiele für wertorientierte Aktionsprogramme für die Wettbewerbsstrategien	156
Tab. 3.2	Bewertung der strategischen Optionen der Geschäftseinheiten	159
Tab. 3.3	Bestimmung des maximalen M/B-Quotienten des Gesamtunternehmens	161
Tab. 3.4	Reorganisation und Wertgeneratoren	185
Tab. 3.5	Anreize zur Motivierung von Führungskräften	190

Tab. 3.6	Ergebnis einer Sensitivitätsanalyse	196
Tab. 3.7	Restriktionen steuerbegünstigter Optionsprogramme	200
Tab. 3.8	Entwicklung des tatsächlichen Unternehmenswerts pro Aktie und Aktienkurs von Abbott Labs. in Jahresanfangswerten (CALLARD 1988)	207

Anhang

Tab. 1	Gehaltsentwicklung im Rechenbeispiel	246
Tab. 2	Pensionsleistungen im Rechenbeispiel	246
Tab. 3	Entwicklung der Pensionsrückstellungen	247
Tab. 4	Steuerwirkung von Pensionsrückstellungen (Rechenbeispiel)	248
Tab. 5	Durch die Pensionszusage bewirkte Zahlungsströme (Rechenbeispiel)	249