

Anwendbarkeit des Shareholder Value zur Managementbeurteilung

DISSERTATION
der Universität St. Gallen,
Hochschule für Wirtschafts-,
Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG)
zur Erlangung der Würde eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

Ulrich Sauter

aus
Deutschland

Genehmigt auf Antrag der Herren

Prof. Dr. Fredmund Malik
und
Prof. Dr. Klaus Spremann

Dissertation Nr. 2035

Difo-Druck GmbH, Bamberg 1997

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	1
Abbildungsverzeichnis	9
Abkürzungsverzeichnis	11
1. Konzeptionelle Grundlagen der Untersuchung	15
1.1. Problemstellung	17
1.2. Untersuchungsaufbau	22
1.3. Forschungsmethodisches Vorgehen	24
2. Maßstäbe zur Performance-Messung eines Unternehmens	26
2.1. Gewinn pro Aktie (Earnings per Share)	26
2.1.1. Definition des bilanziellen Gewinnbegriffs	27
2.1.2. Ansatz- und Bewertungswahlrechte des Jahresabschlusses	27
2.1.3. Keine Berücksichtigung von Risiken	29
2.1.4. Keine Berücksichtigung von Zeitpräferenzen	29
2.2. Traditionelle Bilanzkennziffern	30
2.2.1. Gewinnwachstum (Earnings per Share Growth)	30
2.2.2. Return-on-Investment (ROI)	31
2.2.3. Return-on-Equity (ROE)	33
2.2.4. Zusammenfassung	34
2.3. Cash Flows als Erfolgsmaßstab	35
2.3.1. Definitionen des Cash Flows	35

2.3.2. Ermittlung des Cash Flows	36
2.3.3. Mängel des Cash Flow als Erfolgsmaßstab	38
2.3.3.1. Gebräuchliche Definitionen des Cash Flows	38
2.3.3.2. Cash Flow als Indikator der Ertragskraft eines Unternehmens	38
2.3.3.3. Keine Berücksichtigung von Risiko- und Zeitpräferenzen beim Cash Flow	39
2.4. Theorie des ökonomischen Gewinns	41
2.4.1. Definition des ökonomischen Gewinnbegriffs	41
2.4.2. Rechnerische Ermittlung des ökonomischen Gewinns	42
2.4.3. Stärken und Schwächen der Theorie des ökonomischen Gewinns	43
2.5. Zusammenfassende Beurteilung	46
Shareholder Value Analyse nach Rappaport	48
3.1. Bewertung des Aktionärsvermögens	49
3.2. Kapitalwertmethode	51
3.2.1. Voraussetzung eines vollkommenen Kapitalmarktes	52
3.2.2. Ermittlung der Zahlungsströme	52
3.2.3. Prognoseproblem	53
3.2.3.1. Problembereiche der Bewertungsunsicherheit	54
3.2.3.2. Bewertung bei Unsicherheit	55
3.2.3.3. Prognosemethoden	56
3.2.3.4. Informationsbasis für Prognosen	58
3.3. Ermittlung der Kapitalkosten	60

3.3.1. Ermittlung der Kapitalkosten nach dem Capital Asset Pricing Model (CAPM)	61
3.3.1.1. Gewichtung zwischen Fremd- und Eigenkapital	61
3.3.1.2. Bestimmung des Marktwertes sowie der Kapitalkosten des Fremdkapitals	63
3.3.1.3. Ermittlung der Eigenkapitalkosten	68
3.3.2. Ermittlung der Kapitalkosten nach der Arbitrage Pricing Theory (APT)	75
3.4. Cash Flow des operativen Geschäfts	78
3.4.1. Shareholder Value Netzwerk	79
3.4.2. Wertgenerator Umsatz	81
3.4.3. Wertgenerator Umsatzwachstum	81
3.4.4. Wertgenerator Umsatzüberschußrate	82
3.4.5. Wertgenerator Cash Flow-Steuersatz	86
3.4.6. Wertgenerator Erweiterungsinvestitionen ins Umlaufvermögen	89
3.4.7. Wertgenerator Erweiterungsinvestitionen ins Anlagevermögen	89
3.4.8. Wertgenerator Planungshorizont	92
3.4.9. „Wertgenerator“ Einbeziehung der Schuldzinsen	95
3.5. Restwert	98
3.6. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	102
3.7. Beispielfall zur Ermittlung des Shareholder Value	102
3.8. Shareholder Value als Hilfsmittel des strategischen Managements nach Rappaport	106
3.8.1. Erfassung von Strategien in der Berechnung des Shareholder Value	107

3.8.2. Verknüpfung qualitativer Strategieüberlegungen mit quantitativen Wertgeneratoren	109
3.8.3. Kennzahlen der Shareholder Value Analyse	117
3.8.3.1. Kritische Marge - Threshold Margin	118
3.8.3.2. Sensitivitätsanalysen	120
3.8.3.3. Weitere Kennzahlen	122
3.9. Bewertung des Shareholder Value Ansatzes als Erfolgsmaßstab	122
4. Unternehmensverständnis und Managementtheorien der heutigen Betriebswirtschaftslehre	130
4.1. Unternehmen als soziotechnische Systeme	131
4.2. Managementtheorien	136
4.2.1. Management aus konstruktivistisch-technomorpher Sicht	136
4.2.2. Management aus systemisch-evolutionärer Sicht	140
4.2.3. Adäquanz beider Modellansätze in bezug auf das System Unternehmen	145
4.3. Struktur eines lebensfähigen Systems	148
4.3.1. Das Modell des lebensfähigen Systems von Stafford Beer	148
4.3.2. System 1	151
4.3.3. System 2	153
4.3.4. System 3	154
4.3.5. System 4	156
4.3.6. System 5	158
4.3.7. Rekursivität der Strukturkomponenten	159
4.4. Parametrisches Modell von Beer	160

4.5. Fazit	165
5. Strategisches Management	167
5.1. Begriffsabgrenzungen	168
5.1.1. Der Begriff des strategischen Managements und der strategischen Unternehmensführung	168
5.1.2. Abgrenzung zur strategischen Planung, zum strategischen Controlling sowie zum strategischen Marketing	169
5.2. Entwicklung des strategischen Managements	170
5.2.1. Fortschritte im Bereich der Planungsmethoden	170
5.2.2. Neuere Entwicklungen in der Organisation des Unternehmens....	171
5.2.3. Zunehmende Komplexität und Dynamik der Umweltbedingungen	172
5.3. Zweck des strategischen Managements	173
5.4. Bezugsgrößen des strategischen Managements	174
5.4.1. Bestehende Erfolgspositionen	175
5.4.2. Neue Erfolgspositionen	177
5.5. Relationen zwischen den Managementebenen	180
5.6. Hierarchie der Bezugsgrößen aus der Sicht der strategischen Unternehmenssteuerung	184
5.7. Aspekte der strategischen Planungsebene	186
5.7.1. Planungsinhalte	186
5.7.2. Planungsebenen	187
5.7.3. Funktionen	187
5.7.4. Planende und Hilfsmittel	188
5.8. Planungsmethodik	189

6. Shareholder Value Ansatz als strategisches Planungskonzept	192
6.1. Unternehmerisches Zielsystem	193
6.1.1. Begriff des unternehmerischen Zielsystems	193
6.1.2. Allgemeine Zielordnung	195
6.1.2.1. Verträglichkeit der Ziele	196
6.1.2.2. Horizontale und vertikale Ordnung der Ziele	199
6.1.2.3. Weitere Zielordnungskriterien	202
6.1.3. Dimensionen des unternehmerischen Zielsystems	203
6.1.3.1. Ausmaß der Unternehmensziele	203
6.1.3.2. Zieldauer	207
6.1.3.3. Inhalt des Zielsystems einer Unternehmung	208
6.1.3.3.1. Zielmonismus	210
6.1.3.3.2. Zielpluralismus	218
6.2. Shareholder Value als monistisches Zielsystem in bezug auf den Bereich der marktlichen, strategischen Unternehmensziele	222
6.2.1. Strategischer marktbezogener Zielkatalog einer Unternehmung..	222
6.2.1.1. Zielsystem nach Peter Drucker	223
6.2.1.2. Erweiterungen und Präzisierungen des pluralistischen Zielsystems	228
6.2.1.2.1. externe Erfolgspotentiale	229
6.2.1.2.2. interne Erfolgspotentiale	230
6.2.1.2.3. Beziehung der Erfolgspotentiale zu den Wertgeneratoren des Shareholder Value Ansatzes	231
6.2.2. Humanvermögensrechnung	232

6.2.2.1. Darstellung der Verfahren des Human Resource Value Accountings im Überblick	234
6.2.2.1.1. Direkte Verfahren der Humanvermögensrechnung	236
6.2.2.1.2. Indirekte Verfahren der Humanvermögensrechnung....	238
6.2.2.2. Kritische Würdigung der Ansätze der Humanvermögensrechnung	241
x	
6.2.2.3. Adäquanz des Shareholder Value als monistische marktliche Zielkonzeption	243
6.3. Shareholder Value als Bestandteil eines marktlichen pluralistischen Zielsystems des strategischen Managements	245
6.3.1. Aufgaben einer quantitativen, finanziellen Zielgröße innerhalb eines pluralistischen Zielsystems	246
6.3.1.1. Aufgaben einer quantitativen Zielgröße nach Beer	246
6.3.1.2. Aufgaben einer quantitativen, finanziellen Zielgröße nach Drucker	247
6.3.1.3. Aufgaben einer quantitativen, finanziellen Zielgröße nach Gälweiler	249
6.3.2. Aufgabenerfüllungsgrad durch den Zielparameter Shareholder Value	253
6.3.2.1. Aufgabenerfüllung in bezug auf neue Erfolgspotentiale	254
6.3.2.2. Aufgabenerfüllung in bezug auf bestehende Erfolgspotentiale	259
6.3.3. Einbezug von Option Pricing Modelle als Erweiterung des Shareholder Value Ansatzes	262
6.3.3.1. Charakteristika von Optionen	262
6.3.3.2. Bestimmungsparameter des Optionswertes	264
6.3.3.3. Aus Investitionen erwachsende Optionen	266

6.3.3.4. Ermittlung des Optionswertes	269
6.3.3.4.1. Binominalmodell	271
6.3.3.4.2. Modell von Black und Scholes	274
6.3.3.4.3. Ermittlung des Wertes einer Put-Option	278
6.3.3.5. Ergänzung des Shareholder Value Ansatzes durch Option Pricing Modelle	279
7. Abschließende Beurteilung der Einsatzmöglichkeiten des Shareholder Value Ansatzes	281
7.1. Verfahrenorientierte Beurteilung des Shareholder Value Ansatzes von Rappaport	282
7.2. Planungsorientierte Beurteilung des Shareholder Value Ansatzes von Rappaport	284
7.3. Strategische Beurteilung des Shareholder Value Ansatzes von Rappaport	286
7.4. Ergebnis	289
Literaturverzeichnis	290