

Wertorientiertes Strategisches Management

von Dodo zu Knyphausen¹

Zusammenfassung

Die Idee eines Wertorientierten Strategischen Managements wird gegenwärtig viel diskutiert. Der vorliegende Aufsatz bietet einen aktuellen Überblick, der die theoretische und empirische Literatur umfassend aufarbeitet. Dabei wird in besonderer Weise versucht, das Spannungsfeld aufzuzeigen, das zwischen Finanzierungstheorie - die die Ansätze zu einem Wertorientierten Strategischen Management wesentlich geprägt hat - einerseits und Strategischem Management andererseits zunächst zu bestehen scheint, sich dann aber, bis zu einem gewissen Grad zumindest, auflösen läßt. Möglichkeit und Grenzen des Wertorientierten Strategischen Managements lassen sich auf dieser Grundlage erst verständlich machen.

1. Einleitung

Wertorientierte strategische Planung, oder anspruchsvoller formuliert: Wertorientiertes *Strategisches Management* (Reimann 1987), ist derzeit wohl ein besonders viel diskutiertes Konzept des Strategischen Managements (vgl. dazu etwa die Beiträge in der Zeitschrift *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Heft 3/1991). Vier Motivationen mögen dabei eine Rolle spielen:

- (1) *M & A-Euphorie und Corporate Raider*. In Amerika, aber auch in anderen Ländern der "Triade" (Ohmae) gibt es seit Jahren schon eine geradezu euphorische Welle von Akquisitionen und Unternehmenszusammenschlüssen (vgl. Fruhan 1988: 64). Diese Aktivitäten sind freilich nicht immer so erfolgreich, wie die Euphorie vermuten läßt (vgl. Porter 1987). Es besteht deshalb ein berechtigtes Interesse daran, Anhaltspunkte dafür zu gewinnen, wie hoch der "Wert" einer "Target Firm" tatsächlich ist und wie dieser Wert im Vergleich zum Kaufpreis, d. h. zu seinem Börsenwert, einzuschätzen ist. Nur an der Börse unterbewertete Firmen sind für einen potentiellen Käufer attraktiv. Aus der Sicht der "Target Firm" ist freilich eine Übernahme keineswegs immer gewünscht. Hier besteht ein Interesse daran, den Börsenkurs möglichst in die Höhe zu treiben, um die Begehrlichkeiten von Raidern in Grenzen zu halten. Es muß also ein

1 Dr. Dodo zu Knyphausen, Institut für Organisation an der Universität München, Ludwigstr. 28 RG, 8000 München 22

Weg gefunden werden, den tatsächlichen Wert des Unternehmens so darzustellen, daß die Börse hiervon Notiz nimmt.

- (2) *Schaffung rationaler Vergleichsmöglichkeiten.* Die Darstellung des tatsächlichen Wertes eines Unternehmens ist nicht nur zur Abwehr von feindlichen Unternehmensübernahmen von Interesse. In jedem Unternehmen geht es darum, den Beitrag der verschiedenen Einheiten zu messen und zu vergleichen, um auf dieser Grundlage über die Allokation von Ressourcen entscheiden zu können. Dabei sollte es z. B. vermieden werden, daß einzelne Unternehmensteile besser dastehen als andere, nur weil sie es unterlassen, angemessen in die Zukunft zu investieren. Relevant ist letztlich nur, was zukünftig in den Einheiten erwirtschaftet werden kann (vgl. Trux et al. 1991: 746). Gerade dazu bedarf es aber eines Verfahrens, das über die Ertragspotentiale dieser Einheiten Aussagen zu gewinnen erlaubt.
- (3) *Bewertung der Rolle der Unternehmensführung.* Es geht nicht nur um die Bewertung der Unternehmenseinheiten, sondern auch um die Frage, welcher positiv zu bewertende Zusammenhang zwischen den Einheiten besteht. Wenn man davon ausgeht, daß Märkte häufig effizienter sind als Hierarchien, dann ist keineswegs klar, warum es Sinn macht, Aktivitäten unter das Dach eines Konzerns zu internalisieren, und entsprechend ist natürlich auch die Rolle der Unternehmensführung erst einmal ökonomisch zu begründen (vgl. Henzler 1988: 1295 ff., Timmermann 1988: 100 ff.; auch Chandler 1991): Immerhin kostet die Einrichtung und der Betrieb einer Zentrale normalerweise viel Geld, und der Aktionär möchte wissen, wofür er sein Geld ausgibt, oder anders formuliert: Er möchte sehen, daß die Konzernorganisation zur Steigerung seines Vermögens beiträgt. Die Beziehung zwischen dem Börsenwert und dem, was das Unternehmen "tatsächlich wert ist", ist damit ein weiteres Mal offensichtlich.
- (4) *Unzureichende Rendite im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren.* Schließlich wird man generell darauf verweisen müssen, daß in den letzten Jahren und Jahrzehnten eine Vielzahl von Unternehmen Renditen erwirtschaftet haben, die unter den Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere liegen (vgl. relativierend allerdings Iber 1985: 1102). Die Unternehmen sind daher mehr denn je aufgefordert zu prüfen, inwieweit sie zu einer Steigerung des Aktionärsvermögens beitragen. Die Tatsache, daß ein Unternehmen wie die Siemens AG im operativen Geschäft Verluste macht und nur aufgrund des riesigen Bestandes an Finanzmitteln in den schwarzen Zahlen steht, ist ja kaum akzeptabel: Der Aktionär könnte besser sein Geld

direkt anlegen, als es einem Unternehmen zu geben, das dann unter hohen Kosten letztlich die gleichen Anlageentscheidungen trifft.

Die hier angeschnittenen Fragen und Probleme mögen es plausibel machen, warum in den letzten Jahren ein so großes Interesse an Ansätzen aufgekommen ist, die die Geschäftsentwicklung systematisch auf die Entwicklung des Aktionärsvermögens beziehen und ein Verfahren erarbeiten, das eine adäquate Bewertung der geplanten strategischen Manöver ermöglicht. Diese Ansätze müssen im Spannungsfeld zwischen Finanzierungstheorie einerseits und dem Strategischen Management andererseits verortet werden. "Spannungsfeld" ist dabei wörtlich gemeint: Finanzierungstheorie und Strategisches Management sind nicht ohne weiteres kompatibel miteinander (vgl. Bromiley 1990). Es bietet sich daher, bevor auf die Ansätze zu einem wertorientierten Strategischen Management direkt eingegangen wird, an, die beiden Pole dieses Spannungsfeld etwas näher zu betrachten und dabei die Grundlagen zu erarbeiten, die ein Verständnis, aber auch eine kritische Beurteilung der dann vorzustellenden Ansätze erst möglich machen.

2. Finanzierungstheorie versus Strategisches Management: Grundlagen eines wertorientierten Ansatzes

Die Finanzierungstheorie verfolgt, Rudolph (1979: 1034) zufolge, zwei Zielrichtungen:

"Sie hat zum einen die Märkte, an denen die Finanzierungsmittel angeboten und nachgefragt werden, systematisch zu beschreiben und Erklärungshypothesen für die an diesen Märkten herrschenden Bedingungen zu entwickeln; sie hat zum anderen auf der Grundlage solcher Hypothesen Prognoseverfahren und Entscheidungskriterien bereitzustellen, die sich bei der Planung des Investitionsprogrammes und der Finanzierungsmaßnahmen von Unternehmen einsetzen lassen."

Gegenüber der Betrachtungsweise der traditionellen deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre lassen sich in dieser Aufgabenbeschreibung deutlich die Einflüsse der US-amerikanischen Finanzierungstheorie ausmachen (vgl. etwa Brealey & Myers 1988). Diese Theorie ist wesentlich eine Kapitalmarkttheorie, die sich eines weitreichenden mikroökonomischen Instrumentariums bedient. Zwei (aufeinander aufbauende) Gesichtspunkte verdienen im vorliegenden Zusammenhang hervorgehoben zu werden (vgl. Bettis 1983).

Das ist zum einen die Annahme effizienter bzw. vollkommener Kapitalmärkte. Vereinfacht ausgedrückt (für eine sehr viel präzisere Umschreibung vgl. Loistl 1990: 63 ff.) läßt sich diese Annahme in drei Varianten formulie-

ren. Die stärkste Variante postuliert, daß es keinerlei private Information gibt, die am Kapitalmarkt sich bildenden Preise also alle relevanten Informationen widerspiegeln. Unsichere Erwartungen über die zukünftigen Kurse der einzelnen Titel sind in diesem Fall ausgeschlossen. In einer mittleren Variante wird demgegenüber postuliert, daß alle öffentlich zugänglichen Informationen (also keine "Insider-Informationen") in den Preisen reflektiert sind, und in einer schwachen Variante wird schließlich davon ausgegangen, daß nur die tatsächlich in Umlauf gebrachten Informationen Eingang in die Preise gefunden haben. Schon im zweiten, insbesondere aber im letzten Fall können keine sicheren Erwartungen über die zukünftige Kursentwicklung bestehen: Es ist immer möglich, daß neue Informationen auftauchen, die dann auch die Börsenkurse beeinflussen.

Die starke Annahme der Kapitalmarkteffizienz ist nicht nur empirisch äußerst unwahrscheinlich (vgl. zum Überblick Fama 1970, May 1991), sondern auch theoretisch uninteressant; eine eigenständige Theorie der Unternehmensfinanzierung wäre überflüssig (Rudolph 1979: 1037). Die Einführung unsicherer Erwartungen ist demgegenüber theoretisch folgenreich, weil nun nicht mehr nur der Kurs eines Titels interessant ist, sondern auch das damit verbundene Risiko. Aus der Sicht eines Aktionärs ist dabei davon auszugehen, daß zwischen beidem eine positive Beziehung besteht: Ein hohes Risiko wird nur dann akzeptiert, wenn die Rendite entsprechend hoch ist, und umgekehrt. Umfassend ist dieser Zusammenhang durch die "Portfolio Selection-Theorie" von Markowitz (1952, 1959) thematisiert worden, die auch die Grundlage für das ist, was im vorliegenden Zusammenhang ebenfalls kurz angesprochen werden muß: das *Capital-Asset-Pricing-Modell* (CAPM).

Das CAPM beschreibt einen linearen Zusammenhang zwischen dem Erwartungswert der Rendite eines Wertpapiers und dem damit verbundenen "systematischen" Risiko (vgl. z. B. Möller 1986). Auf eine Formel gebracht läßt es sich wie folgt ausdrücken:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i(E(R_m) - R_f); \beta_i = \text{COV}(R_i, R_m) / \text{VAR}(R_m)$$

mit

$E(R_i)$	= Erwartungswert der Rendite des Wertpapiers i
$E(R_m)$	= Erwartungswert der Rendite des Marktportfolios
R_f	= Rendite einer risikofreien Anlage
R_i	= Rendite des Wertpapiers i
R_m	= Rendite des Marktportfolios
β_i	= Kursschwankungs- bzw. "Beta"koeffizient für das Wertpapier i
$\text{VAR}(R_m)$	= Varianz der Rendite des Marktportfolios
$\text{COV}(R_i, R_m)$	= Kovarianz zwischen der Rendite des Wertpapiers i und der Rendite des Marktportfolios

Der Aktionär erwartet als Rendite eines risikoreichen Titels mindestens die Rendite eines festverzinslichen Wertpapiers plus eine angemessene Risikoprämie. Die Risikoprämie ergibt sich aus der durchschnittlichen Risikoprämie für den Gesamtmarkt und dem Kursschwankungskoeffizienten β_i . Der β -Koeffizient bringt zum Ausdruck, wie stark die Schwankungen eines Titels i mit den Schwankungen des Gesamtmarktes korrelieren. Er bezeichnet das *systematische Risiko* eines Titels.

Die Idee des systematischen Risikos besteht in folgendem (vgl. Hax & Majluf 1988: 236 ff.; anschaulich auch Mullins 1982). Jeder Aktionär hat die Möglichkeit, durch Streuung seiner Wertpapiere sein Risiko zu vermindern. Man geht davon aus, daß 15 - 20 Wertpapiere ausreichen, um hier zu guten Ergebnissen zu kommen. Was auf diese Weise nicht eliminiert werden kann, sind allerdings die Schwankungen des Marktes als ganzes: Eine restriktive Finanzpolitik der Bundesbank, eine Energiekrise, konjunkturelle Schwankungen etc. drücken sich in positiver oder negativer Weise im Kursniveau eines beliebigen Portefeuilles aus und schlagen - nach Maßgabe des β -Koeffizienten - auch auf die einzelne Aktie durch. Die These ist nun, daß im Kapitalmarktgleichgewicht nur dieses systematische Risiko durch die Rendite abgedeckt wird, während das unternehmensspezifische oder *unsystematische* Risiko (Mißmanagement, Eintritt neuer Konkurrenten usw.) *nicht* kompensiert wird: Der Aktionär könnte es ja wegdiversifizieren.

Schätzwerte für den β -Koeffizienten einzelner Unternehmen oder wenigstens Branchen werden, das sei abschließend hier bemerkt, von einigen US-amerikanischen Maklerhäusern (für den US-Markt), aber auch von deutschen Händlern (für den deutschen Markt) veröffentlicht bzw. gegen Entgelt angeboten (vgl. zur Übersicht die *Wirtschaftswoche* vom 1.7.1988 sowie das April-Heft der Zeitschrift *Business Economics* 26 [1991]). Was diese Schätzwerte taugen, ist allerdings umstritten. Geyer und Hauer (1991) kommen mit Hilfe eines generalisierten ARCH-(Autoregressive Conditional Heteroscedasticity-) Modells zu dem Schluß, daß das CAPM zu einer systematischen Überschätzung der β -Werte führt; Steiner und Kleeberg (1991) belegen eindrucksvoll die Fehleinschätzungen, die sich aus der durchaus üblichen Verwendung eines nur auf nationale Märkte beschränkten Aktienindices ergeben können. Im Gegenzug gibt es freilich auch empirische Untersuchungen, die wenigstens eine näherungsweise Gültigkeit des CAPM auch für den deutschen Aktienmarkt erkennen lassen (vgl. zum Überblick Möller 1986: 712 ff.), was dann eigentlich auch Konsequenzen für die Validität richtig berechneter β -Werte haben müßte.

Kommen wir nach diesem kurzen Überblick nun zum *Strategischen Management*. D. Teece (1990: 40) schreibt hier kurz und knapp:

"Strategic Management can be defined as the formulation, implementation, and evaluation of managerial actions that enhance the value of a business enterprise."

Diese Definition ist vielleicht etwas zu knapp gehalten, um die eigentlichen Essentials eines Strategischen Managements herauszuarbeiten (vgl. dazu etwa Shapiro 1989, Kirsch 1990), aber sie macht doch immerhin deutlich, wie sehr das Denken auf den *Erfolg* eines Unternehmens ausgerichtet ist (vgl. paradigmatisch dazu Buzzell & Gale 1989). Die Frage ist allerdings, wie man diesen Erfolg messen kann. In den meisten Fällen wird hier von buchhalterischen Größen wie Return on Investment, Return on Equity, Earnings per Share usw. ausgegangen. Mit diesen Erfolgsgrößen sind allerdings eine Reihe von Problemen verbunden, die Rappaport (1986: 19 ff.; vergleichbar Hofer 1983, McGuire et al. 1986: 134) in den folgenden Punkten zusammenfaßt:

- " * Alternative accounting methods may be employed.
- * Risk is excluded.
- * Investment requirements are excluded.
- * Dividend policy is not considered.
- * The time value of money is ignored."

Auch empirische Untersuchungen weisen darauf hin, daß traditionelle Erfolgsmaßstäbe zu wenig verlässlichen Ergebnissen führen. So hat Chakravarthy (1986) die US-amerikanische Computerindustrie darauf untersucht, ob sich hier tatsächlich so viele "exzellente" Unternehmen zweifelsfrei identifizieren lassen, wie das Peters und Waterman in ihrem bekannten Buch (1982) behauptet hatten. Die Ergebnisse laufen darauf hinaus, daß verschiedene Performance-Maßstäbe zu ganz unterschiedlichen Rangfolgen der Unternehmen führen - ein sicherer Indikator dafür, daß mit diesen Performance-Maßstäben irgendetwas nicht stimmen kann.

Es ist in dieser Situation kein Wunder, daß man sich Gedanken darüber macht, welche *alternativen* Erfolgsmaßstäbe es geben könnte. Das kann natürlich mit ganz unterschiedlicher Radikalität geschehen. Am weitestgehenden sind vielleicht Ansätze, die sich überhaupt aus dem engen Kontext finanzieller Zielgrößen lösen und statt dessen sich auf eine Erfassung ganz unterschiedlicher "Stakeholder"-Interessen konzentrieren wollen (vgl. etwa Ulrich 1977, Freeman 1984). Im vorliegenden Zusammenhang interessanter mögen aber die im Kontext von Diversifikationsüberlegungen häufig angestellten *Risikobetrachtungen* sein (Rumelt 1974). Diese Überlegungen weisen nämlich zurück auf unsere finanzierungstheoretischen Ausführungen und lassen die Frage entstehen, ob nicht das Strategische Management Gewinne aus einem Blick in diese - zugegebenermaßen recht "theoretischen" - Gefilde ziehen könnte.

Freilich muß an dieser Stelle noch einmal auf das schon angedeutete Spannungsverhältnis zwischen der Finanzierungstheorie einerseits und dem Strategischen Management andererseits verwiesen werden. Dieses Spannungsverhältnis läßt sich nun in zwei Punkten konkretisieren (Bettis 1983):

- (1) Die Finanzierungstheorie bzw. das CAPM geht, wie gesehen, davon aus, daß die Reduktion des firmenspezifischen Risikos im Aktienkurs keine Berücksichtigung findet, durch den Aktionär also nicht "belohnt" wird. Entsprechend gibt es für das Management keinen Anreiz, dieses firmenspezifische Risiko zu vermindern. Eine Diversifikation des Risikos kann, so die schon bekannte These, effizienter durch den Aktionär selber vorgenommen werden. Aus der Perspektive des Strategischen Managements wird man demgegenüber sehr wohl darauf verweisen, daß eine Risikoreduktion vorteilhaft ist, man also insbesondere sein Glück in der Diversifikation suchen sollte - zumindest solange sie in verwandte Betätigungsfelder erfolgt und Synergien genutzt werden können.
- (2) Eine ganz unterschiedliche Einschätzung ergibt sich auch bezüglich des zu empfehlenden Informationsverhaltens. Gemäß Finanzierungstheorie bzw. CAPM ist es zweckmäßig, möglichst viele Informationen preiszugeben, da diese sich unmittelbar im Aktienkurs niederschlagen. Das Strategische Management fokussiert dagegen auf Wettbewerbsvorteile, die wesentlich auf Besitz und Nutzung privater Informationen beruhen. Für eine Beurteilung des Unternehmens relevante Information wird man aus diesem Blickwinkel gerade *nicht* an die Öffentlichkeit (und an die Konkurrenz) geben wollen.

Die beiden hier genannten Punkte sind nicht ganz unwesentlich, wenn man über das Konzept eines Wertorientierten Strategischen Managements nachdenken will. Es mag deshalb zweckmäßig sein, wenigstens kurz einigen theoretischen und empirischen Hinweisen nachzugehen, die hier vielleicht eine etwas relativierende Einschätzung ermöglichen.

Theoretische Überlegungen hat J. Peavy (1984) angestellt. Was den erstgenannten Punkt angeht, so knüpft er noch einmal an die Formel zur Berechnung des β -Koeffizienten an. Die Kovarianz zwischen der Rendite des Titels i und der Marktrendite läßt sich nämlich auch in der folgenden Weise schreiben:

$$\text{COV}(R_i, R_m) = \text{SA}(R_i) * \text{SA}(R_m) * \text{KKO}(R_i, R_m).$$

(SA steht für "Standardabweichung", KKO für "Korrelationskoeffizient"). In dieser Schreibweise wird sofort ersichtlich, daß in die Berechnung der Kovarianz zwischen R_i und R_m auch die Standardabweichung von R_i eingeht. Diese Standardabweichung quantifiziert aber das *gesamte* Risiko des Titels i , also das systematische *und* das unsystematische Risiko. Nach Chatterjee und Lubatkin (1990: 256; ähnlich Frantzmann 1990: 76) beträgt das unsystematische Risiko dabei zwischen 70 und 80 %. Daraus folgt aber unmittelbar, daß das Unternehmen auch aus finanzierungstheoretischer Sicht ein Interesse an

der Reduktion des (unternehmensspezifischen) Risikos besitzen müßte, wird dadurch doch letztlich auch der β -Koeffizient abgesenkt. Darüber hinaus kann man fragen, ob die Unterscheidung zwischen systematischen und unsystematischen Risiko tatsächlich immer trennscharf durchzuhalten ist. Die Diversifikation eines Unternehmens scheint zunächst einmal auf die Reduktion des *unsystematischen* Risikos hinauszulaufen (vgl. Aaker & Jacobson 1987: 280). In dem Maße aber, wie Diversifikationsaktivitäten Wettbewerbsvorteile gegenüber der Konkurrenz aufbauen - seien es Economies of Scale oder Scope oder eine erhöhte Marktmacht (Seth 1990a: 101 ff.) -, macht sich das Unternehmen von Schwankungen des Marktes auch unabhängiger. Das bedeutet aber letztlich nichts anderes als die Absenkung des *systematischen* Risikos, und entsprechend muß davon ausgegangen werden, daß die Aktionäre ein solches Verhalten sehr wohl positiv honorieren (vgl. Lubatkin & Rogers 1989: 455 ff., Chatterjee & Lubatkin 1990: 256 ff.).

Im Hinblick auf den zweitgenannten Punkt weist Peavy (1984: 155) darauf hin, daß der Kapitalmarkt zusätzliche Informationen nur dann positiv bewertet, wenn die verbesserte Vorhersagbarkeit nicht durch die damit möglicherweise verbundene Verschlechterung der Wettbewerbsposition konterkariert wird. Es ist gerade, so könnte man sagen, die zunächst so restriktiv erscheinende Annahme eines vollkommenen Kapitalmarktes, die dem Gebot einer vollständigen Preisgabe aller relevanten Informationen entgegensteht: Der Aktionär würde auch die kontraproduktiven Aspekte erkennen und dies in die Bewertung des Titels einfließen lassen. Umgekehrt darf, wie die Theorien des "Market Signaling" zeigen (vgl. zum Überblick Heil & Robertson 1991), nicht vergessen werden, daß gerade die Informationspolitik auch wettbewerbsstrategische Bedeutung besitzen kann.

Die relevanten empirischen Untersuchungen können an dieser Stelle natürlich nicht umfassend aufgearbeitet werden. Es sollen nur einige Studien kurz angesprochen werden, die im Kontext des Strategischen Managements entstanden sind:

- * Zunächst einmal haben Woolridge und Snow (1990; ähnlich Copeland et al. 1990: 88 ff.) festgestellt, daß der (amerikanische) Aktienmarkt tatsächlich auf strategisch relevante Informationen von Unternehmen (z. B. zu Joint-Venture- und F & E-Vorhaben) in signifikanter Weise reagiert. "Strategische" Investitionen mit hohem Volumen werden in besonders starker Weise von den Aktionären honoriert.
- * Aaker und Jacobson (1987) haben versucht, den Börsenwert von Unternehmen durch eine Art Multi-Faktor-Modell zu erklären, das einige Variable aus den Untersuchungen im Rahmen des PIMS-Projektes (Marktanteil, Produktqualität etc.), aber eben auch das systematische und das unsystematische Risiko umfaßt. Das Ergebnis läuft darauf hinaus, daß sowohl (1) das systematische als auch das

unsystematische Risiko einen signifikanten Einfluß besitzen, (2) beide Faktoren zu den wichtigsten Einflußfaktoren gehören und (3) das systematische Risiko einen stärkeren Einfluß hat als das unsystematische Risiko.

- * Die Untersuchungen von Amit und Wernerfelt (1990), Seth (1990a, b), Lubatkin und Rodgers (1989) sowie Chatterjee und Lubatkin (1990) schließlich bestätigen im großen und ganzen die Studie von Aaker und Jacobson, fügen aber noch ein wichtiges Argument hinzu: Eine risiko-reduzierende Diversifikation steigert den Unternehmenswert deshalb, weil auf diese Weise Effizienzvorteile erzielt werden können - sei es nun aufgrund von Skalen-, Scope- oder sonstigen Rationalisierungseffekten.

Ich interpretiere die Ergebnisse der angeführten theoretischen Überlegungen ebenso wie der empirischen Untersuchungen so, daß hier Hinweise gegeben werden, die den zunächst formulierten strikten Gegensatz der Implikationen der Finanzierungstheorie einerseits und des Strategischen Managements andererseits doch etwas relativieren. Insofern mag es durchaus ein hoffnungsvolles Unterfangen sein, sich im Hinblick auf die im ersten Abschnitt angesprochenen Fragestellungen um Ansätze zu bemühen, die an der Schnittstelle zwischen diesen beiden Theorietraditionen liegen. Sehen wir uns also nun endlich diese Ansätze etwas genauer an!

3. Wertorientiertes Strategisches Management - ein Überblick über die vorhandenen Ansätze

Alle im folgenden zu besprechenden Modelle gehen grundsätzlich davon aus, daß der Wert eines Unternehmens sich aus dem Strom der zukünftig erwarteten Einnahmen ergibt, wobei berücksichtigt wird, daß Einnahmen einen je höheren Wert haben, je früher sie anfallen. Diese Überlegung läßt sich etwa mit Hilfe der folgenden Formel zum Ausdruck bringen (Woo 1986: 159):

$$V = C_1/(1 + K) + C_2/(1 + K)^2 + \dots + C_n/(1 + K)^n,$$

mit

- V = Gegenwartswert des korrespondierenden Einnahmenstroms;
- C_i = Einnahmen in den Perioden $i = 1, 2, 3 \dots n$;
- K = Diskontierungsfaktor zur Berücksichtigung von Inflation und Risiko.

Die Frage, die sich jetzt stellt, ist, wie sich dieses Grundmodell operationalisieren läßt. Die einfachste Option ergibt das sog. Markt zu Buchwert- bzw. Constant Growth-Modell, das frühzeitig von den Beratungsgesellschaften *Marakon Associates* (1980) und *Strategic Planning Associates* (1981) verwendet worden ist. Es geht von einem unendlichen Dividendenstrom, einer konstanten Wachstumsrate des Unternehmens sowie einem konstanten Diskontierungsfaktor aus. Daraus ergibt sich:

$$V = D_1 / (K_e - g),$$

mit

- V = Wert des Eigenkapitals;
- D_1 = Dividende in der nächsten Periode;
- g = Wachstumsrate des Unternehmens;
- K_e = Kosten des Eigenkapitals.

Die Dividende des nächsten Jahres berechnet sich aus dem Buchwert des Eigenkapitals B, multipliziert mit der darauf bezogenen Rendite ROE abzüglich der Wachstumsrate g:

$$D_1 = B(\text{ROE} - g).$$

Es ergibt sich dann:

$$V/B = (\text{ROE} - g) / (K_e - g).$$

Wie man sieht, relationiert dieses Modell zukünftige Zahlungen mit bislang aufgewendeten Ressourcen. Die Implikationen dieses Modells fassen Hax und Majluf (1988: 231 f.) in vier Punkten zusammen:

- (1) Wert wird nur geschaffen, wenn der Marktwert den Buchwert übersteigt. Das aber ist gleichbedeutend mit der Bedingung, daß der ROE die Kapitalkosten übersteigen muß: Es bedarf einer positiven Gewinnspanne ($\text{ROE} - K_e > 0$).
- (2) Wirtschaftliche und buchhalterische Rentabilität können auseinanderfallen. Nach buchhalterischen Gesichtspunkten ist ein Unternehmen rentabel, wenn der ROE größer Null ist. Aus wirtschaftlicher Sicht ist aber Rentabilität nur gesichert, wenn die Eigenkapitalrendite die Kapitalkosten übersteigt.

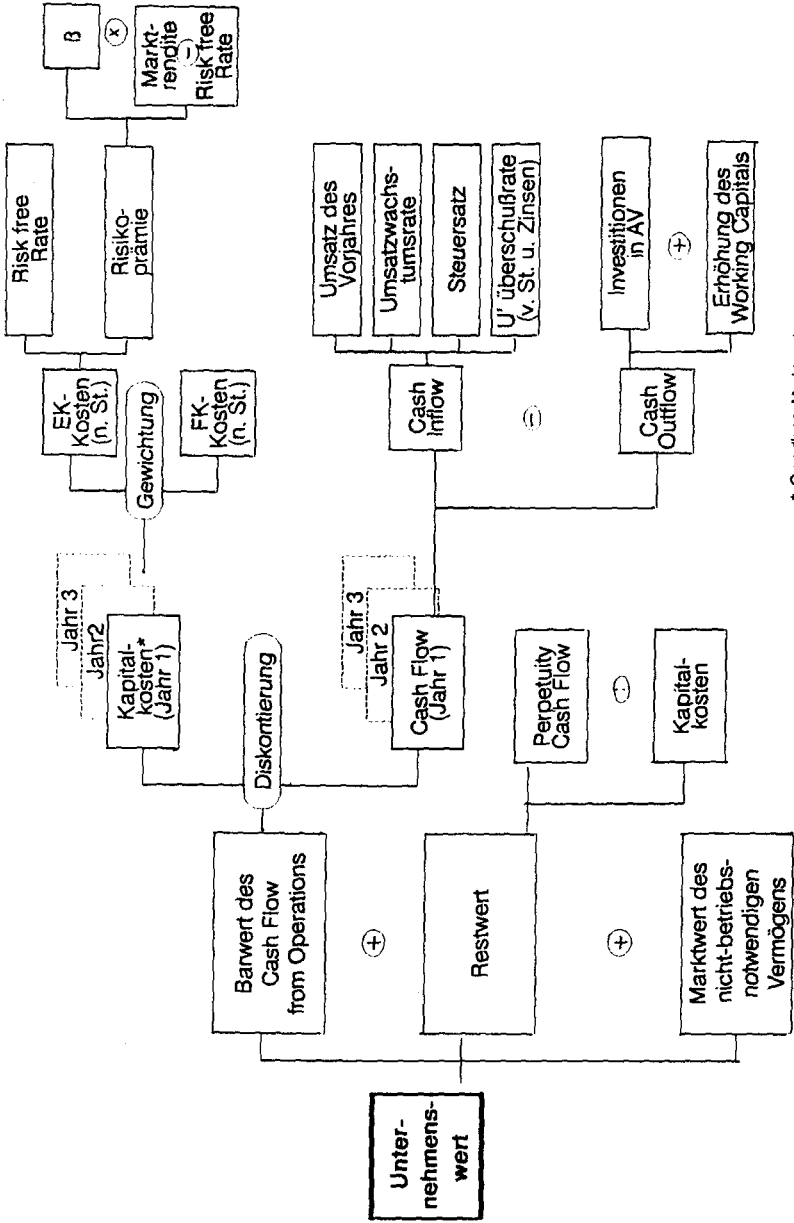


Abb. 1: Berechnung des Unternehmenswertes nach Rappaport (1986)

- (3) Wachstum hat unterschiedliche Konsequenzen je nach dem, ob die Gewinnspanne positiv oder negativ ist. Im ersten Fall unterstützt es die Erhöhung des Unternehmenswertes, im anderen Fall beschleunigt es den Wertverlust.
- (4) Der unterste Wert, den V annehmen kann, ist der Liquidationswert. Die Liquidierung kann die beste Strategie sein, wenn die zulässigen Desinvestitionsraten sehr gering sind.

Diese Überlegungen bieten zweifellos wichtige erste Einsichten. Trotzdem ist das zugrundeliegende Modell natürlich zu einfach. Es macht sehr starke Stabilitätsvoraussetzungen. Die Annahme eines unendlichen Zeithorizontes ist kritikwürdig. Schließlich ist nach wie vor eine allzu große Orientierung an buchhalterischen Größen vorhanden; es wird wesentlich mit Kennzahlen *finanzwirtschaftlicher*, nicht aber nach Gesichtspunkten *operativer* Profitabilität argumentiert. Es ist deshalb ein Bedarf für komplexere Modelle vorhanden. Ein Vorschlag hierzu stammt von Fruhan (1979), die die Restwertbetrachtung in die Überlegungen einführt. Weitergehend ist aber der Ansatz von Rappaport (1986), der deshalb im folgenden auch im Vordergrund stehen soll.

Die Modellstruktur ist auch hier letztlich schnell erklärt (vgl. Abb. 1). Der Shareholder Value ist gleich dem Unternehmenswert abzüglich des Wertes des Fremdkapitals. Der Unternehmenswert setzt sich aus drei Komponenten zusammen:

- (1) dem Barwert des "Cash Flow from Operations" im Planungszeitraum;
- (2) dem Restwert, der dem Barwert aller Cash flows nach Beendigung des Planungszeitraums entspricht; und
- (3) dem Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

Die Barwerte ergeben sich durch Abzinsung mit den Kapitalkosten, die ihrerseits der gewichtete Durchschnitt aus Eigen- und Fremdkapitalkosten sind. Zugrundegelegt wird dabei nicht die aktuelle, sondern die *langfristig gewünschte* Kapitalstruktur, und es wird nicht von den Buch-, sondern von den *Marktwerten* ausgegangen. Für die Berechnung der Fremdkapitalkosten sind langfristige Neuemissionen zugrundelegen, deren Fristigkeit möglichst dem Planungszeitraum (meist 5 oder 10 Jahre) entsprechen sollte. Die Eigenkapitalkosten errechnen sich ganz nach den Regeln des CAPM (vgl. oben, Abschnitt 2).

Von den genannten Komponenten ist, jedenfalls was die konzeptionelle Seite angeht, der *Restwert* wohl die interessanteste. Auch von der Größenordnung her stellt der Restwert häufig den größten Anteil. Rappaport

(1986: 59) weist darauf hin, daß während des Planungszeitraum die Kapitalkosten oftmals nicht erwirtschaftet werden können, zumal dann, wenn es sich um "strategische Investitionen" handelt, deren positive Ergebniswirkungen erst in relativ ferner Zukunft zur Geltung kommen.

Die Berechnung des Restwertes kann nach mehreren Methoden erfolgen. Im Falle einer Erntestrategie kann es zweckmäßig sein, den Liquidationswert anzusetzen; im Falle eines Wachstumsgeschäftes wird man dagegen mit optimistischeren Annahmen arbeiten. Rappaport (1986: 60) geht allerdings davon aus, daß man in vielen Fällen die sogenannte "Perpetuity"-Methode anwenden kann. Das Vorgehen ist hier ähnlich wie etwa bei der Methode des internen Zinsfußes: Es wird angenommen, daß nach Ablauf des Planungszeitraumes eine Verzinsung erwirtschaftet wird, die genau den Kapitalkosten entspricht. Nach Ablauf des Planungszeitraumes wird also kein zusätzlicher Unternehmenswert mehr geschaffen. Der Barwert einer unendlichen Zahlungsreihe entspricht in diesem Fall dem Quotienten aus einer wiederkehrenden Zahlung ("Perpetuity") und dem Kapitalisierungszinssatz, oder anders ausgedrückt:

Restwert zu Ende des Planungszeitraumes = jährlicher Cash flow/Kapitalkosten.

Nach Rappaport ist die Anwendung der "Perpetuity"-Methode deshalb plausibel, weil eine höhere Gewinnspanne während des Planungszeitraumes die Konkurrenz anlockt, der Markt also auf Dauer zunächst vorhandene Wettbewerbsvorteile wieder zunichte macht. Freilich, wenn es stimmt, daß in vielen Geschäften während des Planungszeitraumes *keine* positive Gewinnspanne erwirtschaftet werden kann, wird man wohl die umgekehrte Annahme machen müssen: daß die Konkurrenz teilweise aufgibt und das Restkapital liquidiert. Das ist aber intuitiv weit weniger plausibel, und entsprechend kann man bestreiten, daß die Anwendung der "Perpetuity"-Methode tatsächlich in *vielen* Fällen zu brauchbaren Resultaten führt.

Die Berechnung der Kapitalkosten und die Anwendung der "Perpetuity"-Methode machen deutlich, wie weitgehend das Rappaport-Modell tatsächlich auf Ansätzen der modernen Finanzierungstheorie aufbaut, die in Abschnitt 2 kurz dargestellt worden sind. Gleichzeitig muß man freilich auch sehen, daß Rappaport sehr unmittelbare Anschlüsse an Konzepte aus dem Strategischen Management sucht. Abb. 2 zeigt beispielsweise, wie Rappaport das Portersche Konzept der "Value Chain" (Porter 1985) für eine Ableitung des Cash flows nutzt. Damit ist dann zugleich auch ein wichtiger Ansatz gegeben, mit dessen Hilfe man nach Potentialen für die Steigerung des Cash flow und damit letztlich für die Steigerung des Unternehmenswertes suchen kann. Die Möglichkeiten sind damit allerdings keineswegs ausgeschöpft: Man muß sich nur das Gesamt-Modell von Rappaport (Abb. 1) noch einmal vor Augen führen, um zu sehen, daß man auch an anderen Stellen Wertschöpfungspotentiale ausfindig machen kann. Denkbar sind etwa die folgenden (vgl. Rappaport 1986: 76, Stewart & Glassman 1988, Bühner 1990: 67):

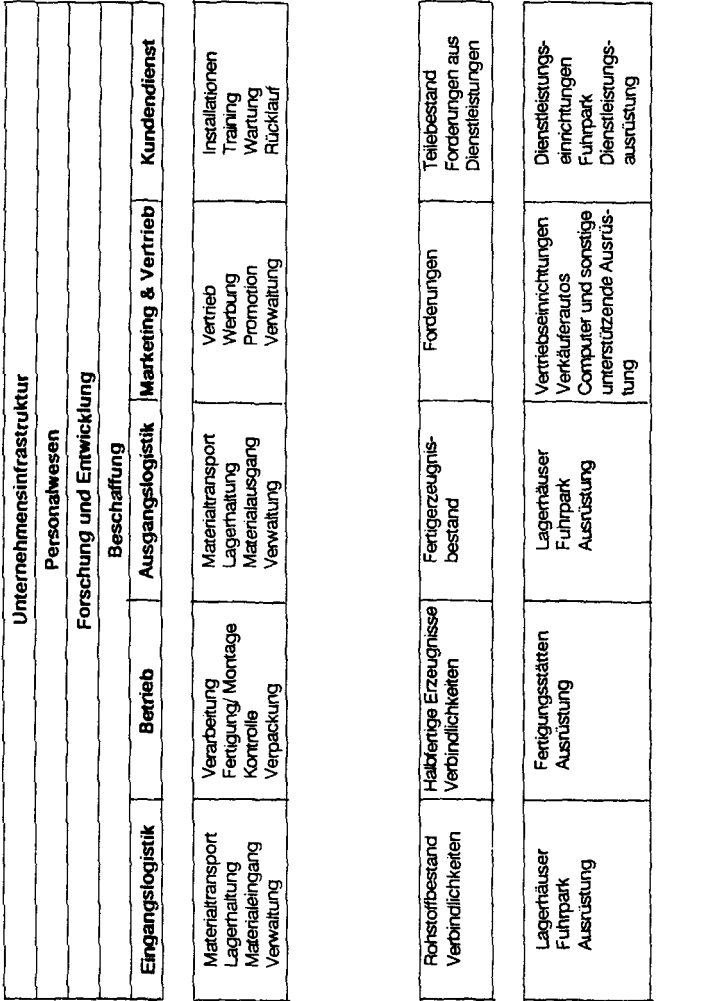


Abb. 2: Shareholder Value-Ansatz und Porters Konzept der Value Chain (aus: Rappaport 1986: 87)

- * Senkung der Kapitalkosten durch eine Reduktion des Risikos (die sich dann auf die relevanten β -Werte auswirkt);
- * Reduktion von Steuerverpflichtungen durch Verlagerung von Aktivitäten in andere Länder (vgl. dazu Feiger 1988);
- * Verbesserung der Informationspolitik gegenüber den Aktionären zum Abbau möglicherweise vorhandener Unterbewertungen am Kapitalmarkt;
- * Förderung eines Aktionärsbewußtseins beim Management durch entsprechende Gehaltsvereinbarungen (auf diesen Punkt wird gleich noch kurz zurückzukommen sein).

Diese Aufstellung weist auf einige "Value Drivers" hin, deren strategische Bedeutung bislang möglicherweise nicht hinreichend erkannt worden ist. Aber es handelt sich, wie gesagt, um *Beispiele*, die letztlich beliebig ergänzt und verfeinert werden können.

Auf welchen Gebieten läßt sich nun der hier - natürlich nur sehr knapp - beschriebene "Shareholder Value-Approach" einsetzen? Nun, es handelt sich wohl vor allem um die folgenden vier: (1) die Evaluierung der Corporate Strategy, (2) die Evaluierung der Business Strategies, (3) Mergers & Acquisitions und (4) die Gestaltung von Anreizsystemen für die Führungskräfte (vgl. ähnlich auch Chakravarthy & Singh 1990). Das erstgenannte Anwendungsfeld ist nicht mehr erläuterungsbedürftig, nachdem ja die vorstehenden Ausführungen sich immer auf das Gesamtunternehmen bezogen haben. Auch das drittgenannte Anwendungsfeld stellt keine besonderen Probleme; die Logik der Vorgehensweise ist bei einem anderen Unternehmen nicht anders als beim eigenen.

Bei einer Anwendung auf der Ebene von Geschäftsfeldern oder sonstigen Unternehmenseinheiten sind zunächst natürlich die Verbundeffekte zu berücksichtigen, die zwischen Geschäftsfeldern bzw. Unternehmenseinheiten immer bestehen (vgl. Bühner & Weinberger 1991: 201). (Wenn dem nicht so wäre, bestünde kein Grund, dieses Geschäftsfeld bzw. diese Einheit in ein "größeres" Unternehmen einzugliedern; der Markt wäre dann ein effizienterer Koordinationsmechanismus als die "Hierarchie" [im Sinne von Williamson 1975].) Darüber hinaus sind die Kapitalkosten nicht ohne weiteres zu bestimmen, weil sowohl die Kapitalstruktur als auch die β -Werte sich immer auf das gesamte Unternehmen beziehen. Hier muß mit Ad hoc-Annahmen gearbeitet werden, die auf die Gewinnung eines etwaigen Zu- oder Abschlages auf die unternehmensbezogenen Kennzahlen abzielen. Im Hinblick auf die β -Werte wäre es auch denkbar, von börsennotierten Konkurrenzunternehmen auszugehen, die in etwa das gleiche Betätigungsfeld besetzen (vgl. Harrington 1983: 159). Aaker und Jacobson (1987) schlagen schließlich

vor, zur Berechnung von Näherungswerten die Varianz von Kennzahlen aus dem Rechnungswesen (insb. die Varianz des ROI) heranzuziehen, was sich, bei allen sonstigen Vorbehalten (vgl. oben, Abschn. 2), immerhin durch den signifikanten Zusammenhang begründen lasse, der laut Jacobson (1987) zwischen ROI und dem Aktienkurs bestehe. Dieses Argument ist allerdings wohl doch etwas zweifelhaft. So zeigt etwa die Untersuchung von Fiegenbaum und Thomas (1986), daß das von Bowman (1980) festgestellte "Risk-Return-Paradox" nur gilt, wenn man Kennzahlen aus dem Rechnungswesen, nicht aber, wenn man kapitalmarktorientierte Kennzahlen zugrundelegt (vgl. hierzu auch Jegers 1991). Der Zusammenhang zwischen ROI und Aktienkurs scheint in diesem Lichte also alles andere als verlässlich zu sein.

Interessant ist zweifellos das vierte Anwendungsfeld - die Idee, die Anreizsysteme für die Führungskräfte am Unternehmenswert festzumachen. In Abschnitt 1 wurde ja darauf hingewiesen, daß der Wert der Unternehmenszentrale in stärker diversifizierten Unternehmen erst einmal erwiesen werden muß: Je vollkommener der Kapitalmarkt ist, desto eher wäre zu vermuten, daß mit Hilfe eines "Zwischensystems" aus Sicht der Aktionäre gerade *kein* "Wert" geschaffen wird. Insofern liegt es also nahe, die Führungskräfte der Unternehmenszentrale, aber natürlich auch die Spitzenmanager des operativen Geschäftes, nach Maßgabe einer Verbesserung oder Verschlechterung des Unternehmenswertes zu entlohnen. Aus theoretischer Sicht mag darüber hinaus interessant sein, daß sich an der Frage der Anreizsysteme erneut das Strategische Management mit der Finanzierungstheorie trifft. Unter dem Label einer "Agency Theory" ist hier nämlich in den letzten Jahren viel gearbeitet worden, um das Verhältnis zwischen Anteilseignern (den *Principals*) und dem Management (den *Agents*) mit ökonomischem Instrumentarium zu untersuchen (vgl. insb. Jensen & Meckling 1976, Jensen & Ruback 1983, Fama & Jensen 1983).

In den USA wird die Anbindung von Tantiemen an die Entwicklung des Aktionärsvermögens seit längerem gefordert, ohne daß dies bislang freilich besondere Auswirkungen gehabt hätte: Der statistische Zusammenhang zwischen beidem ist nach wie vor relativ gering (vgl. Kerr & Bettis 1987). In Deutschland dürfte ein Hinderungsgrund für die Übernahme eines solchen Anreizsystems auch in der relativ restriktiven Rechtsordnung liegen (vgl. Bühner 1990: 128 f.). Trotzdem bleibt natürlich die Grundidee erwägenswert: Der Manager soll durch die Gestaltung des Anreizsystems dazu motiviert werden, bestmögliche Beiträge zur Zielerreichung der Aktionäre zu leisten. Unter den Prämissen der Finanzierungstheorie kann man das auch so formulieren, daß das Management von den in bezug auf das einzelne Unternehmen durchaus risikofreudigen Aktionären zu einem "unternehmerischen" Handeln angeleitet werden soll. Elschen (1991: 211 f.) geht davon aus, daß das Management normalerweise weniger risikofreudig ist - die Grundlagen der Existenz können nicht auf mehrere Unternehmen diversifiziert werden - und die Aktionäre deshalb schon tief in die Tasche greifen müßten, um die Manager zu dem gewünschten Verhalten zu motivieren. Einige empirische

Untersuchungen (Fiegenbaum & Thomas 1988, Fiegenbaum 1990) kommen hier allerdings auch zu einem etwas differenzierteren Ergebnis: Mangelnde Risikobereitschaft sei vor allem dann festzustellen, wenn das Unternehmen ohnehin schon in einer günstigen Ertragsituation sich befindet, während bei "Low Performers" häufig durchaus eine erhöhte Risikobereitschaft vorhanden sei. Aus Sicht der Aktionäre führt der zweitgenannte Fall zu einer Kostensenkung.

Wertorientierte Entlohnungssysteme müssen nicht unbedingt auf (positive oder negative) Zahlungen an die Manager abstellen. Diskutiert wird gegenwärtig z. B. auch der Vorschlag, mit dem Management Verträge auf simultane Kauf- und Verkaufsoptionen abzuschließen (vgl. für Hinweise Bühner 1990: 137 ff., Elschen 1991: 218 ff.). Bei positiven Gewinnspannen hätte dann die Manager das Recht, Aktien zu einem vorher vereinbarten, relativ niedrigen Kurs zu kaufen und auf diese Weise ihr privates Vermögen zu mehren. Bei negativen Gewinnspannen würde der umgekehrte Fall eintreten.

Ganz unproblematisch sind all diese Vorschläge sicherlich nicht. Insbesondere basieren sie auf der Annahme, daß die Entwicklung des Unternehmenswertes "richtig" gemessen wird. In Anbetracht begrenzter Kontrollmöglichkeiten besteht für das Management dann ein Anreiz, die Informationsgrundlagen zu manipulieren, um den eigenen "Outcome" zu verbessern. Damit aber wird die Sinnhaftigkeit einer Anwendung des Shareholder Value-Ansatzes letztlich auch schon wieder in Frage gestellt, eine Sinnhaftigkeit, die ja nur gegeben ist, wenn die zugrundegelegten Daten und Berechnungsmethoden "stimmen". Das ist, wie der nachfolgende (letzte) Abschnitt noch zeigen wird, ohnehin schon fraglich genug. Durch die Anbindung eines Anreizsystems sollte diese Tendenz aber sicherlich nicht noch verstärkt werden.

4. Zur Kritik des Wertorientierten Strategischen Managements

Das Konzept eines Wertorientierten Strategischen Managements ist bis hierhin einigermaßen "glatt" dargestellt worden, aber auch dieses Konzept bedarf natürlich einer kritischen Würdigung. Mindestens fünf Punkte bedürfen einer kurzen Diskussion:

(1) Zunächst liegt natürlich der Einwand nahe, daß dieser mit viel "Wind" propagierte Ansatz letztlich "nichts Neues" bietet; die Bedeutung von Cash flow und Kapitalkosten wird schon seit längerem diskutiert, und aus der Investitionsrechnung ist ja auch eine Mehrperiodenbetrachtung und eine Beachtung von Zeitpräferenzen, wie sie sich in der Kapitalwertmethode niederschlagen, seit langem üblich. Dieser Einwand wird gerade auch von Praktikern vorgetragen (vgl. die entsprechenden Stellungnahmen in der *Betriebswirtschaftliche[n] Forschung und Praxis*, Heft 3/1991). Von dem glei-

chen Personenkreis wird allerdings auch hervorgehoben, wie wichtig und notwendig es sei, das Denken in Cash flow und Kapitalkosten im Unternehmen zu verankern. Insofern wird es begrüßt, daß das Shareholder Value-Konzept einen weitgehend geschlossenen Bezugsrahmen bietet, der im übrigen durchaus handhabbar ist, zumal dazu inzwischen einige Software-Unterstützung angeboten wird (vgl. die Hinweise in Reimann 1987: Anhang 3). Es wird sogar hervorgehoben, daß das traditionelle Rechnungswesen im großen und ganzen geeignet dafür ist, die relevanten Daten bereitzustellen. Im Hinblick auf eine *strategische* Ausrichtung des Shareholder Value-Ansatzes, wie sie sich etwa in einer Verbindung mit dem Porterschen Konzept der "Value Chain" dokumentiert (vgl. oben), scheint mir hier allerdings doch einige Skepsis angebracht (vgl. zum Beleg Hergert & Morris 1989).

(2) Es wurde oben (Abschn. 2) schon kurz auf die restriktiven Annahmen hingewiesen, die mit dem CAPM verbunden sind. Dabei wurde auch auf empirische Studien Bezug genommen, die die Anwendbarkeit dieses Konzepts auch für den deutschen Kapitalmarkt nicht völlig negieren. Freilich muß man feststellen, daß Studien mit einem solchen Tenor durch andere Studien konterkariert werden, die zu entgegengesetzten Ergebnissen kommen (vgl. für Belege wieder Möller 1986). Hier ist also nach wie vor Vorsicht geboten; "we need to recognize that the strategic valuation models ... are likewise vulnerable to the controversy surrounding the reliable representation of the discount factor" (Woo 1986: 171). Für andere Ansätze der Bestimmung der Kapitalkosten (z. B. das *Arbitrage Pricing Model*) scheint die Situation nicht grundsätzlich anders zu sein (vgl. den Überblick bei Rudolph 1986).

Zu bedenken ist an dieser Stelle wohl auch, daß in Deutschland auch "Großunternehmen" nicht immer an der Börse vertreten sein müssen, die Bestimmung des β -Wertes für ein Unternehmen wie die *Robert Bosch GmbH* dann also gar nicht so einfach ist. Hier muß man dann wohl wieder auf Hilfskonstruktionen zurückgreifen, wie sie im Zusammenhang mit den Möglichkeiten der Anwendung des Konzepts auf der Business Strategy-Ebene angesprochen worden sind.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, daß die β -Werte immer mit Hilfe von Vergangenheitsdaten berechnet werden (vgl. für einen alternativen, auf *Prognose* ausgerichteten Ansatz aber immerhin Steiner & Bauer 1992). Das widerspricht dem Grundgedanken, daß der Unternehmenswert grundsätzlich das *zukünftige* Ertragspotential widerspiegelt. Darüber hinaus sind für "neue Geschäfte" vergangenheitsbezogene Daten gar nicht erst zu haben. Auch hier muß wieder auf Hilfskonstruktionen zurückgegriffen werden, die freilich den Vorteil besitzen, daß sie die Gefahr eines "historischen Fehlschlusses" von vornherein unterlaufen.

(3) Ebenfalls hingewiesen wurde schon auf das Problem des *Restwertes*. Zumindest dann, wenn es sich um "strategische" Investitionen handelt, liegen die Chancen, positive Gewinnspannen zu erreichen, noch sehr weit in der Zukunft. Der eigentliche Planungszeitraum beinhaltet dann also nur negative Gewinnspannen, ohne daß daraus die Folgerung gezogen werden könnte, die Investition rückgängig zu machen. Wenn der Planungszeitraum aber entsprechend verlängert wird, wird das Problem der *Unsicherheit* zukünftiger Entwicklungen immer virulenter. Dieses Problem kann nicht einfach durch den Ansatz eines Diskontierungsfaktors gelöst werden, denn je länger der Planungszeitraum wird, desto mehr muß man mit *Diskontinuitäten* rechnen, die sich einer linearen Abzinsung gerade entziehen (vgl. Bühner & Weinberger 1991: 201).

(4) Die Unsicherheit der Zukunft wirkt sich natürlich auch auf alle Cash flow-bezogenen Prognosen aus (vgl. Day & Fahey 1990: 158 ff.). Objektive Maßstäbe sind nicht vorhanden; deshalb sind alle Möglichkeiten gegeben, die persönlichen Sorgen, Hoffnungen, Wünsche etc. in die Projektionen hineinzulegen. Die "Übersetzung" in ein Zahlenwerk mag dann hinterher diese subjektiven Einflüsse gerade verschleiern. Die Situation ist hier ähnlich wie im Strategischen Management generell: Allzu viel Quantifizierung bringt immer die Gefahr der Objektivierung mit sich, die Gefahr, daß angesichts von quantitativen Daten die Auseinandersetzung mit den dabei zugrundegelegten Annahmen ins Hintertreffen gerät.

(5) Das Konzept des Wertorientierten Strategischen Managements berücksichtigt die im Unternehmen zusammenfließenden Interessen nur in äußerst selektiver Weise; es geht nur um die Aktionäre (primär) und um das Management (sekundär, das heißt solange dessen Risikoverhalten aus dem Blickwinkel der Aktionäre zum Problem werden kann). Die Aktionäre werden nur im Hinblick auf ihre Renditeinteressen, nicht aber im Hinblick auf das *Macht*interesse betrachtet, das zumindest bei Großaktionären durchaus im Vordergrund stehen kann (vgl. Iber 1985: 1106). Andere "Stakeholders" - die Arbeitnehmer, die Kunden, die Öffentlichkeit usw. - bleiben aber überhaupt ausgeschlossen. Angesichts der Rolle, die Großunternehmen heute in der Gesellschaft spielen, ist das kaum vertretbar. Eine "Value Culture", wie sie Reimann (1987) aus sonst nicht so unplausiblen Gründen fordert, ist unter diesem Aspekt vielleicht gar nicht einmal so wünschenswert.

Literaturverzeichnis

- Aaker, D./ Jacobson, R. (1987), The Role of Risk in Explaining Differences in Profitability, in: *Academy of Management Journal* 30 (1987), S. 277 - 296
- Amit, R./ Wernerfelt, B. (1990), Why Do Firms Reduce Business Risk?, in: *Academy of Management Journal* 33 (1990), S. 520 - 533
- Bettis, R. (1983), Modern Financial Theory, Corporate Strategy, and Public Policy: Three Conundrums, in: *Academy of Management Review* 8 (1983), S. 406 - 415
- Bowman, E. (1980), A Risk/Return Paradox for Strategic Management, in: *Sloan Management Review*, Spring 1980, S. 17 - 31
- Brealey, R./ Myers, S. (1988), *Principles of Corporate Finance*, 4. Aufl., New York et al. 1988
- Bromiley, P. (1990), On the Use of Finance Theory in Strategic Management, in: *Advances in Strategic Management* 6 (1990), S. 71 - 98
- Bühner, R. (1990), Das Management-Wert-Konzept. Strategien zur Schaffung von mehr Wert im Unternehmen, Stuttgart 1990
- Bühner, R./ Weinberger, H.-J. (1991), Cash-Flow und Shareholder Value, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* (1987), S. 187 - 208
- Buzzell, R./ Gale, B. (1989), Das PIMS-Programm. Strategien und Unternehmenserfolg, Wiesbaden 1989
- Chakravarthy, B. (1986), Measuring Strategic Performance, in: *Strategic Management Journal* 7 (1986), S. 437 - 458
- Chakravarthy, B./ Singh, H. (1990), Value-Based Planning: Applications and Limitations, in: *Advances in Strategic Management* 6 (1990), S. 169 - 181
- Chandler, A. (1991), The Functions of the HQ Unit in the Multibusiness Firm, in: *Strategic Management Journal* 12 (1991), Special Issue (Winter), S. 31 - 50
- Chatterjee, S./ Lubatkin, M. (1990), Corporate Mergers, Stockholder Diversification, and Changes in Systematic Risk, in: *Strategic Management Journal* 11 (1990), S. 255 - 268
- Copeland, T./ Koller, T./ Murrin, J. (1990), Cash is King, in: *The McKinsey Quarterly*, Spring 1988, S. 82 - 91
- Day, G./ Fahey, L. (1990), Putting Strategy into Shareholder Value Analysis, in: *Harvard Business Review* 68 (1990), März-April, S. 156 - 162
- Elschen, R. (1991), Shareholder Value und Agency-Theorie. Anreiz- und Kontrollsysteme für Zielsetzungen der Anteilseigner, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* (1991), S. 209 - 220
- Fama, E. (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: *Journal of Business* 38 (1970), S. 383 - 417
- Fama, E./ Jensen, M. (1983), Separation of Ownership and Control, in: *Journal of Law and Economics* 26 (1983), S. 301 - 325
- Feiger, G. (1988), Managing the New Global Enterprise, in: *The McKinsey Quarterly*, Summer 1988, S. 25 - 38
- Fiegenbaum, A. (1990), Prospect Theory and the Risk-Return Association. An Empirical Estimation in 85 Industries, in: *Journal of Economic Behavior and Organization* 14 (1990), S. 187 - 203
- Fiegenbaum, A./ Thomas, H. (1986), Dynamic and Risk Measurement Perspectives on Bowman's Risk-Return Paradox for Strategic Management: An Empirical Study, in: *Strategic Management Journal* 7 (1986), S. 395 - 407
- Fiegenbaum, A./ Thomas, H. (1988), Attitudes toward Risk and the Risk-Return Paradox: Prospect Theory Explanations, in: *Academy of Management Journal* 31 (1988), S. 85 - 106
- Frantzmann, H.-J. (1990), Zur Messung des Marktrisikos deutscher Aktien, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 42 (1990), S. 67 - 83
- Freeman, R. (1984), *Strategic Management - A Stakeholder Approach*, Boston et al. 1984
- Fruhan, W. (1979), *Financial Strategy*, Homewood (Ill.) 1979
- Fruhan, W. (1988), Corporate Raiders: Head'em Off at Value Gap, in: *Harvard Business Review* 66 (1988), Juli-August, S. 63 - 68
- Geyer, A./ Hauer, S. (1991), ARCH-Modelle zur Messung des Marktrisikos, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 43 (1991), S. 65 - 74
- Harrington, D. (1983), Stock Prices, Beta, and Strategic Planning, in: *Harvard Business Review* 61 (1983), Mai-Juni, S. 157 - 164
- Hax, A./ Majluf, N. (1988), *Strategisches Management. Ein integratives Konzept aus dem MIT*, Frankfurt-New York 1988
- Heil, O./ Robertson, T. (1991), Toward a Theory of Competitive Market Signaling: A Research Agenda, in: *Strategic Management Journal* 12 (1991), S. 403 - 418
- Henzler, H. (1988), Von der strategischen Planung zur strategischen Führung: Versuch einer Positionsbestimmung, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 58 (1988), S. 1286 - 1307

- Hergert, M./ Morris, D. (1989), Accounting Data for Value Chain Analysis, in: *Strategic Management Journal* 10 (1989), S. 175 - 188
- Hofer, C. (1983), ROVA: A New Measure for Assessing Organizational Performance, in: *Advances in Strategic Management* 2 (1983), S. 43 - 55
- Iber, B. (1985), Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 55 (1985), S. 1101 - 1119
- Jacobson, R. (1987), The Validity of ROI as a Measure of Business Performance, in: *American Economic Review* 77 (1987), S. 470 - 478
- Jegers, M. (1991), Prospect Theory and the Risk-Return Relation: Some Belgian Evidence, in: *Academy of Management Journal* 34 (1991), S. 215 - 225
- Jensen, M./ Meckling, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics* 3 (1976), S. 305 - 360
- Jensen, M./ Ruback, R. (1983), The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence, in: *Journal of Financial Economics* 11 (1983), S. 5 - 50
- Kerr, J./ Bettis, R. (1987), Boards of Directors, Top Management Compensation, and Shareholder Returns, in: *Academy of Management Journal* 30 (1987), S. 645 - 664
- Kirsch, W. (1990), Unternehmenspolitik und strategische Unternehmensführung, München 1990
- Loistl, O. (1990), Zur neueren Entwicklung der Finanzierungstheorie, in: *Die Betriebswirtschaft* 50 (1990), S. 47 - 84
- Lubatkin, M./ Rogers, R. (1989), Diversification, Systematic Risk, and Shareholder Return: A Capital Market Extension of Rumelt's 1974 Study, in: *Academy of Management Journal* 32 (1989), S. 454 - 465
- Marakon Associates, Inc. (1980), The Role of Finance in Strategic Planning, Business Week Conference
- Markowitz, H. (1952), Portfolio Selection, in: *Journal of Finance* 7 (1952), S. 77 - 91
- Markowitz, H. (1959), Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments, New York 1959
- May, A. (1991), Zum Stand der empirischen Forschung über Informationsverarbeitung am Aktienmarkt - ein Überblick, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 43 (1991), S. 313 - 335
- McGuire, J./ Schneeweis, T./ Hill, J. (1986), An Analysis of Alternative Measures of Strategic Performance, in: *Advances in Strategic Management* 4 (1986), S. 127 - 154
- Möller, H. (1986), Das Capital-Asset-Pricing-Modell. Separationstheorien oder auch Erklärung der Preisbildung auf realen Kapitalmärkten, in: *Die Betriebswirtschaft* 46 (1986), S. 707 - 719
- Mullins, D. (1982), Does the Capital Asset Pricing Model Work?, in: *Harvard Business Review* 60 (1982), Januar-Februar, S. 105 - 114
- Peavy III, J. (1984), Modern Financial Theory, Corporate Strategy, and Public Policy: Another Perspective, in: *Academy of Management Review* 9 (1984), S. 152 - 157
- Porter, M. (1985), Competitive Advantage. Creating and Sustaining Superior Performance, New York-London 1985
- Porter, M. (1987), From Competitive Advantage to Corporate Strategy, in: *Harvard Business Review* 65 (1987), Mai-Juni, S. 43 - 59
- Rappaport, A. (1986), Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance, New York-London 1986
- Reimann, B. (1987), Managing for Value. A Guide to Value-Based Strategic Management, Oxford (Ohio) 1987
- Rudolph, B. (1979), Zur Theorie des Kapitalmarktes. Grundlagen, Erweiterungen und Anwendungsbereiche des 'Capital Asset Pricing Model (CAPM)', in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 49 (1979), S. 1034 - 1067
- Rudolph, B. (1986), Neuere Kapitalkostenkonzepte auf der Grundlage der Kapitalmarkttheorie, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 38 (1986), S. 892 - 898
- Rumelt, R. (1974), Strategy, Structure, and Economic Performance, Boston 1974
- Seth, A. (1990a), Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues, in: *Strategic Management Journal* 11 (1990), S. 99 - 116
- Seth, A. (1990b), Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation, in: *Strategic Management Journal* 11 (1990), S. 431 - 446
- Shapiro, C. (1989), The Theory of Business Strategy, in: *The Rand Journal of Economics* 20 (1989), S. 125 - 137
- Steiner, M./ Bauer, C. (1992), Die fundamentale Analyse und Prognose des Marktrisikos deutscher Aktien, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 44 (1992), S. 347 - 368

- Steiner, M./ Kleeberg, J. (1991), Zum Problem der Indexauswahl im Rahmen der wissenschaftlich-empirischen Anwendung des Capital Asset Pricing Model, in: Die Betriebswirtschaft 51 (1991), S. 171 - 182
- Stewart III, G./ Glassman, D. (1988), The Motives and Methods of Corporate Restructuring: Part 1, in: Journal of Applied Corporate Finance 1 (1988), S. 85 - 99
- Strategic Planning Associates, Inc. (1981), Strategy and Shareholder Value: The Value Curve, später veröffentlicht in: Lamb, R. (Hrsg.), Competitive Strategic Management, Englewood Cliffs (N. J.) 1984, S. 571 - 596
- Teece, D. (1990), Contributions and Impediments of Economic Analysis to the Study of Strategic Management, in: Fredrickson, J. (Hrsg.), Perspectives on Strategic Management, Grand Rapids et al. 1990, S. 39 - 80
- Timmermann, A. (1988), Evolution des strategischen Managements, in: Henzler, H. (Hrsg.), Handbuch Strategische Führung, Wiesbaden 1988, S. 85 - 105
- Trux, W./ Kirsch, W./ Ringlstetter, M./ Knyphausen, D. zu (1991), Die Evolution eines Strategischen Managements, in: Kirsch, W. (Hrsg.), Beiträge zum Management strategischer Programme, München 1991, S. 713 - 763
- Ulrich, P. (1977), Die Großunternehmung als quasi-öffentliche Institution, Stuttgart 1977
- Woo, C. (1986), Strategic Valuation: Discussion of an Emergent Need and Appraisal, of Current Frameworks, in: Advances in Strategic Management, Vol. 4, S. 155 - 175
- Woolridge, J./ Snow, C. (1990), Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions, in: Strategic Management Journal 11 (1990), S. 353 - 363

Value-Based Strategic Management

Summary

This paper surveys the recent theoretical and empirical literature on value-based strategic management. It elaborates the basic tensions between the theory of finance and the strategic management approach and shows how to solve these tensions. This gives us a foundation to understand the value and the limits of value-based strategic management.