

Fakultät Kulturwissenschaften / Institut für Journalistik  
Universität Dortmund

**Value Reporting als normatives Modell  
zur Integration nicht-finanzieller Kennzahlen in die strategische  
Kapitalmarktkommunikation**

Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades eines Doktors der Philosophie  
(Dr. phil.)

Gutachter: Prof. Dr. Günther Rager  
Prof. Dr. Jürgen Heinrich

Vorgelegt von: Dipl. Journ. Christoph Zemelka / 16. November 1968

Anschrift des Verfassers:

Christoph Zemelka

Mittelstr. 3

40213 Düsseldorf

Telefon: 0211 / 8549058

E-Mail: [chris\\_zemelka@hotmail.com](mailto:chris_zemelka@hotmail.com)



## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>V</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>VII</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>VIII</b>
<b>0. Einleitung</b> .....	<b>1</b>
0.1. Problemstellung .....	1
0.2. Zielsetzung und Abgrenzung .....	5
0.3. Gang der Untersuchung .....	8
<b>1. Das Zielsystem der Unternehmung als Orientierungsrahmen der Investor Relations</b> .....	<b>11</b>
1.1. Das Zielsystem der Unternehmung.....	12
1.1.1. Zielbeziehung (Zielordnung).....	16
1.1.2. Zielhierarchie.....	17
1.1.3. Zielinhalte.....	21
1.1.3.1. Erfolgspotentiale.....	22
1.1.3.2. Erfolgsfaktoren.....	26
1.2. Zielmonismus (rationalistische Theorie).....	30
1.3. Zielpluralismus (behavioristische Theorie).....	32
1.4. Neo-monistische Zielkonzeption (Shareholder Value als primäres Unternehmensziel).....	36
1.4.1. Shareholder Value als Instrument der Unternehmensführung.....	38
<b>2. Interne Shareholder Value-Orientierung</b> .....	<b>40</b>
2.1. Shareholder Value-Netzwerk.....	44
2.1.1. Dysfunktionalität klassischer Kennzahlen zur Performance-Messung.....	47
2.2. Interne Umsetzung wertorientierter Unternehmensführung.....	51
2.2.1. Discounted Cash Flow-Ansatz.....	52
2.2.2. Weighted Average Cost of Capital.....	55
2.3. Kritik am Shareholder Value-Konzept.....	61
2.3.1. Erweiterung des klassischen Shareholder Value-Ansatzes.....	66
<b>3. Externer Shareholder Value-Orientierung</b> .....	<b>71</b>
3.1. Terminologische Grundlegung der Investor Relations.....	71
3.1.1. Definition von Investor Relations.....	72



---

4.2.1.	Individuelle Investoren / Private Anleger.....	152
4.2.2.	Institutionelle Investoren.....	153
4.2.3.	Analysten.....	156
4.2.3.1.	Aktienanalyse.....	160
4.2.3.1.1.	Fundamentalanalyse.....	160
4.2.3.1.2.	Technische Analyse.....	163
4.2.4.	Wirtschafts- / Finanzjournalisten.....	163
4.3.	Investor Relations-Inhalte.....	167
4.3.1.	Ableitung generalisierbarer Informationsbedürfnisse.....	168
4.3.2.	Systematik der Kommunikationsinhalte.....	170
4.3.2.1.	Finanzwirtschaftliche Unternehmensinformationen.....	171
4.3.2.2.	Realwirtschaftliche Unternehmensinformationen.....	172
4.3.3.	Charakteristika der Kommunikationsinhalte.....	175
<b>5.</b>	<b>Value Reporting als wertorientierter und investorengerechter Ansatz einer systematischen Kapitalmarktkommunikation.....</b>	<b>179</b>
5.1.	Value Reporting als Zwei-Ebenen-Modell.....	180
5.1.1.	Anforderungen an das Value Reporting.....	183
5.2.	Value Reporting-Modelle als strukturgebende Bestimmungsgröße der Wertkommunikation.....	186
5.2.1.	Shareholder Value Reporting nach Müller.....	186
5.2.1.1.	Total Return Reporting.....	187
5.2.1.2.	Value Added Reporting.....	188
5.2.1.3.	Strategic Advantage Reporting.....	189
5.2.2.	Value Reporting <sup>TM</sup> nach PricewaterhouseCoopers.....	191
5.3.	Chancen und Risiken des Value Reporting.....	192
<b>6.</b>	<b>Immaterielle Vermögenswerte / Intangible Assets.....</b>	<b>198</b>
6.1.	Defizite des traditionellen Accounting.....	198
6.2.	Begriffliche Grundlagen.....	202
6.2.1.	Definition „immaterielle Vermögenswerte“ / „intangible Assets“.....	203
6.2.2.	Typologisierung immaterieller Vermögenswerte.....	207
6.3.	Wertrelevanz von immateriellen Vermögenswerten.....	209

---

<b>7.</b>	<b>Framework zur wertadäquaten Erfassung von Intangibles.....</b>	<b>220</b>
7.1.	Accounting-Ansatz.....	221
7.1.1.	Bilanzierungsgrundsätze Deutschland.....	222
7.1.2.	Bilanzierungsgrundsätze USA.....	225
7.1.3.	Bilanzierungsgrundsätze IASC.....	226
7.2.	Erweiterung der Finanzberichterstattung nach Rennie.....	228
7.2.1.	Bewertungsmethoden von Intangibles.....	232
7.3.	Kritik am Accounting-Ansatz.....	235
7.4.	Performance-Ansatz.....	239
7.4.1.	Balanced Scorecard als Instrument des Performance Measurement.....	241
<b>8.</b>	<b>Scorecardbasierte Kennzahlenmodelle zur Erfassung von Intangibles....</b>	<b>248</b>
8.1.	Modell nach Edvinsson / Malone.....	248
8.1.1.	ModellgemäÙe Systematisierung der Intangibles.....	248
8.1.2.	Entwicklung von Metriken zur Messung der Intangibles.....	252
8.2.	Modell nach Sveiby.....	259
8.3.	Modell nach Roos / Roos.....	262
8.4.	Modell nach Boulton / Libert / Samek.....	265
8.5.	Modell nach Lev.....	268
8.5.1.	Anforderungen an die Indikatoren.....	271
8.5.2.	Standardisierung der Indikatoren.....	273
<b>9.</b>	<b>Erkenntnisse und Ausblick.....</b>	<b>277</b>
<b>10.</b>	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>288</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Hierarchie des Zielsystems einer Unternehmung.....	21
Abbildung 2: Systematik interner und externer Erfolgsfaktoren und -potentiale.....	27
Abbildung 3: Grundzielsystem der Unternehmung.....	32
Abbildung 4: Unternehmensziele der Industrie.....	35
Abbildung 5: Interne und externe Shareholder Value-Orientierung.....	39
Abbildung 6: Herkunft und Verwendung des Cash Flow.....	41
Abbildung 7: Shareholder Value-Netzwerk.....	45
Abbildung 8: Ermittlung des Shareholder Value nach der DCF-Methode.....	53
Abbildung 9: Ableitung des Eigenkapitalkostensatzes für die Unternehmung.....	57
Abbildung 10: Valcor-Matrix.....	67
Abbildung 11: Analyseebenen eines wertorientierten Erfolgsbeurteilungssystems...	68
Abbildung 12: Wertgeneratoren-Meilenstein-Matrix.....	69
Abbildung 13: Das Kommunikationsmodell nach Shannon / Weaver.....	108
Abbildung 14: Wirkungskomponenten im Kommunikationsprozeß.....	110
Abbildung 15: Klassisches Konzept des Meinungsführers.....	111
Abbildung 16: Modell des Multi-Step-Flow of Communication.....	112
Abbildung 17: Kommunikationsmodelle nach Grunig / Hunt.....	114
Abbildung 18: Das zweiseitige situative Kommunikationsmodell.....	116
Abbildung 19: Phasen der methodischen Investor Relations-Konzeption.....	124
Abbildung 20: Darstellung einer Bewertungslücke am Beispiel einer Holding.....	126
Abbildung 21: Die Rolle der Information im Bewertungsprozeß.....	128
Abbildung 22: Ziele von Investor Relations.....	132
Abbildung 23: Hebelwirkung des Aktienkurses auf die Eigenkapitalkosten.....	134
Abbildung 24: Das Image im Rahmen einer komplexen Einflußstruktur.....	145
Abbildung 25: Kursfaktoren bei DAX- und Nemax-Werten.....	146
Abbildung 26: Investor Relations-Ziele im Zielsystem der Unternehmung.....	148
Abbildung 27: Kommunikationsbeziehungen mit der Financial Community.....	150
Abbildung 28: Bedeutungsgewicht von Investor Relations-Zielgruppen 2001.....	151

Abbildung 29: Kennzahlen der fundamentalen Aktienbewertung.....	161
Abbildung 30: Interesse an Investor Relations-Informationen.....	176
Abbildung 31: Kommunikationsinhalte von Investor Relations.....	178
Abbildung 32: Value Reporting im Prozeß der Shareholder Value-Bildung.....	183
Abbildung 33: Shareholder Value Reporting nach Müller.....	186
Abbildung 34: Inhalte des Strategic Advantage Reporting.....	190
Abbildung 35: Das Best Practice-Modell des ValueReporting™.....	191
Abbildung 36: M/B-Ratios der S&P 500 Unternehmungen.....	200
Abbildung 37: Entwicklung des Buchwerts in Prozent vom Marktwert.....	201
Abbildung 38: Aufgliederung des Unternehmenswerts (materiell / immateriell).....	209
Abbildung 39: Bedeutung von Intangibles für den zukünftigen Unternehmenserfolg...	210
Abbildung 40: Konvertierung indikativer in explikative Kennzahlen.....	219
Abbildung 41: Die Balanced Scorecard als Performance Measurement-Instrument...	242
Abbildung 42: Dekomposition des Marktwerts in intangible Assets.....	249
Abbildung 43: Tazites und kodifiziertes Wissen.....	250
Abbildung 44: Der Skandia-Navigator als Steuerungs- und Meßinstrument.....	253
Abbildung 45: Detaillierte Kategorienhierarchie des Wissenskapitals (Roos / Roos)...	263
Abbildung 46: Strategiekonforme Dekomposition des Wissenskapitals .....	264
Abbildung 47: Value Dynamics-Modell mit fünf Assetklassen.....	265
Abbildung 48: Value Chain Scoreboard.....	270
Abbildung 49: Employee-Customer-Profit Chain (Sears, Roebuck & Company).....	272



## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht ausgewählter Investor Relations Definitionen.....	104
Tabelle 2: Fonds – nach Investorentypen differenziert.....	155
Tabelle 3: Angaben im Rahmen einer leistungswirtschaftlichen Berichterstattung..	174
Tabelle 4: Intangibles Investment Statement.....	230
Tabelle 5: Balance Sheet.....	231
Tabelle 6: Income Statement.....	231
Tabelle 7: Informationsbedeutung nicht-finanzieller Leistungsindikatoren.....	247
Tabelle 8: Kennzahlenbasierte Darstellung des Finanzfokus.....	254
Tabelle 9: Kennzahlenbasierte Darstellung des Kundenfokus.....	255
Tabelle 10: Kennzahlenbasierte Darstellung des Prozeßfokus.....	256
Tabelle 11: Kennzahlenbasierte Darstellung des Erneuerungs- und Entwicklungs- fokus.....	257
Tabelle 12: Kennzahlenbasierte Darstellung des Humanfokus.....	258
Tabelle 13: Die Celemi-Scorecard als Beispiel eines Intangible Asset Monitor.....	261
Tabelle 14: Exemplarische Bestands-, Fluß- und Effektivitätskennzahlen.....	266
Tabelle 15: Typologisierung der Kennzahlen für Wissenskapital.....	267

**Abkürzungsverzeichnis**

AG	Aktiengesellschaft
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
AktG	Aktiengesetz
APT	Arbitrage Pricing Theory
APB	Accounting Principles Board
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
BSC	Balanced Scorecard
CalPERS	California Public Employees Retirement System
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite DAX
CFROI	Cash Flow Return on Investment
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
DIRK	Deutscher Investor Relations Kreis
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
ESTG	Einkommensteuergesetz
EVA	Economic Value Added
F&E	Forschung und Entwicklung
FASB	Financial Accounting Standards Board
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IAM	Intangible Asset Monitor
IAS	International Accounting Standards
IASC	International Accounting Standards Committee
IC	Intellectual Capital
IPO	Initial Public Offering
IR	Investor Relations

---

IT	Information Technology / Informationstechnologie
JIT	Just in time
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
M&A	Mergers and Acquisitions
M/B-Ratio	Market-to-Book-Ratio
MD&A	Management Discussion and Analysis
MDAX	Mid Cap Aktienindex
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NEMAX	Neuer Markt Aktienindex
NYSE	New York Stock Exchange
PBR	Price / Book-Ratio
PCFR	Price / Cash Flow-Ratio
PER	Price-Earnings-Ratio
PIMS	Profit Impact of Market Strategy
PR	Public Relations
PWC	PricewaterhouseCoopers
R&D	Research and Development
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROI	Return on Investment
SEC	Securities and Exchange Commission
SEP	Strategische Erfolgsposition
SFAC	Statement of Financial Accounting Concepts
SFAS	Statement of Financial Accounting Standards
SGE	Strategische Geschäftseinheit
SHV	Shareholder Value
SMAX	Small Cap Aktienindex
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WB	Wettbewerb
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz



## 0. Einleitung

### 0.1. Problemstellung

Investor Relations umfassen das strategische Management kapitalmarktorientierter Kommunikationsmaßnahmen mit der Intention, einen optimalen Beitrag zur Erreichung der Gesamtziele börsennotierter Unternehmungen zu leisten.<sup>1</sup> Seit Anfang der 90er Jahre dominiert das Konzept des Shareholder Value<sup>2</sup> in Theorie und Praxis die Diskussion um die unternehmerische Zielausrichtung. Die Steigerung des Unternehmenswerts ist eine hochpriorisierte Aufgabe der Unternehmensführung geworden und fest im Zielsystem der Unternehmung verankert. Die Aktionäre sollen in Form von Kursgewinnen und Dividendenausschüttungen am Unternehmenserfolg partizipieren. Daher erfordert ein wertorientiertes Management die Erwirtschaftung einer nachhaltigen und risikoangepaßten Rendite für die Kapitalgeber.

Vor dem Hintergrund der Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte, die mit einer Vereinfachung des internationalen Kapitalverkehrs einhergehen, verfügen Investoren über eine Vielzahl von Anlagemöglichkeiten, die sie selektiv und kritisch nutzen.<sup>3</sup> Die Unternehmung sieht sich aufgrund dieser makroökonomischen Umfeldänderungen einem verschärften Wettbewerb um Eigenkapital ausgesetzt.

Dies kommt auch im gesteigerten Informationsbedürfnis der Investoren zum Ausdruck. Insbesondere professionelle Investoren fordern von den Unternehmungen detaillierte Informationen und eine hohe Transparenz in der Finanzberichterstattung (Reporting), um eine sachgerechte Beurteilung des fokalen Anlageobjekts bezüglich der Rendite und des Risikos durchführen zu können.

Die Einschätzung des Unternehmenswerts durch Investoren – inklusive der Höhe potentieller Risikoabschläge – wird neben den fundamentalen Bewertungsfaktoren in hohem Maße durch den Grad der wahrgenommenen Informationsasymmetrie determiniert.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> vgl. zu den ersten wissenschaftlich fundierten Auseinandersetzungen mit dem Thema in der deutschsprachigen Literatur **Link** (1991); **Süchting** (1986); **Süchting** (1980) und insbesondere **Hartmann** (1968), der sich im Rahmen seiner Dissertation als erster detailliert mit Investor Relations befaßte.

<sup>2</sup> vgl. **Rappaport** (1994); **Copeland / Koller / Murrin** (1998) und **Hachmeister** (1997); **Bischoff** (1994); **Bühner** (1990) für den deutschen Sprachraum.

<sup>3</sup> vgl. **Siersleben** (1999:15f)

<sup>4</sup> Das Problem der Informationsasymmetrie kann nur unter Abkehr von der neoklassischen Finanzierungstheorie unterstellt werden, die einen vollkommenen und informationseffizienten Kapitalmarkt voraussetzt; vgl. Kap. 3.2.. Empirische Untersuchungen der Informationsverarbeitung am Kapitalmarkt lassen jedoch den Schluß zu, daß realiter Informationsineffizienzen und damit Informationsasymmetrien existieren. Daher besteht auch aus finanzierungstheoretischer Sicht (neoinstitutionalistischer Ansatz) die Möglichkeit, daß Investor Relations als wertsteigernde Informationspolitik der Unternehmung das Informationsgefälle abbauen, die geforderte Risikoprämie des Kapitalmarkts reduzieren und in der Folge den Unternehmenswert steigern (bzw. die Kapitalkosten senken).

Das Problem der Informationsasymmetrie resultiert bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft aus der Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht. Entsprechend der Principal-Agent-Theorie<sup>5</sup> ist die Konsequenz aus der Delegation der Verfügungsmacht an die Unternehmensführung ein heterogenes Informationsniveau zwischen Kapitalgebern und Management, was dem letzteren einen eigennutzenmaximierenden Handlungsspielraum eröffnet.

Das daraus resultierende Spannungsverhältnis ist auf die diametralen Interessen beider Gruppen zurückzuführen. Die Aktionäre streben eine möglichst hohe Verzinsung ihres zur Verfügung gestellten Kapitals an. Dagegen ist das Management bemüht, die eigene ökonomische Position zu verbessern und auszubauen. Zur Realisierung einer expansiven Unternehmensstrategie ist jedoch in der Regel die Ausweitung der Eigenkapitalbasis notwendig. Um dies zu erreichen, müssen entweder Gewinne thesauriert werden, was zu einer u.U. konfliktträchtigen Reduzierung der Gewinnausschüttung an die Aktionäre führen kann, oder es wird im Rahmen einer Kapitalerhöhung neues Eigenkapital eingeworben. In diesem Fall muß sich die Unternehmung der Investorenöffentlichkeit als attraktives Investment mit hohen Renditechancen und geringem Risiko präsentieren, wobei eine transparente Informationspolitik über die zukünftige Ertragskraft und die Erfolgspotentiale der Unternehmung eine zentrale Rolle spielt.

Damit auch in Zukunft Eigenkapital zur Verfügung gestellt wird, übernehmen Investor Relations die Aufgabe, sowohl bestehende Interessendivergenzen als auch Informationsasymmetrien durch eine investorengerechte, quantitativ und qualitativ optimale Kommunikationspolitik abzubauen. Nur auf diese Weise ist eine angemessene Börsenbewertung für die Unternehmung herbeizuführen, in der sich die effektive Entwicklung des intrinsischen Unternehmenswerts widerspiegelt.

Trotz dieser Einsicht in die Wichtigkeit einer effektiven Kapitalmarktkommunikation stellt eine internationale Studie der Unternehmensberatung PricewaterhouseCoopers exemplarisch fest, daß der Geschäftsbericht als eines der zentralen Instrumente der Investor Relations lediglich einen limitierten Nutzwert für die Investorenöffentlichkeit hinsichtlich der präzisen Bestimmung des Unternehmenswerts hat.<sup>6</sup> Die Aussagekraft und damit die Relevanz der nach den geltenden Richtlinien generierten Finanzberichterstattung, die die Informationsbasis der Investor Relations darstellt, nimmt für den externen Adressaten stetig ab.<sup>7</sup> Die Beziehung zwischen dem Börsenwert von Unternehmungen und den zentralen finanziellen Bilanzkennziffern (Gewinn, Cash

---

<sup>5</sup> vgl. **Jensen / Meckling** (1976)

<sup>6</sup> vgl. **Eccles et al.** (2001:3f). Nur 19 Prozent der befragten Investoren und 27 Prozent der befragten Analysten hielten die im Geschäftsbericht transportierten Informationen für hilfreich, um den wahren Unternehmenswert zu determinieren.

<sup>7</sup> vgl. **Labhart** (1999:22) und die dort angegebene Literatur.

Flow und Buchwert) erodiert zunehmend.<sup>8</sup> Insbesondere zwischen den Buchwerten und der Marktkapitalisierung einer Vielzahl von wissensbasierten, technologie- und innovationsgetriebenen Unternehmungen existieren erhebliche Unterschiede. Die Einschätzung des Unternehmenswerts durch den Kapitalmarkt weicht also signifikant von dem aus der Bilanz ableitbaren Unternehmenswert ab. Daraus läßt sich folgern, daß die Finanzberichterstattung als offizielle Kommunikationsschnittstelle der Unternehmung zum Kapitalmarkt wesentliche Defizite aufweist und nur ungenügend externe Bewertungsprozeduren unterstützt.

Vor diesem Hintergrund erscheint es notwendig, eine konzeptionelle Neuausrichtung der Investor Relations zu forcieren, die verstärkt den Bedürfnissen des Kapitalmarkts Rechnung trägt und als primäre Zielvorgabe eine adäquate Wertzumessung im Sinne des *true and fair view* ermöglicht.

Eine theoretische, normative Implikationen beinhaltende Auseinandersetzung mit diesem neuen Paradigma der Investor Relations, das in der neueren Literatur als Value Reporting bezeichnet wird,<sup>9</sup> soll in dieser Arbeit geleistet werden.

Grund für die Insuffizienz der Finanzberichterstattung ist die fehlende Berücksichtigung von intangiblen Assets<sup>10</sup>, die als Faktoren der betrieblichen Leistungserstellung den Unternehmenswert nachhaltig beeinflussen. Der Wert einer Unternehmung wird in der Regel auf Basis finanzieller Kennzahlen berechnet. So wird beispielsweise beim Shareholder Value-Ansatz der Unternehmenswert als diskontierter Gegenwartswert derjenigen Zahlungsüberschüsse definiert, der nicht in das Anlagevermögen oder das Netto-Umlaufvermögen reinvestiert wird und der daher als Free Cash Flow potentiell zur Ausschüttung verfügbar ist.<sup>11</sup> Den Shareholder Value erhält man, wenn vom Unternehmenswert der Marktwert des Fremdkapitals subtrahiert wird.

Vermögenswerte, die den Free Cash Flow positiv beeinflussen, steigern auch den Unternehmenswert und damit implizit den Shareholder Value. Dabei kann es sich sowohl um materielle als auch um immaterielle Vermögenswerte<sup>12</sup> handeln. Den Werteeinfluß intangibler Assets auf den Unternehmenswert belegen zahlreiche empirische Studien,<sup>13</sup> die bestimmte *inputs* (z. B. Investitionen in Bereiche wie Forschung

---

<sup>8</sup> vgl. **Lev / Zarowin** (1999:43)

<sup>9</sup> vgl. **Kötzle / Niggemann** (2001); **Boemle** (2000); **Volkart / Labhart** (2000); **Labhart** (1999); **Müller** (1998c)

<sup>10</sup> Die Begriffe „intangible Assets“, „immaterielle Vermögenswerte“ und „Intangibles“ werden in dieser Arbeit synonym benutzt. Grundsätzlich wird ein intangibles Asset als nicht-körperliche Quelle zukünftiger wirtschaftlicher Erträge einer Unternehmung verstanden. Eine ausführliche Definition erfolgt in Kap. 6.2.1.

<sup>11</sup> Der Unternehmenswert ist nicht allein von der Höhe des Free Cash Flow abhängig, sondern wird darüber hinaus durch die Höhe des Restwerts (Residual Value) sowie durch den Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens bestimmt; vgl. dazu ausführlich Kap. 2.

<sup>12</sup> vgl. detailliert Kap. 6.

<sup>13</sup> vgl. zur Wertrelevanz intangibler Assets **Lev** (2001:51ff) sowie **Boon** (2000); **Demers / Lev** (2000); **Gambardella / García-Fontes / Petit** (2000); **Bassi / Van Buren** (1999); **Brynjolfsson / Yang** (1999); **Deng / Lev / Narin** (1999); **Aboody / Lev** (1998); **Banker / Potter / Srinivasan**

und Entwicklung, Informationstechnologie oder Kundenakquise) und erzielte *outputs* (z. B. Gewinne, Produktivität, Shareholder Value) zueinander in Relation setzen. Insbesondere für die bereits genannten technologie- und innovationsgetriebenen Unternehmungen stellt die Bewirtschaftung von intellektuellen Ressourcen (als Beispiel für immaterielle Vermögenswerte) eine komparative Notwendigkeit dar mit einem erheblichen Einfluß auf den Shareholder Value.

Vielfach entziehen sich intangible Assets einer Bewertung in monetären Größen bzw. mittels finanzieller Kennzahlen, weil die klassischen, bilanzrechtlich verbindlichen Bewertungsmethoden nicht greifen. Eine Reduzierung intangibler Assets allein auf die monetäre Dimension wird deren Komplexität nicht gerecht und bringt die strategische Steuerungsfunktion nur unzureichend zum Ausdruck. Aufgrund der inhärenten Disposition immaterieller Vermögenswerte erscheint daher die Verwendung nicht-finanzieller Kennzahlen zielführend, um anhand dieser Hilfsgrößen das evasive Konstrukt abzubilden. Nicht-finanzielle Indikatoren sind primär zukunftsgerichtet. Ihnen wird daher eine ausgesprochene Vorsteuerfunktion attestiert. Im Gegensatz zu den vergangenheitsorientierten Finanzkennzahlen können sie bereits frühzeitig über den Fortschritt und die Erfolgsaussichten von Maßnahmen Auskunft geben.<sup>14</sup> Allerdings sind nicht-finanzielle Kennzahlen inkompatibel mit den finanziellen Steuerungsgrößen des traditionellen Accounting-Systems.

Um den intrinsischen Unternehmenswert möglichst präzise einschätzen zu können, muß auch die Wertgenerierungsfähigkeit immaterieller Vermögenswerte in der Evaluation der Unternehmung durch die Aktionäre und Analysten berücksichtigt werden. In der Praxis signalisieren die z.T. enormen Abweichungen zwischen der Marktkapitalisierung und dem Buchwert vieler Unternehmungen zwar, daß der Kapitalmarkt immaterielle Vermögenswerte bereits in die Kurse einpreist. Dies geschieht jedoch auf einer wenig qualifizierten und eher präsumtiven Informationsbasis, da eine systematische Integration von wertorientierten, intangiblesbezogenen Daten und Fakten in die Finanzberichterstattung bisher kaum stattgefunden hat.

Die Ursachen hierfür sind zweigeteilt: Zum einen orientiert sich das Accounting, das die informatorische Basis des Reporting bildet, in der Praxis weiterhin hauptsächlich an finanziellen Kennzahlen und fokussiert das Erkenntnisinteresse auf die Ermittlung des ökonomischen Gewinns. Die Forschung geht zwar mittlerweile zu einer stärker informationsbezogenen Perspektive über und setzt sich seit dem Erscheinen des Reports des Special Committee on Financial Reporting des AICPA (Jenkins-Report)

---

(1998); Amir / Lev (1996); Lev / Sougannis (1996); Anderson / Fornell / Lehmann (1994); Russell / Terborg / Powers (1985)

<sup>14</sup> vgl. Müller-Stewens (1998:37f). Eine Werbekampagne wirkt beispielsweise erst auf die Kundenbindung, bevor sie sich in finanziellen Kennzahlen niederschlägt.



1994 verstärkt mit der Verbesserung des Reporting auseinander,<sup>15</sup> aber ein holistisches Konzept, das erfolgsrelevante Vorsteuergrößen, nicht-finanzielle Kennzahlen und immaterielle Vermögenswerte berücksichtigt, existiert bisher nicht.<sup>16</sup> Eine Integration dieser neuen Informationsstrukturen in die bestehenden Accounting-Standards „mit Biegen und Brechen“ erscheint allerdings fragwürdig, vielmehr sollte die freiwillige Veröffentlichung von Informationen („voluntary disclosure“) forciert werden.

Zum anderen fehlt zur Erfassung von intangiblen Assets ein valides Meßinstrumentarium, das den Qualitätsansprüchen des Kapitalmarkts an Unternehmensinformationen genügt. Vor allem die Ableitung aussagekräftiger nicht-finanzieller Kennzahlen sowie deren Einordnung in wertrelevante Ursache-Wirkungs-Beziehungen stellt sich in diesem Zusammenhang als problematisch dar.

## **0.2. Zielsetzung und Abgrenzung**

Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit ist die Auseinandersetzung mit den finanzierungs-, marketing- und kommunikationstheoretischen Grundlagen der Investor Relations und den Implikationen für eine wertorientierte Kapitalmarkt-kommunikation. Das Fehlen einer eigenständigen und umfassenden Theorie der Investor Relations macht es notwendig, in einer interdisziplinären Betrachtung die relevanten Erkenntnisse verschiedener Wissenschaftsrichtungen zusammenzuführen, um theoretisch fundiert deren Funktion für eine effektive Investor Relations-Politik transparent und verständlich machen zu können. Durch die Aufarbeitung der Erkenntnisse verschiedener Forschungsdisziplinen werden die theoretischen Erklärungsansätze inhaltlich vernetzt, um eine umfassende Diskussion der Thematik zu ermöglichen. In der Vergangenheit sind m. E. die Versuche in der wissenschaftlichen Literatur, eine theorieübergreifende, gesamthafte Behandlung des Gegenstands zu leisten, unzureichend und rudimentär geblieben. Ziel ist es, vor unterschiedlichen theoretischen Hintergründen zu zeigen, daß der finanzielle Erfolg und das langfristige Überleben einer Unternehmung in erheblichem Maße von der Fähigkeit abhängen, Interessendivergenzen und Informationsasymmetrien zwischen der Unternehmung und den Kapitalgebern zu reduzieren. Denn nur durch eine investorengerechte Informationspolitik läßt sich eine adäquate Bewertung der Unternehmung am Kapitalmarkt erreichen.<sup>17</sup> Diese korrespondiert mit dem Zielsystem der Unternehmung, wodurch der Beitrag der Investor Relations zur Erreichung der unternehmensspezifischen Ziele verdeutlicht wird.

---

<sup>15</sup> vgl. **AICPA** (2000). Insbesondere wurden der Zusammenhang zwischen Accountingdaten und Aktienkursentwicklungen sowie der Informationsbedarf von Kapitalmarktpartizipanten empirisch in verschiedenen Studien untersucht und bestehende Informations- bzw. Wahrnehmungslücken identifiziert.

<sup>16</sup> vgl. **Labhart** (1999:26f)

<sup>17</sup> Durch eine hohe Informationseffizienz kann die vom Eigenkapitalgeber bei der Überlassung von Vermögen geforderte Risikoprämie gering gehalten werden. Gleichzeitig werden dadurch die Kosten der Eigenkapitalbeschaffung für die Unternehmung verringert.

Erst die breit angelegte, theoretische Fundierung der Investor Relations ermöglicht die Identifizierung der Nutzenstiftung von Investor Relations auf der einen Seite und vorhandener Defizite und Verbesserungspotentiale auf der anderen Seite. Beide Aspekte werden in der vorliegenden Arbeit kritisch analysiert. Auf dieser Grundlage wird in einem praxisorientierten Abschnitt ein konzeptioneller Bezugsrahmen zur Identifikation und Gliederung wertsteigernder, intangiblesbezogener Informationen entwickelt, der einen substantiellen Beitrag zu einer systematischeren Gestaltung und Ausrichtung einer wertsteigernden Kapitalmarktkommunikation (Value Reporting) leisten wird. Dazu werden unterschiedliche Modelle zum Management und Controlling intangibler Assets vorgestellt, die die traditionellen Systeme zur Erfassung und Steuerung materieller Bilanzposten ergänzen und die wertgenerierende Eigenschaft immaterieller Vermögenswerte, die zunehmend den wirtschaftlichen Erfolg von Unternehmungen beeinflussen, abbilden. Die in den einzelnen Modellen verwendeten nicht-finanziellen Kennzahlen, die die Entwicklung der intangiblen Assets in der Unternehmung dokumentieren und damit Indikatoren für deren Wertbeitrag sind, lassen sich als Grundlage für eine wertorientierte Finanzberichterstattung (Value Reporting) verwenden.

Mit diesem Vorgehen wird ein pragmatisches (Wissenschafts-)Ziel verfolgt, indem basierend auf den Unternehmenszielen eine stringente Deduktion konkreter Handlungsempfehlungen zur Erreichung dieser Ziele vorgenommen wird. Es soll gezeigt werden, daß im Rahmen eines kohärenten Unternehmenszielsystems die Investor Relations bzw. das Value Reporting als deren wertorientierte Erweiterung ein funktionales Managementinstrument darstellen, das nicht-finanzielle Kennzahlen in die strategische Kapitalmarktkommunikation integrieren kann.

Ein primäres Interesse bei der thematischen Schwerpunktsetzung der Arbeit lag darin, Ansätze zur Steigerung der Effektivität von Investor Relations (bzw. des Value Reporting) herauszuarbeiten, d.h. die richtigen und investorenseitig nachgefragten Inhalte herauszuarbeiten. Die Steigerung der Effizienz, was insbesondere die instrumentelle Ausgestaltung der Kapitalmarktkommunikation betrifft, ist weitgehend exkludiert worden. Der Grund dafür ist in der logischen bzw. zeitlichen Aufeinanderfolge zu suchen: Erst wenn die richtigen Inhalte transportiert werden, ist eine Optimierung der Kommunikationskanäle und -instrumente sinnvoll. Darüber hinaus gibt es bereits eine Reihe praxisorientierter Handbücher, die sich intensiv mit dem Wirkungsgrad und der situativen Einsetzbarkeit einzelner Investor Relations-Maßnahmen auseinandersetzen.<sup>18</sup> Die Diskussion um die Kommunikationsinhalte bewegt sich jedoch immer noch stark im Rahmen der geltenden Bilanzierungsrichtlinien und bezieht allenfalls Änderungen durch internationale Vorschriften (US-GAAP, IAS) ein. Ein

---

<sup>18</sup> vgl. anstelle vieler **Schumacher / Schwartz / Lüke** (2001); **Hansen** (2000); **Kirchhoff** (2000); **Schmidt** (2000); **Lindemann / Schmidt / Sturm** (1998); **Dürr** (1994); **Hartmann** (1968)

grundlegender Wechsel des Reporting-Paradigmas wird nur zögerlich behandelt, daher soll hier dieser Diskussionspunkt befördert werden.

Ein weiterer Themenkomplex ist lediglich pointiert angesprochen worden. Eine ausführliche Behandlung von Investor Relations-Zielgruppen ist auf Analysten und Finanzjournalisten limitiert worden, weil hier ein professioneller Umgang mit Informationen – auch bei hohem Datenaufkommen – vorauszusetzen war. Erst die adäquate Beurteilung und Verwertung der publizierten Informationen erzeugt den entsprechenden Nutzen bzw. Mehrwert für den Informationsempfänger, der von der informationsdistribuierenden Unternehmung intendiert ist.

Methodisch ist bei der vorliegenden Arbeit eine sachlich-analytische Vorgehensweise gewählt worden. Auf Basis der bisherigen Erkenntnisse aus der Literatur wird theoretisiert, durch empirische Beispiele und Plausibilitätsüberlegungen fundiert, ein praktisch-normativer Ansatz konzipiert, der es ermöglichen soll, die Effektivität der Investor Relations zu verbessern, indem gezielt valide Informationen über wertschaffende Unternehmensassets in den kapitalmarktorientierten Kommunikationsprozeß eingesteuert werden.

Die Arbeit stützt sich zum einen vor allem auf die deutschsprachige Literatur, die entweder unmittelbar dem Themenfeld Investor Relations zuzuordnen ist oder aber Teilbereiche wie Shareholder Value, Unternehmensfinanzierung, Aktienmarketing oder Unternehmenspublizität thematisiert. Zum anderen wird insbesondere im Hinblick auf die intangiblen Assets, deren Identifikation, Messung und Management vorwiegend auf anglo-amerikanische Literatur zurückgegriffen. Um der Aktualität des Themengebiets gerecht zu werden, ist hauptsächlich neuere Literatur – sowohl aus Zeitschriften als auch aus Monographien – zur Verwendung gekommen. Darüber hinaus sind von Unternehmensberatungen o.ä. publizierte Studien und *working papers*<sup>19</sup> eingeflossen.

Zur weiteren Erkenntnisgewinnung sind Besuche von Hauptversammlungen, Pressekongressen und Unternehmenspräsentationen für Finanzanalysten und institutionelle Investoren erfolgt. Ebenfalls ist die Teilnahme an Investor Relations-Seminaren und -Diskussionsrunden in Deutschland anzuführen. Außerdem wurden Studien und Researchreports von renommierten, international tätigen Banken über deutsche Aktiengesellschaften und Börsenaspiranten analysiert.

Darüber hinaus sind persönliche, offen strukturierte Tiefeninterviews<sup>20</sup> mit IR-Managern, PR-Verantwortlichen, verantwortlichen Funktionsträgern von Unternehmen, Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten geführt worden.

---

<sup>19</sup> In diesem Zusammenhang sind vor allem die Publikation des Intangibles Research Project zu nennen, das vom Accounting Department und dem Vincent C. Ross Institute der Stern School of Business, New York, unter der Leitung von Prof. Dr. Baruch Lev durchgeführt wird.

<sup>20</sup> Das persönliche Tiefeninterview ist durch nicht-standardisierte Fragen und eine nur in geringem Maße strukturierte Fragenanordnung charakterisiert. Eine derartige Methodik ist immer dann be-

Zur gewählten Terminologie ist anzumerken, daß neben den deutschen Bezeichnungen verstärkt international übliche, vornehmlich englische Begriffe Verwendung finden, da diese mittlerweile in der Fachsprache üblich sind.

### **0.3. Gang der Untersuchung**

Die Arbeit ist folgendermaßen aufgebaut:

Im ersten Kapitel wird ein Zielsystem der Unternehmung entwickelt, das für die Investor Relations als grundlegender Orientierungsrahmen fungiert. Maßgebliche Zielgröße für das unternehmerische Handeln sind die vorhandenen Erfolgspotentiale, die als zukunftsorientierte Schlüsselvariablen über den dauerhaften Erfolg und die Wettbewerbsfähigkeit einer Unternehmung entscheiden. Es wird gezeigt, daß ein erheblicher Teil der Erfolgspotentiale immaterieller Natur sind, so daß die Bedeutung intangibler Assets als Vorsteuergrößen des Unternehmenserfolgs deutlich wird. Zudem werden unterschiedliche Zielkonzepte vorgestellt, wobei die unterschiedlichen theoretischen Ausrichtungen an der Unternehmenswirklichkeit gespiegelt werden.

Daran anschließend wird im zweiten Kapitel das Shareholder Value-Modell als zielmonistisches Instrument einer wertorientierten Unternehmensführung vorgestellt, das ausschließlich finanzielle Kennzahlen als Indikatoren der Ertragskraft einer Unternehmung berücksichtigt. Die Vor- und Nachteile dieses Ansatzes werden kritisch im Hinblick auf die potentielle Integration nicht-finanzieller (bzw. qualitativer) Kennzahlen untersucht.

Das dritte Kapitel schafft die begrifflich-definitorischen Grundlagen für die Investor Relations, die in ihrer unterstützenden Funktion als kommunikatives Instrument zur Erreichung der Unternehmensziele vor den unterschiedlichen Hintergründen der Finanzierungs-, Marketing- und Kommunikationstheorie verortet werden.

Hierbei werden vor allem die relevanten Aspekte der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie skizziert. Insbesondere die Frage der Informationseffizienz der Kapitalmärkte, die für den Nutzwert der Investor Relations existentiell ist, wird kritisch gewürdigt. Darüber hinaus werden das Problem der Informationsasymmetrie innerhalb einer Principal-Agent-Beziehung und die Implikationen für die Kapitalmarktkommunikation thematisiert.

Die Marketingtheorie wird stark verkürzt dargestellt, da hauptsächlich in der kommunikationspolitischen Dimension ein Transfer klassischer Marketingüberlegungen auf den Aktienmarkt sinnvoll erscheint.

---

sonders geeignet, wenn gegenüber dem zu untersuchenden Sachverhalt in der Praxis unterschiedliche Auffassungen existieren, die Terminologie nicht einheitlich ist und von den Befragten ein unterschiedliches Bild des Untersuchungsobjekts gezeichnet wird; vgl. **Kromrey** (1991:286). Dies ist bezüglich der Integration von nicht-finanziellen Kennziffern in die Kapitalmarktkommunikation der Fall.

Im Rahmen des Kapitels zur Kommunikationstheorie werden die Abläufe und Typologien von Kommunikationsprozessen überblicksartig dargestellt. Insbesondere die mehrstufigen, derivativen Kommunikationssysteme weisen auf die exponierte Stellung von Finanzintermediären als Multiplikatoren im Informationsfluß auf den Kapitalmärkten hin und unterstreichen somit theoriebasiert deren Bedeutung. Zum Abschluß des Kapitels wird ein Kommunikationsmodell vorgestellt, das ein dialogisch orientiertes Kooperationsdesign aufweist und daher prädestiniert ist, sowohl Informationsasymmetrien als auch Interessendivergenzen zu überwinden.

Eine Einführung in das Management von Investor Relations-Kommunikationsprozessen wird im vierten Kapitel geleistet, wobei die Ziele, Zielgruppen und Inhalte der Kapitalmarktkommunikation konkretisiert werden. Übergeordnetes Ziel der Investor Relations ist die Reduzierung von Bewertungs- bzw. Wahrnehmungslücken, die aufgrund von Defiziten an verschiedenen Stellen des Kommunikationsprozesses entstehen können. Diese Kommunikationsinsuffizienzen werden identifiziert und analysiert, um gegebenenfalls gezielte Gegenmaßnahmen einleiten zu können. In bezug auf die finanzwirtschaftlichen Ziele wird der Einfluß der Informationsasymmetrie auf die Kapitalkosten gezeigt. Als primäres Ziel der Kommunikation wird die Schaffung von Vertrauen herausgearbeitet. Die näher behandelten Zielgruppen rekrutieren sich aus den professionellen Kapitalmarktteilnehmern, weil diese in der Regel einen sophistizierteren Informationsverarbeitungsprozeß aufweisen. Die Investor Relations-Inhalte werden aus den Informationsbedürfnissen der Investorenöffentlichkeit bzw. des Kapitalmarkts deduziert. Denn für die Unternehmung bedeutet die inhaltliche Ausrichtung der Investor Relations auf die konkret bestehende Informationsnachfrage den effizientesten Weg der Kapitalmarktkommunikation.

Im fünften Kapitel werden verschiedene Modelle des Value Reporting vorgestellt, die die Investor Relations in bezug auf die Wertorientierung der Kommunikation erweitern. Während die Kennzahlen, auf denen die klassischen Investor Relations basieren, vornehmlich aus dem traditionellen Accounting stammen und daher vergangenheits- und kostenorientiert sind, definiert sich das Value Reporting über eine starke Wertorientierung und Zukunftsgerichtetheit.

Das sechste Kapitel stellt die Terminologie für den Umgang mit den Begriffen „immaterielle Vermögenswerte“ bzw. „intangible Assets“ zur Verfügung. Darauf folgt die Klassifizierung der Intangibles sowie anhand empirischer Forschungsergebnisse eine Bestätigung deren nachhaltiger Wertrelevanz. In diesem Zusammenhang wird auch der Einfluß zwischen immateriellen Vermögenswerten und dem Unternehmenswert respektive dem Shareholder Value deutlich. Um die immateriellen, wertgenerierenden Faktoren in das Value Reporting integrieren zu können, muß im folgenden zunächst ein System zur angemessenen Erfassung der Intangibles entwickelt werden.

Dies geschieht im siebten Kapitel. Dort werden die Grundlagen dargestellt, wie immaterielle Vermögenswerte bisher im externen Rechnungswesen in Deutschland, den USA sowie nach internationalen Bilanzierungsgrundsätzen erfaßt wurden. Die bestehenden Defizite lassen sich im Sinne einer investorengerechten Informationsversorgung auch nicht durch eine modifizierte Behandlung und Darstellung intangibler Assets beheben. Der Accounting-Ansatz gewährleistet nur eine unzureichende Informationsversorgung bezüglich der Intangibles. Daher wird ein Paradigmenwechsel in der finanziellen Berichterstattung postuliert, der den Performance-Ansatz in den Vordergrund stellt.

Im achten Kapitel werden mehrere Modelle zum Controlling und Management von intangiblen Assets präsentiert, die auf einer performance-orientierten Balanced Scorecard-Methodik basieren. Dabei werden insbesondere Herkunft und Ableitung der verwendeten Kennzahlen sowie deren Vergleichbarkeit, Kommunizierbarkeit und Übereinstimmung mit der Unternehmensstrategie analysiert. Zuletzt wird die Standardisierbarkeit der vorgestellten Modelle und die Möglichkeit zur Entwicklung eines einheitlichen Konzepts thematisiert.

Das neunte Kapitel bildet mit der Zusammenfassung und dem Ausblick den Abschluß der Arbeit.

## 1. Das Zielsystem der Unternehmung als Orientierungsrahmen der Investor Relations

Der Bereich Investor Relations ist ein funktionales Subsystem und damit ein integraler Bestandteil des übergeordneten Systems Unternehmung.<sup>21</sup> Als konstitutives Systemelement fungieren auch die Investor Relations als Teil des betrieblichen Leistungserstellungsprozesses und müssen daher einen wertschöpfenden Beitrag zur Erreichung des im Unternehmensleitbild<sup>22</sup> vorgegebenen Zielekanons leisten. Nur die Erfüllung der unternehmensindividuell geltenden Zielvorgaben entscheidet über den Erfolg oder Mißerfolg der Unternehmung. Allerdings existieren inhaltlich stark divergierende und zumeist nicht vergleichbare Erfolgsmaßstäbe sowie zahlreiche unterschiedliche Methoden und Konzepte zur Beurteilung des Unternehmenserfolgs.<sup>23</sup>

Im folgenden werden Aufbau, Struktur und inhaltliche Dimension potentieller Zielsysteme der Unternehmung untersucht, die als strategieorientierte Grundsatzentscheidungen die langfristige Ausrichtung der Unternehmensziele determinieren. Vor diesem Hintergrund werden die Ziele des Bereichs Investor Relations abgeleitet und in das Gesamtzielsystem der Unternehmung eingeordnet.

<sup>21</sup> Aus systemtheoretischer Perspektive kann die Unternehmung als offenes System definiert werden; vgl. **Salecker** (1995:94); **Janisch** (1993:14). Ein System ist die Gesamtheit einzelner Systemelemente bzw. Teilsysteme, deren dynamische Interaktion als charakteristisch und strukturbildend angesehen wird; vgl. **Zemelka** (1997:6). Signifikantes Kennzeichen offener Systeme sind Austauschbeziehungen mit der Umwelt, die zur Selbsterhaltung und Selbstorganisation des Systems beitragen und damit dem systemtheoretischen Paradigma der Autopoiesis entsprechen, vgl. **Maturana / Varela** (1987:47).

Als offenes System ist die Unternehmung auf die Zufuhr externer Ressourcen angewiesen, d.h. auf Austauschbeziehungen mit ressourcenkontrollierenden anderen Systemen. Diese Wechselbeziehung zwischen Unternehmung und Umwelt wird auch als Systeminterdependenz bezeichnet. Die Offenheit des Systems Unternehmung impliziert, daß ein permanenter Ressourcenaustausch zur Erreichung basaler Unternehmensziele (z.B. Existenzsicherung) erforderlich ist; vgl. **Zemelka** (1997:8). Investor Relations als funktionales Subsystem organisieren die System/Umwelt-Beziehung insbesondere mit dem Umweltsystem Kapitalmarkt. Da die Umwelt als abstraktes Konstrukt nicht gesamthaft beeinflussungsfähig ist, können nur einzelne Umweltsysteme Gegenstand zielgerichteter Aktionen sein, die in ganz spezifischer Form auf das angesprochene bzw. interagierende System abgestimmt sein müssen; vgl. **Faulstich** (1992:28).

Im Vordergrund des systemtheoretischen Definitionsansatzes von Investor Relations steht der prozeßhafte Interaktionscharakter, der sich in der Planung, Steuerung und Kontrolle einer umweltorientierten Kommunikation manifestiert. Damit reihen sich die Investor Relations in den Kreis der klassischen Managementsysteme ein, die der unternehmerischen Zielerreichung dienen. Aufgabe der Investor Relations ist es, andere Subsysteme bei der Bewältigung ihrer umsystembezogenen Kommunikationsaufgaben zu unterstützen.

<sup>22</sup> Das Unternehmensleitbild definiert das primäre Unternehmensziel sowie die abstrakten Oberziele in der strategischen Unternehmensführung. Alternativ werden häufig die Begriffe Unternehmensphilosophie, Unternehmensgrundsätze, Unternehmensgrundordnung, Unternehmensverfassung, Corporate Identity oder Unternehmenskultur verwendet, die ebenfalls einen Katalog von Kriterien bezeichnen, der die Wertbasis des unternehmerischen Denkens und Handelns fest-schreibt; vgl. **Ehrmann** (1997:93ff); **Wöhe** (1996:130).

Nieschlag / Dichtl / Hörschgen heben hervor, daß es sich bei der Unternehmenskultur und -philosophie um konstitutive Denk- und Problemlösungsmuster eines Unternehmens handelt, vgl. **Nieschlag / Dichtl / Hörschgen** (1991:828). Hammer fordert eine Konkretisierung der obersten Formalziele in einer ausformulierten und auf Leistungsstufen und Kompetenzbereiche heruntergebrochenen Unternehmenspolitik; vgl. **Hammer** (1998:32).

<sup>23</sup> vgl. **Näther** (1993:22ff); **Schmidt-Sudhoff** (1967:140f)

### 1.1. Das Zielsystem der Unternehmung

In einer zunehmend komplexen und dynamischen Umwelt<sup>24</sup> ist unternehmerisches Handeln auf einen Orientierungsrahmen angewiesen, der als entscheidungsunterstützende Richtgröße effektives Wirtschaften überhaupt erst ermöglicht.<sup>25</sup> Dieses Fundament des betriebswirtschaftlichen Agierens bilden die **Unternehmensziele**.<sup>26</sup> Sie stellen Absichtserklärungen der Entscheidungsträger einer Unternehmung in bezug auf bestimmte intendierte Sachverhalte dar<sup>27</sup> und haben normativen Charakter. Grundsätzlich definieren sich Unternehmensziele als nachvollziehbare, quantifizierbare und erfüllbare Aussagen<sup>28</sup> über angestrebte, zukünftige Zustände der Realität<sup>29</sup>, die das Unternehmen aufgrund einer Situationsanalyse der internen und externen Rahmenbedingungen<sup>30</sup> als erfolgsfördernd einschätzt und die mittels geeigneter unternehmerischer Maßnahmen erreicht werden sollen.<sup>31</sup>

Im Regelfall spezifiziert die Unternehmensleitung basierend auf den obersten Unternehmenszielen ihre konkreten Zielvorstellungen entlang der einzelnen Hierarchieebenen für die gesamte Unternehmung.<sup>32</sup> Ohne eine eindeutige Zielformulierung ist das Management einer Unternehmung und damit eine Zielrealisierung kaum sinnvoll möglich. Die Zielorientierung einer Unternehmung äußert sich in proaktiv geplanten und abgestimmten Verhaltensweisen und Handlungsmustern, die eine unkontrollierbare Dynamik innerhalb des Systems verhindern sollen.<sup>33</sup> Das Fehlen einer zielorientierten Ausrichtung der Unternehmung führt regelmäßig zu reaktiven Handlungsmustern bezüglich auftretender Umweltveränderungen in Form eines adaptiven „muddling through“.<sup>34</sup>

Nach Janisch gehört daher zu „[...] einer dauerhaften Existenzsicherung der Unternehmung [...] u.a. die Planung und Determinierung der langfristigen Unternehmensentwicklung im Rahmen eines Zielsystems.“<sup>35</sup>

Ein unternehmensspezifisches **Zielsystem** bildet selektiv aus der Menge potentiell sinnvoller Ziele die Kombination der tatsächlich für eine oder mehrere Wirtschaftspereoden zu verfolgenden Unternehmensziele ab<sup>36</sup>, die als sanktionierter Ordnungs-

<sup>24</sup> vgl. **Kreikebaum** (1993:35ff) für eine differenzierte Darstellung der Umweltbedingungen

<sup>25</sup> vgl. **Knyphausen-Aufseß** (1995:23f) zur Entwicklung der Zielforschung

<sup>26</sup> Eine umfangreiche Übersicht verschiedener Definitionsansätze bietet **Macharzina** (1995:177); **Meyer** (1994:71ff) fundiert den Zielbegriff verhaltens-, handlungs- und entscheidungstheoretisch.

<sup>27</sup> vgl. **Schmidt-Sudhoff** (1967:16)

<sup>28</sup> vgl. **Siersleben** (1999:46)

<sup>29</sup> vgl. **Eberhardt** (1998:41); **Nieschlag / Dichtl / Hörschgen** (1991:829); **Florin** (1988:52); vgl. auch **Meffert** (1998:74), der die angestrebten Zustände als Imperative (Vorzugszustände) bezeichnet

<sup>30</sup> vgl. einleitend zur strategischen Analyse und Prognose **Welge / Al-Laham** (1999:183ff); **Macharzina** (1995:242ff); **Kreikebaum** (1993:62ff)

<sup>31</sup> vgl. **Täubert** (1998:20)

<sup>32</sup> vgl. **Ehrmann** (1997:96)

<sup>33</sup> vgl. **Zemelka** (1997:53)

<sup>34</sup> vgl. **Meffert** (1998:67)

<sup>35</sup> **Janisch** (1993:28)

<sup>36</sup> vgl. **Schmidt-Sudhoff** (1967:21)



rahmen für die Unternehmung handlungsleitend ist. Trotz der axiomatischen Funktion des Zielsystems ist vor dem Hintergrund der zunehmenden Umweltdynamik, der Diskontinuitäten und strukturellen Disruptionen im Unternehmensumfeld ein pragmatischer Flexibilitätsvorbehalt erforderlich. Das Zielsystem darf nicht dogmatisch verstanden werden.<sup>37</sup> Es muß zumindest auf der operativen Handlungsebene ein hohes Reagibilitätsniveau aufweisen und kurzfristige, flexible Anpassungsentscheidungen zulassen<sup>38</sup>.

Schmidt-Sudhoff stellt in seiner Definition die Dimension der entscheidungsfällenden Instanz in den Vordergrund und versteht unter einem Zielsystem „[...] eine strukturierte Menge vom Unternehmer für eine oder mehrere Wirtschaftsperioden simultan verfolgter Ziele [...]“<sup>39</sup>. Demzufolge legt allein der Unternehmer die Ziele der Unternehmung fest. Dieser auf das theoretische Konzept des rational entscheidenden Einpersonenennehmers („homo oeconomicus“<sup>40</sup>) reduzierte traditionelle Ansatz wirft die Frage nach der inhaltlichen Verantwortung, der Entscheidungskompetenz und der formalen Zuständigkeit bei der Formulierung der Ziele auf. Insbesondere bei börsennotierten Aktiengesellschaften zeigt die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt zwischen Kapitalgebern und Unternehmensmanagern<sup>41</sup>, daß die Entscheidungsfindung bei der Zieldefinition nicht zwingend personenbezogen (Unternehmer, Eigner), sondern durchaus auch funktionszentriert (Manager) geschehen kann.

Aufgrund ihrer interdependenten Beziehungen zur Mikro- und Makroumwelt ist die Unternehmung mit einer Vielzahl unterschiedlicher Interessen und Motivationslagen konfrontiert. Wird die Unternehmung unter Rekurs auf das systemtheoretische Referenzkonzept als ein umweltoffenes System zur Transformation von Ressourcen – z.B. Wissen, Arbeit, Rohstoffe oder Kapital – gesehen, so muß die Beziehung zu den ressourceninvestierenden Umsystemen durch das Äquivalenzprinzip getragen sein und somit durch die systemseitige Bereitstellung satisfizierender Gegenleistungen.<sup>42</sup> Denn die Interaktion zwischen den Systemen wird nur solange fortgesetzt, wie das wechselseitige Verhältnis von Anreizen (Leistungen) und Beiträgen (Ressourcenbereitstellung) nach dem Nutzenkalkül der jeweiligen Beteiligten im Gleichgewicht steht. Die Grundvoraussetzung für die Existenz einer Unternehmung ist daher die dauer-

---

<sup>37</sup> Allerdings ist die Flexibilisierung der Ziele hierarchieinduziert und nimmt top-down zu. Die obersten Unternehmensziele haben eine größere strategische Halbwertszeit und sind daher im Regelfall als fundamental zu betrachten; vgl. Kap. 1.1.2..

<sup>38</sup> vgl. **Janisch** (1993:30)

<sup>39</sup> **Schmidt-Sudhoff** (1967:22)

<sup>40</sup> vgl. **Bidlingmaier** (1964:30f) zur zweckrationalen Mittelwahl des homo oeconomicus. Diese ist immer an zwei Voraussetzungen geknüpft: die Informationsprämisse, bei der der Entscheidungsträger alle für die Zielerreichung relevanten Faktoren kennen muß, und die Reaktionsprämisse, bei der sich der Entscheidungsträger u.a. an Umfeldänderungen mit unbegrenzter Geschwindigkeit anpassen muß.

<sup>41</sup> vgl. dazu ausführlich Kapitel 3.2.2.2.2.

<sup>42</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:166)

hafte Schaffung und Erhaltung eines Anreiz-Beitrags-Gleichgewichts<sup>43</sup>. Die Mißachtung des Äquivalenzprinzips führt zur Aktivierung von Sanktionspotentialen und der kapazitativen Begrenzung von Ressourcenzuflüssen. Die wechselseitige Abhängigkeit hat zur Folge, daß die Gesamtheit der Ansprüche und Bedürfnisse der institutionalen Umwelt von der Unternehmung in den unternehmenspolitischen Entscheidungsprozessen berücksichtigt werden sollte.

Insbesondere im **Zielbildungsprozeß**<sup>44</sup> gilt es, die unterschiedlichen Zielsetzungen innerorganisatorischer und externer Stakeholder<sup>45</sup> im Rahmen eines Aushandlungsprozesses („*bargaining*“) zu berücksichtigen und zu einem Ausgleich zu bringen.<sup>46</sup> Insbesondere interessenpluralistischen Mehrpersonenunternehmungen ist daran gelegen, konsensfähige Ziele im Rahmen eines formal strukturierten und kooperativen Prozesses zu definieren. Allerdings können die anspruchsruppenspezifischen Zielvorstellungen untereinander durchaus konfliktär sein und sich daher nur schwer gleichberechtigt koordinieren lassen.<sup>47</sup>

Vor diesem Hintergrund wird der Zielbildungsprozeß in der Unternehmensrealität häufig durch die Interessenlage der Anspruchsgruppe dominiert, die gegenüber der Unternehmung über das ausgeprägteste Machtpotential verfügt und die höchste Bereitschaft hat, dieses Machtpotential auszuschöpfen.<sup>48</sup> So sieht Täubert in erster Linie die Unternehmensträger (Anteilseigner, Unternehmensleitung, Arbeitnehmer) mit einem überdurchschnittlichen Sanktions- bzw. Unterstützungspotential ausgestattet.<sup>49</sup> Sie haben daher erheblichen Einfluß auf die Konstitution des Zielsystems und damit auf die strategische Unternehmensführung.<sup>50</sup> Darüber hinaus spielen auch weitere Anspruchsgruppen aus dem ökonomischen, sozio-kulturellen und politischen Umfeld – abhängig vom jeweiligen Machtpotential – eine unterschiedlich gewichtete Rolle im Zielbildungsprozeß.<sup>51</sup> Die relevanten Ansprüche und Anforderungen werden priorisiert und entsprechend in die unternehmensprägende Rangordnung der anvisierten Ziele eingefügt.

Grundsätzlich ist es daher für die langfristige Unternehmensentwicklung „[...] von zentraler Bedeutung, wer in einem Unternehmen die rechtlichen, satzungsmäßigen und tatsächlichen Möglichkeiten hat, die eigenen Ziele bzw. die als richtig für das

---

<sup>43</sup> vgl. zur organisationstheoretischen Anreiz-Beitrags-Betrachtung **Zemelka** (1997:50f); **Janisch** (1993:121ff)

<sup>44</sup> vgl. zu den einzelnen Prozeßstufen **Schierenbeck** (1998:77ff); **Ehrmann** (1997:97f)

<sup>45</sup> **Freeman** (1984:46) definiert den Begriff des Stakeholders wie folgt: „A stakeholder in an organization is (by definition) any group or individual who can affect or is affected by the achievements of the organization's objectives.“ In der vorliegenden Arbeit werden die Begriffe (strategische) Anspruchsgruppe bzw. Zielgruppe synonym dazu verwendet.

<sup>46</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:111)

<sup>47</sup> vgl. **Täubert** (1998:20); **Janisch** (1993:29)

<sup>48</sup> vgl. dazu **Näther** (1993:301ff); **Janisch** (1993:125); **Freeman** (1984:143f)

<sup>49</sup> vgl. **Täubert** (1998:20)

<sup>50</sup> vgl. **Bea / Haas** (1997:69)

<sup>51</sup> vgl. **Janisch** (1993:36)

Unternehmen erkannten Ziele durchzusetzen [...]“<sup>52</sup>. Das Zielsystem bildet zumindest theoretisch das Interessen- und Machtgefüge ab, in dem sich die Unternehmung als umweltoffenes und interagierendes System bewegt. In der Praxis dominieren allerdings – insbesondere im Rahmen von Shareholder Value-Konzepten – einseitig die Ansprüche der Kapitalgeber. Die daraus resultierende monistische Ausrichtung der Unternehmenspolitik findet verstärkt im anglo-amerikanischen Raum, aber auch zunehmend in Deutschland Verbreitung.<sup>53</sup>

Trotz dieser Tendenz im Bereich der Managementkonzepte fordert Janisch, die obersten Ziele der Unternehmung aufgrund der Vielzahl interpenetrierender (Macht-) Interessen so allgemein und umfassend zu formulieren, daß trotz aller Divergenzen zumindest ein Grundkonsens ermöglicht wird. Gleichzeitig muß die inhaltliche Aussagekraft und damit die Orientierungsfunktion der obersten Ebene des Zielsystems qualitativen Minimalanforderungen genügen, um die Handlungsfähigkeit der Unternehmung nicht zu beeinträchtigen.<sup>54</sup> Eine Konkretisierung der obersten Ziele erfolgt erst in nachgeordneten Hierarchieebenen, d.h. für operative Ziele.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit soll für das Zielsystem der Unternehmung folgende Definition gelten:

Das Zielsystem der Unternehmung wird durch eine hierarchische Struktur von Unternehmenszielen gebildet, die als normative Sollgrößen das handlungsleitende Ordnungsgerüst der Unternehmung festschreiben, deren operatives Entscheidungsverhalten mittels konkreter Zielvorgaben determinieren und damit den unternehmerischen Entwicklungspfad vorzeichnen. Die Rangordnung der Unternehmensziele wird unternehmensspezifisch durch die Machtpotentiale und den Einfluß der sie sanktionierenden Anspruchsgruppen konstituiert.

Primäre Aufgabe des Zielsystems ist es, die von unterschiedlichen Interessenlagen motivierten Ziele widerspruchsfrei zu koordinieren, um ein einheitliches Handeln der Unternehmung gewährleisten zu können. Durch die Koordinationsfunktion ist das Zielsystem sowohl eine Orientierungshilfe für Funktionsträger, die sich aktuell in Entscheidungssituationen befinden, als auch ein praxisorientiertes Führungsinstrument zur Sicherstellung der Kongruenz von funktions-, bereichs- und personenspezifischen Partialentscheidungen und den übergeordneten Unternehmenszielen.

Um die Systemintegrität einer Vielzahl unterschiedlich gewichteter Ziele und damit die grundsätzliche Handlungsfähigkeit der Unternehmung zu gewährleisten, ist es erforderlich, das Zielsystem hierarchisch zu strukturieren. Als Ordnungskriterien wer-

---

<sup>52</sup> Täubert (1998:20)

<sup>53</sup> vgl. Faltz (1999:17f); Achatz (1998:17); Täubert (1998:25)

<sup>54</sup> vgl. Janisch (1993:29)

den im folgenden die Beziehungen, die Hierarchie und die Inhalte der systemkonstituierenden Zielelemente herangezogen.

Auf die ebenfalls in der Literatur genannten Kriterien Zuordnungsbereich und Fristigkeit<sup>55</sup> soll hier aufgrund der nachrangigen Bedeutung lediglich in Form einer kurzen Begriffsexplikation eingegangen werden. Der „Zuordnungsbereich bezeichnet die Unternehmungseinheit, für die ein Ziel gilt. So kann z.B. eine Differenzierung in Unternehmungsgesamt-, Geschäftsbereichs-, Abteilungs- und Stellenziele vorgenommen werden. Die Fristigkeit schließlich ordnet Zielsysteme mit kurz-, mittel- und langfristigem Charakter“<sup>56</sup>.

### 1.1.1. Die Zielbeziehungen (Zielordnung)

Bei der Konzeption eines Zielsystems dürfen die einzelnen Ziele nicht isoliert betrachtet werden, sondern müssen als interdependente Einflußgrößen verstanden werden. Das Verhältnis der einzelnen Zielelemente zueinander wird als Zielbeziehung bezeichnet<sup>57</sup>, die in Abhängigkeit von der jeweiligen Interdependenzrelation eine unterschiedlich stark ausgeprägte gleich- oder gegenläufige Tendenz annehmen kann. Daher ist die wechselseitige Verträglichkeit von Zielen ein wesentliches Ordnungskriterium innerhalb des fokalen Zielsystems. Allerdings stellt der Verträglichkeitsgrad bestehender Zielkonstellationen kein Fixum dar, sondern vielmehr ist dieser in hohem Maße veränderungssensibel. Er hängt von entscheidungsträgerbedingten Aspekten ab, d.h. der subjektiven Einstellung des Managements, aber vor allem von entscheidungsfeldbedingten Aspekten, wie z. B. der ökonomischen Umweltsituation.<sup>58</sup> Durch Veränderungen der internen oder externen Rahmenbedingungen wird die Qualität der Zielbeziehungen nachhaltig beeinflusst und muß gegebenenfalls neu bewertet werden.

Grundsätzlich wird eine Zielbeziehung durch den Grad der gegenseitigen Unterstützung bzw. Nutzenstiftung bei der Erreichung der angestrebten Ziele charakterisiert.<sup>59</sup> Unter Berücksichtigung dieses Differenzierungskriteriums kann die Verträglichkeit von Zielen in folgende Kategorien unterschieden werden:<sup>60</sup>

#### 1. Zielkomplementarität

Die Erhöhung des Zielerreichungsgrades von Ziel 1 führt gleichzeitig zur Erhöhung des Zielerreichungsgrades von Ziel 2. (Beispiel: Die Verbesserung der Produktqualität führt gleichzeitig zu einer Erhöhung der Kundenzufriedenheit.)

<sup>55</sup> vgl. exemplarisch **Welge / Al-Laham** (1999:116)

<sup>56</sup> **Welge / Al-Laham** (1999:116); vgl. auch **Heinen** (1971:119f)

<sup>57</sup> vgl. **Meffert** (1998:76); **Wöhe** (1996:127f); **Nieschlag / Dichtl / Hörschgen** (1991:829)

<sup>58</sup> vgl. **Meffert** (1998:76)

<sup>59</sup> vgl. **Janisch** (1993:57)

<sup>60</sup> vgl. **Täubert** (1998:21); **Meffert** (1998:76); **Schierenbeck** (1998:78); **Ehrmann** (1997:102f); **Wöhe** (1996:127f); **Janisch** (1993:57f); **Ulrich** (1978:102); **Andrä** (1975:129ff); **Heinen** (1971:94ff); **Schmidt-Sudhoff** (1967:119f)

## 2. Zielneutralität oder -indifferenz

Die Maßnahmen zur Erreichung eines Ziels haben keine Auswirkungen auf die Erreichung eines anderen Ziels. (Beispiel: Die Verbesserung des Kantinenessens hat keinen Einfluß auf die Senkung der Betriebsstoffkosten im Produktionsbereich.)

## 3. Zielkonkurrenz oder -konflikt<sup>61</sup>

Die Erfüllung eines Ziels beeinträchtigt die Erfüllung eines anderen Ziels oder schließt die Erreichung dieses anderen Ziels sogar aus. (Beispiel: Eine Intensivierung des Kundendienstes bei gleichzeitiger Kostenminimierung führt zu einer Zielkonkurrenz.)

## 4. Zielantinomie

Die Realisierung von Ziel 1 schließt die Realisierung von Ziel 2 aus und umgekehrt. Die Zielantinomie stellt die Extremausprägung der Zielkonkurrenz dar. (Beispiel: Eine Produktivitätssteigerung durch Rationalisierungsmaßnahmen schließt den Erhalt sämtlicher Arbeitsplätze aus.)

In der Unternehmenspraxis sind insbesondere die Beziehungen der Zielkomplementarität und der Zielkonkurrenz relevant, da eine absolute Zielneutralität bzw. Zielindifferenz in einem interdependenten Beziehungsgeflecht nur selten vorkommen und dann eine vernachlässigbare Größe darstellen.<sup>62</sup>

Bei antinomen Zielen, die sich diametral verhalten und gegenseitig völlig negieren, wird die systemische Integrationstoleranz überschritten. Ein auf Stabilität ausgerichtetes Zielsystem kann zwei sich widersprechende Zielsetzungen nicht gleichzeitig anerkennen bzw. verfolgen. Meffert geht davon aus, daß bei vorliegender Zielantinomie ein Denkfehler des Managements anzunehmen ist.<sup>63</sup> Da allerdings die Zielbeziehungen stark vom betrachteten Entscheidungsfeld abhängig sind, existiert eine Variationsbreite bei der Definition der Beziehungsqualität(en) eines Ziels, so daß allgemeingültige Aussagen nur schwer zu treffen sind. Allerdings kommen Fälle totaler Konkurrenz bzw. Antinomie nur selten vor.<sup>64</sup>

### 1.1.2. Die Zielhierarchie

Die hierarchische Ordnung strukturiert das Zielsystem vertikal nach den Relevanzkriterien Priorität (Präferenz) bzw. Rang. Denn „damit [...] der Unternehmer zielkonforme Mittelentscheidungen treffen kann, bedarf es einer Dringlichkeits-Rangfolge

---

<sup>61</sup> In der Literatur werden Individualkonflikte (Spannungen zwischen Organisationszielen und privaten Zwecken), hierarchisch bedingte Zielkonflikte (unzureichende Operationalisierung der Ziele als Handlungsbasis auf nachgeordneten Hierarchieebenen) und innerorganisatorische Konflikte (Erschwerung der Oberzielerreichung aufgrund divergenter Abteilungs- bzw. Unterziele) unterschieden; vgl. **Wöhe** (1996:129)

<sup>62</sup> vgl. **Ehrmann** (1997:102)

<sup>63</sup> vgl. **Meffert** (1998:76)

<sup>64</sup> vgl. **Janisch** (1993:58)

seiner Ziele“<sup>65</sup>. Insbesondere beim Vorhandensein von konfliktären Zielbeziehungen muß eine Gewichtung der Ziele vorgenommen werden, um eine Entscheidungssicherheit für nachgeordnete Leitungsinstanzen zu schaffen. Die Widerspruchsfreiheit und die Kohärenz des Zielsystems bilden die Basis für die einheitliche Steuerung von Entscheidungsprozessen und für ein hierarchieübergreifend gleichgerichtetes Handeln der Funktionsträger im Sinne der Unternehmung.

Die Priorität (Präferenz) als Ordnungskriterium innerhalb eines Zielsystems drückt die Wichtigkeit eines Zieles in Relation zu anderen Zielen aus und stellt den Gradmesser der Bedeutung und relativen Dringlichkeit eines Ziels dar. „Leisten gleichrangige Ziele unterschiedliche Beiträge zur Erfüllung eines höherrangigen Zieles, so besitzen jene Ziele mit den höheren Beiträgen eine höhere Präferenz als diejenigen mit den niedrigeren Beiträgen.“<sup>66</sup> Ziele mit höherer Priorität werden als Hauptziele (Primärziele) klassifiziert, niedriger eingestuften Ziele sind Nebenziele (Sekundärziele).<sup>67</sup>

Diese Einteilung in Präferenzkategorien wird in hohem Maße von entscheidungsträgerbedingten Faktoren<sup>68</sup>, d.h. subjektiven Einstellungen und individuellen Prädispositionen des Entscheidungsträgers, beeinflusst und ist daher reversibel. Die Priorisierung der Ziele gilt lediglich für bestimmte Perioden oder Situationen und sollte regelmäßig auf Adäquanz überprüft und gegebenenfalls korrigiert werden.<sup>69</sup>

Der Rang eines Ziels bringt in einem Zielsystem dessen hierarchischen Stellenwert zum Ausdruck. In der Regel werden Ober- und Unterziele (Subziele) unterschieden. Zwischen diesen Zielarten besteht eine Mittel-Zweck-Beziehung, die das verbindende Ordnungsmerkmal darstellt<sup>70</sup> und in der sich die Komplementaritätsrelation zweier Ziele manifestiert. Daneben können auch Zwischenziele definiert werden, die eine höher aggregierte Form der Zielart Unterziel darstellen und ebenfalls als Mittel zur Realisierung des Oberziels dienen.<sup>71</sup> Die Erfüllung der Unterziele ist permanent auf die teleologische Erreichung des Oberziels fokussiert. Unterziele haben im Hinblick auf übergeordnete Zielsetzungen Mittelcharakter.

Die Unterscheidung von Mittel und Zweck zeigt die Doppelfunktion eines Ziels im Rahmen des hierarchischen Zielsystems. „[U]ntergeordnete Ziele sind Mittel zur Erreichung der nächsthöheren Ziele; sie selbst stellen aber für untergeordnete Ziele wiederum den Zweck oder das übergeordnete Ziel dar.“<sup>72</sup>

<sup>65</sup> Schmidt-Sudhoff (1967:131)

<sup>66</sup> Welge / Al-Laham (1999:116)

<sup>67</sup> vgl. Ehrmann (1997:104); Janisch (1999:59); Andrä (1975:44ff); Heinen (1971:107); vgl. zudem Schierenbeck (1998:57ff) und vor allem Bidlingmaier (1964:75ff), der die Unternehmensziele im Hinblick auf menschliche Primärziele einordnet und damit metaökonomische Ziele (bzw. Mittel) in die Zieldiskussion einführt.

<sup>68</sup> vgl. Nieschlag / Dichtl / Hörschgen (1991:830); Janisch (1993:59)

<sup>69</sup> vgl. Ehrmann (1997:104)

<sup>70</sup> vgl. Welge / Al-Laham (1999:116); Andrä (1975:56f); Heinen (1971:104)

<sup>71</sup> vgl. Wöhe (1996:126)

<sup>72</sup> Welge / Al-Laham (1999:116)

Das Oberziel bezeichnet in allgemeiner Form die strategische Zielsetzung der Gesamtunternehmung auf der höchsten Rangebene. Charakteristisch für das Oberziel – zumindest wenn es als die ranghöchste Stufe des Zielsystems begriffen wird – ist, daß es nicht mehr als Mittel zur Erreichung eines außerhalb seiner selbst liegenden Ziels fungiert, sondern die Spitze einer durch die Mittel-Zweck-Beziehung determinierten Zielpyramide<sup>73</sup> bildet.<sup>74</sup> Dieser selbstreferenzielle Finalzweck betriebswirtschaftlichen Handelns wird als primäres Unternehmensziel bezeichnet.<sup>75</sup>

In der Regel ist das Oberziel nicht operational<sup>76</sup> formuliert und damit nur bedingt als Steuerungsgröße für die Zielerreichung einsetzbar. Die Operationalität einer Zielvorgabe wird durch die präzise Formulierung der Parameter Zielinhalt, Zielausmaß, Zeitbezug, Zuständigkeit und geographischer Bezug bestimmt.<sup>77</sup> Mit dieser Operationalisierung der Ziele wird weitestmöglich sichergestellt, daß

1. die Ziele für die betroffenen Bereiche / Funktionen konkret und verständlich sind
2. die betroffenen Funktionsträger ihr Verhalten entsprechend der anvisierten Ziele ausrichten können
3. die Grundvoraussetzungen für eine Kontrolle und Messung der Zielerreichung vorhanden sind.<sup>78</sup>

Insbesondere im Falle einer Aufgaben- und Entscheidungsdelegation an subordi-nierte Mitarbeiter ist es erforderlich, aus dem gegebenen Oberziel bezüglich der einzelnen Funktions- und Geschäftsbereiche Unterziele abzuleiten, die einen höheren Konkretisierungsgrad aufweisen und hinreichend präzise formuliert sind, um als Entscheidungs- und Handlungsgrundlage auf nachgeordneten Hierarchieebenen dienen zu können.<sup>79</sup> Neben der Koordination dezentraler Entscheidungen in einer arbeitsteilig organisierten Mehrpersonenunternehmung<sup>80</sup> besteht die Intention der Aufgliederung von Ober- bzw. Globalzielen in Unter- bzw. Detailziele u.a. auch darin, die zielbeeinflussenden Faktoren zu trennen, um so leichter meßbare und in der Folge einfacher steuerbare Komponenten zu erhalten.<sup>81</sup> Auf diese Weise entsteht durch die hierarchische Strukturierung des Zielsystems auch ein praktikables Führungsinstru-

---

<sup>73</sup> vgl. **Meffert** (1998:67)

<sup>74</sup> vgl. **Siersleben** (1999:48)

<sup>75</sup> vgl. **Täubert** (1998:22)

<sup>76</sup> In der Entscheidungstheorie ist ein Ziel dann operational, wenn es in eindeutig verständlichen Größen ausgedrückt werden kann und die Zielerfüllung ex post eindeutig und vollständig feststellbar ist; vgl. **Andrä** (1975:103); **Heinen** (1971:115).

<sup>77</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:115), **Schierenbeck** (1998:77)

<sup>78</sup> vgl. **Janisch** (1993: 31). **Heymann** (1981:285) betont die Notwendigkeit der eindeutigen Formulierung auch bei nicht quantifizierbaren Zielen, um eine systematische Aufbereitung im Rahmen eines Accountings zu ermöglichen.

<sup>79</sup> vgl. **Wöhe** (1996:126); **Nieschlag / Dichtl / Hörschgen** (1991:830); **Schierenbeck** (1998:78)

<sup>80</sup> vgl. **Andrä** (1975:90)

<sup>81</sup> vgl. **Link** (1991:128)

ment, das der Unternehmensleitung die Planung, Steuerung und Kontrolle der Leistungserbringung in der Unternehmung auf allen Ebenen<sup>82</sup> erleichtert.

Meffert unterscheidet insbesondere aus marketingtheoretischer Perspektive übergeordnete Ziele und Handlungsziele. Erstere beschreiben den Unternehmenszweck („*business mission*“), die Unternehmensidentität und die daraus resultierenden Unternehmensleitlinien und sind als langfristige, werttransportierende Strategievorgaben zu verstehen. In ihnen kommen die konzeptionellen Überlegungen der Verantwortungs- und Entscheidungsträger zum Ausdruck, die die Kommunikations- und Handlungsmuster der Unternehmung festschreiben und damit die Systemstruktur als prägende Einflußgröße für die Interaktion mit der Umwelt determinieren. Die Handlungsziele dagegen stellen auf einer operativen Ebene konkrete Orientierungs- und Richtgrößen für das unternehmerische Handeln dar.<sup>83</sup> Allerdings ordnet Meffert in seiner stark inhaltlich ausgerichteten Definition die Oberziele der Unternehmung („*goals*“) als Handlungsziele und nicht als übergeordnete Ziele ein. Dieser Ansicht soll jedoch nicht gefolgt werden, da sie der bisherigen Argumentation widerspricht. In der vorliegenden Arbeit soll vielmehr ein stark schematisiertes Strukturmodell der Zielhierarchie als Grundlage für das weitere Verständnis dienen (Abb.1⇨).

Der pyramidale Aufbau des Zielsystems deutet an, daß es mit abnehmender Ranghöhe zu einer Ausdifferenzierung der Ziele kommt, die gleichzeitig eine quantitative Zunahme der Zielsetzungen bewirkt. Generell ermöglicht eine stringente Ableitung betrieblicher Unterziele aus den Oberzielen der Unternehmung eine Dezentralisierung der Entscheidungsprozesse, da sich die Entscheidungsfindung des Einzelnen nicht an einem abstrakten Oberziel orientieren muß, sondern untergeordnete, operationalisierte Zielsetzungen herangezogen werden können. Die auf die Mittel-Zweck-Relation zurückzuführende Kohärenz des Zielsystems stellt somit die Grundlage einer zielorientierten Unternehmensführung dar.<sup>84</sup>

---

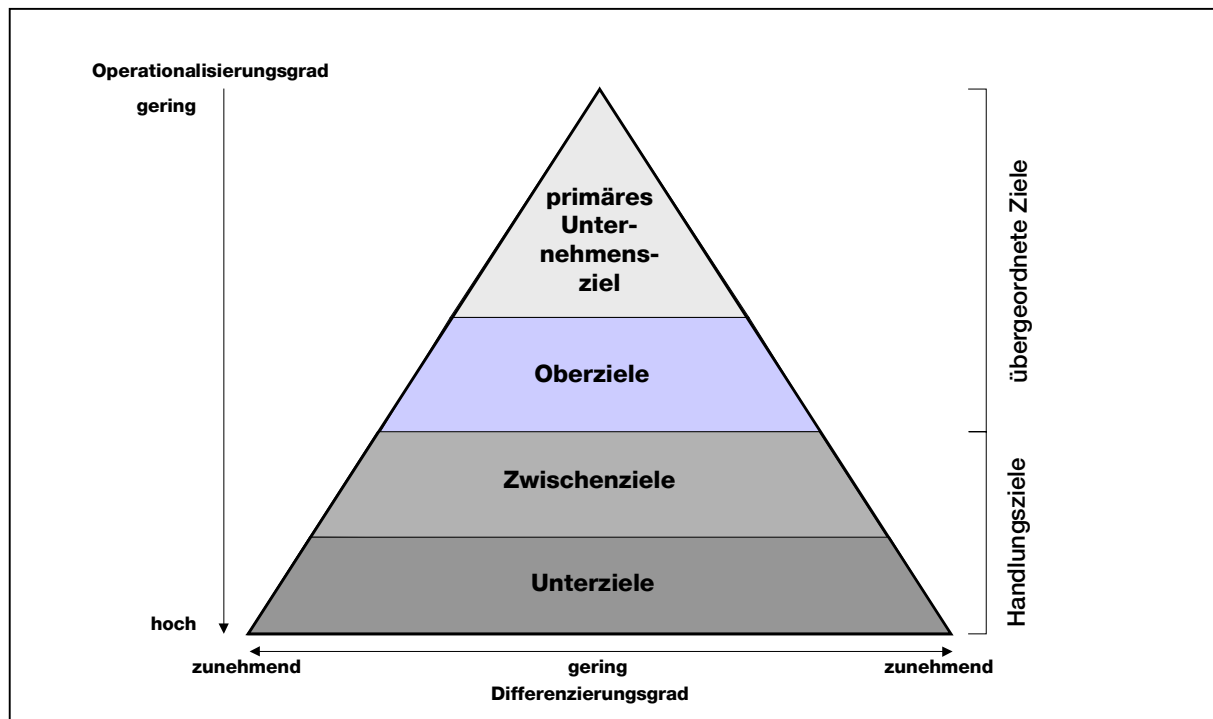
<sup>82</sup> vgl. **Link** (1991:128), der eine funktionale Differenzierung der nachgeordneten Ebenen vornimmt und Bereichsziele (Beschaffung, Produktion, Finanzen, Marketing, etc.), Produktgruppenziele und Instrumentalziele (Marketing-Mix) unterscheidet. **Meffert** (1998:73) setzt anstelle der Produktgruppenziele allgemeiner den Terminus Zwischenziele, der für die einzelnen Strategischen Geschäftseinheiten Geltung hat.

<sup>83</sup> vgl. **Täubert** (1998:21f); **Meffert** (1998:69f)

<sup>84</sup> Grundsätzlich können auf dem Mittel-Zweck-Schema basierende Zielsysteme deduktiv-orientiert oder induktiv-orientiert aufgebaut sein; vgl. **Heinen** (1971:128ff). Das deduktiv-orientierte Zielsystem ist theoretisch fundiert und beruht auf rein definitionslogischen Beziehungen, bei denen sich per definitionem aus den übergeordneten die untergeordneten Ziele ergeben, so ist z.B. die Kapitalrentabilität (Oberziel) das Produkt aus Umsatzrentabilität und Kapitalumschlag (Unterziele). In erweiterter Form werden auch Mittel-Zweck-Vermutungen in das System integriert, um u.a. auch die sog. „weichen Faktoren“ in der Unternehmensführung stärker zu berücksichtigen, wie z.B. die Beziehung zwischen Gewinn und sozialen Bestrebungen. Dagegen basiert das induktiv-orientierte Zielsystem verstärkt auf empirischen Untersuchungen zur Mittel-Zweck-Beziehung; vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:116); **Meffert** (1998:71f.). Insbesondere das PIMS-Projekt (Profit Impact of Market Strategies) – eine branchenübergreifende empirische Studie zur Ermittlung des Einflusses bestimmter Faktoren auf den Unternehmenserfolg – hat in diesem Zusammenhang breite Beachtung gefunden. Als Schlüsselgrößen für die Erreichung der vorgegebenen Oberziele Rentabilität (ROI) und Cash Flow wurden die als Unterziele zu klassifizierenden Variablen Marktanteil, Produktivität,



Abbildung 1: Hierarchie des Zielsystems einer Unternehmung



Quelle: modifiziert nach Täubert (1998:22)

### 1.1.3. Zielinhalte

Die Inhalte eines Zielsystems stellen die originären strategischen Ziele einer Unternehmung dar und definieren auf der Sachebene, was betriebswirtschaftlich intendiert ist und umgesetzt werden soll.<sup>85</sup> Die traditionelle Betriebswirtschaftslehre hat sich vor allem intensiv mit der Problematik auseinandergesetzt, „[...] welches die oberste Zielsetzung der Unternehmung ist, auf deren Erreichung alle Unternehmungsaktivitäten auszurichten sind“<sup>86</sup>. Über die Herleitung der obersten Zielsetzung und die damit einhergehende Definition der strategischen Relevanz einzelner Zielelemente existieren ebenso wie über die anzuwendenden Erfolgsmaßstäbe divergierende Auffassungen.

Unzweifelhaft ist jedoch, daß die oberste Zielsetzung die Orientierungsgröße für alle nachgeordneten Funktionsbereiche darstellt, zu denen auch die Investor Relations zählen. Deren Beitrag zum Erfolg der Unternehmung liegt primär in der Unterstützung der Erreichung hochpriorisierter Ziele.

In der vorliegenden Arbeit wird das Existenzsicherungsziel als primäres Unternehmensziel definiert.<sup>87</sup> Aus systemtheoretischer und betriebswirtschaftlicher Sicht bildet das Existenzsicherungsziel, d.h. die Sicherung der langfristigen Überlebensfähigkeit

Produktqualität und Investmentintensität identifiziert; vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:147ff); **Ehrmann** (1997:109), **Ulrich / Fluri** (1995:119).

<sup>85</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:119); **Janisch** (1993:31)

<sup>86</sup> **Hammer** (1998:32)

<sup>87</sup> vgl. **Eberhardt** (1998:49f) und **Macharzina** (1995:231), der auf empirische Studien referierend die Sicherung des Bestands der langfristigen Unternehmensentwicklung als übergeordnete Zielsetzung der Unternehmensführung einstuft

der Unternehmung, die oberste Zielsetzung des strategischen Managements und verkörpert damit in der Hierarchie des Zielsystems dasjenige Ziel, welches den höchsten Abstraktionsgrad in der Formulierung erreicht.<sup>88</sup> Um die Fungibilität dieses vergleichsweise global gehaltenen obersten Ziels zu erhöhen, ist dessen unternehmensspezifische Operationalisierung notwendig.

Auf Basis der relevanten Paradigmen des strategischen Managements<sup>89</sup> bietet das Konzept der Erfolgspotentiale<sup>90</sup> einen geeigneten methodischen Bezugsrahmen für die systematische Operationalisierung der primären Unternehmensziele. Denn die strategische Ausrichtung einer Unternehmung schlägt sich allgemein „[...] in der expliziten und impliziten Festlegung von Unternehmenszielen, speziell im Hinblick auf die Erschließung und/oder Sicherung der lebenswichtigen Erfolgspotentiale des Unternehmens, sowie in der Festlegung und Durchführung darauf gerichteter Aktionen nieder [...]“<sup>91</sup>.

### 1.1.3.1. Erfolgspotentiale

**Erfolgspotentiale** sind zukunftsgerichtete Schlüsselgrößen für den dauerhaften Erfolg und die nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit einer Unternehmung.<sup>92</sup> Gälweiler versteht unter einem Erfolgspotential „[...] das gesamte Gefüge aller jeweils produkt- und marktspezifischen erfolgsrelevanten Voraussetzungen, die spätestens dann bestehen müssen, wenn es um die Erfolgsrealisierung geht“.<sup>93</sup> Trotz anderer Terminologie argumentiert Gomez, wenn er von Nutzenpotentialen spricht, nahezu in die gleiche Richtung. „Nutzenpotentiale sind in der Umwelt, im Markt oder im Unternehmen selbst latent oder effektiv vorhandene Konstellationen, deren Erschließung dem Unternehmen neue Möglichkeiten eröffne[t].“<sup>94</sup> Auch Dellmann / Pedell definieren unter dem Begriff Erfolgspotentiale diejenigen Faktoren, die die strategischen Chancen eines Unternehmens, künftig Gewinne zu erwirtschaften, determinieren:

„Unter Erfolgspotentialen versteht man die Gesamtheit der Voraussetzungen, Determinanten und Optionen von Unternehmen, die geeignet erscheinen, als langfristige Orientierungs- oder Steuerungsgrößen (sog. Erfolgsfaktoren) zu dienen und Erfolge aufgrund von geplanten oder eingeleiteten strategischen Maßnahmen für einen bestimmten Zeitraum zu generieren.“<sup>95</sup>

<sup>88</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:121); **Janisch** (1993:37); **Pümpin** (1986:29f) und die jeweils dort aufgeführte Literatur

<sup>89</sup> vgl. **Bea / Haas** (1997:44)

<sup>90</sup> vgl. zur allgemeinen Charakteristik des Erfolgspotentials **Gälweiler** (1990:26f)

<sup>91</sup> **Näther** (1993:8)

<sup>92</sup> vgl. **Jenner** (1998:145); **Ehrmann** (1997:108); **Wolfrum** (1993:103)

<sup>93</sup> **Gälweiler** (1990:26)

<sup>94</sup> vgl. **Gomez** (1993:71). In der vorliegenden Arbeit wird der Begriff Erfolgspotential genutzt, der allerdings eine starke inhaltlichen Nähe zum Begriff Nutzenpotential aufweist.

<sup>95</sup> **Dellmann / Pedell** (1994:63)

Die Orientierung des unternehmerischen Handelns an Erfolgspotentialen ist grundsätzlich von der Überzeugung geprägt, über einzelne Zwischenschritte (Identifikation, Erschließung / Aufbau, Pflege von Potentialen) entsprechend der unternehmensindividuellen Definition Erfolg<sup>96</sup> generieren zu können.<sup>97</sup>

Aufgrund der erfolgskritischen Bedeutung steht die Realisierung strategischer Erfolgspotentiale in engem Zusammenhang mit der Sicherung der langfristigen Überlebensfähigkeit einer Unternehmung.<sup>98</sup> Die Steuerung von Erfolgspotentialen ist daher eine Kernaufgabe der strategischen Unternehmensführung.

Um künftige Handlungsoptionen der Unternehmung identifizieren und im Nachgang bewerten zu können, ist methodisch eine detaillierte Umwelt- und Ressourcenanalyse zur Validierung interner und externer Rahmenbedingungen erforderlich. Erst nach der Systematisierung und Bewertung der identifizierten Optionen kann eine Strategie formuliert und ein potentialadäquates Zielsystem entwickelt bzw. das bestehende spezifisch angepaßt werden. Auch die Ableitung von nachgeordneten Zielen wird von den Ergebnissen der Potentialanalyse beeinflusst, da sowohl die spezifischen äußeren Rahmenbedingungen als auch die unternehmensinternen Fähigkeiten und Ressourcen die inhaltliche Zieldefinition auf allen Hierarchieebenen mitprägen.<sup>99</sup>

Jenner verortet entsprechend der oben skizzierten „Intern / Extern“-Dichotomie den Begriff Erfolg bzw. Erfolgspotential vor zwei unterschiedlichen theoretischen Hintergründen.<sup>100</sup> Der industrieökonomische Ansatz hebt auf die Branchenattraktivität bzw. auf die durchschnittliche Rentabilität einer Branche als Grund für den Unternehmenserfolg ab (Außenorientierung). Dagegen betont der ressourcenorientierte Ansatz verstärkt die Fähigkeiten einer Unternehmung, da unternehmensspezifische Variablen einen erheblichen Anteil an der Varianz des Unternehmenserfolges erklären (Innenorientierung).<sup>101</sup> Beide Ansätze stehen weniger in einer Konkurrenz- als in einer Komplementaritätsbeziehung: Unternehmerisches Handeln ist dann erfolgversprechend, wenn interne Unternehmensstärken mit marktlichen Chancen im Wettbewerbsumfeld korrespondieren.

---

<sup>96</sup> vgl. **Näther** (1993:9), der in allgemeiner Form die traditionellen Kriterien der Erfolgsbeurteilung anführt, wie z.B. die rechnungswesenorientierten Kennzahlensysteme. Gleichzeitig hebt er aber unter Bezugnahme auf das Konzept der Erfolgsfaktoren auf die Möglichkeit ab, Erfolg auch nach normativ-ethischen Kriterien definieren zu können. **Schmidt-Sudhoff** (1967:141) definiert Erfolg vereinfacht als Grad der Zielrealisierung.

<sup>97</sup> vgl. **Näther** (1993:8)

<sup>98</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:121); **Meffert** (1998:1040)

<sup>99</sup> vgl. allgemein **Voigt** (1990:58f)

<sup>100</sup> vgl. **Jenner** (1998:145f). Weiterführend zu exogenen und endogenen Erfolgsvoraussetzungen; vgl. **Pümpin** (1986:31f)

<sup>101</sup> vgl. **Jenner** (1998:146)

Welge / Al-Laham unterscheiden daher zwei Typen von Erfolgspotentialen<sup>102</sup>:

**Externe Erfolgspotentiale** werden in erster Linie durch das Marktpotential bestimmt. In der Regel sind darunter marktliche Chancen bzw. Nachfragepotentiale zu verstehen, die bisher durch das bestehende Angebot nicht ausgeschöpft werden.

**Interne Erfolgspotentiale** sind Kosten- bzw. Leistungspotentiale, die sich z.B. in überdurchschnittlichen Marktanteilen, Kosten-, Qualitäts-, Image- und Distributionsvorteilen zeigen. Sie stellen die Ressourcen und Fähigkeiten einer Unternehmung dar, um auf die sich bietenden Marktchancen zu reagieren und diese zu nutzen. Allerdings stellen sich tatsächliche Erfolgswirkungen erst ein, wenn die Faktorausprägung der internen Kosten- und Leistungspotentiale günstiger oder besser ist als die der Konkurrenz. Erst dann tritt aus Kundenperspektive eine Transformation der internen Erfolgspotentiale der Unternehmung in echte Wettbewerbsvorteile ein.

Strategische Erfolgspotentiale resultieren aus dem Zusammenwirken von internen und externen Erfolgspotentialen, d.h. aus dem Zusammentreffen eines unternehmensspezifischen Leistungspotentials mit einer Marktchance.<sup>103</sup> Daher ist es das wesentliche Ziel einer Unternehmung, frühzeitig möglichst lukrative Potentialfelder zu erschließen bzw. aufzubauen, um auch zukünftig die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten.<sup>104</sup>

In diesem Zusammenhang ist allerdings einschränkend zu erwähnen, daß die strategischen Erfolgspotentiale zwar auf lange Sicht den Erfolg determinieren, aber diesen nicht direkt und unmittelbar beeinflussen. Sie sind eher als erfolgsbestimmende Vorsteuergrößen zu verstehen.<sup>105</sup> Gälweiler spricht daher von einer Vorsteuerfunktion der Erfolgspotentiale<sup>106</sup>, die als neue Ziel- und Steuerungsgrößen des strategischen Managements fungieren. In der Managementlehre wird dieser Ansatz als Evolutionschub gewertet, da er erstmals – zwar ohne Präzisierung des theoretischen Konzepts – Erfolgsgrößen jenseits der tradierten Bilanztheorie bzw. des perioden- und leistungsbezogenen Rechnungswesens postuliert.<sup>107</sup> Auch Macharzina kritisiert in diesem Zusammenhang die klassischen, aber vergangenheitsorientierten Steuerungsgrößen (wie z.B. Liquidität und Ertrag) als unzureichende Entscheidungsunterstützung für das strategische Management.<sup>108</sup> Der Erfolg der Unternehmensführung wird in hohem Maße von der Zukunftsgerichtetheit, d.h. der prognostischen Aussagequalität, der implementierten Steuerungsgrößen determiniert. Diesem Anspruch entsprechen die Erfolgspotentiale, da sie die Möglichkeit von Erfolgen in der Zukunft prädisponieren und daher als strukturelle Vorbedingungen bzw. als möglichkeitsbe-

<sup>102</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:121)

<sup>103</sup> vgl. **Jenner** (1998:147)

<sup>104</sup> vgl. **Knorren** (1998:33f)

<sup>105</sup> vgl. **Wolfrum** (1993:100)

<sup>106</sup> vgl. **Gälweiler** (1990:29ff)

<sup>107</sup> vgl. **Kirsch** (1991:17); ergänzend **Bischoff** (1994:42)

<sup>108</sup> vgl. **Macharzina** (1995:231)

dingend zu verstehen sind.<sup>109</sup> Gleichzeitig lassen sie jedoch lediglich Aussagen zur relativen Wahrscheinlichkeit der Erfolgsrealisierung zu.<sup>110</sup> Erfolgspotentiale sind den am Rechnungswesen orientierten Kategorien zeitlich vorgelagert und stellen organisierte und systematische Vorsteuergrößen<sup>111</sup> eines unternehmensindividuell zu definierenden Erfolgs dar.<sup>112</sup>

„[Das Erfolgspotential] soll Aufschlüsse *über zukünftige Erfolgs- und Liquiditätsaussichten* des Unternehmens geben. Die Anwendung des Erfolgspotentials als strategische Steuerungsgröße fußt auf der Überlegung, daß hohe Gegenwartsgewinne, die vielfach als Erfolgsindikatoren herangezogen werden, nicht unbedingt auf ausgeprägte Leistungsreserven eines Unternehmens hinweisen müssen. Die Verbesserung des kurzfristigen Periodenerfolgs kann nämlich auch über materielle und immaterielle Substanzschmälerung im Unternehmen erreicht werden [Hervorhebungen im Original; C.Z.].“<sup>113</sup>

Insbesondere im Hinblick auf die strategische Kommunikation mit dem Kapitalmarkt<sup>114</sup> und dessen Interesse an der Zukunftsentwicklung eines Unternehmens bilden die strategischen Erfolgspotentiale als Schlüsselvariablen eine relevante Informationsquelle für Analysten und Wirtschaftsjournalisten zur Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit einer Unternehmung. Die Integration von Erfolgspotentialen in eine kapitalmarktgerichtete Berichterstattung erweitert das Verständnis für die strategische Zukunftsplanung der Unternehmung und verringert bei der Unternehmensbewertung die häufig einseitige Abhängigkeit der Investoren bzw. Finanzintermediäre von jahresabschlußorientierten Kennzahlen, deren Aussagekraft u.a. aufgrund eines erheblichen ergebnispolitischen Spielraums reduziert ist.<sup>115</sup>

---

<sup>109</sup> vgl. **Kirsch** (1991:17)

<sup>110</sup> vgl. **Wolfrum** (1993:71)

<sup>111</sup> vgl. **Gälweiler** (1990:23f)

<sup>112</sup> vgl. **Wolfrum** (1993:68)

<sup>113</sup> **Macharzina** (1995:231f)

<sup>114</sup> Der Kapitalmarkt als theoretischer Begriff bezeichnet die Gesamtheit von Angebot und Nachfrage und die Art ihrer Abstimmung. Davon ist der empirische Begriff zu unterscheiden, der den organisierten Kapitalmarkt, speziell für langfristige Kapitalüberlassungen bezeichnet und von dem die Börse ein wichtiger Teil ist; vgl. **Schmidt / Terberger** (1996:54).

<sup>115</sup> In diesem Zusammenhang sind u.a. die Ansatz- und Bewertungswahlrechte bei der Erstellung der Bilanz bzw. der Gewinn- und Verlustrechnung zu nennen, die in der Bundesrepublik gelten; vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:130).

### 1.1.3.2. Erfolgsfaktoren

Insbesondere die Mittelbarkeit des Erfolgspotentialkonzepts (Vorsteuerfunktion) erschwert dessen Einsatz als pragmatisches Planungs- und Führungsinstrument. Das strategische Management schafft Voraussetzungen für den Unternehmenserfolg, indem durch Bezugnahme auf strategische Erfolgspotentiale vergleichsweise globale Richtungsvorgaben gemacht werden. Diesen für das operative Management zu geringen Konkretisierungsgrad der Handlungsvorgaben soll das Konzept der Erfolgsfaktoren erhöhen und somit die strategischen Erfolgspotentiale operationalisieren und steuerbar machen. Erfolgspotentiale stellen demzufolge tendenziell komplexe Wirkungsgefüge dar, während es sich bei Erfolgsfaktoren eher um isolierte und klar abgrenzbare Einflußgrößen handelt.<sup>116</sup>

Welge / Al-Laham definieren daher **strategische Erfolgsfaktoren** in Abgrenzung zu den mittelbar wirkenden Erfolgspotentialen als „[...] alle Faktoren, von denen angenommen wird, daß sie den unternehmungsbezogenen Erfolg oder Mißerfolg **direkt** [Hervorhebung im Original; C.Z.] beeinflussen [...]“<sup>117</sup>.

Wolfrum argumentiert ähnlich, wenn er die Erfolgsfaktoren als allgemeine Einflußgrößen innerhalb und außerhalb des Unternehmens beschreibt, die den Erfolg von Unternehmungen determinieren.<sup>118</sup> Erfolgsfaktoren sind Stellgrößen, über deren Veränderung die Unternehmensführung auf den Aufbau und die Nutzung von Erfolgspotentialen einen wesentlichen Einfluß ausüben kann (siehe zur Systematik Abb.2⇔).<sup>119</sup>

Eine enge inhaltliche Verwandtschaft besteht zwischen Erfolgsfaktoren und dem Konzept der strategischen Erfolgspositionen (SEP), das von Pümpin entwickelt wurde. „Bei einer SEP handelt es sich um eine in einer Unternehmung durch den Aufbau von wichtigen und dominierenden Fähigkeiten bewußt geschaffene Voraussetzung, die es dieser Unternehmung erlaubt, Konkurrenzüberlegenheit und damit langfristig überdurchschnittliche Ergebnisse zu erreichen.“<sup>120</sup> Nach Pümpin besteht der Unterschied darin, daß die Definition der Erfolgsfaktoren unabhängig von der spezifischen Konkurrenz- bzw. Marktsituation geschieht.<sup>121</sup> Dieses Defizit ist durch die Integration umweltbezogener Erfolgsfaktoren in die Systematik dieser Arbeit allerdings ausgeglichen.

<sup>116</sup> vgl. **Wolfrum** (1993:103)

<sup>117</sup> **Welge / Al-Laham** (1999:124); vgl. ergänzend zum Begriff der Erfolgsfaktoren **Diller / Lücking** (1993:1230); **Nagel / Ley** (1994:167)

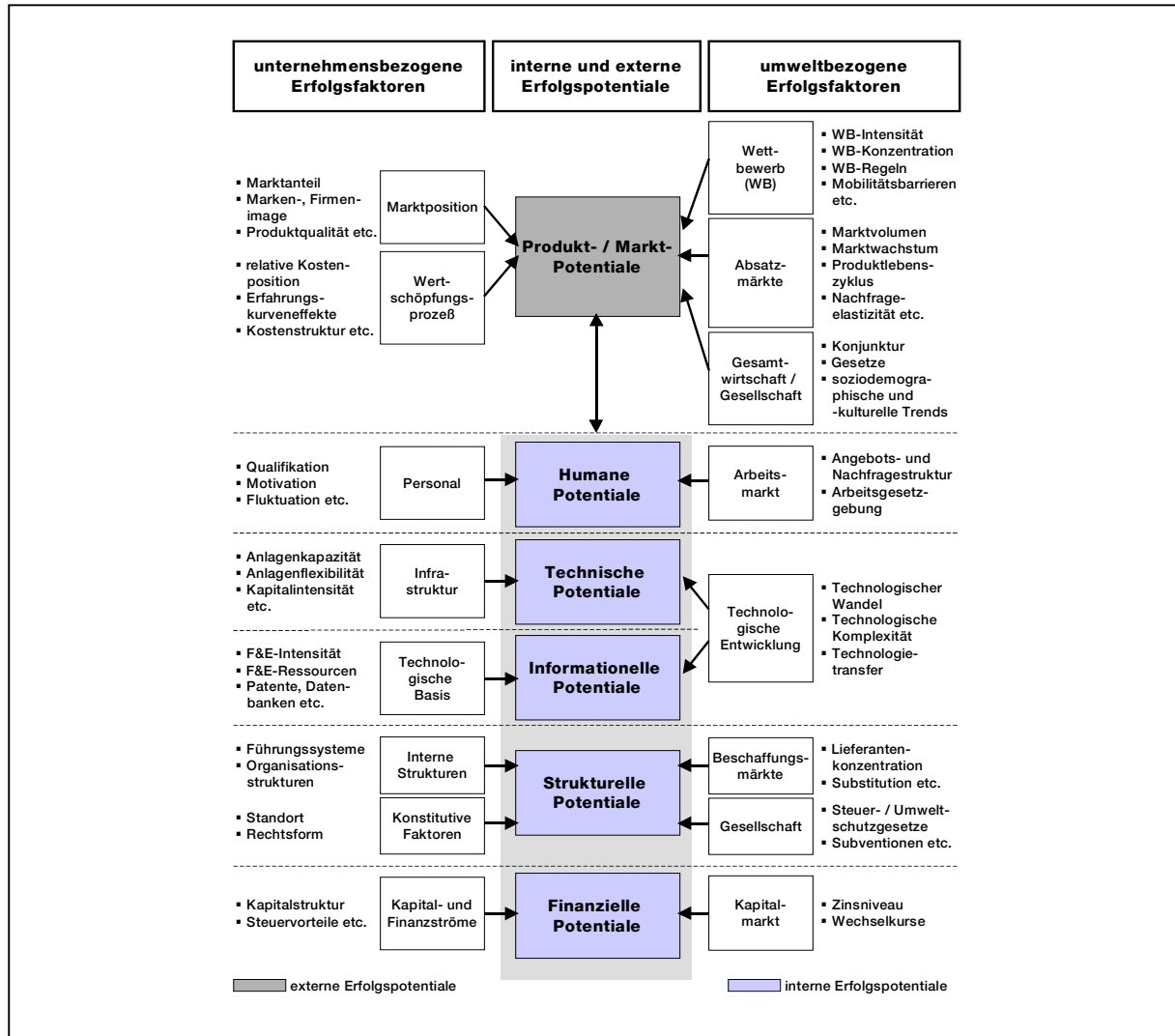
<sup>118</sup> vgl. **Wolfrum** (1993:102f)

<sup>119</sup> vgl. **Klien** (1995:20). In der Praxis entziehen sich die häufig qualitativen Maßstäbe einer unmittelbaren Messung und müssen daher erst operationalisiert werden. Dabei tritt das Problem der Indikatorenbildung auf. Um eine hohe Genauigkeit der Messung zu erreichen, ist daher der Einsatz eines möglichst direkten Instrumentariums wünschenswert.

<sup>120</sup> vgl. **Pümpin** (1986:34)

<sup>121</sup> vgl. **Pümpin** (1986:150)

Abbildung 2: Systematik interner und externer Erfolgsfaktoren und -potentiale



Quelle: leicht modifiziert nach Breid (1994:37)

Um aus der Vielzahl vorhandener Einflußgrößen die kritischen Erfolgsfaktoren („*critical success factors*“) mit den effektivsten Wirkungshebeln zu selektieren und damit die Komplexität der Kausalzusammenhänge zu reduzieren, schlägt Wilde eine Auswahl anhand des Kriteriums der **Wirkungsintensität** vor, das sich aus drei Komponenten zusammensetzt:<sup>122</sup>

1. Die Wirkungselastizität eines Einflußfaktors gibt an, um wieviele Einheiten sich die abhängige Zielgröße ändert, wenn sich der betrachtete strategische Einflußfaktor um eine Einheit ändert.
2. Die Variabilität eines Einflußfaktors ist die Bandbreite, in der sich ein Einflußfaktor aufgrund unkontrollierbarer Umweltentwicklungen oder aktiver Beeinflussung bewegen kann.

<sup>122</sup> vgl. **Wilde** (1989:56ff); zudem **Peschke** (1997:87), der allerdings nicht den Begriff Erfolgsfaktoren verwendet, sondern denselben Sachverhalt mit Einflußfaktoren umschreibt. Dieser Terminologie wird in dieser Arbeit nicht gefolgt.

3. Die Determiniertheit der Wirkung beschreibt die Wahrscheinlichkeit möglicher Änderungen der abhängigen Zielgröße infolge der Variation eines strategischen Einflußfaktors.

Als funktionale Parameter des strategischen Managements tragen die Erfolgsfaktoren in hohem Maße zur Gesamtentwicklung der Unternehmung bei. Allerdings können in der Regel die externen, umweltbezogenen – anders als die internen, unternehmensbezogenen – Erfolgsfaktoren durch die Unternehmung nur begrenzt beeinflusst werden.

Generell sind die Wechselbeziehungen zwischen Erfolgsfaktoren und strategischen Erfolgspotentialen keineswegs nur linear und eindimensional, sondern vielmehr dynamisch und komplex. Die Realisierung von Erfolgspotentialen ist davon abhängig, inwiefern die dem Potential zugrunde liegenden und erfolgsbedingenden Faktoren präzise und umfassend in ihrer Ursache-Wirkungs-Dimension zugeordnet werden können. Um die Erfolgsfaktoren als Steuerungsgrößen des strategischen Managements instrumentalisieren zu können, ist folglich eine genaue Kenntnis der Kausalstrukturen und Wirkungsrelationen situationsspezifisch relevanter Erfolgsfaktoren erforderlich.

Die Kausalstruktur zeigt die linearen Zusammenhänge auf, ohne daß daraus zwingend eine direkte Erfolgswirksamkeit abgeleitet werden kann. Denn „[d]ie meisten Erfolgspotentiale werden durch eine multidimensionale Kausalstruktur von mehreren Erfolgsfaktoren abgebildet, die durch multiple Kausalität, Wirkungsinterdependenzen und Rückkoppelungsbeziehungen gekennzeichnet sind [...]“<sup>123</sup>. Dieser hohe Komplexitätsgrad der Wechselbeziehungen erschwert eine klare Prognose<sup>124</sup> des direkten Beitrags eines Erfolgsfaktors zum Erfolg einer Strategie. Daher müssen bei der Strategieentwicklung und -formulierung vor allem die Wirkungsrelationen derjenigen Erfolgsfaktoren berücksichtigt werden, deren angestrebte Veränderung eine Optimierung der Zielerreichung verspricht.

Zu unterscheiden sind nach Welge / Al-Laham folgende **Wirkungsdimensionen** von Erfolgsfaktoren:<sup>125</sup>

1. Wirkungsinteraktion

Die Wirkungsinteraktion zeigt, auf welchen Erfolgsfaktoren eine Erfolgspotentialdimension strukturell basiert (Kausalstruktur).

<sup>123</sup> Welge / Al-Laham (1999:126)

<sup>124</sup> vgl. Helling (1994:85), der eine Prognose als Aussage über zukünftige Ereignisse und Situationen definiert, insbesondere im Hinblick auf die Merkmalsausprägungen bzw. Werte ökonomischer Variablen. Im Fall der im Fortgang der Arbeit thematisierten Unternehmensbewertung bezieht sich die Prognose auf die Bestimmung erfolgsrelevanter Variablen, die die zukünftige Erfolgsentwicklung des Bewertungsobjektes beeinflussen. Darüber hinaus vgl. grundsätzlich Kleber (1989:44ff); Bretzke (1975:84ff,116ff)

<sup>125</sup> vgl. Welge / Al-Laham (1999:126); ergänzend Peschke (1997:87)



## 2. Wirkungsinterdependenz

Als Wirkungsinterdependenz wird der sich in Abhängigkeit von anderen Erfolgsfaktoren verändernde Einfluß eines Erfolgsfaktors auf das Erfolgspotential bezeichnet. So beeinflussen strategische Erfolgsfaktoren z.T. ein Erfolgspotential nicht unmittelbar, sondern häufig nur mittelbar im Rahmen einer Wirkungskette über andere Erfolgsfaktoren.

## 3. Wirkungsintensität

Die Wirkungsintensität eines Erfolgsfaktors referiert auf eine Erkenntnis aus den PIMS-Studien, wonach nicht alle Erfolgsfaktoren den gleichen Erfolgspotentialbeitrag leisten.

## 4. Dynamik

Das System der Erfolgsfaktoren ist einem fortlaufenden Wandel bzw. einer Dynamik unterworfen. Einerseits führen beispielsweise neue technologische Entwicklungen zu einer Veränderung der Relevanz einzelner Erfolgsfaktoren. Andererseits ist die Zeit eine limitierende Stellgröße. Ehrmann betont die temporäre Bedingtheit der Erfolgsfaktoren und stellt fest, daß diese „[...] einer Wandlung unterworfen sein können, also heute wirksam werdende Faktoren zu späteren Zeitpunkten durch andere abgelöst werden können“<sup>126</sup>.

Auch nach dieser Systematisierung der Wirkungsdimensionen von Erfolgsfaktoren und der damit einhergehenden Präzisierung ihrer Erfolgspotentialbeiträge sind Aussagen über die Erfolgswahrscheinlichkeit von Strategien nur schwer leistbar und basieren in der Regel auf Plausibilitätsannahmen über künftige Entwicklungen und Wirkungszusammenhänge.<sup>127</sup> Trotz dieser Unschärfe scheint zum gegenwärtigen Zeitpunkt kein anderes Konzept in der Managementtheorie zu existieren, das Informationen zur Ausrichtung des Unternehmens unter strategischen und zukunftsorientierten Aspekten systematischer und transparenter abbildet. Daher bietet sich das Erfolgspotentialkonzept als theoretischer Bezugsrahmen zumindest aber als strukturelle Referenz für die strategische Kapitalmarktkommunikation<sup>128</sup> besonders an.

In den bisherigen Ausführungen sind lediglich abstrakte Vorüberlegung der inhaltlichen Zieldefinition thematisiert worden. Im folgenden werden die konkreten Referenzgrößen des strategischen Managements, d.h. die dem unternehmerischen Handeln zugrunde gelegten Erfolgsmaßstäbe und Zielparameter, näher beleuchtet und die spezifischen Unterschiede in der Zielbildung dargestellt.

---

<sup>126</sup> Ehrmann (1997:108)

<sup>127</sup> vgl. Jenner (1998:148)

<sup>128</sup> Hier ist insbesondere das Strategic Advantage Reporting gemeint; vgl. Kap. 5.2.1.3..

## 1.2. Zielmonismus (rationalistische Theorie)

Vor dem Hintergrund der klassischen Volkswirtschaftslehre<sup>129</sup> geht die rationalistische Theorie von der langfristigen Maximierung des Gewinns<sup>130</sup> als unternehmerischem Oberziel aus.<sup>131</sup> Mit dem Streben der einzelnen Unternehmung nach maximaler Gewinnerzielung wird gleichzeitig versucht, ein Höchstmaß an gesamtwirtschaftlicher Wohlfahrt zu erreichen. Ein Unternehmen verkörpert in erster Linie einen Wirtschaftsbetrieb und verfolgt entsprechend der klassischen betriebswirtschaftlichen Zieldiskussion primär ökonomische Ziele im Rahmen der kaufmännischen Gewinnkonzeption, nach der sich der Gewinn als Differenz zwischen Aufwand und Ertrag innerhalb einer Periode definiert. Ausgangspunkt dieser erwerbswirtschaftlichen Sichtweise ist das „Modell des Idealunternehmers“, der als homo oeconomicus rationale Entscheidungen trifft und als alleinige Zielsetzung die Gewinnmaximierung (bzw. Verlustminimierung) anstrebt.<sup>132</sup> Als Erfolgsmaßstäbe bzw. -kennzahlen einer rationalistischen Unternehmensführung werden klassischerweise periodisierte, vergangenheitsbezogene Parameter des Rechnungswesens herangezogen, die sich in der Regel am Jahresabschluß orientieren. In diesem Zusammenhang kommen absolute Größen (wie z.B. Betriebsergebnis, Jahresabschluß, etc.) bzw. relative Größen (wie z.B. Umsatzrentabilität, Return on Investment (ROI), Eigenkapitalrentabilität, Gewinn pro Aktie (EPS), etc.) zur Anwendung.<sup>133</sup>

Obwohl in der Unternehmensrealität neben der Gewinnmaximierung durchaus alternative oberste unternehmerische Zielsetzungen auftreten können<sup>134</sup>, werden diese innerhalb der rationalistische Theorie lediglich als limitierende Nebenbedingungen in der Maximierungsfunktion akzeptiert und nicht als tatsächliche Zielalternativen.<sup>135</sup>

<sup>129</sup> Mit der allgemeinen Nutzenmaximierungshypothese bietet die Volkswirtschaftslehre das Fundament für die Gewinnmaximierungsthese, die innerhalb dieses spezifischen Bezugsrahmens lediglich einen Sonderfall darstellt.

<sup>130</sup> Die Gewinnmaximierung kann unterschiedlich interpretiert werden. Modelltheoretisch, d.h. unter Annahme eines vollkommenen Marktes, entspricht sie dem Streben nach dem ideal-objektiven Gewinnmaximum, das den absoluten, höchstmöglich erzielbaren Gewinn beschreibt. Dieser ist in der Unternehmensrealität in der Regel allerdings kaum zu realisieren. Daher definiert das real-objektive Gewinnmaximum einen relativen Höchstgewinn, der unter den gegebenen Rahmenbedingungen, z.B. den Möglichkeiten der Informationsbeschaffung und der Reagibilität, erreichbar ist; vgl. **Wöhe** (1996:45f); **Bidlingmaier** (1964:95).

<sup>131</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:113); **Hammer** (1998:32f); **Wöhe** (1996:42); **Janisch** (1993:31f); **Florin** (1988:52f.)

<sup>132</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:113); **Janisch** (1993:31) und ausführlich zum Idealunternehmer vgl. **Bidlingmaier** (1964:28ff)

<sup>133</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:128ff), weisen darauf hin, daß eine einseitige Orientierung des Managements an jahresabschlußbezogenen Kennzahlen, z.B. aufgrund erfolgsabhängiger Entlohnungssysteme, zu einer individuellen Präferenzen folgenden Ergebnispolitik führen kann. In der Folge besteht die Gefahr, daß u.U. strategische Investitionen in nicht aktivierbare, immaterielle Vermögenswerte (wie z.B. F&E, Marketingmaßnahmen, etc.) nicht getätigt werden, um kurzfristige Ergebnisverbesserungen zu erzielen.

<sup>134</sup> Insbesondere die empirische Zielforschung zeigt, daß zunehmend nicht-ökonomische Zielsetzungen das unternehmerische Handeln dominieren; vgl. im Überblick **Macharzina** (1993:177).

<sup>135</sup> vgl. **Hammer** (1998:33)

Aufgrund der monodimensionalen Ausrichtung eines rationalistischen Zielsystems führt Janisch den Begriff des Zielmonismus ein und begründet dies in zweifacher Hinsicht. Zum einen wird das Zielsystem betriebswirtschaftlichen Agierens auf die ausschließliche Verfolgung eines einzigen Ziels reduziert. Zum anderen wird allein der Unternehmer bzw. Eigentümer als interessenwahrnehmendes Regulativ berücksichtigt.<sup>136</sup> Das Konzept der Anspruchsgruppen und damit das gesamte Umsystem der Unternehmung wird in diesem theoretischen Bezugsrahmen weitestgehend ausgespart.

Der lang andauernde Erfolg der rationalistischen Theorie beruht auf der präzisen, quantitativen Operationalisierbarkeit des Gewinnmaximierungsziels sowie der daraus resultierenden systematischen Steuerbarkeit des unternehmerischen Handelns. Die Richtigkeit der ergriffenen Maßnahmen bzw. deren Zielerreichungsgrad schlagen sich im Gewinn nieder und erlauben eine genaue finanzielle Erfolgsermittlung.<sup>137</sup> Darüber hinaus stellt der Gewinn eine Erfolgsgröße mit erheblicher Relevanz für die Zukunftssicherung der Unternehmung dar. Von der Höhe des Gewinns hängt die Fähigkeit der Unternehmung ab, durch Gewinnthesaurierung, d.h. die Einbehaltung und Reinvestition von Gewinnanteilen, den künftigen Kapitalbedarf in sinnvollem Maße innenfinanzieren zu können bzw. durch eine hohe Ausschüttungsquote und die Auszahlung einer hohen Dividende den Erwartungen der Aktionäre zu entsprechen und sich damit den Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle weiterhin zu erhalten. Insgesamt unterstützt eine positive Gewinnsituation langfristig das Existenzsicherungsziel einer Unternehmung.

Trotz der dargelegten Argumente, die die Gewinnmaximierungsthese teilweise plausibilisieren, ist insbesondere die Ausschließlichkeit, mit der die monetären Gewinnziele innerhalb der Betriebswirtschaftslehre postuliert werden, als realitätsfern zu kritisieren. Nicht-monetäre Ziele<sup>138</sup> der Unternehmung und ihre Implikationen auf das Gesamtzielsystem werden in den modellhaften Betrachtungen der rationalistischen Theorie weitestgehend vernachlässigt. Die Komplexität einer vom Interessenpluralismus geprägten Unternehmenswirklichkeit wird stark reduziert.

---

<sup>136</sup> vgl. **Janisch** (1993:32)

<sup>137</sup> vgl. **Janisch** (1993:33)

<sup>138</sup> Zu diesen Zielen gehören u.a. Streben nach Prestige, nach Unabhängigkeit, nach Verbesserung der sozialen Stellung, nach wirtschaftlicher Macht, nach Realisierung sozialetischer Vorstellungen; vgl. **Wöhe** (1996:46). Janisch erweitert die Definition um qualitative Aspekte, wie z.B. das menschliche Verhalten und machtpolitische Interessen; vgl. **Janisch** (1993:33).

### 1.3. Zielpluralismus (behavioristische Theorie)

Die behavioristische Theorie erweitert die monistische Konzeption und integriert nicht-ökonomische Parameter in das Zielsystem.<sup>139</sup> In diesem Zusammenhang wird „[...] das statisch eindimensionale Ziel der Gewinnmaximierung [kritisiert] und [...] eine Erweiterung zu dynamischen, mehrdimensionalen Zielen mit anthropologischen, soziologischen, politischen und ökonomischen Elementen [verlangt]“<sup>140</sup>. Heymann argumentiert ähnlich und versteht das Zielsystem der Unternehmung als eine pluralistische, multivariable und kollektive Konzeption, die kooperativ angelegt ist.<sup>141</sup>

Die Gesamtheit der Ziele (Abb.3⇨), die in der behavioristischen Theorie koexistieren und in unterschiedlicher Gewichtung in das Zielsystem einfließen, lassen sich in ökonomische (marktliche / erwerbsmäßige) und nicht-ökonomische (nicht-marktliche / soziale / kommunikative) Zielkategorien<sup>142</sup> untergliedern.<sup>143</sup>

**Abbildung 3: Grundzielsystem der Unternehmung**

ökonomische Ziele (marktliche/erwerbsmäßige)		nicht-ökonomische Ziele (nicht-marktliche/soziale/kommunikative)	
Leistungswirtschaftliche Ziele	<b>Marktleistungsziele</b> - Produktqualität - Produktinnovation - Kundenservice - Sortiment	gesellschaftsbezogene Ziele	<b>Sozialziele</b> - Umweltschutz - Verbraucherschutz - Sponsoring (Kultur, Wissenschaft, Sport) - etc.
	<b>Marktstellungsziele</b> - Umsatz - Marktanteil - Marktgeltung - neue Märkte		<b>Belegschaftsziele</b> - Einkommen - soziale Sicherheit - Selbstverwirklichung - Arbeitszufriedenheit - etc.
Finanzwirtschaftliche Ziele	<b>Finanzierungsziele</b> - Liquidität - Kreditwürdigkeit - Selbstfinanzierung - Kapitalstruktur	mitarbeiterbezogene Ziele	<b>Managementziele</b> - Macht und Einfluß (Politik / Gesellschaft) - persönliches Prestige - Unabhängigkeit
	<b>Rentabilitätsziele</b> - Gewinn - Umsatzrentabilität - Gesamtkapitalrentabilität - Eigenkapitalrentabilität		<b>Imageziele</b> - Bekanntheitsgrad - Informationsangebot - Einstellungs- / Verhaltensänderungen - Positionierung - etc.
		kommunikative Ziele	

Quelle: modifiziert nach Ulrich / Fluri (1995:98)<sup>144</sup>

<sup>139</sup> vgl. **Heinen** (1971:29), der postuliert, daß die unternehmerischen Aktivitäten in der Praxis von mannigfaltigen Zielvorstellungen und nicht ausschließlich von der Gewinnmaximierungshypothese beherrscht werden. **Florin** (1988:53f) argumentiert, daß zumindest das Konzept der maximalen Gewinnerzielung unter Berücksichtigung behavioristischer Restriktionen durch das Prinzip einer beschränkten Gewinnerzielung ersetzt wird und spricht von einem qualifizierten Rationalismus.

<sup>140</sup> **Hammer** (1998:33)

<sup>141</sup> vgl. **Heymann** (1981:268f)

<sup>142</sup> Zielkategorien fassen einzelne Zielelemente zusammen mit der Absicht, Komplexität zu reduzieren, zu systematisieren und zu klassifizieren; vgl. **Heymann** (1981:269).

<sup>143</sup> vgl. **Meffert** (1998:71); **Täubert** (1998:23); **Heymann** (1981:269); **Ulrich** (1978:100f); insbesondere jedoch **Janisch** (1993:39)

<sup>144</sup> vgl. auch **Reineke / Pfeffer** (2000:95); **Meffert** (1998:71); **Schierenbeck** (1998:62); **Täubert** (1998:23); **Derieth** (1995:37); **Janisch** (1993:40)

Erwerbsorientierte Ziele werden von der Unternehmung in ihrer materiellen und wertmäßigen Dimension, nicht-marktliche in ihrer sozialen Dimension angestrebt.<sup>145</sup> Während die ökonomischen Ziele durch eine mengen- und wertmäßige Operationalisierbarkeit gekennzeichnet sind, lassen sich die nicht-ökonomischen Ziele ungleich schwerer quantitativ operationalisieren und valide messen, da zum Teil subjektive, d.h. qualitative Beurteilungen methodisch notwendig sind, die allerdings den Erfolgsbeitrag eines Ziels im Gesamtsystem zumindest finanziell nicht präzisieren können.<sup>146</sup> Dennoch weist Janisch ausdrücklich darauf hin, daß die Erreichung nicht-materieller bzw. nicht-ökonomischer Ziele „[...] einen grundlegenden und u.U. aus kurzfristiger Sicht ausschließlichen Beitrag zur Vermeidung und Bewältigung existenzbedrohender Gefahren leistet“<sup>147</sup>.

Der behavioristische Ansatz des Zielpluralismus ist aufgrund der sozialen Aspekten zugeschriebenen Relevanz auf eine nicht-ökonomische Qualifizierung des rationalistischen Konzepts der Gewinnmaximierung ausgerichtet. Handlungsleitend für die Entscheidungsträger ist demnach nicht mehr die langfristige Maximierung des Gewinns allein, sondern aufgrund der vielfältigen Wechselbeziehungen in einer komplexen und dynamischen Umwelt eine möglichst große Nutzenstiftung für alle mit der Unternehmung interagierenden Anspruchsgruppen.<sup>148</sup> Der Nutzenbegriff wird durch die quantitativen und qualitativen Erwartungen und Zielvorstellungen der Anspruchsgruppen geprägt. Je nach Machtpotential und der Bereitschaft dieses Machtpotential auszuüben<sup>149</sup>, fließen die Ziele der Anspruchsgruppe in den Zielbildungsprozeß der Unternehmung mit unterschiedlicher Gewichtung ein.

Da der zielpluralistische Ansatz im Gegensatz zum klassischen Zielmonismus den Zielekanon um nicht-monetäre, qualitative Ziele erweitert sowie gleichzeitig versucht, die Interessenlagen aller internen und externen Anspruchsgruppen – und nicht nur die der Unternehmer / Eigentümer – zu integrieren, steigt die Anzahl der in Entscheidungssituationen zu berücksichtigenden Variablen.<sup>150</sup> In der Folge nehmen alle Entscheidungsprozesse erheblich an Komplexität zu, da potentielle Auswirkungen und Konsequenzen im Hinblick auf ein pluralistisches, u.U. nicht trennscharf priorisierbares Zielbündel einzuschätzen sind. Auch die Bewertung der Richtigkeit bzw. des Erfolgs einer Entscheidung wird komplizierter, da beide Faktoren nicht mehr ausschließlich am Grad der Erreichung des Gewinnziels festmachbar sind. Dennoch ist „[...] sowohl in der real- als auch in der modelltheoretischen Zielforschung unstrittig,

---

<sup>145</sup> vgl. **Heymann** (1981:269)

<sup>146</sup> vgl. **Derieth** (1995:37)

<sup>147</sup> **Janisch** (1993:39)

<sup>148</sup> vgl. **Janisch** (1993:34)

<sup>149</sup> vgl. **Näther** (1993:302f), der umfassend auf die Priorisierung und die Relevanzeinschätzung von Anspruchsgruppen eingeht

<sup>150</sup> vgl. **Hammer** (1998:33)

daß unternehmerische Entscheide und Handlungen von mehr als nur einem Ziel bestimmt werden“<sup>151</sup>.

Ökonomische und nicht-ökonomische Ziele kommen dabei durchaus nebeneinander vor, wobei das Verhältnis beider Zielformen zueinander insbesondere durch exogene Einflußfaktoren wie den bestehenden Wettbewerbsdruck bzw. die aktuelle Wirtschaftslage der Unternehmung geprägt werden. Nicht-monetäre Ziele – wie z.B. der Bau repräsentativer Geschäftsgebäude, sozial-karitatives Engagement im Rahmen von Corporate Citizenship-Maßnahmen, etc. – treten bei sich verschlechternder Ertragslage hinter monetären Zielsetzungen und einem systematischen Gewinn-Management zurück, um existenzbedrohende Gefahren von der Unternehmung abzuwenden.<sup>152</sup>

Hammer geht vor diesem Hintergrund davon aus, daß trotz der pluralistischen Diversifikation der Unternehmensziele das Gewinnmaximierungssupremat bzw. das „[...] monetäre Erwerbsstreben nach wie vor im Rahmen eines realistischen Zielsystems eine dominierende Rolle spielt“<sup>153</sup>. Dies muß keineswegs ein Hindernis für eine stärkere Beachtung sozialer Ziele sein. Ökonomischer Erfolg ist im Gegenteil eine notwendige Voraussetzung für die Befriedigung nicht-marktlicher Ansprüche, z.B. die Gewährleistung der Arbeitsplatzsicherheit als von den Mitarbeitern einer Unternehmung verfolgtes soziales Ziel.<sup>154</sup> Zumindest zur Erreichung des Existenzsicherungsziels, d.h. zur Aufrechterhaltung des laufenden Geschäftsbetriebs, ist es unabdingbar, einen spezifischen (Mindest-)Gewinn zu erwirtschaften, der die Kosten bzw. den Aufwand deckt oder zumindest die Fortführung der Unternehmung als sinnvoll erscheinen läßt.

Insgesamt sind ökonomische und nicht-ökonomische Ziele in einem logisch und nach Kausalitätsprinzipien (Mittel-Zweck-Relation) strukturierten Zielsystem zwingend als komplementäre und sich gegenseitig unterstützende Faktoren bei der Gesamtzielerreichung zu betrachten. Keineswegs werden in der Rangordnung eines unternehmensspezifischen Zielkatalogs per se ökonomische Ziele priorisiert. Im Gegenteil können nicht-ökonomische (Sozial-)Ziele<sup>155</sup> durchaus gleich- oder höherrangig gegenüber primär erwerbswirtschaftlichen Zielen eingestuft werden.<sup>156</sup> Sie werden dann als originär bezeichnet. Die Nicht-Erfüllung originärer nicht-ökonomischer (So-

---

<sup>151</sup> Janisch (1993:34); vgl. hierzu auch Kirsch (1981:1)

<sup>152</sup> vgl. Hammer (1998:33); Wöhe (1996:46)

<sup>153</sup> Hammer (1998:34); vgl. Kirsch (1981:1)

<sup>154</sup> vgl. auch Schierenbeck (1998:69)

<sup>155</sup> vgl. Heymann (1981:276ff), der neben originären, derivative (in komplementärer Beziehung zu ökonomischen Oberzielen) und vorgegebene soziale (gesetzlich oder vertraglich verpflichtende) Ziele unterscheidet.

<sup>156</sup> vgl. Schierenbeck (1998:69), der formuliert, daß sozialen Aspekten aufgrund ihrer zentralen Bedeutung für den Wirtschaftsprozess der Unternehmung nicht ausschließlich ein Mittelcharakter bei der Erreichung ökonomischer Ziele zukommt, sondern sie partiell und situationsabhängig als gleichrangig zu betrachten sind.

zial-)Ziele kann nachteilige Auswirkungen auf den Leistungserstellungsprozeß haben und den unternehmerischen Erfolg negativ beeinflussen. Beispielsweise kann die Nicht-Erfüllung des Sozialziels „Umweltschutz“, d.h. die Mißachtung staatlicher Vorgaben und Verordnungen in diesem Bereich, im Extremfall zu bestandsgefährdenden Sanktionen durch die Anspruchsgruppe „Behörden“ führen.

Diese Ausführungen verdeutlichen, daß die Gewinnmaximierung bzw. Ertragsssicherung als das zentrale Unternehmensziel des klassischen Zielmonismus durch ein neues Verständnis der Unternehmung als pluralistisch legitimierter Wertschöpfungsinstitution mit sozio-ökonomischer Funktion erweitert worden ist.<sup>157</sup> Auch die empirische Zielforschung bestätigt grundsätzlich diese Entwicklungstendenzen zu stärker anspruchsrgruppenorientierten und strategischen Zielen sowie die abnehmende Bedeutung ertragswirtschaftlicher Zielgrößen wie Gewinn und Rendite (Abb.4⇒).<sup>158</sup>

Allerdings ist die Prioritätensetzung innerhalb eines multidimensionalen und pluralistischen Zielsystems nicht statisch, sondern in Abhängigkeit sich verändernder endogener und exogener Rahmenbedingungen (z.B. Konjunkturschwankungen, Wechsel von Funktions- und Entscheidungsträgern, etc.) flexibel. Daher hat – nach einer Übernahmewelle im Verlauf der 80er Jahre in den USA – eine Neuausrichtung des Zielsystems in Form einer Refokussierung auf die finanziellen Interessen der Kapitaleigner stattgefunden<sup>159</sup>.

**Abbildung 4: Unternehmensziele der Industrie**

Töpfer (1985)	Fritz/Förster/Raffée/Silberer (1985)	Raffée/Förster/Krupp (1987)	Raffée/Fritz (1992)
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Sicherung der Wettbewerbsfähigkeit</li> <li>2. Angemessener Gewinn</li> <li>3. Verbesserung der Marktposition</li> <li>4. Benutzerfreundlichkeit der Produkte</li> <li>5. Erhaltung der Marktposition</li> <li>6. Erhaltung der Arbeitsplätze</li> <li>7. Umweltfreundlichkeit der Produkte</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Sicherung Unternehmensbestand</li> <li>2. Qualität des Angebots</li> <li>3. Gewinn</li> <li>4. Deckungsbeitrag</li> <li>5. soziale Verantwortung</li> <li>6. Unternehmenswachstum</li> <li>7. Verbraucherversorgung</li> <li>8. Marktanteil</li> <li>9. Macht und Einfluß auf dem Markt</li> <li>10. Umweltschutz</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wettbewerbsfähigkeit</li> <li>2. Qualität des Angebots</li> <li>3. Sicherung Unternehmensbestand</li> <li>4. qualitatives Wachstum</li> <li>5. Ansehen in der Öffentlichkeit</li> <li>6. Deckungsbeitrag</li> <li>7. Gewinn</li> <li>8. soziale Verantwortung</li> <li>9. Umweltschutz</li> <li>10. Verbraucherversorgung mit umweltfreundlichen Produkten</li> <li>11. Unabhängigkeit</li> <li>12. Umsatz</li> <li>13. Marktanteil</li> <li>14. quantitatives Wachstum</li> <li>15. Macht und Einfluß auf dem Markt</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Kundenzufriedenheit</li> <li>2. Sicherung Unternehmensbestand</li> <li>3. Wettbewerbsfähigkeit</li> <li>4. Qualität Angebot</li> <li>5. Langfristige Gewinnerzielung</li> <li>6. Gewinnerzielung insgesamt</li> <li>7. Kosteneinsparungen</li> <li>8. Gesundes Liquiditätspolster</li> <li>9. Kundenloyalität</li> <li>10. Kapazitätsauslastung</li> <li>11. Rentabilität des Gesamtkapitals</li> <li>12. Produktivitätssteigerungen</li> <li>13. Finanzielle Unabhängigkeit</li> <li>14. Mitarbeiterzufriedenheit</li> <li>15. Umsatz</li> <li>16. Erhalt / Schaffung von Arbeitsplätzen</li> </ol>

Quelle: Macharzina (1995:192)

<sup>157</sup> vgl. Ulrich / Fluri (1995:60)

<sup>158</sup> vgl. Welge / Al Laham (1999:115); und ausführlich Macharzina (1995:189ff)

<sup>159</sup> vgl. Welge / Al Laham (1999:132)

Damit wurde eine Renaissance der monistischen Zielkonzeption eingeleitet. Das sozio-ökonomisch erweiterte Zielspektrum wurde erneut auf die erwerbswirtschaftliche Dimension konzentriert. Allerdings wurde dabei die klassische Maxime des langfristigen Gewinnstrebens durch ein wertorientiertes und stärker strategisch orientiertes Konzept ersetzt. Die Maximierung des Aktionärsnutzens durch die Schaffung von Shareholder Value und damit die primäre Ausrichtung des unternehmerischen Handelns an den Zielen einer spezifischen Anspruchsgruppe führte zur Etablierung eines neo-monistischen Zielsystems.<sup>160</sup>

#### 1.4. Neo-monistische Zielkonzeption (Shareholder Value als primäres Unternehmungsziel)

Grundsätzlich bezeichnet der Shareholder Value-Ansatz<sup>161</sup> ein betriebswirtschaftliches Konzept, anhand dessen die Unternehmensführung konsequent auf die finanziellen Interessen der Anteilseigner ausgerichtet wird. Der Eigenkapitalgeber und dessen Erwartungen nehmen im unternehmerischen Zielsystem eine priorisierte Stellung ein. Daraus ergibt sich als elementares Oberziel, das richtungsweisend für das operative Agieren der Unternehmensführung einer Aktiengesellschaft ist, die langfristige Maximierung des Eigentümervermögens.<sup>162</sup>

Kapitalgeber erachten eine Aktiengesellschaft regelmäßig dann als erfolgreich, wenn diese das Eigentümervermögen im Rahmen der Erwartungen steigert.<sup>163</sup> In der Regel streben die Aktionäre dabei nach einer langfristigen Steigerung des Gesamtertrags ihres Investments. Diese investorenseitig geforderte Vermögenssteigerung, der sogenannte „Total Return“<sup>164</sup>, setzt sich aus Dividenden, Kursgewinnen und sonstigen Zahlungen (Bezugsrechten, Gratisaktien, Naturaldividenden) zusammen.<sup>165</sup>

Da bei einer wachsenden Anzahl von Unternehmungen die Maximierung des Shareholder Value<sup>166</sup> als Formalzielsetzung bzw. als operationale Präzisierung des strategischen Erfolgsbegriffs das Zielsystem dominiert,<sup>167</sup> soll auch in dieser Arbeit die Schaffung von Shareholder Value als wichtigstes Oberziel des strategischen Mana-

<sup>160</sup> vgl. **Janisch** (1993:61)

<sup>161</sup> Zu den wesentlichen Wegbereitern der wertorientierten Unternehmensführung (Shareholder Value-Ansatz) gehören **Rappaport** (1994); **Copeland / Koller / Murrin** (1998); für den deutschen Sprachraum **Bühner** (1990); **Bischoff** (1994). Einen guten Überblick über die relevante Literatur bietet die Sammelrezension von **Hachmeister** (1997:823ff).

<sup>162</sup> vgl. **Jansch** (1999:129); **Guatri** (1994:27)

<sup>163</sup> vgl. **Täubert** (1998:25)

<sup>164</sup> vgl. **Friedlaender / Stabernack** (1998:31). Die Boston Consulting Group berechnet eine ähnliche Kennzahl, den Total Shareholder Return, wie folgt: Kurssteigerung + Dividende / Aktienkurs zum Beginn des Betrachtungszeitraums; vgl. **Stelter et al.** (2000:7).

<sup>165</sup> vgl. **Drill** (1995:25). Aus finanztheoretischer Sicht entspricht der Kurswert eines Anteilscheins dem Gegenwartswert des erwarteten, zukünftigen Einkommens, das sich aus den in der Halteperiode erzielten Dividenden und den Erlösen aus dem Verkauf der Aktien am Ende der Halteperiode zusammensetzt; vgl. **Peschke** (1997:40).

<sup>166</sup> Shareholder Value wird allgemein als der Marktwert des in der Regel in Aktien verkörperten Eigentümervermögens definiert; vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:133); **Peschke** (1997:39); **Süchting** (1989:279).



gements angenommen werden.<sup>168</sup> Die Forderung nach einem langfristigen Zuwachs des Eigentümergevermögens stellt die erste Operationalisierungsstufe des primären Unternehmensziels, des abstrakten Existenzsicherungsziels, dar.

Grund für das Erstarren dieser neo-monistischen Tendenzen in der Unternehmensführung ist u.a. der Wettbewerb um den Anleger, der sich – auch aufgrund der verstärkten Globalisierung der Finanzmärkte<sup>169</sup> – einer Vielzahl alternativer Anlagemöglichkeiten gegenüber sieht und daher seine Investitionsentscheidung zunehmend selektiv fällen kann. Es ist daher für die einzelne Unternehmung unter kompetitiven Aspekten sinnvoll, die Steigerung des Aktionärsnutzens als unternehmerisches Oberziel zu verfolgen, um diese für den Anleger attraktive Prioritätensetzung in der Finanzmarktkommunikation nutzen zu können und sich auf diese Weise als Kapitalanlage mit hohem Renditepotential zu positionieren.

Aufgrund der Annahme, daß ein Investor bei gleichem Risikoniveau diejenige Anlagealternative präferiert,<sup>170</sup> die eine maximale ökonomische Rendite erwarten läßt, stellt eine am Total Return orientierte Unternehmenspolitik prinzipiell einen komparativen Wettbewerbsvorteil am Finanzmarkt dar – zumindest gegenüber Unternehmungen, die ihre Unternehmenspolitik nicht am Shareholder Value ausrichten. Denn die Implementierung und Umsetzung eines Shareholder Value-Konzepts in einer Unternehmung erhöht die Wahrscheinlichkeit, daß der Aktionär für die Bereitstellung des Kapitals und die damit verbundene Übernahme des eigentlichen unternehmerischen Risikos eine angemessene und den gegebenen Rahmenbedingungen entsprechend maximale Rendite erhält.<sup>171</sup>

Durch die Fokussierung der unternehmenspolitischen Zielsetzungen auf die konsequente Erfüllung aktionärsspezifischer Forderungen, d.h. die kontinuierliche Erhöhung des Aktionärsnutzens, wird das Vertrauen aller involvierten Kapitalgeber (Eigen- und Fremdkapitalgeber) in die Ertrags-, Investitions- und Schuldentilgungsfähigkeit der Unternehmung gestärkt.<sup>172</sup> Sofern also die Unternehmung ihre Fähigkeit unter Beweis stellt, aus dem laufenden Geschäft durch Shareholder Value-Management ausreichende Geldmittel erwirtschaften zu können, werden ihr auch künftig externe und interne Finanzierungsquellen zur Verfügung stehen, um erforderliche und ökonomisch sinnvolle Investitionen tätigen zu können.

---

<sup>167</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:143)

<sup>168</sup> Insbesondere in der anglo-amerikanischen Literatur wird seit den 80er Jahren diese Meinung vertreten; vgl. **Peschke** (1997:39).

<sup>169</sup> vgl. **Müller** (1998b:149f)

<sup>170</sup> vgl. **Jansch** (1999:128); **Täubert** (1998:26)

<sup>171</sup> vgl. **Jansch** (1999:129)

<sup>172</sup> vgl. **Janisch** (1993:62)

### 1.4.1. Shareholder Value als Instrument der Unternehmensführung

Grundlegendes Ziel des Shareholder Value-Ansatzes ist die finanzielle Nutzenmaximierung für den Aktionär durch die Auszahlung von Dividenden in angemessener Höhe und die größtmögliche Steigerung des im Aktienkurs repräsentierten Marktwertes des Unternehmens. Der durch die Parameter Dividende und Kursgewinn charakterisierte Aktionärsnutzen ist positiv mit der Steigerung des Unternehmenswertes (Wert des Fremdkapitals + Shareholder Value)<sup>173</sup> korreliert.<sup>174</sup>

Dabei ist es für den Investor von elementarer Wichtigkeit, daß realisierte Steigerungen des Unternehmenswertes sich auch tatsächlich in den Aktienkursen niederschlagen. Für die Unternehmensführung – aber vor allem auch für die Investor Relations-Verantwortlichen – gilt es, dem Kapitalmarkt mit allen zur Verfügung stehenden kommunikativen Instrumenten die Wertsteigerung unmittelbar und zeitnah plausibel zu machen und somit den Aktienkurs nach Möglichkeit in die intendierte Richtung zu beeinflussen. Denn die alleinige Veränderung des intrinsischen Unternehmenswertes ohne die Entsprechung am Kapitalmarkt ist für den Aktionär von nachrangiger Bedeutung, da sie zum einen wertmäßig – insbesondere für den nicht-professionellen Anleger – nur schwer zu quantifizieren ist und zum anderen zumindest kurzfristig lediglich eine virtuelle und keine reale Änderung der Vermögenssituation verursacht.<sup>175</sup>

Das von Rappaport entwickelte Shareholder Value-Konzept stellt die langfristige Steigerung des Marktwertes der Unternehmung in den Mittelpunkt, wobei sich der Unternehmenswert als Orientierungsrahmen der Unternehmensführung sowohl als Zielgröße des strategischen Managements eignet als auch als adäquates Mittel zur Bewertung strategischer Entscheidungen mit langfristigen Implikationen.<sup>176</sup>

Zur Maximierung des Unternehmenswertes stehen dem Management eine Reihe von Instrumenten bzw. Methoden der wertorientierten Unternehmensführung zur Verfügung. Vorrangig werden zwei Zielsetzungen verfolgt, die beide die Investitionstätigkeit der Unternehmung stimulieren sollen:<sup>177</sup>

#### 1. Erhöhung des Cash Flows<sup>178</sup>

Durch höhere Cash Flows stehen grundsätzlich mehr Geldmittel für potentielle Investitionen in die Unternehmung zur Verfügung. Erst die Maximierung der Cash Flows ermöglicht gezielte Investitionen in kapazitäre oder technologische

<sup>173</sup> vgl. **Rappaport** (1995:53f), der den gesamten ökonomischen Wert eines Unternehmens (bzw. einer Geschäftseinheit) aus dem Wert des Fremdkapitals und des Eigenkapitals ableitet. Der Anteil des Eigenkapitals an diesem Unternehmenswert wird von ihm auch als Shareholder Value bezeichnet.

<sup>174</sup> vgl. **Janisch** (1993:63)

<sup>175</sup> vgl. **Jansch** (1999:129)

<sup>176</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:131); **Drill** (1995:25)

<sup>177</sup> vgl. **Müller** (1998:143); **Bühner** (1994:55)

<sup>178</sup> vgl. zur Cash Flow-Definition Kap. 2.

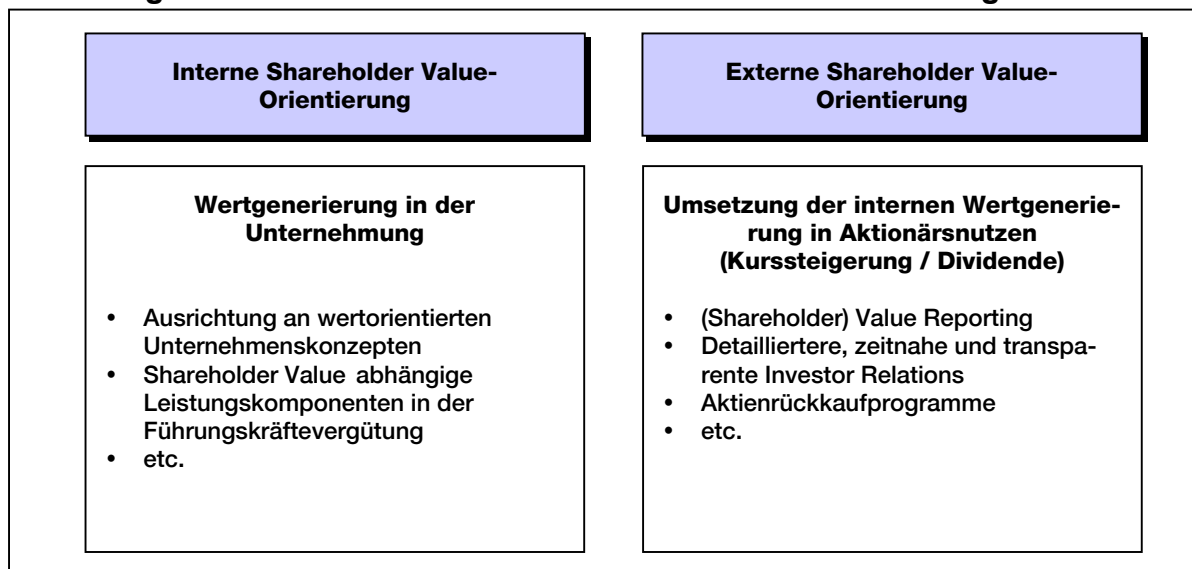
Erweiterungen, die zur Erlangung strategischer Wettbewerbsvorteile erforderlich sind.

## 2. Verminderung der Kapitalkosten

Die Gesamtkapitalkosten sind ein wesentlicher Einflußfaktor hinsichtlich der Rentabilität von Investitionen. Je geringer die Kapitalkosten insgesamt ausfallen, desto früher sind getätigte Investitionen rentabel.

Müller unterscheidet bei Maßnahmen zur Erreichung der o.g. Ziele eine externe und eine interne Shareholder Value-Orientierung (Abb.5⇨):<sup>179</sup>

**Abbildung 5: Interne und externe Shareholder Value-Orientierung**



Quelle: leicht modifiziert nach Müller (1998b:144)

Im folgenden wird auf das Themengebiet Aktienrückkaufprogramme nicht näher eingegangen, da dieses Instrument als diskrete Einzelmaßnahme kurzfristige, einmalige Effekte auf den Börsenkurs und damit den Shareholder Value bewirkt.<sup>180</sup> In dieser Arbeit steht allerdings die langfristige, strategische Optimierung der Wettbewerbsfähigkeit und Ertragskraft der Unternehmung im Zentrum des Erkenntnisinteresses. Auch die Führungskräftevergütung ist nicht von zentraler Relevanz für die Argumentation der Arbeit und wird daher nicht weiter aufgegriffen.<sup>181</sup>

<sup>179</sup> vgl. Müller (1998b:143f)

<sup>180</sup> vgl. ausführlich zum Nutzen von Aktienrückkaufprogrammen Jakob (1998:262ff)

<sup>181</sup> vgl. zur Vertiefung der Stock Option Thematik Rödl / Zinser (2000:215ff)

## 2. Interne Shareholder Value-Orientierung

Aus der Perspektive der Anteilseigner sind die wichtigsten Bestimmungsgrößen des Shareholder Value die künftig zufließenden Zahlungsströme<sup>182</sup> in Form von Dividenden und (realisierbaren) Steigerungen des Aktienkurses.<sup>183</sup> Die Aktionäre überlassen ihr Kapital aus investivem Kalkül und erhoffen sich durch die Unternehmung eine monetäre Entschädigung, die eine Erfüllung ihrer finanziellen Zielvorstellungen ermöglicht. Andernfalls stellen die Eigentümer kein (weiteres) Kapital bereit oder desinvestieren sogar, was potentiell mit negativen Konsequenzen für die Entwicklung des Aktienkurses verbunden sein kann.<sup>184</sup>

Die Aktie bzw. die gesamte Unternehmung selbst wird als Investitionsobjekt betrachtet, das – vergleichbar mit der Betrachtungsweise in der dynamischen Investitionsrechnung<sup>185</sup> – wirtschaftlichen Nutzen für den Aktionär in Form von risikoadjustierten Renditen generieren muß.<sup>186</sup>

Die finanziellen Erwartungen der Eigenkapitalgeber kann die Unternehmung nur befriedigen, wenn aus dem laufenden Geschäftsbetrieb ein Finanzmittelüberschuß erwirtschaftet wird. Dieser ergibt sich aus der Differenz der Ein- und Auszahlungen<sup>187</sup>, die hauptsächlich aus der betrieblichen Tätigkeit resultieren.<sup>188</sup>

Zur Operationalisierung der Einzahlungsüberschüsse wird die ökonomische Kennziffer Cash Flow verwendet. Im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes werden hauptsächlich drei Cash Flow-Definitionen unterschieden: Operating Cash Flow, Netto Cash Flow und Free Cash Flow (Abb.6⇨).

Besondere Bedeutung hat dabei der Free Cash Flow<sup>189</sup>, da er die Fähigkeit der Unternehmung zur Zahlung von Dividenden und Fremdkapitalzinsen sowie zur Schuldentilgung gegenüber Eigen- und Fremdkapitalgebern abbildet und darüber hinaus u.a. Kapitalherabsetzungen und Aktienrückkäufe ermöglicht.<sup>190</sup>

Der Cash Flow zeigt vor allem auch auf, inwieweit eine Unternehmung Investitionen zum Erhalt und Ausbau ihrer Wettbewerbsfähigkeit aus eigener Kraft finanzieren und somit auch zukünftig Zahlungsströme generieren kann.<sup>191</sup> Aus Sicht der Anteilseigner fungiert der Free Cash Flow daher zum einen als Indikator für künftig erwartbare Di-

<sup>182</sup> vgl. auch **Hachmeister** (1999:11), der als Unternehmungsziel den für Konsumzwecke vorgesehenen Einkommensstrom der Eigentümer definiert.

<sup>183</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:134)

<sup>184</sup> vgl. **Hachmeister** (1999:11); **Jansch** (1999:131)

<sup>185</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:58ff)

<sup>186</sup> vgl. **Knorren** (1998:17); **Janisch** (1993:62)

<sup>187</sup> vgl. zur detaillierten Zusammensetzung von Ein- und Auszahlungen **Bühner** (1994:16)

<sup>188</sup> vgl. **Faltz** (1999:18); **Bühner** (1994:18)

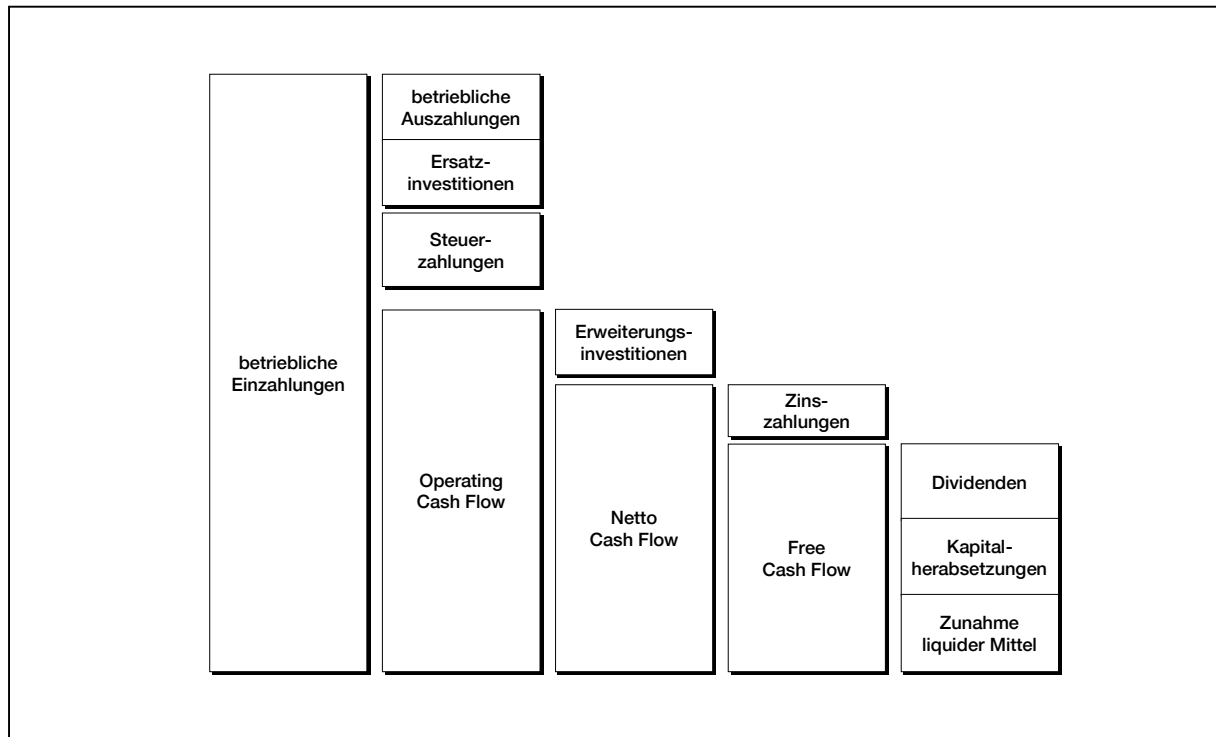
<sup>189</sup> Der Free Cash Flow entspricht grundsätzlich dem von Rappaport postulierten betrieblichen Cash Flow; vgl. **Rappaport** (1995:54ff); für eine detaillierte Darstellung des Berechnungsschemas vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:136).

<sup>190</sup> vgl. **Hachmeister** (1999:60); **Welge / Al-Laham** (1999:135); **Faltz** (1999:18); **Copeland / Koller / Murrin** (1998:99ff); **Drill** (1995:27); **Klien** (1995:32)

<sup>191</sup> vgl. **Rödl / Zinser** (2000:132)

videndenzahlungen und zum anderen als Maßstab für Unternehmenswertsteigerungen.

**Abbildung 6: Herkunft und Verwendung des Cash Flow**



Quelle: Bühner (1994:15)

Aus Sicht der Unternehmung folgt daraus, daß alle gegenwärtigen und zukünftig geplanten unternehmerischen Aktivitäten (Geschäftseinheiten, Strategien, Investitionen, etc.) im Hinblick auf das Potential geprüft werden müssen, in welchem Maß sie künftig Cash Flows generieren können. Methodisch wird dabei der ökonomische Wert einer singulären Wirtschaftshandlung anhand von zukünftig generierten und mit dem gewichteten Kapitalkostensatz<sup>192</sup> diskontierten Zahlungsströmen prospektiv ermittelt. Anders ausgedrückt entspricht die Summe der abgezinsten Zahlungsströme dem Wert einer Investition, eines Unternehmensteils bzw. der gesamten Unternehmung.<sup>193</sup> Bei diesem Vorgehen wird die aus der Investitionsrechnung stammende

<sup>192</sup> Der Kapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital = WACC) ist der gewichtete Mittelwert der Fremd- und Eigenkapitalkosten und übernimmt die Funktion des Diskontierungszinssatzes für den Cash Flow (siehe ausführlich Kap. 2.2.2.). Die Höhe der Fremdkapitalkosten wird durch die marktüblichen, von Banken geforderten Konditionen determiniert. Zur Berechnung der Eigenkapitalkosten wird häufig das CAPM-Modell benutzt. Der Kapitalkostensatz bestimmt die minimal zu erwirtschaftende Rendite einer Investition; vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:138); **Frielaender / Sta-bernack** (1998:35f); **Kunz** (1998:399f).

<sup>193</sup> vgl. **Kunz** (1998:394)

Barwert-Methode<sup>194</sup> auf die Bewertung sämtlicher unternehmerischer Aktivitäten übertragen.<sup>195</sup>

Der Cash Flow ist zwar eine maßgebliche Bestimmungsgröße des Shareholder Value, aber nicht die alleinige. Grundsätzlich errechnet sich der Shareholder Value durch die Subtraktion des Wertes aller finanziellen Verbindlichkeiten gegenüber Nicht-Eigentümern (Marktwert des Fremdkapitals) vom Unternehmenswert:<sup>196</sup>

$$\text{Shareholder Value} = \text{Unternehmenswert} - \text{Fremdkapital.}$$

Nach Rappaport läßt sich der Unternehmenswert wiederum in drei Hauptkomponenten unterteilen:<sup>197</sup>

1. den Gegenwartswert des betrieblichen Cash Flows während einer definierten Prognoseperiode,
2. den Residualwert, d.h. den Barwert der Cash Flows, die nach dem Ende des Planungszeitraums erzielt werden<sup>198</sup>
3. den Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens<sup>199</sup>

Der Unternehmenswert ist also in hohem Maße von der Fähigkeit der Unternehmung abhängig, zukünftig Zahlungsströme zu generieren, deren abgezinster Wert die Kapitalkosten deckt und zur Dividendenzahlung in ausreichender Höhe befähigt. Eine Wertsteigerung der Unternehmung läßt sich jedoch nicht allein aus unmittelbar anfallenden freien Zahlungsströmen ableiten, sondern auch aus der Erhöhung des Residualwertes der Unternehmung. Der Restwert kann aufgrund von getätigten substanzerhaltenden, aber vor allem von wertvermehrenden (Wachstums-)Investitionen einen erheblichen Teil des Unternehmenswertes ausmachen. Kunz macht diesen Sachverhalt exemplarisch deutlich:<sup>200</sup>

„[Es ist] beispielsweise bei jungen Unternehmen nicht ungewöhnlich, daß aufgrund hoher Anfangsinvestitionen zunächst Cash-Drains anfallen, die durch erst in Zukunft zu erwartende Erträge überkompensiert werden. Der

<sup>194</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:61ff). Die genannte Methode ermittelt den Barwert (Kapitalwert) einer bevorstehenden Investition durch Diskontierung der Zahlungsreihen auf den jetzigen Zeitpunkt. Mit Hilfe des Abzinsungsfaktors  $1/(1+i)^n$  wird normalerweise berechnet, wie ein nach n Perioden anfallender Betrag im Entscheidungszeitpunkt 0 bewertet werden soll. Diese Methode wird auf Zahlungsströme in einem Mehrperiodenzeitraum übertragen.

<sup>195</sup> vgl. exemplarisch **Moxter** (1976:197f)

<sup>196</sup> vgl. **Rappaport** (1995:54)

<sup>197</sup> vgl. **Rappaport** (1995:54f)

<sup>198</sup> Der Residualwert entspricht dem Restwert der Unternehmung am Ende des Prognosezeitraums und wird auf Basis eines nach dem Prognosezeitraum nachhaltig erzielbaren Jahresertrags ermittelt. Der Restwert ist deshalb relevant, weil er regelmäßig einen Großteil des Gesamtwertes einer Unternehmung bzw. eines Geschäftsbereichs repräsentiert; vgl. **Kunz** (1998:395); **Peschke** (1997:61); **Klien** (1995:149ff); **Bühner** (1994:18ff). Zum Teil wird dieser Wert auch als der Fortführungswert der Unternehmung bezeichnet; vgl. **Copeland / Koller / Murrin** (1998:162).

<sup>199</sup> Hierzu zählen u.a. die für den Leistungserstellungsprozeß nicht benötigten Grundstücke und Gebäude, zu hohe Kassenbestände sowie börsenfähige Wertpapiere des Anlage- und Umlaufvermögens; vgl. **Peschke** (1997:63).

<sup>200</sup> vgl. **Kunz** (1998:402)

Wert der Unternehmung steigt in diesem Fall an, obwohl anfänglich hohe Verluste ausgewiesen werden.“

Die klassische Kapitalmarktkommunikation anhand bilanzieller Kennzahlen etwa in Form des Geschäftsberichts würde diese Steigerung des Unternehmenswertes nur unzureichend abbilden – vor allem wenn die Anfangsinvestitionen zu einem Großteil in nicht aktivierbare immaterielle Vermögenswerte geflossen sind, die bilanziell zum großen Teil nicht erfaßt werden. Hier sind die Investor Relations als Teil des Shareholder Value-Managements gefordert, eine adäquate Kommunikation dieser Wertsteigerung gegenüber dem Kapitalmarkt sicherzustellen.

Unabhängig von der Kapitalmarktkommunikation sind im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes grundsätzlich alle strategischen Managemententscheidungen im Hinblick auf die Maximierung der Barwerte künftiger Cash Flows zu treffen. Die Cash Flow-Rendite der einzelnen Geschäftseinheiten bzw. der gesamten Unternehmung muß über den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten<sup>201</sup> liegen, da andernfalls der Unternehmenswert vermindert wird.<sup>202</sup> Rentabilitätsaspekte dominieren folglich die wertorientierte Unternehmensführung.<sup>203</sup> Jede separierbare Unternehmensaktivität muß minimalen Rentabilitätsanforderungen entsprechen, d.h. jede Investition muß zumindest ihre Kapitalkosten decken.<sup>204</sup> Die Mindestrendite ergibt sich aus den Opportunitätskosten der Investoren, deren Höhe von den erzielbaren Renditen einer Alternativenanlage mit gleichem Risikoprofil bestimmt wird.<sup>205</sup>

Es obliegt daher dem Management, permanent alle unternehmerischen Aktivitäten bezüglich ihres Potentials zur nachhaltigen Wertsteigerung der Unternehmung zu überprüfen. Vor diesem Hintergrund muß die Performance aller Geschäftsfelder einzeln valide gemessen und im Hinblick auf den Wertbeitrag für das Gesamtunternehmen bestimmt werden. Gleichzeitig steht die Unternehmensführung in der Pflicht, die vorhandenen finanziellen Ressourcen möglichst effizient zu allozieren und in diejenigen strategischen Optionen bzw. Geschäftsfelder mit der höchsten Rentabilitätsersparung zu investieren. Von der Umsetzung renditeschwacher Investitionsprojekte, bei denen die interne Verzinsung der zu erwartenden, künftig generierten Cash Flows die Kapitalkosten nicht übersteigt, ist im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung abzusehen.<sup>206</sup> Vielmehr sind die Finanzmittel, die aller Voraussicht nicht mit einer über den (Eigen-)Kapitalkosten liegenden Rendite investiert werden können, im Rahmen der Dividendenzahlungen an die Aktionäre auszuschütten, da bei einer Thesaurierung Unternehmenswert vernichtet würde.<sup>207</sup>

<sup>201</sup> Zur Berechnung der Kapitalkosten siehe Kap.2.2.2.

<sup>202</sup> vgl. **Täubert** (1998:27); **Rappaport** (1995:69)

<sup>203</sup> vgl. **Jansch** (1999:130)

<sup>204</sup> vgl. **Täubert** (1998:26)

<sup>205</sup> vgl. **Bühner** (1994:22)

<sup>206</sup> vgl. **Jansch** (1999:130)

<sup>207</sup> vgl. **Faltz** (1999:26); **Rappaport** (1995:27); **Guatri** (1994:71)

Der auf den Cash Flow ausgerichtete Shareholder Value-Ansatz stellt damit ein dynamisches Managementkonzept dar, das auf die effiziente Ressourcenallokation innerhalb der Unternehmung und gleichzeitig auf die Aktionärsinteressen ausgerichtet ist.<sup>208</sup> Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß der Wert einer Unternehmung von seinen diskontierten prognostizierten Cash Flows abhängt und eine tatsächliche Wertsteigerung nur dann eintritt, wenn die von der Unternehmung getätigten Investitionen eine über den Kapitalkosten liegende Rendite erwirtschaften.<sup>209</sup>

## 2.1. Shareholder Value-Netzwerk

Die Orientierung am Free Cash Flow als maßgebliche Direktive für die operativ tätigen Führungskräfte weist allerdings einen relativ geringen Operationalisierungsgrad auf. In bezug auf abstrakte und übergeordnete Steuerungsgröße sind die unmittelbaren Auswirkungen von Investitionsentscheidungen und operativen Geschäftsstrategien nur schwer abzuschätzen.<sup>210</sup> Daher erscheint es sinnvoll, die oberste Zielsetzung der Unternehmung – die Steigerung des Unternehmenswertes – in einzelne Bewertungsfaktoren zu dekomponieren. Zentrale Stellgröße ist in diesem Zusammenhang – neben dem Kapitalkostensatz und dem Fremdkapital – vor allem der Free Cash Flow, der allerdings in die ihm zugrunde liegenden Werttreiber<sup>211</sup> aufgegliedert werden muß. Definitionsgemäß stehen die Wertgeneratoren in einer unmittelbaren und direkten Mittel-Zweck-Beziehung zum Free Cash Flow und lassen folglich auch Rückschlüsse auf die Entwicklung des Unternehmenswertes zu.<sup>212</sup>

Die stellenweise geäußerte Kritik, daß Wertgeneratoren keine Kausalfaktoren der Wertsteigerung darstellen, sondern lediglich tautologische Aufspaltungen derselben sind, trifft nicht den Kern der Sache. Denn das Konzept der Werttreiber kommt primär den Bedürfnissen der Entscheidungsträger nach einer Operationalisierung der Steuerungsgrößen entgegen und ist daher in jedem Fall sinnvoll, ob nun eine vermeintliche Tautologie vorliegt oder nicht.<sup>213</sup> Die Werttreiber sind operative Größen, die über quantifizierbare Sachverhalte in konzentrierter Form informieren und mit deren Anwendung auch Führungskräfte nachgeordneter Hierarchieebenen grundsätzlich vertraut sein dürften.<sup>214</sup> Dem operativen Management kann daher kontextspezifisch verdeutlicht werden, inwiefern eine Veränderung bekannter Steuerungsgrößen durch gezielte Aktivitäten die Entwicklung des Unternehmenswerts beeinflussen kann.

Grundsätzlich übernehmen daher die Werttreiber eine wichtige Kommunikationsfunktion gegenüber internen und externen Zielgruppen, insbesondere bei der Ver-

<sup>208</sup> vgl. **Jansch** (1999:131)

<sup>209</sup> vgl. **Copeland / Koller / Murrin** (1998:121)

<sup>210</sup> vgl. **Drill** (1995:28)

<sup>211</sup> Alternativ werden die Werttreiber auch als Wertgeneratoren bzw. als Value Driver bezeichnet.

<sup>212</sup> vgl. **Unzeitig / Köthner** (1995:115)

<sup>213</sup> vgl. **Faltz** (1999:18f); **Rappaport** (1995:73)

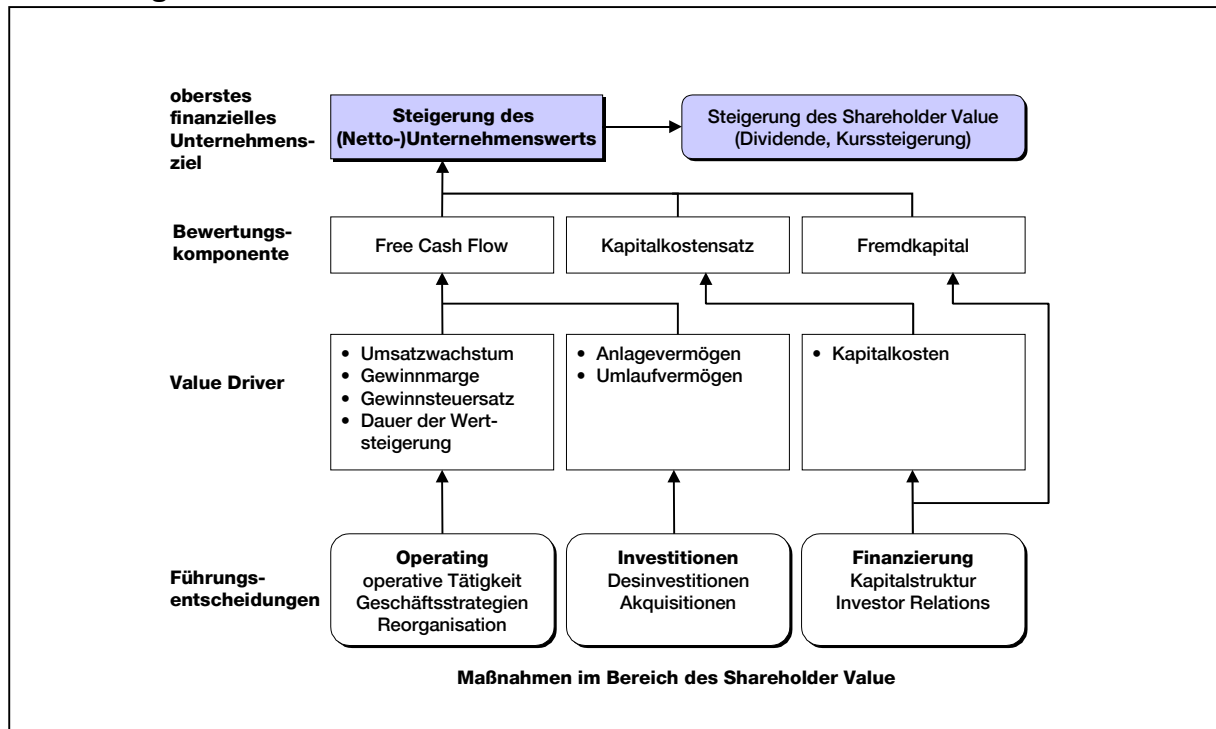
<sup>214</sup> vgl. **Hachmeister** (1999:58)



deutlichung von Kausalzusammenhängen zwischen strategischen Entscheidungen und der angestrebten Unternehmenswertentwicklung.

Rappaport hat das Konzept der Werttreiber präzisiert und führt in seinem Shareholder Value-Netzwerk folgende Value Driver auf – Umsatzwachstum, betriebliche Gewinnmarge, Gewinnsteuersatz, Investitionen ins Umlaufvermögen, Investitionen ins Anlagevermögen, Kapitalkosten und Dauer der Wertsteigerung (Abb.7⇒).<sup>215</sup>

**Abbildung 7: Shareholder Value-Netzwerk**



Quelle: Drill (1995:29) auf Basis von Rappaport (1995:79)<sup>216</sup>

Das Shareholder Value-Netzwerk ist ein hierarchisch strukturiertes und spezifisch auf die finanzwirtschaftliche Dimension einer Unternehmung ausgerichtetes Zielsystem, das durch interdependente Beziehungen zwischen den betrieblichen Entscheidungsebenen, den Werttreibern und den Bewertungskomponenten geprägt wird.

Welge / Al-Laham stellen die Ebene der operativen Führungsentscheidungen differenziert dar, da diese als unternehmerisches Basishandeln die Voraussetzungen für die Schaffung von Shareholder Value bilden.<sup>217</sup>

1. Operating-Entscheidungen betreffen das laufende Geschäft. Hierzu zählen beispielsweise Entscheidungen über das Leistungsprogramm, die Preispolitik oder den Vertrieb, die im wesentlichen auf den Umsatz und die Gewinnmarge wirken.

<sup>215</sup> vgl. **Rappaport** (1995:79). Zur Kritik der Value Driver; vgl. **Hachmeister** (1999:58)

<sup>216</sup> Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, daß **Drill** (1995:29) den Bereich Finanzierung durch die Hinzunahme der Investor Relations erweitert.

<sup>217</sup> **Welge / Al-Laham** (1999:138); vgl. auch **Rappaport** (1995:79f)

2. Investitionsentscheidungen sind stärker strategische Entscheidungen wie beispielsweise Kapazitätserweiterungen oder Investitionen / Desinvestitionen in Geschäftsbereichen.
3. Finanzierungsentscheidungen betreffen z.B. das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital oder die Wahl von Finanzierungsinstrumenten.

Der Funktionsbereich Investor Relations ist in dieser Systematik den Finanzierungsentscheidungen der Unternehmensführung zuzuordnen. In der Konsequenz sind alle Investor Relations-Entscheidungen im Hinblick auf das Beeinflussungspotential bezüglich des Wertgenerators Kapitalkosten zu bewerten. Zentrales Ziel aller finanzorientierten Aktivitäten ist die Senkung der Kapitalkosten, um über diese Stellgröße, d.h. durch einen niedrigeren Kapitalkostensatz, eine verbesserte Diskontierung des Free Cash Flows und damit letztlich eine Steigerung des Unternehmenswertes zu erreichen.<sup>218</sup> Insbesondere aufgrund der Fähigkeit zum Abbau von Informationsasymmetrien und der daraus resultierenden Minimierung von Risikoabschlägen seitens der Anleger ist in der Literatur unbestritten, daß Investor Relations die Kapitalkosten beeinflussen.<sup>219</sup>

Wie am Beispiel Investor Relations exemplarisch gezeigt, basiert das Konstruktionsprinzip des Shareholder Value-Netzwerks generell auf stringenten Mittel-Zweck-Überlegungen. Zur Erreichung des übergeordneten Wertsteigerungsziels sind konkrete Maßnahmenentscheidungen auf der operativen, investiven und finanziellen Ebene immer zielgerichtet im Hinblick auf die spezifischen Value Driver zu treffen, da sich deren Beeinflussung aufgrund der systemimmanenten, linearen Kausalstruktur des Shareholder Value-Netzwerks in einer Veränderung der Bewertungskomponenten Free Cash Flow und Kapitalkostensatz niederschlägt. Dies wiederum hat zur Folge, daß der Unternehmenswert beeinflußt und somit im Idealfall der Shareholder Value nachhaltig gesteigert wird.<sup>220</sup>

Insgesamt stellt das Shareholder Value-Netzwerk ein handlungsorientiertes Managementinstrumentarium dar, das über operationalisierte und wirkungsrelationale Einzelfaktoren sowohl eine finanzielle Folgeabschätzung geschäftlicher Aktivitäten sowie damit einhergehend eine optimierte Ressourcenallokation ermöglicht als auch den Wertbeitrag einzelner Geschäftseinheiten zum finanziellen Unternehmensziel meßbar macht.<sup>221</sup>

Um einzelne Maßnahmen der wertorientierten Unternehmensführung und deren potentielle Alternativen zu bewerten, werden die traditionellen Erfolgsindikatoren, wie z.B. der absolute Gewinn, der Return On Investment (ROI) und die Eigenkapitalrendite (Return On Equity = ROE), durch den aussagekräftigeren Free Cash Flow in

---

<sup>218</sup> vgl. **Allendorf** (1996:39)

<sup>219</sup> vgl. **Siersleben** (1999:129ff) und ausführlich **Tiemann** (1997:128ff)

<sup>220</sup> vgl. **Faltz** (1999:19)

Verbindung mit den Kapitalkosten ersetzt.<sup>222</sup> Nicht mehr der buchhalterische Gewinn – in Form eines Überschusses der Erträge über die Aufwendungen einer Periode – stellt aus Investorensicht den relevanten Maßstab für die Wertsteigerung dar, sondern die (künftig) erwirtschafteten Zahlungsströme.

### 2.1.1. Dysfunktionalität klassischer Kennzahlen zur Performance-Messung

Die Eignung jahresabschlußorientierter Gewinngrößen als Ziel- und Steuerungsparameter des strategischen Managements wird in den letzten Jahren zunehmend kritisch gesehen.<sup>223</sup> Aus dem Rechnungswesen abgeleitete Kennziffern, wie z.B. der effektive Gewinn einer Gesellschaft, werden als lediglich begrenzt geeignet angesehen, den Erfolg einer Unternehmung adäquat darzustellen.<sup>224</sup> Grund hierfür ist in erster Linie, daß die traditionellen, d.h. die periodisierten und vergangenheitsorientierten Kennzahlen des Rechnungswesens nicht den ökonomischen Wert (bzw. die ökonomische Wertsteigerung) ausdrücken.<sup>225</sup>

Letztgenannte Referenzgrößen (ökonomischer Wert bzw. -steigerung) sind jedoch im Rahmen des Shareholder Value-Konzepts zur Beurteilung der Performance und des strategischen Erfolgs einer Unternehmung unerlässlich.<sup>226</sup> Für den Anteilseigner, der primär von der Unternehmenswertsteigerung profitiert, ist demnach die Aussagekraft des Gewinns als Erfolgsindikator stark limitiert.

So zeigen Copeland / Koller / Murrin anhand empirischer Untersuchungen, daß Buchgewinne und Aktienkurse nur schwach korreliert sind und somit das Gewinnwachstum ein schlechter Indikator für die Wertentwicklung ist.<sup>227</sup> „Aufwands- und ertragsorientierte Größen lassen nicht in jedem Fall erkennen, ob es zu einer Steigerung des Unternehmenswertes kommt oder nicht. Hierzu ist einzig eine Bewertungsmethode imstande, die *finanzwirtschaftliche Cash-Flow-Größen* berücksichtigt [Hervorhebungen im Original; CZ].“<sup>228</sup> Rappaport weist ebenfalls theoretisch und empirisch auf die unzuverlässige Verbindung von Gewinnwachstum und Eigentümerrendite hin.<sup>229</sup> Hachmeister formuliert sogar, daß für den an Konsumzielen und damit an konkreten Zahlungsströmen (Dividende und Kurswertsteigerungen) interessierten

<sup>221</sup> vgl. **Drill** (1999: 30); **Jansch** (1999:131)

<sup>222</sup> vgl. **Drill** (1995:30); **Janisch** (1993:64)

<sup>223</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:129f); **Jansch** (1999:131); **Copeland / Koller / Murrin** (1998:99f); **Friedlaender / Stabernack** (1998:31ff); **Knorren** (1998:10f); **Müller** (1998b:139ff); **Täubert** (1998:27); **Rappaport** (1995:19ff); **Bischoff** (1994:12ff)

<sup>224</sup> vgl. **Jansch** (1999:131); **Faltz** (1999:21ff); **Täubert** (1998:27); **Peschke** (1997:49ff); **Drill** (1995:40ff); **Rappaport** (1995:19ff). Zu den Unzulänglichkeiten traditioneller (Bilanz-)Kennzahlen als Meßgrößen des Unternehmenswerts siehe Kap. 6.1.

<sup>225</sup> vgl. **Bischoff** (1994:13), der darauf verweist, daß die in der Finanzbuchhaltung bzw. in der Kosten- und Leistungsrechnung verwendeten Meßgrößen Ertrag und Aufwand bzw. Leistungen und Kosten nicht dem primären Interesse der an Ein- und Auszahlungen orientierten Investoren Rechnung tragen.

<sup>226</sup> vgl. **Rappaport** (1995:20)

<sup>227</sup> vgl. **Copeland / Koller / Murrin** (1998:106ff)

<sup>228</sup> vgl. **Drill** (1995:25)

<sup>229</sup> vgl. **Rappaport** (1995:28ff)

Investor bilanziell ermittelte Gewinne irrelevant sind.<sup>230</sup> Grundsätzlich setzen Dividendenzahlungen zwar buchhalterisch einen bilanziell ausgewiesenen Gewinn voraus. Die faktische Ausschüttung von Dividenden hängt allerdings von der Existenz eines Liquiditätsüberschusses zum Zahlungszeitpunkt ab.<sup>231</sup>

Der buchhalterischen Erfolgsmessung wird damit eine unzureichende Validität im Hinblick auf die Messung des Zielerreichungsgrades zugesprochen, da ein Gewinnwachstum nicht unbedingt mit der Steigerung des Unternehmenswertes korreliert und die Wertschöpfung für den Eigenkapitalgeber nicht automatisch maximiert wird.<sup>232</sup>

Ein Grund für die Nichteignung des Gewinns als singulärer Erfolgsindikator ist dessen Periodizität. Die Unternehmenspraxis ist dagegen geprägt von periodenübergreifenden Aktivitäten. Knorren führt beispielhaft Investitionen in die Ausbildung von langjährig für das Unternehmen tätigen Mitarbeitern, langfristig angelegte Kundenbeziehungen, etc. an.<sup>233</sup> Besonders erwähnenswert ist, daß auch aufgrund des handels- und steuerrechtlichen Aktivierungsverbots unentgeltlich erworbener immaterieller Wirtschaftsgüter der Gewinn den Wertsteigerungseffekt periodenübergreifender Aktivitäten nur unvollkommen erfaßt.<sup>234</sup> Eine überperiodische und zukunftsgerichtete Betrachtung ist daher besser als das traditionelle vergangenheitsbezogene Periodenkonzept geeignet, um den Erfolg wertorientierter Steuerungskonzepte darzustellen.<sup>235</sup>

Als weiterer Grund ist zu nennen, daß der Gewinn eine stark durch die Unternehmensführung beeinflussbare Größe ist.<sup>236</sup> Denn aufgrund der gesetzlich sanktionierten Möglichkeiten der Bilanzpolitik – das sog. Window Dressing<sup>237</sup> – kann der Gewinn unterschiedlich verbucht und bilanziell ausgewiesen werden.<sup>238</sup> Zwar sind erfolgsbeeinflussende Maßnahmen den Richtlinien des Handelsgesetzbuches entsprechend im Anhang des Geschäftsberichts aufzuführen. Dennoch treten in der Praxis durchaus Fälle der Bilanzschönung bzw. der stillen Rücklagenbildung auf, wobei das Ausmaß der bilanzpolitischen Maßnahmen nur unvollständig aus den Angaben im Anhang des Geschäftsberichts quantifizierbar ist.<sup>239</sup> Die Folge ist eine Gewinnverschleierung gegenüber den Anteilseignern.<sup>240</sup> In der Regel dienen rechtmäßige Ge-

---

<sup>230</sup> vgl. **Hachmeister** (1999:11)

<sup>231</sup> vgl. **Rödl / Zinser** (2000:131)

<sup>232</sup> vgl. **Faltz** (1999:21); **Welge / Al-Laham** (1999:131)

<sup>233</sup> vgl. **Knorren** (1998:12)

<sup>234</sup> vgl. **Bischoff** (1994:20)

<sup>235</sup> vgl. **Knorren** (1998:17)

<sup>236</sup> vgl. **Bischoff** (1994:26ff)

<sup>237</sup> vgl. **Bestmann** (2000:898)

<sup>238</sup> So kann der Gewinn beispielsweise durch die Bildung oder Auflösung stiller Reserven bzw. Rücklagen, durch das Hinauszögern von Investitionen bzw. durch Minderausschüttungen von Dividenden erheblich beeinflusst werden; vgl. **Janisch** (1993:94).

<sup>239</sup> vgl. **Schierenbeck** (1998:608)

<sup>240</sup> vgl. **Bischoff** (1994:27)

winnregulierungen zwar zur Verstetigung der Gewinn- und Dividendenpolitik.<sup>241</sup> Gleichzeitig führen derartige Beeinflussungsmöglichkeiten bzw. bilanzpolitische Spielräume jedoch dazu, daß „[...] der *ausgewiesene Gewinn* letztlich *zufällig oder willkürlich* ist [Hervorhebungen im Original; C.Z.]“<sup>242</sup>.

Rappaport nennt folgende wesentliche Kritikpunkte, die die Unzulänglichkeiten des Gewinns als Steuerungsgröße für die wertorientierte Unternehmensführung verdeutlichen:<sup>243</sup>

#### 1. Ansatz- und Bewertungswahlrechte

In der Bundesrepublik eröffnen die gesetzlich sanktionierten Regelungen für die Erstellung von Bilanzen bzw. Gewinn- und Verlustrechnungen z.T. erhebliche Ansatz- und Bewertungswahlrechte. So beeinflusst z.B. die Auswahl der Abschreibungsmethode (degressiv bzw. linear) die Höhe der Abschreibungsbeträge und ist damit ebenso wie der Einsatz alternativer Bewertungsverfahren – z.B. unterschiedliche Verbrauchsfolgeverfahren bei der Bewertung von Lagerbeständen – gewinnrelevant. Gleiches gilt für die bilanzielle Behandlung von immateriellen Geschäfts- oder Firmenwerten, die in Abhängigkeit von ihrer Aktivierung oder Passivierung den Gewinn erhöhen oder vermindern.

Durch die Anwendung von Ansatz- und Bewertungswahlrechten wird zum einen die Kapitalallokation innerhalb der Unternehmung erschwert, da der Erfolg einzelner strategischer Geschäftseinheiten aufgrund mangelnder Vergleichbarkeit nur unzureichend bewertet werden kann. Zum anderen wird die Kapitalallokation zwischen Unternehmungen, Branchen und anderen Investitionsobjekten für den Finanzmarkt schwieriger, da die ausgewiesenen Gewinne nur eingeschränkt vergleichbar sind. Eine gesamtwirtschaftliche Fehlallokation finanzieller Ressourcen ist die mögliche Folge.<sup>244</sup>

#### 2. Mangelnde Berücksichtigung geschäftsspezifischer Risiken

Die traditionelle Gewinnermittlung läßt keinen Rückschluß auf die tatsächlichen Risiken des unternehmerischen Handelns zu. Die Risikostruktur einzelner Geschäftsfelder bzw. bestimmter strategischer Optionen läßt sich durch die klassische Steuerungsgröße Gewinn nicht abbilden. Rappaport differenziert das unternehmerische Risiko in das Geschäftsrisiko, das aus dem Wesen der operativen Geschäftstätigkeit resultiert, und das finanzielle Risiko, das aus der Finanzstruktur und somit aus dem Verhältnis von Fremd- und Eigenkapital ersichtlich wird. In der Konsequenz müssen die Erträge von Investitionen immer auch vor

<sup>241</sup> vgl. **Schierenbeck** (1998:587)

<sup>242</sup> **Kunz** (1998:393)

<sup>243</sup> vgl. **Rappaport** (1995:20ff); siehe zusätzlich **Welge / Al-Laham** (1999:130); **Friedlaender / Sta-bernack** (1998:31ff); **Knorren** (1998:10f); **Müller** (1998b:139f); **Peschke** (1997:50f); **Klien** (1995:23)

<sup>244</sup> vgl. **Bischoff** (1994:32f)

dem Hintergrund der potentiell damit einhergehenden Risikoerhöhung gesehen werden. Diese muß durch die Investition mindestens ausgeglichen werden, da sich andernfalls für den Kapitaleigner trotz möglicher Gewinnsteigerung eine Wertvernichtung ergibt.

3. Unzureichende Berücksichtigung von Investitionserfordernissen

Strategische Investitionen ins Umlauf- bzw. Anlagevermögen (Working Capital), die u.a. zur Substanzerhaltung dienen können, aber vor allem auf die Sicherung und den Aufbau von Erfolgspotentialen abzielen, sind zunächst gewinnneutral und wirken sich erst durch ihre Abschreibung auf die Gewinnermittlung aus.

4. Vernachlässigung der Dividendenpolitik

Unter Shareholder Value-Aspekten dürfen Gewinne nicht mit dem Hinweis auf Ertragssteigerungen in künftigen Perioden thesauriert werden, sondern dürfen nur in der Unternehmung verbleiben, wenn die zu erwartenden Renditen über den Eigenkapitalkosten liegen. Die einbehaltenen Gewinne müssen substantiell zur künftigen Wertsteigerung der Unternehmung beitragen.

5. Fehlende Berücksichtigung des Zeitwertes des Geldes

Bei der Gewinnermittlung, d.h. bei der Verwendung einperiodiger Kennzahlen, findet der Zeitwert des Geldes keine Berücksichtigung. Dabei geht es vor allem um die Zeitpräferenz der Anleger. Der rationale Investor zieht einen heute zufließenden Geldbetrag einem später zufließenden Geldbetrag (in gleicher Höhe) vor, weil er in der Zwischenzeit Zinseffekte für sich nutzen kann und einen vergleichsweise höheren Endwert des Betrages erwirtschaften kann. Prognostizierte Gewinne müssen daher abgezinst werden. Die Diskontierung zukünftiger Zahlungsüberschüsse ist daher ein integraler Bestandteil des Shareholder Value-Konzepts.

Über die o.g. Punkte hinaus wird die Kritik am Gewinn mit der auf rein finanzielle Inhalte beschränkten Aussagefähigkeit der aus dem Rechnungswesen abgeleiteten Kennzahlen begründet.<sup>245</sup> Gerade in diesem Bereich leistet der Shareholder Value-Ansatz im Sinne des Eigenkapitalgebers einen echten Beitrag zur Beseitigung von Defiziten der handelsrechtlichen Rechnungslegung, die noch immer den Gläubigerschutz gegenüber dem Inhaberschutz in den Vordergrund stellt.<sup>246</sup>

Während bisher im Jahresabschluß als einer der wichtigsten Informationsquellen für Anleger lediglich vergangenheitsbezogene, einperiodige Finanzkennzahlen kommuniziert wurden, weist das Shareholder Value-Konzept eine ausgesprochene Zukunftsorientierung aus. Zwar wird der Prognosehorizont für die künftigen Cash Flows in der Regel begrenzt – zumeist wird für fünf Perioden geschätzt, um dann den

<sup>245</sup> vgl. **Faltz** (1999:22); **Täubert** (1998:27)

<sup>246</sup> vgl. **Bischoff** (1994:28)

Restwert festzusetzen.<sup>247</sup> Aber allein durch die Berücksichtigung der Cash Flow-Entwicklung über diesen Planungszeitraum wird offensichtlich, daß der Shareholder Value-Ansatz im Gegensatz zur buchhalterischen Periodenrechnung durch eine deutliche Zukunftsgerichtetheit geprägt ist und den „[...] langfristigen, mehrperiodischen Investitions- und Projektcharakter von Strategien und einzelnen strategischen Geschäftsfeldern durch die zukunfts- und endzielorientierte Betrachtung der Investitionsrechnung“<sup>248</sup> berücksichtigt.<sup>249</sup> Es findet eine Integration strategiebezogener und aktienkursrelevanter Determinanten in den Prozeß der Unternehmensbewertung statt.<sup>250</sup> Mit der Projektion sämtlicher bewertungsrelevanter Kennziffern wird im Rahmen der Wertorientierung gewährleistet, daß die langfristigen Auswirkungen von strategischen Managemententscheidungen Berücksichtigung finden und präzisiert werden.<sup>251</sup>

Vor dem Hintergrund der hier dargestellten Kritik sind auch andere relative Kennzahlen, die zumeist für einen Vergleich verschiedener Unternehmen benutzt werden, wie der Return On Investment (ROI), der Return On Equity (ROE) bzw. vor allem in der Finanzanalyse verwendete Parameter wie der Gewinn je Aktie (Earnings Per Share = EPS) bzw. das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV / Price-Earnings-Ratio = PER) nur beschränkt aussagekräftig.<sup>252</sup>

## 2.2. Interne Umsetzung wertorientierter Unternehmensführung

Zur Ermittlung des Shareholder Value bzw. zur Unterstützung eines wertorientierten Managements in der Unternehmung existieren unterschiedliche Methoden und Steuerungsinstrumente. Nachfolgend soll der Discounted Cash Flow in seinen Grundzügen vorgestellt werden. Daneben existieren zahlreiche weitere Modelle, wie u.a. der Cash Flow Return on Investment (CFROI)<sup>253</sup> und der Economic Value Added (EVA)<sup>254</sup>, die ebenfalls eine Wertsteigerungsperspektive verfolgen. Allerdings haben diese Methoden in der Praxis nicht den Stellenwert und den Verbreitungsgrad des DCF-Modells<sup>255</sup>, so daß sie im folgenden nicht weiter behandelt werden.

---

<sup>247</sup> vgl. **Erichsen** (2000:216); **Blättchen / Jacquillat** (1999:156); **Welge / Al-Laham** (1999:137); **Eberhardt** (1998:136f); **Drill** (1995:27) und ausführlich zur Bestimmung des Prognosehorizonts **Klien** (1995:151ff), der die Länge des Prognosehorizonts an die geschätzte Lebensdauer und damit an die Fähigkeit einer Unternehmensstrategie koppelt, Wertsteigerungen zu erzielen.

<sup>248</sup> vgl. **Bischoff** (1994:85)

<sup>249</sup> vgl. zum periodenübergreifenden Totalerfolgsausweis **Knorren** (1998:12f)

<sup>250</sup> vgl. **Jansch** (1999:131)

<sup>251</sup> vgl. **Drill** (1995:32)

<sup>252</sup> vgl. **Faltz** (1999:26ff); **Kunz** (1998:393); **Müller** (1998b:139)

<sup>253</sup> vgl. **Lewis** (1994)

<sup>254</sup> vgl. **Stewart** (1991). Für einen Überblick unterschiedlicher Methoden; vgl. **Friedlaender / Stabernack** (1998:34) und die dort angegebene Literatur.

<sup>255</sup> vgl. **Maier** (2001:298); **Müller** (1998b:143)

### 2.2.1. Discounted Cash Flow-Ansatz

Der Discounted Cash Flow-Ansatz (DCF-Ansatz)<sup>256</sup> weist in der Praxis einen hohen Bekanntheitsgrad und zunehmende Bedeutung auf. In Deutschland ist diese Methode das meistpraktizierte Verfahren und kommt bei einem Drittel aller Unternehmensbewertungen zur Anwendung.<sup>257</sup> Im Gegensatz zu den klassischen Kennzahlen läßt sich der Cash Flow relativ präzise aus den extern verfügbar gemachten Daten, z.B. aus dem Geschäftsbericht, berechnen, da die Cash Flow-relevanten Daten nicht durch buchhalterische Maßnahmen und kalkulatorische Ansätze beeinflusst werden.<sup>258</sup>

Grundsätzlich handelt es sich beim DCF-Modell um ein investitionstheoretisch gestütztes Verfahren<sup>259</sup>, das formal auf der Kapitalwertmethode<sup>260</sup> basiert und bei dem sich der Unternehmenswert als Barwert zukünftiger Cash Flows ergibt, die mit einem zu ermittelnden Kapitalkostensatz abgezinst werden.<sup>261</sup>

Dabei wird zwischen der Eigenkapitalmethode (Equity-approach oder Netto-Methode) und der Gesamtkapitalmethode (Entity-approach oder Brutto-Methode) unterschieden.<sup>262</sup> Bei der **Eigenkapitalmethode** werden lediglich die Cash Flows mit dem Eigenkapitalkostensatz abgezinst, die zur Befriedigung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber zur Verfügung stehen. Dagegen werden bei der **Gesamtkapitalmethode** sowohl die für die Eigenkapitalgeber als auch die für die Fremdkapitalgeber zur Verfügung stehenden Cash Flows berücksichtigt.<sup>263</sup>

In der Literatur zur DCF-Methode dominiert die mit dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz arbeitende Gesamtkapitalmethode, die daher auch in dieser Arbeit zugrunde gelegt wird (Abb.8⇨).<sup>264</sup>

<sup>256</sup> vgl. **Eidel** (1999:36ff); **Copeland / Koller / Murrin** (1998:157ff); **Eberhardt** (1998:118ff); **Knorren** (1998:37ff); **Rappaport** (1995:53ff); **Unzeitig / Köthner** (1995:64ff); **Bühner** (1994:35ff); **Guatri** (1994:112ff) sowie ausführlich **Hachmeister** (1999)

<sup>257</sup> Eine Studie der Beratungsgesellschaft Coopers & Lybrand bestätigt empirisch, daß das Discounted Cash Flow-Verfahren in Deutschland die am häufigsten angewendete Methode zur Erzielung von Shareholder Value ist; vgl. **Coopers & Lybrand** (1997:20). Zudem **Rödl / Zinser** (2000:285); **Schierenbeck** (1998:393); **Peemöller / Bömelburg / Denkmann** (1994:742)

<sup>258</sup> vgl. **Erichsen** (2000:216); **Unzeitig / Köthner** (1995:65)

<sup>259</sup> In der Literatur liegt kein einheitliches Berechnungsschema für den Discounted Cash Flow vor. Die beiden bekanntesten Ansätze von **Rappaport** (1995:53ff) und **Copeland / Koller / Murrin** (1998:157ff) weisen einen hohen Übereinstimmungsgrad auf und unterscheiden sich lediglich in der Methodik zur Cash Flow-Ermittlung. Rappaport wählt die direkte, Copeland / Koller / Murrin die indirekte Methode, die aus dem Jahresabschluß abgeleitet werden kann. Da der letztgenannte Ansatz insbesondere bei Finanzanalysten auf eine breite Akzeptanz stößt, beziehen sich die folgenden Ausführungen auf die indirekte DCF-Methode.

<sup>260</sup> vgl. ausführlich zur Kapitalwertmethode **Unzeitig / Köthner** (1995:55)

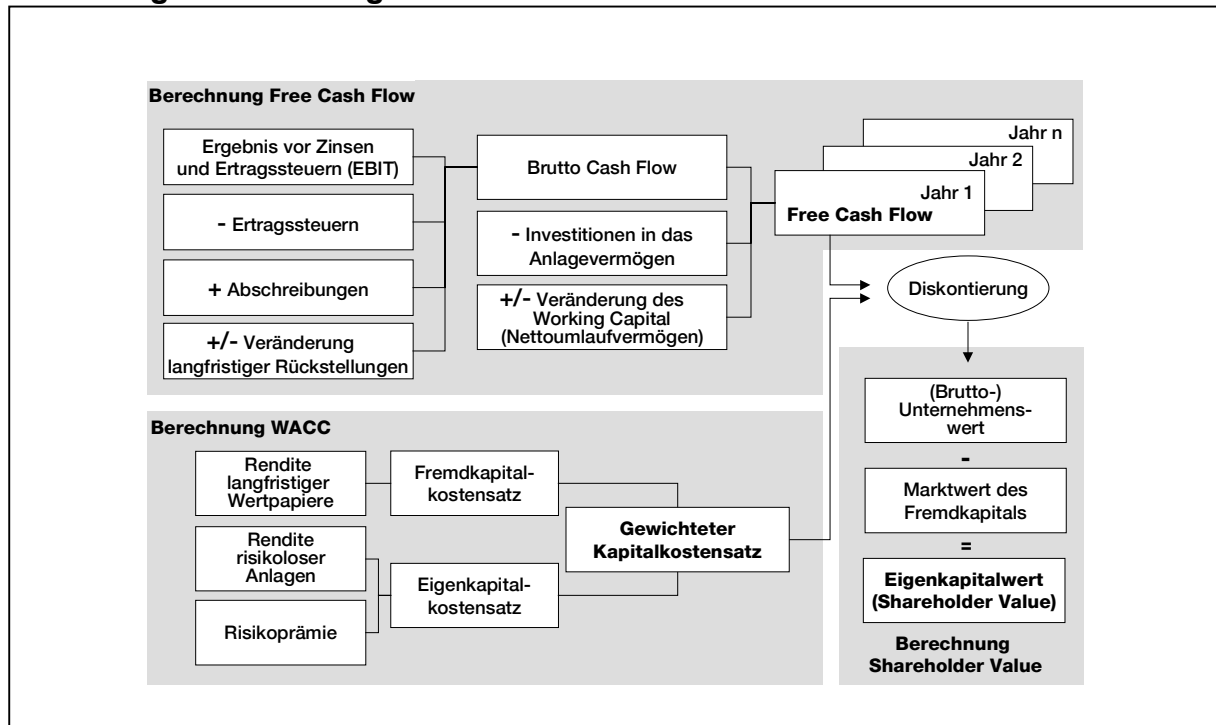
<sup>261</sup> vgl. **Faltz** (1999:33); **Drill** (1995:25)

<sup>262</sup> vgl. **Eidel** (1999:36f, 39f)

<sup>263</sup> vgl. **Knorren** (1998:40)

<sup>264</sup> vgl. **Eidel** (1999:37); **Copeland / Koller / Murrin** (1998:119ff); **Knorren** (1998:41); **Klien** (1995:27ff); **Rappaport** (1995:53ff); **Unzeitig / Köthner** (1995:61ff); **Herter** (1994:40f);



**Abbildung 8: Ermittlung des Shareholder Value nach der DCF-Methode**

Quelle: modifiziert nach Koch / Wegmann (1998:136) und Drill (1995:26)

Die Ermittlung des Shareholder Value geschieht zunächst einmal ohne die Einbeziehung der Kapitalstruktur (Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital). Das Ergebnis vor Steuern und Zinsen dient als Ausgangspunkt. Nach Abzug der Ertragssteuern und unter Berücksichtigung von Abschreibungen und Veränderungen der langfristigen Rückstellungen kann der Brutto Cash Flow indirekt abgeleitet werden. Abzüglich der Investitionen in das Anlagevermögen und unter Einbeziehung der Veränderungen des Umlaufvermögens ergibt sich der Free Cash Flow, der als entnahmefähiger Zahlungsüberschuß prinzipiell für die Bedienung, d.h. die Abgeltung der Zahlungsansprüche der Kapitalgeber, frei zur Verfügung steht.<sup>265</sup>

Allerdings beschränkt sich der auf diese Weise berechnete Free Cash Flow lediglich auf eine Periode, so daß er keine hinreichende Aussagekraft bezüglich des Unternehmenswertes aufweist, da die Zukunftsgerichtetheit und die Zeitpräferenzen der Anleger nicht ausreichend berücksichtigt wird. Für den Unternehmenswert ist vielmehr ausschlaggebend, welche Kapitalströme in Form von Free Cash Flows die Unternehmung in Zukunft erwirtschaften kann. Diese Werte werden für die künftigen Perioden auf Basis von Daten aus der Unternehmensplanung prognostiziert.

<sup>265</sup> vgl. Unzeitig / Köthner (1995:65)

**Exkurs:** Für die **Genauigkeit einer Projektion** zukünftiger Unternehmenserträge ist ausschlaggebend, welchen Differenzierungsgrad die der Prognose zugrunde liegenden, erfolgsbestimmenden Faktoren innerhalb eines verwendeten Planungsmodells<sup>266</sup> aufweisen. Dabei sind zwei Aspekte besonders zu beachten:<sup>267</sup>

#### 1. Bestimmung der Erfolgsfaktoren

Durch eine Analyse der Erfolgsfaktoren wird versucht, die Voraussetzungen für zukünftige Erfolge zu ermitteln und diese nach Relevanzkriterien zu priorisieren. Dazu muß jede Strategieoption in die einzelnen Erfolgsfaktoren dekomponiert werden. Darüber hinaus sind die funktionalen Beziehungen der Erfolgsfaktoren zueinander sowie die kausalen Wirkungsrelationen in bezug auf den Unternehmenswert zu identifizieren und zu bestimmen. In abstrakter Form bilden Value Driver bzw. Wertgeneratoren die Erfolgsfaktoren und Wirkungsrelationen ab. In der Regel basiert die prospektive Bewertung der Erfolgsfaktoren und ihrer multikausalen Beziehungen auf Plausibilitätsüberlegungen, Erfahrungen der Bewerter<sup>268</sup>, empirischen Erhebungen und auf modelltheoretischen Überlegungen.<sup>269</sup> Aufgrund dieser z.T. subjektivierten Bestimmung von Erfolgsfaktoren ist auch die Festlegung von Wertgeneratoren nicht mit absoluter Exaktheit, sondern lediglich in einer bestimmten Bandbreite sinnvoll möglich. Es existiert eine Unsicherheit bei der Erfolgsschätzung für künftige Perioden.

#### 2. Berücksichtigung der Prognoseunsicherheit

Die o.g. Aussage läßt sich generalisieren: Die Wirkung strategischer Unternehmensentscheidungen auf die Entwicklung zukünftiger Zahlungsströme kann lediglich geschätzt werden und stellt daher immer nur einen mit Unsicherheit<sup>270</sup> behafteten Näherungswert dar. Der Sicherheitsgrad einer Prognose kann in der Regel nur auf Kosten einer Informationsanreicherung gesteigert werden.<sup>271</sup>

Grundsätzlich ist davon auszugehen, daß die Free Cash Flows valide nur bis zu einem bestimmten Prognosehorizont, der normalerweise fünf bis maximal zehn Peri-

<sup>266</sup> Verwendbar sind statische Projektions-, Simulations- oder Optimierungsmodelle. Zu diesem Fragekomplex der Unternehmensplanung; vgl. **Hachmeister** (1999:74ff).

<sup>267</sup> vgl. **Hachmeister** (1999:72f)

<sup>268</sup> Auch die subjektive Wahrscheinlichkeitseinschätzung von Unsicherheitssituationen im Rahmen der Investitionsrechnung bildet Glaubwürdigkeitsziffern auf Basis subjektiver Erfahrungen; vgl. **Perridon / Steiner** (1999:99). **Helling** (1994:89) führt an, daß es an adäquaten Alternativen zu dieser Vorgehensweise fehlt. Bei Ablehnung des subjektiven Wahrscheinlichkeitsbegriffs kann die Zukunftserwartung nicht in geeigneter Weise berücksichtigt werden, was dem Bewertungskalkül ein wesentliches wertbestimmendes Element entziehen würde.

<sup>269</sup> vgl. **Hachmeister** (1999:78)

<sup>270</sup> vgl. **Helling** (1994:88). Unter dem Begriff der Unsicherheit wird der Unsicherheitsgrad verstanden, der aus der (Un-)Vorhersehbarkeit zukünftiger Ereignisse resultiert. Dabei werden zwei Kategorien der Unsicherheit unterschieden. 1. Unsicherheit erster Ordnung: Es ist bekannt, daß bestimmte Ereignisse zukünftig eintreten können, allerdings kann die Eintrittswahrscheinlichkeit nicht abgeschätzt werden. 2. Unsicherheit zweiter Ordnung: Es ist unbekannt, welche Ereignisse überhaupt eintreten können. Im Fall der Unternehmensbewertung liegen in der Regel beide Formen der Unsicherheit vor.

oden beträgt, abgeschätzt werden können. Daher ist für den Zeitraum jenseits dieses Horizonts eine Regelung zu treffen. Häufig wird das Vorgehen gewählt, daß der Free Cash Flow des letzten Planungsjahres als konstanter Wert fortgeschrieben wird (Konzept der ewigen Rente<sup>272</sup>) bzw. jährlich um einen spezifischen Prozentsatz zunimmt. Diese Prognose des Free Cash Flows jenseits des Planungshorizonts bezieht den Rest- oder Fortführungswert der Unternehmung.<sup>273</sup>

### 2.2.2. Weighted Average Cost of Capital

Um die Bar- bzw. Gegenwartswerte der zukünftig erwarteten Free Cash Flows zu berechnen, kommt der gewichtete Mittelwert aus dem Eigenkapital- und dem durchschnittlichen Fremdkapitalkostensatz zur Verwendung (Weighted Average Cost of Capital = WACC).<sup>274</sup> „Dabei werden die jeweiligen Anteile von Fremdkapital und Eigenkapital am Gesamtkapital mit den jeweiligen prozentualen Kosten für Fremdkapital und den Kosten für Eigenkapital multipliziert und addiert.“<sup>275</sup>

Da diese Berechnung auf die Zukunft bezogen geschieht, sollte sich die Gewichtung von Eigen- und Fremdkapitalkostensatz an der langfristig geplanten und nicht an der gegenwärtigen **Kapitalstruktur** orientieren.<sup>276</sup> Als Berechnungsgrundlage des Diskontierungsfaktors dienen jeweils die Marktwerte und nicht die Buchwerte von Fremd- und Eigenkapital.<sup>277</sup>

Der Kapitalkostensatz stellt die Mindestverzinsung dar, die eine Unternehmung mittels Investitionen und Strategien bzw. durch den Betrieb von Geschäftseinheiten erzielen muß, um Wertsteigerungen für den Kapitalgeber zu realisieren bzw. um zumindest kein Aktionärsvermögen zu vernichten.<sup>278</sup> Die Kapitalkosten einer Unternehmung sind identisch mit den minimalen Renditeforderungen der Kapitalgeber.<sup>279</sup> Als Mischzins spiegelt der Kapitalkostensatz die Verzinsungserwartungen von Eigen- und Fremdkapitalgebern additiv wider.<sup>280</sup>

Zur **Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes** werden langfristige Renditen herangezogen, wie sie markt- bzw. bankenüblich zum Bewertungszeitpunkt gefordert werden.<sup>281</sup> Grundsätzlich kann dabei auf langfristige Anleihen der Unternehmung bzw. auf Anleihen anderer Unternehmungen mit vergleichbarem Rating (z.B. durch die Ratingagenturen Standard & Poor's oder Moody's) Bezug genommen werden.<sup>282</sup>

<sup>271</sup> vgl. **Schierenbeck** (1998:86)

<sup>272</sup> vgl. **Schierenbeck** (1998:391)

<sup>273</sup> vgl. **Erichsen** (2000:218)

<sup>274</sup> vgl. für eine formelhafte Darstellung **Klien** (1995:95)

<sup>275</sup> **Unzeitig / Köthner** (1995:84)

<sup>276</sup> vgl. **Peschke** (1997:65). Zur Relevanz bzw. Irrelevanz der Kapitalstruktur für die Kapitalkosten; vgl. **Klien** (1995:145)

<sup>277</sup> vgl. **Peschke** (1997:65); **Drill** (1995:27); **Unzeitig / Köthner** (1995:85); **Bühner** (1994: 37)

<sup>278</sup> vgl. **Friedlaender / Stabernack** (1998:35)

<sup>279</sup> vgl. **Peschke** (1997:64)

<sup>280</sup> vgl. **Rödl / Zinser** (2000:287)

<sup>281</sup> vgl. **Bühner** (1994:22)

<sup>282</sup> vgl. **Blättchen / Jacquillat** (1999:160)

Rödl / Zinser schlagen alternativ vor, den veröffentlichten Zinssatz von Großkrediten zu verwenden.<sup>283</sup> Beim Ansatz der Fremdkapitalkosten im Rahmen der DCF-Methode ist vor allem aber auf eine Übereinstimmung der zugrunde liegenden Zeiträume zu achten. Bei der Berechnung des Kapitalkostensatzes sollten daher die Laufzeiten der die Fremdkapitalkosten determinierenden Zinsen mit dem Planungshorizont der Cash Flows korrespondieren.<sup>284</sup> Die direkte, interne Bestimmung der Fremdkapitalkosten ist vergleichsweise unkompliziert, da alle wesentlichen Kostenbestandteile (z.B. Zinsen, Disagio, Nebenentgelte) vertraglich fixiert sind.<sup>285</sup>

Die **Ermittlung der Eigenkapitalkosten** stellt sich vergleichsweise kompliziert dar. Grundsätzlich setzen sich die Eigenkapitalkosten aus zwei Komponenten zusammen: Aus dem Zinssatz für risikofreie Anlagen (z.B. die Rendite langfristiger Bundesobligationen<sup>286</sup>) und einem Zuschlag für das übernommene Risiko.<sup>287</sup> Gemeinsam ergeben beide Faktoren die geforderte Eigentümerrendite (Abb.9⇨). Zur Schätzung der Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber werden in der modernen Kapitalmarkttheorie<sup>288</sup> explikative Gleichgewichtsmodelle verwendet, anhand derer der Preisbildungsprozeß für unsichere Investitionen analysiert wird.<sup>289</sup>

Zu diesem Zweck wird häufig das Capital Asset Pricing Model (**CAPM**) verwendet<sup>290</sup>, das ursprünglich auf die Arbeiten von Sharpe, Lintner und Mossin zurückgeht<sup>291</sup> und auf den Prämissen der Portfoliotheorie von Markowitz<sup>292</sup> über das rationale Verhalten von Investoren basiert. Das CAPM ist ein auf Erwartungsgrößen basierendes Prognosemodell<sup>293</sup>, das den Preis eines einzelnen risikobehafteten Wertpapiers inner-

<sup>283</sup> vgl. **Rödl / Zinser** (2000:288)

<sup>284</sup> vgl. **Rappaport** (1995:60); **Blättchen / Jacquillat** (1999:161) weisen darauf hin, daß alternativ auch ein durchschnittlicher Fremdkapitalkostensatz auf Basis von Vergangenheitsdaten gebildet werden kann.

<sup>285</sup> vgl. **Peschke** (1997:65); **Klien** (1995:143f); **Unzeitig / Köthner** (1995:83)

<sup>286</sup> Der risikolose Zins sollte nicht mit dem aktuellen Wert, sondern mit einem historischen Durchschnittswert angesetzt werden, um eine konstante Höhe der Risikoprämie zu erhalten. Als historischer Durchschnittswert für den risikolosen Zins kann die Rendite eines Rentenindex' fungieren; vgl. **Siersleben** (1999:68).

<sup>287</sup> vgl. **Drill** (1995:28); **Rappaport** (1995:60)

<sup>288</sup> Die moderne Kapitalmarkttheorie befaßt sich mit der Analyse der Preisbildung auf Kapitalmärkten unter Berücksichtigung des Anlegerverhaltens bei unsicheren Erwartungen. Zudem wird versucht, Aussagen über die Kapitalkosten zu treffen und einen dem Risiko der Kapitalanlage entsprechenden Kalkulationszinsfuß abzuleiten; vgl. **Perridon / Steiner** (1999:259f); **Schierenbeck** (1998:377).

<sup>289</sup> vgl. **Schulz** (1999:53)

<sup>290</sup> vgl. ausführlich **Ulschmid** (1994:48ff). Alternative Methoden sind das Dividendenwachstumsmodell, das Optionspreis-Modell und die Arbitrage Pricing Theory (APT); vgl. dazu **Tiemann** (1997:95ff) und **Raster** (1995:74ff). **Schierenbeck** (1998:377) und **Wöhe** (1996:911) bezeichnen das CAPM als das zentrale Modell der Kapitalmarkttheorie. Deshalb und aufgrund seiner Praxisrelevanz wird in dieser Arbeit nur das CAPM differenziert dargestellt.

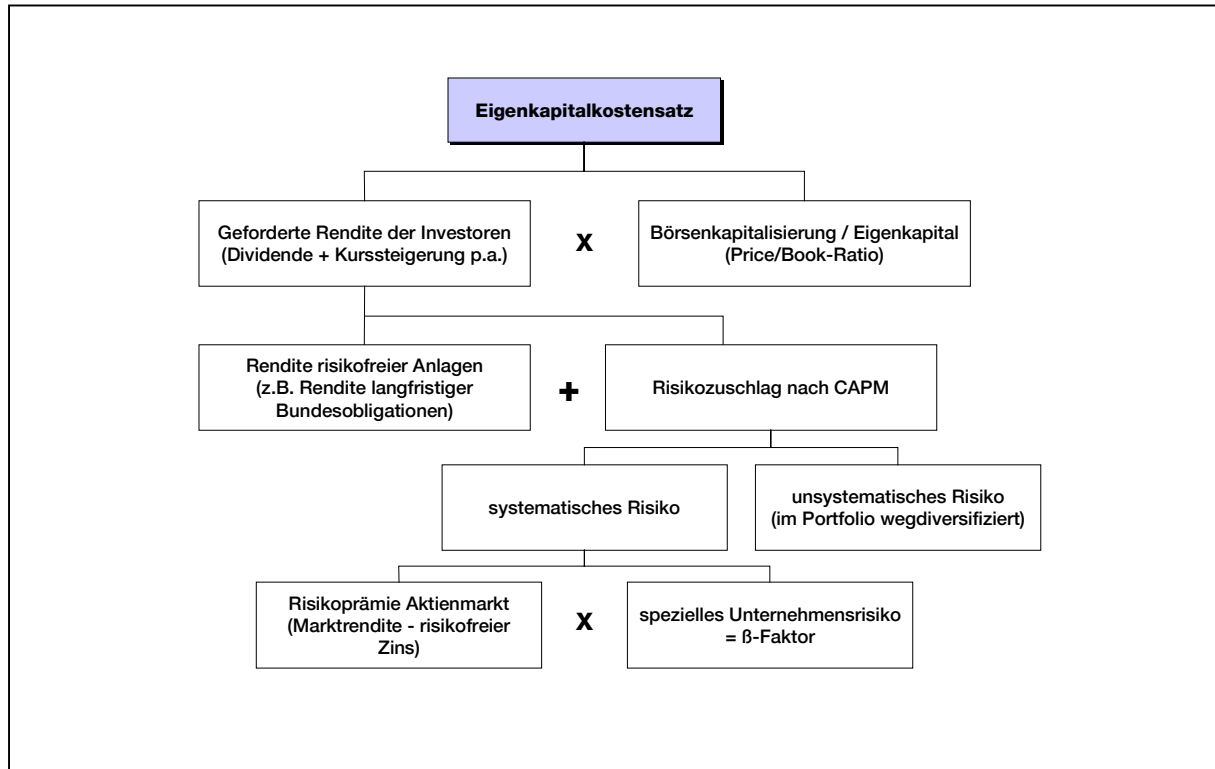
<sup>291</sup> vgl. **Mossin** (1966:768ff); **Lintner** (1965:13ff); **Sharpe** (1964:425ff)

<sup>292</sup> vgl. **Markowitz** (1952:77ff); zu einer konzisen Beschreibung der Grundzüge der Portfoliotheorie; vgl. **Maier** (2001:299)

<sup>293</sup> Das CAPM ist zwar anlegerorientiert, da sich aber die Renditeforderungen der Kapitalgeber mit den Kapitalbeschaffungskosten auf Unternehmensseite decken, kann in der Kalkulation risikoadjustierter Kapitalkosten auf das CAPM zurückgegriffen werden; vgl. **Perridon / Steiner** (1999:911)

halb des Marktportfolios für eine Periode bestimmt und somit die Renditeforderungen von Anlegern in bezug auf einen risikobehafteten Anlagegegenstand für eine Periode konkretisiert. Insbesondere erfährt der Preis, der für die Übernahme einer Risikoeinheit im Kapitalmarktgleichgewicht verlangt wird (Risikoprämie), eine Präzisierung.<sup>294</sup>

### Abbildung 9: Ableitung des Eigenkapitalkostensatzes für die Unternehmung



Quelle: modifiziert nach Rödl / Zinser (2000:289) und Drill (1995:28)

Im CAPM – wie in anderen Kapitalmarktmodellen überwiegend auch – wird ein risikoaverser Investor unterstellt, „[...] der sichere Zahlungen den unsicheren vorzieht und für risikoreichere Anlagen zusätzlich zu einer Normalrendite einen Risikozuschlag fordert“<sup>295</sup>. Formal läßt sich der Sachverhalt wie folgt darstellen:<sup>296</sup>

Eigenkapitalkosten = Rendite für risikofreie Anlagen + Prämie für die Übernahme von Risiko  
Das CAPM trägt diesem risikoscheuen Verhalten der Anleger Rechnung und versucht, den Risikozuschlag zu quantifizieren. Primär werden dabei modelltheoretisch Marktpreise für die Übernahme der Risiken ermittelt, die der Investor im Zuge der Kapitalüberlassung bzw. durch den Aktienerwerb auf sich nimmt.<sup>297</sup> Letztlich haften die Anteilseigner mit ihrer Einlage und werden demnach in einer Forderungssituation gegenüber Fremdkapitalgebern nachrangig behandelt.<sup>298</sup> Je höher daher das Investitionsrisiko für den Investor ist, desto höher muß entsprechend des linearen Rendite-Risiko-Zusammenhangs, auf dem das CAPM basiert, die Risikobereitschaft entgolten

<sup>294</sup> vgl. Allendorf (1996:105f)

<sup>295</sup> Schulz (1999:53); vgl. auch Perridon / Steiner (1999:252)

<sup>296</sup> vgl. Bühner (1994:23)

<sup>297</sup> vgl. Siersleben (1999:66)

<sup>298</sup> vgl. Unzeitig / Köthner (1995:76); Bühner (1994:22)

werden.<sup>299</sup> Dadurch steigen bei erhöhtem Risikoniveau die Renditeforderungen der Investoren und somit auch die Eigenkapitalkosten der Unternehmung.

Der Risikozuschlag errechnet sich konkret aus dem Produkt des speziellen Unternehmensrisikos und der Marktrisikoprämie (Abb.9⇐). Dabei wird zum einen die durchschnittliche Risikoprämie des Aktienmarktes zugrunde gelegt, die sich als Differenz der erwarteten Aktienmarktrendite und der Rendite risikofreier Anlagen definiert (ex ante-Methode<sup>300</sup>). Die Zinssituation bei risikolosen Anlagen<sup>301</sup> und die allgemeine Entwicklung der Börsen beeinflussen dementsprechend das Niveau der Eigenkapitalkosten nachhaltig.<sup>302</sup>

Die Einstufung einer Unternehmung in eine bestimmte Risikoklasse wird durch den sogenannten  $\beta$ -Faktor gemessen. Das unternehmensspezifische Risiko wird durch das Verhältnis der relativen Renditeschwankung eines einzelnen Anteilsscheins gegenüber dem Gesamtmarkt abgebildet. Der  $\beta$ -Faktor<sup>303</sup> stellt mathematisch den Quotienten aus Kovarianz (Aktienrendite, Marktrendite) und der Varianz (Marktrendite) dar.<sup>304</sup>

In der Regel geschieht die Messung des  $\beta$ -Faktors bei börsennotierten Unternehmungen, indem die in der Vergangenheit erzielten Renditen extrapoliert werden, da anzunehmen ist, daß die Unternehmungen auch künftig durch die Investoren in die gleiche Risikokategorie eingestuft werden wie in der Vergangenheit.<sup>305</sup>

<sup>299</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:268)

<sup>300</sup> vgl. **Klien** (1995:127). Gängig ist auch die ex post-Methode, bei der empirisch verifizierte Renditen von Bundesanleihen einer Periode mit der Marktrendite derselben Periode verglichen werden, um aus deren Differenz das geometrische Mittel zu bilden.

<sup>301</sup> Gänzlich risikofreie Anlageformen existieren nicht, allerdings können Anleiheemissionen von Staaten mit einer hohen politischen und wirtschaftlichen Stabilität als risikoarm eingestuft werden.

<sup>302</sup> vgl. **Bühner** (1994:30)

<sup>303</sup> Bei einem  $\beta$ -Faktor = 1 entwickelt sich die Aktienrendite analog zur Marktrendite. Ist der  $\beta$ -Faktor > 1 schwankt die Aktienrendite stärker als die Marktrendite (überproportional). Dieser Sachverhalt trifft häufig für überdurchschnittlich risikobehaftete Unternehmen (z.B. Fluggesellschaften) zu. Bei einem  $\beta$ -Faktor < 1 schwankt die Aktienrendite geringer als die Marktrendite (unterproportional), was häufig bei risikoarmen Unternehmen (z.B. Energieversorger) zu erwarten ist; vgl. **Erichsen** (2000:217); **Rödl / Zinser** (2000:288); **Friedlaender / Stabernack** (1998:36); **Drill** (1995:28); **Unzeitig / Köthner** (1995:77); **Bühner** (1994:24)

<sup>304</sup> vgl. **Siersleben** (1999:67); **Friedlaender / Stabernack** (1998:36)

<sup>305</sup> vgl. **Bühner** (1994:25). Allerdings weisen **Unzeitig / Köthner** (1995:77) auf die Zeitinstabilität des  $\beta$ -Faktors und die lediglich begrenzte Gültigkeit von ex post ermittelten  $\beta$ -Faktoren für die Zukunft hin. **Richter** (1999:258) verweist ebenfalls auf den suboptimalen Erklärungsgehalt historischer  $\beta$ -Faktoren und schlägt die Verwendung fundamentaler  $\beta$ -Faktoren vor, die Änderungen bei risikobeeinflussenden Faktoren berücksichtigen. Die auf diesem Gebiet führende Beratungsgesellschaft BARRA International verwendet hierzu 27 Faktoren, von denen 17 einer Branchenzuordnung und 10 zur Berücksichtigung fundamentaler Risikofaktoren dienen.

**Exkurs:** In der Praxis wird teilweise zur Bestimmung der Risikoklasse unter Umgehung des  $\beta$ -Faktors eine pragmatische Vorgehensweise gewählt und ein unternehmensspezifisches Risikoprofil erstellt, das die risikobestimmenden Faktoren der Unternehmung abbildet. Nach Bühner existieren u.a. folgende Risikodeterminanten bzw. -indikatoren:<sup>306</sup>

1. Marktstruktur (Struktur der Konkurrenz und Nachfrage), Marktverhalten (z.B. die Substitutionselastizität der Nachfrage), Marktwachstum (Attraktivität des Marktes) und Marktdynamik (technischer Fortschritt)
2. Kapital- und Personalintensität des Produktionsprozesses (Fixkostenbelastung)
3. Qualifikationsprofil der Mitarbeiter (Flexibilität hinsichtlich des Mitarbeitereinsatzes)
4. Kapitalstruktur („*financial leverage*“)
5. Kostenstruktur (Verhältnis fixe zu variablen Kosten / „*operational leverage*“)

Innerhalb dieses Profils werden die einzelnen Faktoren nach ihrer Risikointensität bewertet, um nachfolgend ein möglichst eindimensionales Risikomaß als Ersatzgröße für den  $\beta$ -Faktor ableiten zu können.<sup>307</sup>

Bemerkenswert ist, daß auch bei der pragmatischen Bestimmung der Risikoklasse qualitative Faktoren (z.B. Mitarbeiterqualifikation) in das System integriert werden. Diese Tatsache impliziert, daß die klassischen, quantitativ erfaßbaren Parameter allein nur eine unzureichend genaue Annäherung an das tatsächliche Risikomaß erlauben. Daher wird auch bei dieser Klassifikation das gesamte Risikospektrum berücksichtigt. Es wird nicht zwischen einem systematischen und einem unsystematischen Risiko unterschieden.

Im Regelfall wird allerdings innerhalb des CAPM das Gesamtrisiko eines mit Unsicherheit behafteten Wertpapiers als isolierte Investition in ein marktbezogenes, systematisches und ein wertpapierindividuelles, unsystematisches Risiko dekomponiert. Das **unsystematische Risiko** umfaßt unternehmensspezifische und nicht makroökonomisch determinierte Risiken, wie z.B. Unternehmenspolitik, Produktionseffizienz oder potentielles Mißmanagement<sup>308</sup>, die nicht vom Kapitalmarkt beeinflusst werden. Kennzeichnend für das unsystematische Risiko ist daher, daß es sich durch eine entsprechende Wertpapiermischung in einem effizienten Portfolio eliminieren bzw. wegdiversifizieren läßt.<sup>309</sup> Daher wird in der Literatur im allgemeinen davon ausgegangen, daß der Kapitalmarkt für das unsystematische Risiko keine Prämie veranschlagt und keine höheren Renditeforderungen stellt.<sup>310</sup>

<sup>306</sup> vgl. Bühner (1994:29)

<sup>307</sup> vgl. Bühner (1994:29f)

<sup>308</sup> vgl. zur weiteren Illustration Klien (1995:120)

<sup>309</sup> vgl. Perridon / Steiner (1999:268); Tiemann (1997:16)

<sup>310</sup> vgl. Perridon / Steiner (1999:268); Siersleben (1999:68); Tiemann (1997:16)

Das **systematische, marktbezogene Risiko** wird durch gesamtwirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen bestimmt<sup>311</sup> und durch den  $\beta$ -Faktor als relativiertes Risikomaß ausgedrückt.<sup>312</sup> Für den (professionellen) Kapitalanleger ist lediglich das systematische Risiko von Interesse, da es nicht durch eine Diversifizierung des Portfolios eliminiert werden kann und daher durch einen Risikozuschlag entgolten werden muß. Nur wenn ein Wertpapier mit hohem  $\beta$ -Faktor eine entsprechend höhere Rendite in Aussicht stellt, hat es reelle Akzeptanzchancen am Kapitalmarkt.<sup>313</sup> Kritisch anzumerken ist, daß das CAPM auf vergleichsweise restriktiven und der Realität kaum entsprechenden Prämissen hinsichtlich des Kapitalmarktgleichgewichts beruht.<sup>314</sup> In der Theorie werden ein vollkommener Kapitalmarkt, risikoaverse und an einperiodischer Risikonutzenmaximierung orientierte Investoren, homogene Erwartungen, risikolose und unbegrenzte Kapitalanlage- und aufnahmemöglichkeiten zu einem Sicherheitszinssatz, ein unbeschränkt und beliebig teilbares Angebot an Wertpapieren, eine Friktionsfreiheit des Kapitalmarkts (Nichtexistenz von Transaktions- und Informationskosten) sowie ein informationseffizienter Markt unterstellt.

Falls die aufgeführten idealisierten Prämissen – insbesondere die Informationseffizienzthese – tatsächlich den realen Verhältnissen am Kapitalmarkt entsprechen sollten, würde in der Konsequenz die Existenzberechtigung der Investor Relations in Frage gestellt. Nach Fama ist der Aktienmarkt informationseffizient, wenn „[...] security prices at any time ‚fully reflect‘ all available information“<sup>315</sup>. Alle potentiell entscheidungsrelevanten Informationen sind demnach unmittelbar und vollständig in den Kursen enthalten. Daraus folgt, daß eine institutionalisierte Informationsbereitstellung und -distribution, wie sie durch die Investor Relations-Funktion einer Unternehmung vorgenommen wird, redundant ist und keine Informationswirkung erzielen würde. In Kap. 3.2.2.1. wird die Thematik des vollkommenen Kapitalmarkts sowie die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Investor Relations problematisiert und auf Realitätsnähe geprüft.

Ungeachtet der logischen Konsistenz des CAPM existieren eine Reihe von methodischen Schwächen und empirischen Schwierigkeiten<sup>316</sup>, die es als unwahrscheinlich

<sup>311</sup> Zu nennen sind in diesem Zusammenhang beispielsweise Inflation, Wechselkurseinflüsse oder Energiepreise; vgl. auch **Klien** (1995:120).

<sup>312</sup> vgl. **Siersleben** (1999:68). Das Marktrisiko (Marktrendite – risikofreier Zins) nimmt an dieser Stelle eine nachgeordnete Bedeutung ein, da es prinzipiell bei jedem Aktienkauf anfällt und in der Höhe für alle Wertpapiere (zu einem bestimmten Zeitpunkt) gleich ist und somit als quasi-konstanter Wert betrachtet werden kann. Im Rahmen des CAPM stellt der  $\beta$ -Faktor den einzigen bewertungsrelevanten Teil des Risikos einer Aktie dar; vgl. **Tiemann** (1997:103).

<sup>313</sup> vgl. **Siersleben** (1999:68); **Tiemann** (1997:16)

<sup>314</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:263); **Schulz** (1999:54); **Knorren** (1998:56f); **Tiemann** (1997:103); **Allendorf** (1996:104); **Klein** (1996:39)

<sup>315</sup> vgl. **Fama** (1970:383)

<sup>316</sup> vgl. ausführlich zur Kritik des CAPM **Unzeitig / Köthner** (1995:77); **Schneider** (1992:510ff). **Perridon / Steiner** (1999:273) verweisen darauf, daß das CAPM weder empirisch bestätigt noch abschließend widerlegt ist. Aufgrund der Kritik am monofaktoriellen CAPM und seiner Aussagekraft ist von **Ross** (1976:341ff) ein Mehrfaktorenmodell zur Erklärung erwartbarer Aktienrenditen ent-



erscheinen lassen, daß mittels des CAPM eine realitätsnahe Prognose des Anlegerverhaltens in konkreten Anwendungsfällen zu bewerkstelligen ist.<sup>317</sup>

### 2.3. Kritik am Shareholder Value-Konzept

Als finanzwirtschaftliches Konzept der Unternehmensführung leistet der Shareholder Value-Ansatz eine Präzisierung und Operationalisierung des strategischen Erfolgsbegriffs, indem eine Möglichkeit zur eindeutigen Evaluierung der substantiellen Wertschaffung bzw. -vernichtung und der damit einhergehenden Veränderung des Aktionärsnutzens anhand der mit den Kapitalkosten abgezinsten, künftigen Free Cash Flows geschaffen wird. Im Gegensatz zur Verwendung gewinnorientierter, traditioneller Kennzahlen hat der Cash Flow den Vorteil, nicht durch Ansatz- und Bewertungswahlrechte beeinflusst zu werden, wodurch er eine relativ objektive Leistungsmessung gewährleistet.

Grundsätzlich kann der Shareholder Value-Ansatz neben der Strategieplanung und -evaluation auch zur Bewertung von Aktien und Unternehmungen eingesetzt werden. Damit sind Vorteile für zwei Anspruchsgruppen verbunden. Die Aktionäre können anhand klarer Kennziffern das Ausmaß der effektiven Wertentwicklung ableiten und sind daher besser in der Lage, die Substanziiertheit von Kursentwicklungen am Aktienmarkt fundamental zu beurteilen. „Für das *Management* ist die Wertsteigerungsanalyse [Shareholder Value-Konzept] in erster Linie ein hilfreiches Instrumentarium, die Wertsteigerungspotentiale und ihre Einflußfaktoren zu analysieren, wertsteigernde Strategien zu planen und durchzusetzen sowie das Resultat anhand des Free-Cashflows bzw. des erreichten Unternehmungswertes zu überprüfen [Hervorhebung im Original; C.Z.].“<sup>318</sup>

Gegenüber herkömmlichen Planungs- und Bewertungsverfahren weist die Shareholder Value-Methode spezifische Vorteile auf, weil zukunftsgerichtete Überlegungen und langfristige Wertbeiträge durch die Berücksichtigung diskontierter, zukünftiger Cash Flows und des ad infinitum fortgeschriebenen Restwerts von Bewertungsobjekten in die Erfolgsbeurteilung einfließen. Aufgrund der Berücksichtigung des Zeitfaktors durch die diskontierende Barwertberechnung werden ex ante Betrachtungen der Erfolgswahrscheinlichkeit geplanter Maßnahmen ermöglicht. Gleichzeitig wird der Risikostruktur von Investitionen Rechnung getragen, indem entsprechende Risikozuschläge in die Diskontierung einbezogen werden. Darüber hinaus erlaubt es der Shareholder Value-Ansatz als quantitativ ausgerichtete Methode der Unternehmensführung, Sensitivitätsanalysen durchzuführen, die alternative Strategien im Hinblick auf

---

wickelt worden: Das Arbitrage Pricing Modell berücksichtigt mehrere mikro- und makroökonomische Risikofaktoren bei der Bewertung von Aktienrenditen mittels einer multiplen Regression.

<sup>317</sup> vgl. **Wöhe** (1996:383)

<sup>318</sup> **Janisch** (1993:93)

ihren potentiellen Wertsteigerungsbeitrag evaluieren.<sup>319</sup> Insbesondere in der Praxis der Unternehmensberatung ist die Erstellung von worst- / real- / best-case-Szenarien ein häufig genutztes Instrument zur Strategiebewertung auf Basis einer realistischen und plausiblen Planung der Werttreiber.<sup>320</sup>

Drill faßt die Vorteile des Shareholder Value-Ansatzes wie folgt zusammen:<sup>321</sup>

„Das Shareholder-Value-Netzwerk bietet der Unternehmensführung eine hilfreiche Gedankenstütze, um sowohl den Beitrag einzelner Geschäftsbereiche zum gesamten Unternehmenswert zu bestimmen, als auch Auswirkungen von Geschäftsstrategien, Investitionsprojekten, Akquisitions- und Desinvestitionsvorhaben sowie Veränderungen der Kapitalstruktur finanziell abzuschätzen. Der Unternehmenswert kann somit auch als Quantifizierung des finanziellen Erfolgs der gegenwärtig verfolgten und künftig geplanten Wertsteigerungs-Maßnahmen einer Gesellschaft aufgefaßt werden.“

Dennoch gibt es Kritik am Shareholder Value-Konzept, die sich auf unterschiedliche Problemfelder bezieht. Im nachfolgenden werden aber lediglich die für diese Arbeit ausschlaggebenden Kritikpunkte konkretisiert. Insbesondere die z.T. ideologisch geführte Diskussion um die sozial-ökonomische bzw. moralische Dimension des Shareholder Value-Ansatzes – im Vergleich zum Stakeholder Value-Ansatz – soll und kann hier nicht geführt werden.<sup>322</sup>

Auf einer abstrakten Ebene läßt sich die Problematik bei der Shareholder Value-Ermittlung auf die Bereiche **Datenvollständigkeit** und -transparenz sowie Datenqualität verdichten.<sup>323</sup>

Als Grundlage für eine fundierte Analyse des Unternehmenswertes und eine objektivierte Einschätzung des geschaffenen Aktionärsnutzens benötigen die Investoren möglichst vollständige Daten. Nur wenn transparente Informationen zur Verfügung gestellt werden, können aus externer Sicht die Kausalrelationen zahlungsstromwirksamer Strategien und Maßnahmen beurteilt werden. Im Gegensatz zur Unternehmensführung verfügt der Investor allerdings in der Regel nicht über einen unmittelbaren Zugang zu allen entscheidungsrelevanten Informationen. Er muß vielmehr mit präselektierten Daten und Fakten vorliebnehmen, die z.T. nur einen begrenzten In-

<sup>319</sup> In der Literatur werden üblicherweise zwei unterschiedliche Formen der Sensitivitätsanalyse differenziert. Die Abweichungsanalyse zeigt, in welchem Maße spezifische Inputgrößen vom originären Wertansatz abweichen dürfen, ohne daß die Outputgröße einen vorgegebenen Wertkorridor verläßt. Bei der Alternativrechnung wird die Änderung der Ergebnisgröße analysiert, wenn eine oder mehrere Inputvariablen vom ursprünglichen Wertansatz abweichen; vgl. **Peschke** (1997:217ff); **Janisch** (1993:94f).

<sup>320</sup> vgl. **Bühner** (1994:37)

<sup>321</sup> **Drill** (1995:30)

<sup>322</sup> vgl. **Hachmeister** (1999:29ff); **Achatz** (1998:21ff); **Kunz** (1998:407); **Müller** (1998:145) und insbesondere **Janisch** (1993:103ff)

<sup>323</sup> vgl. **Bischoff** (1994:175ff); **Janisch** (1993:96f); **Bretzke** (1975:68)

formationswert haben. So können potentielle Investoren beispielsweise aus den Zahlen des Jahresabschlusses ihren spezifischen Informationsbedarf nur beschränkt decken, da aufgrund des in Deutschland üblichen Gläubigerschutzgrundsatzes eine übermäßige Anwendung des Vorsichtsprinzips die Regel ist und somit im deutschen HGB-Abschluß keine realistischen Periodenergebnisse dokumentiert werden.<sup>324</sup> Die Nutzung bilanzpolitischer Spielräume ist gesetzlich sanktioniert. Generell wird das Informationsverhalten der Unternehmung gegenüber dem Kapitalmarkt durch die gesetzlichen Publizitätspflichten geregelt.<sup>325</sup> Dürr attestiert allerdings den meisten deutschen börsennotierten Unternehmungen eine unzureichende Erfüllung der rechtlichen Vorgaben.<sup>326</sup> Aus dieser defizitären Umsetzung der kommunikativen Erfordernisse gegenüber dem Kapitalmarkt resultiert in der Folge eine suboptimale Unternehmensbewertung.

Erst in jüngster Zeit haben die Unternehmungen reagiert und streben durch die Verwendung internationaler Rechnungslegungsstandards IAS (International Accounting Standards) oder US-GAAP (US Generally Accepted Accounting Principles) eine höhere Transparenz und damit eine größere Investorenfreundlichkeit in der externen Berichterstattung an.<sup>327</sup> Darüber hinaus sind Tendenzen in der Konzernberichterstattung erkennbar, die eine Integration der internen Berichterstattung und des externen Abschlusses forcieren.<sup>328</sup> Dabei wird insbesondere auch dem Shareholder Value-Gedanken im Hinblick auf eine möglichst objektive und umfassende Darlegung der Vermögensverhältnisse durch die Einführung innovativer, wertorientierter Kennzahlen Rechnung getragen.<sup>329</sup> Das Ziel der Finanzberichterstattung muß es jedoch auch weiterhin sein, eine optimale, d.h. vollständige und transparente, Datenlage für den (potentiellen) Investor herzustellen.

Die Gewährleistung der **Datenqualität** eröffnet ein weiteres Problemfeld, da die Zukunftsorientierung des Shareholder Value-Ansatzes zur Folge hat, daß z.B. Zahlungsströme nachfolgender Perioden geschätzt werden müssen. Diese können nicht direkt ermittelt werden, sondern müssen auf Basis mehr oder weniger grober Prämissen und Unterstellungen prognostiziert werden.<sup>330</sup> Jede Form der prospektiven Schätzung bzw. Planung ist zwangsläufig mit Ungenauigkeiten behaftet, da Diver-

---

<sup>324</sup> vgl. **Brandt** (1998:123)

<sup>325</sup> Die gesetzlichen Regelungen (Pflichtmaßnahmen der Investor Relations) sind hauptsächlich im Aktiengesetz (AktG), dem Handelsgesetzbuch (HGB), dem Börsengesetz (BörsG), Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG), den Finanzmarktförderungsgesetzen sowie der Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV) fixiert; vgl. **Schmidt** (2000:45); **Faltz** (1999:5); ausführlich **Schander / Lucas** (1998:80ff).

<sup>326</sup> vgl. **Dürr** (1994:21)

<sup>327</sup> vgl. **Diehl / Loistl / Rehkugler** (1998:25ff). Beispielsweise ist in den internationalen Rechnungslegungsvorschriften IAS und US-GAAP zwingend eine Kapitalflußrechnung vorgeschrieben, nach deutschem Recht bilanzierende Unternehmen veröffentlichen diese Zahlen nur auf freiwilliger Basis; vgl. **Lindhorst** (1998:149f).

<sup>328</sup> vgl. **Accenture** (2001:5f); **PricewaterhouseCoopers** (2000:11)

<sup>329</sup> vgl. **Accenture** (2001:7)

genzen zwischen den zugrunde gelegten Annahmen und der realen Entwicklung der Daten auftreten können.<sup>331</sup> Insbesondere vor dem Hintergrund einer dynamischen, von Diskontinuitäten und Turbulenzen geprägten Umwelt<sup>332</sup> kann der Einfluß exogener als auch endogener Variablen<sup>333</sup> auf die Unternehmensentwicklung nur annäherungsweise geschätzt werden.<sup>334</sup> Während strategiebedingte Auszahlungen noch relativ gut abschätzbar sind, verringert sich die Prognosegenauigkeit bezüglich der durch die Strategieimplementierung zu erwartenden Umsatzzahlen erheblich.<sup>335</sup> Zudem nimmt der Abweichungsgrad regelmäßig mit der Länge des Prognosezeitraums zu.<sup>336</sup>

Generell ist die Aussagekraft von Prognosen bezüglich der Unternehmenswertentwicklung in hohem Maß abhängig von der Datenqualität, die ex ante nicht definitiv beurteilt werden kann. Daher ist im Shareholder Value-Modell lediglich eine Annäherung bzw. eine Eingrenzung realistischer Werte erreichbar.<sup>337</sup>

Ein fundamentaler Kritikpunkt am Shareholder Value-Konzept bezieht sich auf die **Quantitätsvoraussetzung** der Modellvariablen<sup>338</sup>, d.h. auf die Tatsache, daß alle integralen Kennzahlen in quantitativer Form vorliegen und in monetäre Kennzahlen transferierbar sein müssen. In der Folge sind alle qualitativen Faktoren nicht systemkompatibel und können nicht in die Bewertungsmethodik integriert werden. Anhand dieser quantitativen Exklusivität wird deutlich, daß das Shareholder Value-Modell nur einen sehr eingeschränkten Ausschnitt der Realität beschreibt, da die Bedeutung qualitativer Erfolgsfaktoren, wie sie z.B. Peters / Waterman postulieren, weitgehend unbeachtet bleibt.<sup>339</sup> Ein Ausschluß qualitativer Faktoren bei der Strategieplanung, -durchführung und -evaluierung greift in der Praxis zu kurz und zeigt das mechanistische Verständnis der Unternehmung, das im Shareholder Value-Konzept transportiert wird. Unzeitig / Köthner bemerken ergänzend, daß der „[...] formelhaft berechnete freie Cash-flow [...] beim Empfänger der Information keine große Glaubwürdigkeit [besitzt]“<sup>340</sup>.

<sup>330</sup> vgl. **Erichsen** (2000:220)

<sup>331</sup> vgl. **Faltz** (1999:35)

<sup>332</sup> vgl. **Bleicher** (1995:209), der die zunehmende Schwankungsbreite vor allem ökonomischer Größen als „volatility“ sowie den kritischen Zustand der Umwelt als „instability“ bezeichnet.

<sup>333</sup> Beispielhaft zu nennen sind Trends in der Makroumwelt, Veränderungen in den Wettbewerbsbedingungen, Veränderungen in den Ressourcenpotentialen der Unternehmung, etc.; vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:287).

<sup>334</sup> vgl. **Janisch** (1993:98)

<sup>335</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:145)

<sup>336</sup> vgl. **Janisch** (1993:97)

<sup>337</sup> Auf einer konkreten Ebene lassen sich methodische Probleme bei der Erhebung einzelner Elemente des Shareholder Value-Ansatzes (Cash Flow, Diskontsatz, Endwert, Prognosehorizont) identifizieren, die in der Literatur kontrovers diskutiert werden; vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:145); **Janisch** (1993:98ff).

<sup>338</sup> vgl. **Janisch** (1999:100ff)

<sup>339</sup> vgl. **Peters / Waterman** (1983:30ff)

<sup>340</sup> **Unzeitig / Köthner** (1995:117)

Der Rückgriff auf eine rein quantitativ-monetäre Kennzahl wie den Free Cash Flow als einzigen Parameter zur Beurteilung der Entwicklung des Unternehmenswertes erscheint daher unzulänglich. Die wertorientierte Unternehmensführung darf bei der Strategiekonzeption nicht nur quantitative Stellgrößen berücksichtigen, sondern muß auch qualitative Value Driver einbeziehen.<sup>341</sup> „Denn oft bieten gerade nicht-monetäre, qualitative Massstäbe, wie Kundenzufriedenheit, Image der Unternehmung in der Öffentlichkeit, bei Lieferanten und Fremdkapitalgebern, Mitarbeiterzufriedenheit bzw. -fluktuationsraten, Know-how und Innovationsfähigkeit der Unternehmung etc. einen wesentlich besseren Einblick über die momentane Kondition und künftigen Entwicklungschancen der Unternehmung als dies der Free-Cashflow zu bieten vermag.“<sup>342</sup> Gerade nicht-finanzielle, qualitative Faktoren determinieren in erheblichem Maß die zukünftige Leistungs- bzw. Ertragsfähigkeit einer Unternehmung und lassen Rückschlüsse auf existierende Erfolgspotentiale zu, die eine wichtige Voraussetzung zur Steigerung des Unternehmenswerts darstellen.<sup>343</sup> Knorren vertritt zwar eine eher quantitative Sichtweise, fordert jedoch, daß im Rahmen einer wertorientierten Planung neben den harten kapitalwertorientierten Analysen, die an finanziellen Aktionärsinteressen ausgerichtet sind, auch weiche qualitative Argumente in den Prozeß einfließen müssen.<sup>344</sup>

Darüber hinaus weist das Shareholder Value-Konzept trotz seiner Zukunftsorientierung deutliche Defizite in der langfristigen Bewertung von Strategien auf, da unternehmerische Handlungsalternativen lediglich auf die generierten Zahlungswirkungen reduziert werden.<sup>345</sup> Insbesondere bei längeren Prognosezeiträumen erhöht die Berücksichtigung von strategischen Erfolgspotentialen als langfristige Vorsteuergrößen des Unternehmenserfolgs<sup>346</sup> die Planungsgenauigkeit.

Um situativ adäquate und möglichst präzise Wahrscheinlichkeitsschätzungen zukünftiger Unternehmens- und Umweltzustände abgeben zu können, ist für die Entscheider eine möglichst umfassende Kenntnis aller strategischen – nicht nur der finanziellen – Erfolgsfaktoren und die Identifikation der relevanten Wirkungszusammenhänge im spezifischen Kontext geradezu zwingend erforderlich.<sup>347</sup> Strategische Erfolgsfaktoren haben „[...] einen maßgeblichen Einfluß auf die Höhe und zeitliche Verlaufsstruktur der finanziellen Werttreiber und damit auf den Shareholder Value [...]“<sup>348</sup>.

---

<sup>341</sup> vgl. **Drill** (1995:33)

<sup>342</sup> **Janisch** (1993:102)

<sup>343</sup> vgl. **Drill** (1995:33)

<sup>344</sup> vgl. **Knorren** (1998:17)

<sup>345</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:145)

<sup>346</sup> vgl. Kap 1.1.3.1.

<sup>347</sup> vgl. **Peschke** (1997:86)

<sup>348</sup> **Peschke** (1997:86)

Als wesentliche und in ihrer Bedeutung zunehmende Potentiale sind in diesem Zusammenhang das informationelle und strukturelle Potential sowie das Humanpotential<sup>349</sup> zu nennen. Peschke sieht darüber hinaus die Schaffung von Kundenwert als eine zentrale Voraussetzung an, um eine Wertsteigerung für die Unternehmung erzielen zu können.<sup>350</sup>

Bisher werden allerdings die hinter den finanziellen Werttreibern stehenden, qualitativen bzw. nicht-monetären Erfolgsfaktoren sowie ihre Wirkungsrelationen (Produktqualität, F&E-Intensität, etc.) nicht explizit erfaßt und in das Modell integriert.<sup>351</sup> Ihrem erheblichen Einfluß auf den Unternehmenswert vor allem in wissensintensiven Unternehmungen wird folglich nicht ausreichend Rechnung getragen.<sup>352</sup>

Zusammenfassend ist kritisch zu bemerken, daß im Rahmen des von Rappaport entwickelten Shareholder Value-Ansatzes vorhandene Erfolgspotentiale und Erfolgsfaktoren als strategische Steuerungsgrößen gänzlich negiert werden. In der Konsequenz können unternehmerische Strategien nicht in ihrer gesamten bewertungsrelevanten, d.h. quantitativen *und* qualitativen Wirkungsdimension in die modellgestützte Berechnung des Free Cash Flow einbezogen werden, wodurch sich die Prognosegenauigkeit bzw. die Aussagekraft des Modells deutlich verringert. Die fehlende Erfassung der Erfolgsfaktoren erhöht daher die Gefahr von Fehlbewertungen insgesamt.<sup>353</sup> Dadurch steigt in der Folge die Unsicherheit der Kapitalanleger, weil bestimmte für Investitionsentscheidungen notwendige Informationen nicht hinreichend fundiert bzw. nicht umfassend verfügbar sind.

### 2.3.1. Erweiterungen des klassischen Shareholder Value-Ansatzes

Eine Weiterentwicklung des Shareholder Value-Modells auf der Ebene der Value Driver ist die Valcor-Matrix von Gomez / Weber<sup>354</sup>. Die Matrix erleichtert die Identifikation von Wertsteigerungspotentialen, indem die Wechselbeziehungen zwischen Erfolgspotentialen und den Wertgeneratoren von Rappaport<sup>355</sup> konkretisiert und Ansatzpunkte für wertsteigernde Strategien bzw. Maßnahmen skizziert. Sie bietet also eine Orientierungsdimension bzw. Strukturierungshilfe für die Überprüfung etwaiger Wertsteigerungspotentiale (beispielhaft Abb.10⇒).

---

<sup>349</sup> Siehe auch Kap. 1.1.3.2., dort insbesondere Abb.2

<sup>350</sup> vgl. **Peschke** (1997:91)

<sup>351</sup> vgl. **Peschke** (1997:84)

<sup>352</sup> vgl. **Welge / Al-Laham** (1999:145)

<sup>353</sup> vgl. **Peschke** (1997:101)

<sup>354</sup> vgl. **Gomez / Weber** (1989:53f). Valcor steht als Abkürzung für „value is core“; vgl. auch **Knorren** (1998:105f); **Unzeitig / Köthner** (1995:117f); **Gomez** (1993:77f). Ein ähnliches Konstrukt, das nicht an Erfolgspotentialen, sondern an der Wertschöpfungskette von **Porter** (1989:59ff) orientiert ist, entwickelt **Klien** (1995:74ff).

<sup>355</sup> vgl. **Rappaport** (1995:79)

Abbildung 10: Valcor-Matrix

<b>Erfolgspotential</b> <b>Wertgenerator</b>	<b>Marktpotential</b>	...	<b>Humanpotential</b>	...	<b>Informations- und Logistikpotential</b>
<b>Umsatzwachstum</b>	Neue Produkte Mix-Verbesserung Neue Angebotsformen	...	Incentives Neuer Verkäufertyp Personalverlagerung	...	Kundenbindung Services Zahlungssysteme
<b>Umsatzrentabilität</b>	Preispolitik Sortimentspolitik Absatzförderung	...	Schulung Flexible Arbeitszeit Öffnungszeiten	...	Gemeinkostenwertanalyse Automatisierung
<b>Investitionen in das Anlagevermögen</b>	Flächenanalyse Sell and lease back	...	Outsourcing der Weiterbildung	...	Fremdvergabe Logistikfunktion
<b>Investitionen in das Umlaufvermögen</b>	Factoring	...		...	JIT, Kanban Netting Systeme
<b>Gewerbe- und Vermögenssteuer</b>		...	Steuerberater	...	DV-gestützte Steuerplanung
<b>Fremdkapitalkosten</b>	Risikooptimierung des Sortiments	...	Finanzspezialisten	...	Investor Relations

Quelle: modifiziert nach Gomez / Weber (1989:54)

Konkret leistet das Instrumentarium der Valcor-Matrix eine Systematisierung derjenigen Einflußfaktoren, die unternehmensspezifisch auf die Wertgeneratoren wirken.<sup>356</sup>

Nach Unzeitig / Köthner werden dabei induktiv<sup>357</sup> strategische Managemententscheidungen und unternehmerische Aktivitäten anhand spezifischer Parameter bzw. Systematisierungskriterien (z.B. Erfolgspotentiale<sup>358</sup>) im Hinblick auf ihren potentiellen Einfluß auf Wertgeneratoren überprüft.<sup>359</sup> Im Anschluß wird die systematische Verknüpfung von Erfolgspotentialen, Wertgeneratoren und unternehmerischen Aktivitäten in der Valcor-Matrix abgebildet.

Die Identifikation von wertschöpfenden Mittel-Zweck-Beziehungen zwischen Erfolgspotentialen und Wertgeneratoren berücksichtigt sowohl die quantitative als auch die qualitative Dimension, d.h. im Rahmen der Strategieentwicklung auf Basis der Valcor-Matrix kommen auch die „weichen“ Faktoren zum Tragen.<sup>360</sup> Eine rein zahlenmäßige Beurteilung wäre nach Gomez nicht ausreichend.<sup>361</sup>

Die Valcor-Matrix zeigt relationale Zusammenhänge von Vorsteuergrößen im Rahmen der systematischen Unternehmenswertsteigerung auf. Allerdings ist auch sie –

<sup>356</sup> Gomez (1993:77f)

<sup>357</sup> Der umgekehrte, deduktive Weg wäre die theoretische Ableitung und Bewertung möglicher Strategien und Maßnahmen aus den Erfolgspotentialen.

<sup>358</sup> Im Original werden Nutzenpotentiale als Systematisierungskriterien genutzt; vgl. dazu Gomez (1993:196). In der vorliegenden Arbeit wird allerdings synonym der Begriff Erfolgspotential verwendet. Knorren (1998:106) verweist darauf, daß die Struktur der Valcor-Matrix in analoger Form auch für andere Dimensionen verwendet werden kann.

<sup>359</sup> vgl. Unzeitig / Köthner (1995:117)

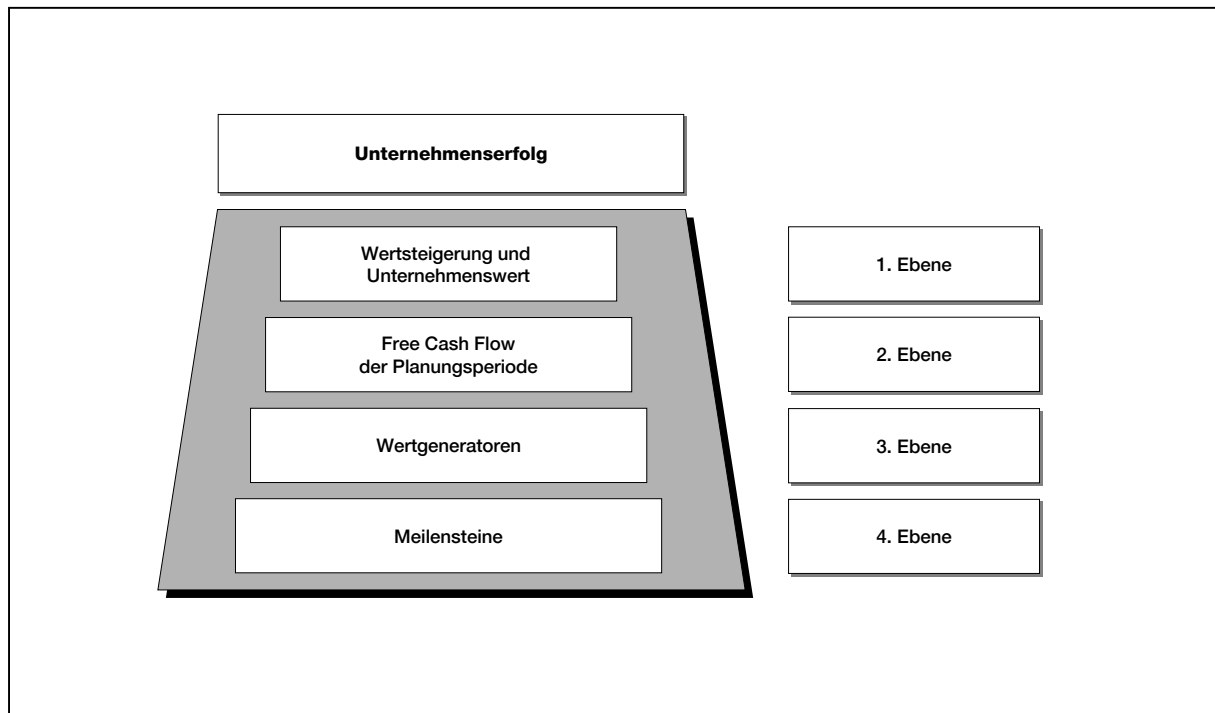
<sup>360</sup> vgl. Gomez (1993:203); vgl. auch Knorren (1998:105)

<sup>361</sup> vgl. Gomez (1993:253)

wie das Shareholder Value-Netzwerk von Rappaport – instrumentell nur in begrenztem Maß geeignet, um operative Direktiven für die konkrete Maßnahmenentwicklung und -umsetzung durch das (Mittel-)Management vorzugeben.

Dieses Defizit nivelliert Herter (Abb.11⇒), indem er in seinem unternehmenswertorientierten Erfolgsbeurteilungssystem als Vorstufe der Wertgeneratoren (strategische) Meilensteine einführt.<sup>362</sup>

### Abbildung 11: Analyseebenen eines wertorientierten Erfolgsbeurteilungssystems



Quelle: modifiziert nach Herter (1994:170)

Strategische Meilensteine sind als operative Steuerungsgrößen zu verstehen und dienen als „Kontrollgrößen für die Zielerreichung von Maßnahmen zur Realisierung der geplanten Wertsteigerung“<sup>363</sup>. Konkret stellen Meilensteine (zumeist) „besonders bedeutungsvolle nicht monetäre Kennzahlen“<sup>364</sup> dar, die termingebundene und in ihrer Zielerreichung meßbare Maßnahmen und Schlüsselaktivitäten enthalten bzw. darstellen.<sup>365</sup> Diese Maßnahmenorientierung ist auch zentrales Unterscheidungskriterium gegenüber den Erfolgsfaktoren. Insbesondere bei der Planung der Unternehmenswertentwicklung auf Basis der DCF-Methode indiziert die Zielerreichung der Meilensteine von strategischen, d.h. mehrperiodisch angelegten Maßnahmen die Realisierungswahrscheinlichkeit der erwarteten Wertsteigerung.<sup>366</sup>

<sup>362</sup> vgl. Herter (1994:179)

<sup>363</sup> Knorren (1998:149)

<sup>364</sup> Herter (1994:180)

<sup>365</sup> Einen Überblick über exemplarische Meilensteine in den Bereichen Marketing, Produktion und Beschaffung, Forschung / Entwicklung und Konstruktion, Personal, Finanzen, Restrukturierungen, Organisation und Datenverarbeitung gibt Herter (1994:181).

<sup>366</sup> vgl. Knorren (1998:149) und das dort angegebene Beispiel



Durch die Integration nicht-monetärer Faktoren in das Modell wird deutlich, daß eine qualitative Expansion des vormals rein quantitativ ausgerichteten Shareholder Value-Ansatzes unabdingbar ist. Die Quantitätsprämisse für alle systemrelevanten Modellvariablen wird also in der modifizierten Valcor-Matrix (Wertgeneratoren-Meilenstein-Matrix, siehe Abb.12⇨) zugunsten einer Integration von qualitativen Parametern aufgegeben. Zwar ist der lineare Nexus von Meilensteinen und Wertgeneratoren häufig auch quantifizierbar, aber dies ist keine Voraussetzung für die Systemkompatibilität im Rahmen des modifizierten Valcor-Matrix-Ansatzes. Eine qualitative Plausibilisierung des Zusammenhangs ist ausreichend.<sup>367</sup>

**Abbildung 12: Wertgeneratoren-Meilenstein-Matrix**

Meilensteine Geschäftsbereich X (1993) [Auswahl]							
Meilensteine		Durchführung einer Werbekampagne in 1993 und 1994 für die Marke y					
		Kontrollgröße: Bekanntheitsgrad der Marke bei Zielgruppe					
		Zielerreichung: Plan 50% (Ende 1993) Ist: 60%					
Wertgeneratoren							
Jahr		1993	1994	1995	1996	1997	Rest-periode
Umsatz-wachstum	Plan	++	++	+	+	o	o
	Ist	++	++	+	+	o	o
Umsatz-rentabilität	Plan	--	--	++	o	o	o
	Ist	--	--	++	o	o	o
Investitionen in das Anlage-vermögen	Plan	o	o	o	o	o	o
	Ist	o	o	o	o	o	o
Investitionen in das Umlauf-vermögen	Plan	+	+	o	o	o	o
	Ist	+	+	o	o	o	o
Gewerbe- und Vermögens-steuer	Plan	o	o	o	o	o	o
	Ist	o	o	o	o	o	o
Kapitalkosten	Plan	o	o	o	o	o	o
	Ist	o	o	o	o	o	o

Quelle: modifiziert nach Herter (1994:187) und Knorren (1998:151)<sup>368</sup>

Der Wirkungszusammenhang bzw. die Richtung und Stärke der Korrelation zwischen Meilenstein und Wertgenerator wird durch Symbole dargestellt. Ein stark positiver, dominierender Einfluß des Meilensteins auf die Entwicklung eines Werttreibers wird mit „++“ gekennzeichnet. Besteht ein Zusammenhang, Neutralität oder eine Negativwirkung werden die Zeichen „+“, „o“, „-“, „--“ verwendet. Die Matrix macht also primär qualitative Beziehungen deutlich. Allerdings lassen sich spezielle Meilensteine durchaus quantifizieren, insbesondere Investitionen lassen sich in ihrer Cash Flow-Wirkung relativ präzise definieren.<sup>369</sup>

<sup>367</sup> vgl. **Unzeitig / Köthner** (1995: 119); **Herter** (1994:186)

<sup>368</sup> In die Abbildung ist der Wertgenerator Kapitalkosten aufgenommen worden, der theoretisch auch durch Meilensteine bzw. damit verbundene Maßnahmen beeinflusst werden kann. Die Tatsache, daß bei dem gewählten Meilenstein treten keine Plan- / Ist-Abweichungen auftreten, ist allerdings nicht verallgemeinerbar.

<sup>369</sup> vgl. **Herter** (1994:186)

Kritisch ist anzumerken, daß die Ableitung von Meilensteinen nicht – wie z.B. bei der Ableitung von Kenngrößen im Rechnungswesen – einheitlich geregelt ist und stark subjektiven Einschätzungen unterliegt. Daher sind Meilensteine auch keine eindeutigen Indikatoren für Veränderungen des Unternehmenswerts, sondern können lediglich eine hinreichende Bedingung für die Erfolgsbeurteilung darstellen. Der Einfluß von Meilensteinen auf den Unternehmenswert kann zwar qualitativ prognostiziert werden, aber weder kann die Zielerreichung in Art und Umfang genau angegeben werden noch kann ein linearer, d.h. zwingender Zusammenhang zwischen Meilensteinerreichung und Wertsteigerung hergestellt werden.<sup>370</sup>

---

<sup>370</sup> vgl. **Herter** (1994: 180ff). So könnte beispielsweise die ausschließliche Verfolgung vorgegebener Meilensteine zur Vernachlässigung anderer wertbeeinflussender Faktoren führen.

### 3. Externe Shareholder Value-Orientierung

Das Erkenntnisinteresse des nachfolgenden Abschnitts konzentriert sich primär auf die Verortung und funktionale Integration der Investor Relations in das neomonistische Zielsystem bzw. in das Shareholder Value-Netzwerk.

#### 3.1. Terminologische Grundlegung von Investor Relations

Erst Mitte der 80er Jahre haben Investor Relations als systematische Kommunikationspolitik gegenüber aktuellen und potentiellen Kapitalgebern in deutschen Unternehmungen eine erwähnenswerte Beachtung gefunden.<sup>371</sup> Aufgrund der einsetzenden Globalisierung, Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte als elementarer Veränderung des makroökonomischen Umfelds verschärfte sich der Wettbewerb um Eigenkapital nachhaltig. Die zunehmende Integration nationaler und internationaler Kapitalmärkte führte zu einer größeren Multioptionalität bei der Auswahl von Anlagealternativen,<sup>372</sup> was eine erheblich erhöhte kritische Selektivität der Investoren in bezug auf die Überlassung von Finanzmitteln zur Folge hatte.

Auch deutsche Unternehmungen haben vor diesem Hintergrund die Notwendigkeit erkannt, eine aktivere und gezieltere Informationspolitik betreiben zu müssen, um potentiellen Kapitalgebern eine adäquate Beurteilung des Investitionsobjekts im Hinblick auf dessen Rendite bzw. Risikoträchtigkeit zu ermöglichen. Das heterogene Informationsniveau, das in der Regel zwischen potentiellen Kapitalgebern und -nehmern besteht, beeinträchtigt das komplikationsfreie Zustandekommen einer Finanzierungsbeziehung zwischen den o.g. Wirtschaftssubjekten. Wie im anglo-amerikanischen Wirtschaftsraum bereits seit längerem üblich, sind auch in Deutschland die Unternehmungen dazu übergegangen, die kapitalmarktorientierte Informations- und Kommunikationspolitik als eigenständige Unternehmensfunktion in Form von Investor Relations-Abteilungen zu institutionalisieren, um quantitative und qualitative Abweichungen des Informationsniveaus zu nivellieren.<sup>373</sup>

Im folgenden wird eine allgemeine Klärung und eine theoretische Fundierung des aus dem Amerikanischen stammenden Begriffs Investor Relations vorgenommen.

---

<sup>371</sup> vgl. **Siersleben** (1999:15); **Täubert** (1998:11). Bis dahin dominierte in Deutschland die Bankenfinanzierung. **Link** (1993:106) weist darauf hin, daß erst nach dem Ende der Rezession in den 70er Jahren in Zusammenhang mit der Aufhebung der Doppelbesteuerung im Rahmen der Körperschaftssteuerreform 1977 die Unternehmungen verstärkt versuchten, kostengünstig Eigenkapital über den Kapitalmarkt (Going Public bzw. Kapitalerhöhungen) zu beschaffen. Ausführlich zur Entwicklung der Investor Relations in Deutschland; vgl. **Günther / Otterbein** (1996:391).

<sup>372</sup> vgl. **Tiemann** (1997:6)

<sup>373</sup> vgl. **Siersleben** (1999:15); **Täubert** (1998:1); **Link** (1993:105)

### 3.1.1. Definition von Investor Relations

Eine eindeutige Definition des Begriffs Investor Relations existiert nicht, was allein an der Vielzahl unterschiedlicher Bezeichnungen, die im Schrifttum Verwendung finden, abzulesen ist. So führt Täubert exemplarisch die Begriffe Finanzwerbung, Financial Relations, Financial Public Relations, Finanzmarketing, Aktienmarketing an.<sup>374</sup> Darüber hinaus sind die Finanzkommunikation oder Kapitalmarktkommunikation<sup>375</sup> und der neuerdings eingeführte Begriff des (Shareholder) Value Reporting bzw. der Wertkommunikation<sup>376</sup> zu nennen. Zum Teil handelt es sich lediglich um begriffliche Umbenennungen, zum Teil ist allerdings auch eine inhaltliche Differenzierung festzustellen. Grund für diese Vielfalt divergenter Bezeichnungen sind die jeweils unterschiedlichen theoretischen Bezugsrahmen, auf die die einzelnen Definitionen rekurrieren. Siersleben unterscheidet Marketing, Public Relations bzw. Kommunikationstheorie und die Finanzierungstheorie als Erklärungsansätze für die ökonomisch-funktionale Verortung der Investor Relations.<sup>377</sup>

Als Minimalkonsens und akzeptierte Erkenntnisbasis der unterschiedlichen Definitionsversuche ist folgende Umschreibung festmachbar: „IR ist Kommunikationspolitik für das Objekt Wertpapier [Hervorhebungen weggelassen; C.Z.]“<sup>378</sup>. Um dennoch die spezifischen Akzente der unterschiedlichen Erklärungsansätze für die Investor Relations transparenter zu machen, wird im folgenden näher auf die unterschiedlichen theoretischen Hintergründe eingegangen.

### 3.2. Finanzierungstheoretischer Ansatz

In erster Linie beschäftigt sich die Finanzierungstheorie mit der Ausgestaltung der Beziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer. Es existiert eine neoklassische und eine neoinstitutionalistische Ausrichtung der Finanzierungstheorie, die nachfolgend im Hinblick auf die Implikationen für die Investor Relations analysiert werden sollen.

Grundproblem von Finanzierungsbeziehungen ist, daß sie von einem hohen Maß an Unsicherheit geprägt sind. Denn der Gegenstand einer Finanzierungsbeziehung ist nicht allein die Kapitalüberlassung für ein bestimmtes Investitionsobjekt, sondern auch die damit verbundenen Informations- und Risikokomponenten.<sup>379</sup> Tendenziell sind die Kapitalgeber mißtrauisch, während die kapitalnachfragende Unternehmung dieses Mißtrauen zu überwinden sucht.<sup>380</sup> Jede Finanzierungsbeziehung wird im Laufe ihres Lebenszyklus durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst, die von Unsi-

<sup>374</sup> vgl. **Täubert** (1998:2)

<sup>375</sup> vgl. exemplarisch **Diehl / Loistl / Rehkugler** (1998)

<sup>376</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:146ff); **Labhart** (1999); **Müller / Leven** (1998); **Volkart** (1998:81ff); **Volkart** (1997)

<sup>377</sup> vgl. **Siersleben** (1999: 24)

<sup>378</sup> vgl. **Bittner** (1996:6)

<sup>379</sup> vgl. **Weidekind** (1994:45); **Kaas** (1990:539)

<sup>380</sup> vgl. **Siersleben** (1999:30)

cherheit geprägt sind. Dabei kann zwischen exogener und endogener Unsicherheit spezifiziert werden.

**Exogene Unsicherheit** beschreibt den potentiellen Eintritt von kritischen Umweltzuständen, die das Marktgeschehen in seiner Gesamtheit betreffen – wie z.B. Wirtschaftskrisen – und die als nicht von der Unternehmung beeinflussbare Variablen zu betrachten sind. Ereignisse, die exogene Unsicherheit implizieren, tangieren die Entwicklung einer Finanzierungsbeziehungen von außen.<sup>381</sup>

Faktoren, die für den Investor **endogene Unsicherheit** entstehen lassen, resultieren vornehmlich aus dem Verhalten des Kapitalnehmers, d.h. aus den Entscheidungen der Unternehmensführung, die der Kapitalgeber in der Regel nicht beobachten und daher auch nicht kontrollieren kann.<sup>382</sup> Diese Verhaltensunsicherheit kategorisiert Spremann in drei Grundtypologien:<sup>383</sup>

#### 1. Qualitätsunsicherheit

Dieser Grundtyp asymmetrischer Information bezieht sich auf die Eigenschaften und Fähigkeiten des Kapitalnehmers bzw. die Qualität der von ihm zu erbringenden Gegenleistung, die vom Kapitalgeber weder durch Zwang noch Motivation beeinflusst werden können.

#### 2. Holdup

Der Kapitalgeber tätigt irreversible Investitionen (*sunk costs*) und erhält das Recht auf zukünftige mit Unsicherheit behaftete Zahlungsströme. Da eine unmittelbare Gegenleistungen nicht erbracht wird, ist der Kapitalgeber von der Willensbildung des Kapitalnehmers, d.h. von dessen Fairneß, Entgegenkommen bzw. Kulanz abhängig.<sup>384</sup> Denn der Kapitalnehmer kann nicht zu einer nach Ansicht des Kapitalgebers fairen Gegenleistung gezwungen werden. Auch bestimmte Verhaltensweisen in einem Kontingenzvertrag festzuschreiben, ist aufgrund der Vielfalt potentieller Umweltentwicklungen unverhältnismäßig aufwendig. Erst ex post läßt sich also das Verhalten des Kapitalnehmers, d.h. der Unternehmung, verlässlich beurteilen, wenn tatsächlich Zahlungen fließen.<sup>385</sup>

#### 3. Moral Hazard

Der dritte Typ von Problemen, die durch Informationsasymmetrie induziert sind, entsteht ebenfalls durch das Verhalten und die freie Willensbildung des Kapitalnehmers. Nur kann der Kapitalgeber bei Moral Hazard die Gegenleistung nicht einmal ex post

---

<sup>381</sup> vgl. **Weidekind** (1994:45), die auf die Möglichkeit hinweist, daß auch innerhalb einer Finanzierungsbeziehung ex ante nicht vorhersehbare und nicht kontrollierbare Ereignisse eintreten können, die als technologisches Risiko bezeichnet und ebenfalls als exogene Unsicherheit eingestuft werden

<sup>382</sup> vgl. **Weidekind** (1994:46)

<sup>383</sup> vgl. **Spremann** (1990a:623); **Spremann** (1990b:563ff)

<sup>384</sup> vgl. **Tiemann** (1997:208)

<sup>385</sup> vgl. **Siersleben** (1999:32)

genau beurteilen, da zu dem aus dem Holdup bekannten Verhaltensrisiko ein weiteres, exogenes Risiko hinzutritt. Der Kapitalgeber kann nicht zwischen dem endogenen Verhaltensrisiko und dem exogenen Risiko differenzieren und daher nicht von der Qualität der Gegenleistung auf das tatsächliche Verhalten des Kapitalnehmers schließen. Es entsteht ein diskretionärer Handlungsspielraum, der zur Realisierung von Individualinteressen auf seiten der Unternehmensführung genutzt werden kann.

### 3.2.1. Neoklassischer Ansatz

Die neoklassische Finanzierungstheorie greift zur Erklärung finanzwirtschaftlicher Phänomene auf volkswirtschaftliche bzw. mikroökonomische Grundeinsichten und Methoden zurück.<sup>386</sup>

Im neoklassischen Ansatz wird die Vielzahl der Einflußfaktoren, die auf eine Finanzierungsbeziehung einwirken, auf die beiden zentralen Größen – (leistungswirtschaftliches) Risiko und Rendite – reduziert. Andere wertbestimmende Aspekte werden ausgeblendet. Die neoklassische Sichtweise geht daher in der Folge von sehr restriktiven Prämissen aus, die einen vollkommenen Kapitalmarkt mit risikoscheuen Investoren und eine vollständige, kostenlose Information aller Marktteilnehmer unterstellen.<sup>387</sup> In einer solchen Konstellation ist das endogene Risiko in Beziehungen zwischen Kapitalgeber und -nehmer, das sich aus einem heterogenen Informationsniveau der Marktteilnehmer ergibt, ausgeschlossen. Lediglich die exogene Unsicherheit wird erfaßt.<sup>388</sup>

Legt man das neoklassische Modell und dessen restriktive Prämissen-gebung zugrunde, wird die Mehrzahl der Institutionen und Instrumente, z.B. Banken, Investmentfonds, etc., die in der Realität relevante Funktionen wie Fristen- und Risikotransformation inklusive Risikominderung übernehmen, innerhalb des theoretischen Bezugsrahmens eliminiert bzw. innerhalb der Prämissen unerklärbar.<sup>389</sup>

In diese Kategorie wären auch die Investor Relations einzustufen. Denn auch sie generieren unter der Bedingung vollkommener Information<sup>390</sup> keinen Nutzwert für die Unternehmung, da definitionsgemäß sogar unternehmensinterne Informationen bereits im Wertpapierkurs reflektiert werden.<sup>391</sup> Wenn aber alle Marktteilnehmer über den gleichen umfassenden Informationsstand verfügen, kann Investor Relations keine zusätzliche Wertschöpfung durch die Distribution von Informationen erzielen. Vielmehr wären Aufwendungen für Investor Relations-Aktivitäten in hohem Maße

<sup>386</sup> vgl. zu den Grundlagen der neoklassischen Finanzierungstheorie **Mossin** (1966); **Fisher** (1965); **Lintner** (1965); **Sharpe** (1964); **Modigliani / Miller** (1958); **Hirshleifer** (1958)

<sup>387</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:21)

<sup>388</sup> vgl. **Siersleben** (1999:31)

<sup>389</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:512); **Tiemann** (1997:91,107)

<sup>390</sup> Der Terminus vollkommene Information bedeutet, daß eine vollständige Über- und Voraussicht eines Wirtschaftssubjekts über alle vergangenen, gegenwärtigen und zukünftigen Tatbestände und Ereignisse, die sein Handeln beeinflussen, vorliegt; vgl. **Täubert** (1998:9).

<sup>391</sup> vgl. **Siersleben** (1999:31); **Täubert** (1998:9)

unökonomisch. Die neoklassische Finanzierungstheorie liefert also keinen fundamentalen Begründungsansatz für die Notwendigkeit der Existenz von Investor Relations. Zumindest leistet ihre kurze Darstellung aber eine Sensibilisierung in Bezug auf die Thematik der Informationseffizienz, die im folgenden noch detailliert dargestellt wird.

Insgesamt kritisiert Tiemann am vorgestellten Ansatz, daß die Erkenntnisse der neoklassischen Theorie aus einer unzureichenden und idealisierenden Beschreibung der Realität rühren, stark simplifizieren und daher nur schwer auf reale Problemsituationen übertragbar sind.<sup>392</sup>

### 3.2.2. Neoinstitutionalistischer Ansatz

Die neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie liefert Erklärungsansätze für unterschiedliche Finanzierungsformen und deren institutionelle Ausgestaltung.<sup>393</sup> Nicht nur die Modalitäten der Transformation gegebener Risiken stehen dementsprechend im Vordergrund, sondern auch die Verhaltensanreize, die die Austauschbeziehungen zwischen zwei oder mehreren Parteien determinieren. Die neoinstitutionalistische Theorie gibt die Prämisse des vollkommenen Marktes<sup>394</sup> auf und erweitert die Neoklassik insbesondere durch die Abschwächung der limitierenden Informationsannahmen. Auf diese Weise können Marktmechanismen, ihre funktionalen Rahmenbedingungen und Defizite weitestgehend der Realität entsprechend abgebildet und analysiert werden.<sup>395</sup>

Erreicht wird diese größere Realitätsnähe des neoinstitutionalistischen Ansatzes, indem die Ungleichverteilung von Informationen zwischen den Wirtschaftssubjekten in einer Finanzierungsbeziehung als Datum innerhalb des Modells akzeptiert wird. Die Prämisse der symmetrischen Informationsverteilung wird explizit aufgegeben. Der Zustand einer heterogenen Informationsstruktur wird als **Informationsasymmetrie** bezeichnet. Anders als im neoklassischen Ansatz berücksichtigt die neoinstitutionalistische Theorie auch die aus der asymmetrischen Informationsverteilung resultierende endogene Unsicherheit innerhalb einer Finanzierungsbeziehung (Moral Hazard).<sup>396</sup>

Die an einer Finanzierungsbeziehung beteiligten Wirtschaftssubjekte oder in einem weiteren Verständnis alle Kapitalmarktteilnehmer haben „[...] verschiedene Informationen, Erwartungen sowie Handlungsmöglichkeiten, und sie wissen davon, daß andere Personen besser oder schlechter informiert sind“<sup>397</sup>. Ein derartiges Informationsgefälle prägt in hohem Maße auch das Kapitalüberlassungsverhältnis zwischen

<sup>392</sup> vgl. **Tiemann** (1997:91)

<sup>393</sup> vgl. **Tiemann** (1997:107)

<sup>394</sup> Die Prämissen des vollkommenen Marktes sind: homogene Erwartungen, symmetrische Informationsverteilung, keine Transaktionskosten und Steuern sowie Informationseffizienz der Märkte.

<sup>395</sup> vgl. **Tiemann** (1997:107)

<sup>396</sup> vgl. **Täubert** (1998:9)

Unternehmung und Investor. Normalerweise verfügt der Kapitalnehmer über bessere Informationen bezüglich der tatsächlichen Unternehmenssituation als der Kapitalgeber. Dadurch entsteht die Möglichkeit für die Kapitalnehmer, sich aufgrund des Informationsvorsprungs durch opportunistisches Verhalten und durch die Ausnutzung ihres diskretionären Handlungsspielraums Vorteile zu verschaffen.<sup>398</sup>

Um sich vor dem Risiko ungleichverteilter Information zu schützen, ergreifen die Kapitalgeber Maßnahmen, wie beispielsweise unterschiedliche Finanzierungsformen, Kündigungs-, Mitwirkungsrechte und insbesondere gesetzlich festgeschriebene Informationsrechte.<sup>399</sup> Andernfalls würden sie das Kapitalüberlassungsverhältnis unter Umständen erst gar nicht eingehen; die Finanzierungsbeziehung käme nicht zustande.

Im neoinstitutionalistischen Ansatz fungieren die Maßnahmenbündel bzw. Institutionen als Instrumente, um die Nachteile der für Kapitalüberlassungsverhältnisse typischen Informationsasymmetrie zu verringern und opportunistisches Verhalten weitestgehend zu verhindern. Neben die Verpflichtung, Erträge in Form zukünftiger Zahlungsströme zu generieren, tritt die normative Empfehlung, die Kapitalgeber umfangreich und nachteilsminimierend zu informieren.<sup>400</sup>

Durch die explizite Einbeziehung der endogenen Unsicherheit, die auf der Informationsasymmetrie zwischen den Marktteilnehmern basiert und potentiell opportunistisches Verhalten provozieren kann, kommt den Investor Relations im neoinstitutionalistischen Ansatz auch modelltheoretisch eine Bedeutung zu. „Durch das Aufgeben der Prämisse der allgemeinen Verfügbarkeit von Informationen sind im Gegensatz zur neoklassischen Theorie investor relations nunmehr sinnvoll, da durch sie Informationsasymmetrien zwischen den Marktteilnehmern abgebaut werden können.“<sup>401</sup> Investor Relations sind demnach als Kommunikationsinstrument zur Reduzierung tauschhemmender Wissensunterschiede zu verstehen und ermöglichen dem (potentiellen) Kapitalgeber eine verbesserte Risiko- und Situationseinschätzung im Hinblick auf die exogenen und endogenen Unsicherheiten eines Kapitalüberlassungsverhältnisses.

---

<sup>397</sup> Tiemann (1997:208)

<sup>398</sup> vgl. Siersleben (1999:32); Tiemann (1997:110)

<sup>399</sup> vgl. Siersleben (1999:33). Diese Maßnahmenbündel werden innerhalb der neoinstitutionalistischen Theorie auch als „Institutionen“ bezeichnet.

<sup>400</sup> vgl. Tiemann (1997:111)



### 3.2.2.1. Informationseffizienz / Markteffizienz-Hypothese

Eine effektive Erreichung der Investor Relations-Ziele ist nur dann gegeben, wenn sich die von der Unternehmung veröffentlichten Informationen auch tatsächlich in den Aktienkursen niederschlagen und zur Steigerung des Unternehmenswertes beitragen.<sup>402</sup> Daher sind Erkenntnisse über die Relation zwischen der Aktienkurs- bzw. Preisbildung an der Börse und den öffentlich verfügbaren Informationen<sup>403</sup> von fundamentaler Relevanz für die Kapitalmarktkommunikation.

Die Preisbildung ist ein Prozeß, in dem die Erwartungen von Kapitalanbietern und -nachfragern bezüglich des aktuellen Werts zukünftig zu erwartender unsicherer Zahlungsströme abgeglichen werden. In den Aktienkursen kondensieren sich somit die Erwartungen des Marktes hinsichtlich der Aktienkursentwicklung und damit implizit der Unternehmensperformance. Primär werden diese Erwartungen durch die zur Verfügung stehenden Informationen über die aktuelle und potentielle Leistungsfähigkeit der Unternehmung geprägt.<sup>404</sup> Zum Teil sind diese Informationen durch die Investor Relations in den als Informationsverarbeitungssystem fungierenden Kapitalmarkt eingesteuert worden.

Die Wirksamkeit von Investor Relations-Maßnahmen ist letztlich von der Fähigkeit des Kapitalmarktes abhängig, Informationen effizient zu verarbeiten und sich an Änderungen des Informationsstatus anzupassen.<sup>405</sup> Der Aktienmarkt ist dann informationseffizient, wenn die Marktpreise (Wertpapierkurse) zu jedem Zeitpunkt vollständig und ohne zeitliche Verzögerung alle verfügbaren Informationen reflektieren.<sup>406</sup> Demzufolge passen sich Aktienkurse im Idealfall unverzüglich einem neuen Informationsstand an – z.B. wenn eine entropische Nachricht die Reevaluation eines Beteiligungstitels hinsichtlich der Risiko- bzw. Renditestruktur erforderlich macht –, da alle Investoren die neuen Informationen gleichzeitig erhalten und sofort (um-)disponieren.<sup>407</sup>

Den Effizienzgrad eines Marktes versucht man, mittels empirischer Untersuchungen festzustellen. Zurückgehend auf Fama lassen sich je nach Informationsverarbei-

<sup>401</sup> **Siersleben** (1999:33)

<sup>402</sup> vgl. **Faltz** (1999:35)

<sup>403</sup> vgl. zur Definition von öffentlichen Informationen **Haugen** (1993:63), der darunter die historische Aktienkursentwicklung, die Informationen, die in den Geschäftsberichten der fokalen Unternehmung und von Konkurrenzunternehmungen enthalten sind, volkswirtschaftliche Daten und andere bewertungsrelevante Informationen subsumiert; dazu auch **Schneider** (1992:543f). Grundlegend beschäftigt sich **Mühlbradt** (1978:32ff) mit dem Informationsbegriff. Danach evozieren relevante Informationen, die als zweckorientiertes Wissen definiert werden, eine Änderung in den Erwartungsstrukturen der Investoren bzw. bestätigen bereits gebildete Erwartungen.

<sup>404</sup> vgl. **Siersleben** (1999:34); **Allendorf** (1996:94)

<sup>405</sup> vgl. **Jakob** (1998:129)

<sup>406</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:261); **Schulz** (1999:55); **Siersleben** (1999:33f); **Jakob** (1998:129) und ursprünglich **Fama** (1970:383). Zur Kritik an der Praxisrelevanz der Markteffizienz-Hypothese; vgl. **Haugen** (1999)

<sup>407</sup> vgl. **Siersleben** (1999:34); **Jakob** (1998:129); zur unendlichen Anpassungsgeschwindigkeit als Voraussetzung für einen vollkommenen Markt; vgl. **Schneider** (1992:538)

tungskapazität des Aktienmarktes, d.h. je nach Umfang der im Wertpapierkurs wiedergespiegelten Informationen, drei Formen der Markt- bzw. Informationseffizienz<sup>408</sup> inhaltlich präzisieren:<sup>409</sup>

### 1. Schwache Form der Informationseffizienz („*weak form*“)

Die gegenwärtigen Kurse reflektieren sämtliche Informationen, die aus den historischen Aktienkursen, Kursänderungen oder Aktienrenditen abgeleitet werden können.<sup>410</sup> Bei einem schwach effizienten Markt führt die technische Aktienanalyse nicht zur langfristigen Erzielung von Überrenditen.<sup>411</sup> Dabei liegt die Annahme zugrunde, daß die Wahrscheinlichkeitsverteilung eines Aktienkurses in der Periode  $t$  unabhängig von dem Kurs der Periode  $t-1$  ist.<sup>412</sup> Der Aktienkurs verläuft zufällig, es existiert kein Unterschied zwischen einer informationsdeterminierten und einer nicht informationsdeterminierten Renditeverteilung.<sup>413</sup> Die Kursänderung von heute auf morgen ist demzufolge vollkommen unabhängig von den Kursen von gestern und vorgestern.<sup>414</sup>

Empirische Untersuchungen ergaben für den deutschen Kapitalmarkt keine definitive Bestätigung, sondern lediglich eine Vermutung der schwachen Informationseffizi-

<sup>408</sup> vgl. **Fama** (1970:387f), der folgende Voraussetzungen mit der Definition von Markteffizienz verbindet: keine Transaktionskosten, alle Marktteilnehmer haben kostenlos und simultan Zugang zu allen Informationen, homogene Erwartungen bezüglich der Interpretation der verfügbaren Nachrichten; vgl. hierzu auch **Labhart** (1999:47); **Röder** (1999:5); **Neumann / Klein** (1982:168f); **Mühlbradt** (1978:26)

<sup>409</sup> vgl. **Fama** (1970:383); auch **Haugen** (1993:634ff). **Neumann / Klein** (1982:170ff) erweitern das Modell von Fama um die Grenzkosten der Informationsbeschaffung, die die unterschiedliche Verfügbarkeit von Informationen evident macht. Auch hier werden drei Formen der Information zugrunde gelegt:

1. Zentral veröffentlichte Informationen, die zu Grenzkosten von Null über öffentliche Medien bekanntgegeben worden sind.
2. Dezentral veröffentlichte Informationen, die nicht allen Marktteilnehmern zu einem bestimmten Zeitpunkt  $t$  zu Grenzkosten von Null verfügbar bzw. öffentlich sind. Gegen ein Honorar stehen sie allerdings einem Teil der Interessenten zur Verfügung.
3. Vorübergehend monopolisierte Informationen, deren Grenzkosten für die Beschaffung zum Zeitpunkt  $t$  für alle „uninformierten“ Marktteilnehmer gegen unendlich gehen. Diese Informationsmonopolisierung ist in jedem Fall zeitlich begrenzt.

Die schwache Informationseffizienz-Hypothese integriert alle zentral veröffentlichten Informationen bis zum Zeitpunkt  $t$  und nicht nur die historischen Kurse. Bei der starken Form der Informationseffizienz werden auch dezentral veröffentlichte Informationen berücksichtigt, was eine Transition von der kostenlosen passiven zur kostenverursachenden aktiven Informationssuche darstellt; vgl. hierzu auch **Götz** (1990:19ff).

<sup>410</sup> vgl. **Süchting** (1989:332); **Sahling** (1981:9). **Schneider** (1992:543) weist darauf hin, daß sich der Inhalt von Informationen bei der schwachen Form der Informationseffizienz aus Börsentatsachen (Kurse, Dividenden, Bezugsrechte) der Vergangenheit ableitet.

<sup>411</sup> vgl. **Kasper** (1997:15); **Schneider** (1992:542); **Süchting** (1989:332); **Mühlbradt** (1978:182f)

<sup>412</sup> vgl. **Allendorf** (1996:98); **Schneider** (1992:542); ähnlich **Labhart** (1999:47). Die o.g. Aussage deckt sich mit der Random-Walk-Hypothese; vgl. hierzu und zum Martingale- bzw. Submartingale-Modell **Sapusek** (1998:23ff).

<sup>413</sup> vgl. **Link** (1991:40)

<sup>414</sup> vgl. **Schneider** (1992:543)

enz.<sup>415</sup> Schulz sieht sie jedoch für die hochorganisierten Kapitalmärkte in den angelsächsischen Ländern und auch in Deutschland als gegeben an.<sup>416</sup>

## 2. Halb-strenge Form der Informationseffizienz („*semistrong form*“)

Wird die Informationseffizienz eines Marktes als halbstreng klassifiziert, sind sämtliche öffentlich verfügbaren Informationen im aktuellen Marktpreis berücksichtigt.<sup>417</sup> Die Kurse passen sich darüber hinaus erwartungstreu und unmittelbar neuen öffentlich verfügbaren Informationen an.<sup>418</sup> Dies schließt die schwache Form der Markteffizienz mit ein. Hier ergibt sich auch ein Anknüpfungspunkt zur Kapitalmarktkommunikation, da alle unternehmensseitig distribuierten Informationen per definitionem im Kurs enthalten sind.<sup>419</sup> Durch auf öffentlichen Informationen basierenden Anlagestrategien – wie z.B. der fundamentalen Wertpapieranalyse – sind bei gleichen Risikobedingungen keine Überrenditen erzielbar.<sup>420</sup> Getestet wird die halbstrenge Informationseffizienz-Hypothese, indem die Reaktionszeit der Kurse auf spezifische Ereignisse mit Informationsrelevanz überprüft wird.<sup>421</sup> Dies geschieht im Rahmen sogenannter *event studies*.<sup>422</sup>

Möller stellt fest, daß die Preiswirkungen veröffentlichter Informationen nicht unverzüglich, sondern mit einer bemerkenswerten Verzögerung auftreten.<sup>423</sup> Als ursächlich für die suboptimale Geschwindigkeit der Informationsverarbeitung wurden u.a. die unzureichende Publizitätsbereitschaft, nicht hinreichend aussagefähige Jahresabschlüsse oder die Marktenge festgemacht.<sup>424</sup> Trotzdem wird für den deutschen Markt tendenziell die halb-strenge Form der Informationseffizienz als gegeben angesehen.<sup>425</sup>

## 3. Strenge Form der Informationseffizienz (strong form)

In dieser Form der Markteffizienz werden alle Informationen, auch die nicht öffentlich zugänglichen (Insider-)Informationen im aktuellen Aktienkurs vollständig reflektiert. Auch Marktteilnehmer, die über Kenntnisse nicht veröffentlichter, kursrelevanter Daten und Fakten verfügen, können ihren Informationsvorsprung nicht zur Realisierung überdurchschnittlicher Renditen nutzen, da annahmegemäß bereits sämtliche Infor-

<sup>415</sup> vgl. im Überblick **Möller** (1985:510f); **Frantzmänn** (1989:135ff); **Frantzmänn** (1987:618ff); **Mühlbradt** (1978:256f)

<sup>416</sup> vgl. **Schulz** (1999:56)

<sup>417</sup> vgl. **Fama** (1970:385f)

<sup>418</sup> vgl. **Sahling** (1981:19)

<sup>419</sup> vgl. **Labhart** (1999:49)

<sup>420</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:261); **Röder** (1999:6)

<sup>421</sup> vgl. **Labhart** (1999:49); **Allendorf** (1996:99)

<sup>422</sup> vgl. übersichtsartig zu empirischen Studien **Möller** (1985:510ff). Der empirische Nachweis des halb-strengen Effizienzniveaus ist aufgrund methodischer Untersuchungs- und Modellprobleme schwierig; vgl. **Weston / Copeland** (1989:545); **Möller** (1985:51ff); **Sahling** (1981:32ff); **Mühlbradt** (1978:290ff).

<sup>423</sup> vgl. **Möller** (1985:514)

<sup>424</sup> vgl. **Sahling** (1981:59)

<sup>425</sup> vgl. **Schulz** (1999:56); **Pieper / Schiereck / Weber** (1993:487ff); **Schmidt / May** (1993:85ff); **Möller** (1985:514)

mationen in den Kursen verarbeitet sind.<sup>426</sup> Die Überprüfung der strengen Informationseffizienz ist nicht unmittelbar möglich, da nicht feststellbar ist, wann die nicht öffentliche Information dem Insider zur Kenntnis gelangte.<sup>427</sup> Um dennoch Erkenntnisse zu erhalten, werden vielfach Fondsmanager untersucht, denen unterstellt wird, daß sie sich aufgrund ihrer Anlagemacht Insiderinformationen verschaffen können. Lerbinger kann allerdings für den deutschen Aktienmarkt keine signifikanten Ergebnisse belegen.<sup>428</sup>

### 3.2.2.1.1. Implikationen für die Investor Relations

Die dargestellten Effizienzthesen sowie die Versuche, diese empirisch zu validieren, lassen innerhalb des theoretischen Bezugsrahmens bestimmte Folgerungen für die Kapitalmarktkommunikation zu.

Im Falle informationseffizienter, friktionsloser Aktienmärkte, d.h. bei Vorliegen der strengen Form der Informationseffizienz, wäre eine systematische Informationspolitik unökonomisch, da jede aktiv betriebene Investor Relations-Maßnahme Transaktionskosten auslösen würde, ohne jedoch – aufgrund der informatorischen Redundanz – eine Kursänderungen zu bewirken.<sup>429</sup> Die Hypothese der strengen Informationseffizienz kann in der Praxis allerdings mit hinreichender Sicherheit verworfen werden.<sup>430</sup>

Allgemein wird im Schrifttum die Sichtweise vertreten, daß der Markt bezüglich öffentlicher Informationen als effizient zu betrachten ist, also die halb-strenge Form der Informationseffizienz existent ist.<sup>431</sup> Das Vorhandensein einer halb-strengen Informationseffizienz, die auch die schwache Form inkludiert<sup>432</sup>, ist die Grundvoraussetzung für eine zweckgerichtete Existenz von Investor Relations, da nur unter diesen Rahmenbedingungen neue Informationen, die u.a. aus dem proprietären unternehmensinternen Informationssystem stammen und die durch die Investor Relations in den externen Informationsverarbeitungsprozeß eingesteuert werden, zu Änderungen im Kapitalmarkt führen können.<sup>433</sup>

<sup>426</sup> Hier kommt das Phänomen des Informationsparadoxons zum Tragen. Preise sind sowohl Informationsaggregatoren als auch Informationsmittler. **Grossmann / Stiglitz** (1980:393ff) weisen vor diesem Hintergrund nach, daß strenge Informationseffizienz nicht möglich ist, da in einem Markt, in dem Informationen nicht mehr in Überrenditen transformiert werden können, kein Anreiz besteht, eine kostenverursachende Informationsbeschaffung und -verarbeitung durchzuführen. In der Folge reflektieren die Preise nicht mehr alle Informationen, da ökonomisch rational jede Informationsbeschaffung und -auswertung unterblieben ist; vgl. hierzu auch **Möller** (1985:500).

<sup>427</sup> vgl. **Allendorf** (1999:101)

<sup>428</sup> vgl. **Lerbinger** (1984:110ff)

<sup>429</sup> vgl. **Achleitner / Bassen** (2001b:30); **Siersleben** (1999:34f). **Ross** (1989:543) kommt zu einem ähnlichen Schluß für das Marketing, das sich auf vollkommenen Kapitalmärkten per se nicht begründen läßt.

<sup>430</sup> vgl. **Labhart** (1999:60); **Tiemann** (1997:155); ähnlich **Perridon / Steiner** (1999:262)

<sup>431</sup> vgl. **Labhart** (1999:60)

<sup>432</sup> vgl. **Shleifer** (2000:6). Vergangene Kurs- und Renditeinformationen sind eine Teilmenge der öffentlich verfügbaren Informationen.

<sup>433</sup> vgl. **Labhart** (1999:50); **Siersleben** (1999:34)

Im folgenden werden einige Ansatzpunkte und empirische Untersuchungen zur Unterstützung der These angeführt, daß Investor Relations in einem halb-streng informationseffizienten Markt zielführend sind.

Labhart weist auf die potentielle Reduktion von Insidergeschäften durch Investor Relations bzw. Value Reporting hin.<sup>434</sup> Durch die vermehrte Transformation privater in öffentliche Information haben Investor Relations einen Einfluß auf den Anteil an Insidergeschäften im Markt. Je qualitativ wie quantitativ hochwertiger die Veröffentlichung entscheidungsrelevanter Informationen durch die Unternehmung und damit der Grad öffentlicher Informiertheit ist, desto geringer wird die Wahrscheinlichkeit, daß Insider Informationen, die nur einem begrenzten Personenkreis bekannt sind, zur Erzielung überdurchschnittlicher Renditen nutzen können.

Die Ergebnisse von Möller, die eine zeitliche Verzögerung der informationsdeterminierten Preiswirkung attestieren, eröffnen ebenfalls ein Betätigungsfeld für die Investor Relations.<sup>435</sup> In diesem spezifischen Zusammenhang käme ihnen die effizienzsteigernde Aufgabe zu, den Anpassungsprozeß des Preises durch eine schnellere Verbreitung und eine größere Akzeptanz der Information zu optimieren.<sup>436</sup>

Andere Studien kommen zu dem Ergebnis, daß mittels Fundamentalanalysen auch in halb-streng informationseffizienten Märkten Überrenditen erzielbar sind.<sup>437</sup> Durch die Analyse der Angaben des externen Berichtswesens (Geschäftsberichte, etc.) lassen sich demnach unterbewertete Aktien bzw. Unternehmenswerte, die sich noch nicht in den Aktienkursen niedergeschlagen haben, identifizieren. Prinzipiell suchen Analysten oder andere kompetente Marktteilnehmer permanent nach noch nicht vollständig im Preis reflektierten Informationen. An dieser Stelle ist es die Aufgabe der Investor Relations, die externe Informationsverarbeitung im Rahmen von Fundamentalanalysen weitestmöglich durch eine adäquate und bedarfsgerechte Informationsbereitstellung zu unterstützen. Es erscheint plausibel, daß der Ausbaugrad der Kapitalmarktkommunikation der Unternehmung mit dem Wahrscheinlichkeitsgrad korreliert, daß einzelne Marktteilnehmer singuläre (und zeitlich begrenzte) Überrenditen aufgrund überlegener Fundamentalanalysen erwirtschaften.<sup>438</sup>

Auch Jaffe zeigt, daß auf graduell informationseffizienten Märkten öffentliche Informationen durchaus wertvoll sein können, da sie zur Reduktion von Schätzfehlern in bezug auf bewertungsrelevante Unternehmensdaten führen können.<sup>439</sup> Eine gesteigerte Informationsgenauigkeit aufgrund neuer Unternehmensinformationen kann die

---

<sup>434</sup> vgl. **Labhart** (1999:61)

<sup>435</sup> vgl. **Möller** (1985:515ff); hierzu ebenfalls **Gerke / Oerke / Sentner** (1997:819)

<sup>436</sup> vgl. **Allendorf** (1996:102)

<sup>437</sup> vgl. **Holthausen / Larcker** (1992:375ff); **Ou / Penman** (1989:392); **Stickney** (1976:2)

<sup>438</sup> vgl. präzisierend **Labhart** (1999:64), der anführt, daß einzelne Analysten aufgrund des Wettbewerbs in dieser Berufsgruppe keine konstanten Überrenditen realisieren können, sondern vielmehr das öffentliche Informationssystem insgesamt bereichern.

<sup>439</sup> vgl. **Jaffe** (1975:832ff)

Einschätzung entscheidungsbeeinflussender Variablen verändern bis hin zur Revision bestimmter Entscheidungen. Zu einer ähnlichen Aussage kommt auch Fitzpatrick und bestätigt damit den Sachverhalt. „It appears that public information can be used for market return superiority.“<sup>440</sup>

Resümierend ist festzustellen, daß in der Praxis die Investor Relations als Produzent öffentlicher Informationen innerhalb der Markteffizienz-Hypothese eine Relevanz für die effiziente Kapitalallokation haben. Dennoch resultiert diese Bedeutung der Investor Relations teilweise aus empirisch festgestellten Marktunvollkommenheiten, die modelltheoretisch nicht auftreten. Innerhalb des theoretischen Bezugsrahmens kann eine Begründung für die ökonomisch sinnvolle Existenz der Kapitalmarktkommunikation daher nicht mit uneingeschränkter Schlüssigkeit entwickelt werden.<sup>441</sup>

Allerdings wird das theoretische Paradigma der Markteffizienz-Hypothese zunehmend kritisiert, da es die realen Strukturen und Prozesse am Kapitalmarkt nicht ausreichend beschreibt. Haugen als ein Vertreter der „New Finance“-Bewegung geht vor diesem Hintergrund sogar soweit, die Markteffizienz-Hypothese als Phantasieprodukt zu bezeichnen und gesamthaft in Frage zu stellen.<sup>442</sup>

### 3.2.2.1.2. Kritik an der Informationseffizienz

Unter der Gültigkeitsprämisse der halb-strengen Informationseffizienz ist die Nutzenstiftung der Investor Relations prinzipiell fraglich, da alle öffentlichen Informationen per se in den Kursen enthalten sind. Dennoch transformiert die Kapitalmarktkommunikation als Funktionsbereich der Unternehmung ehemals private Informationen, d.h. proprietäre Unternehmensinterna, in einen anderen Öffentlichkeitsstatus und ändert somit den Informationsstand des Marktes bezüglich potentiell relevanter Daten zur Einschätzung der Barwerte zukünftiger, unsicherer Zahlungsströme. Modelltheoretisch sind damit keine Überrenditen für die Kapitalmarktteilnehmer zu erzielen<sup>443</sup>, da alle Informationen im Moment ihrer Entstehung von allen Akteuren unverzüglich eingepreist werden. Demnach übernehmen Investor Relations theoretisch aus der Marktperspektive keine gewinnbringende Funktion, da verfügbare Informationen nicht profitabel ausgenutzt werden können, um mehr als die sachgerecht definierte und risikoadjustierte Rendite zu erwirtschaften.<sup>444</sup>

In der Unternehmenspraxis ist durch die Verbreiterung der Informationsbasis allerdings eine verbesserte Anpassung des Kurses an seinen intrinsischen Wert zu erwarten.<sup>445</sup> Grundlage für diese Aussage sind die Ergebnisse der angeführten empiri-

<sup>440</sup> Fitzpatrick (1995:14)

<sup>441</sup> vgl. mit ähnlicher Argumentation für das Aktienmarketing Schulz (1999:58)

<sup>442</sup> vgl. Haugen (1995:11f) und grundsätzlich Haugen (1999)

<sup>443</sup> vgl. Allendorf (1996:102)

<sup>444</sup> vgl. Schmidt / Terberger (1996:215)

<sup>445</sup> vgl. Graham / Dodd (1934), die die Abweichung von Aktienkurs und seinem intrinsischem Wert als Marktineffizienz bezeichnen. Anhand der finanziellen Rechnungslegung zeigen sie, wie Aktien mit „abweichendem“ Marktpreis identifiziert werden können. Im Rahmen des Effizienzkonzepts

schen Untersuchungen, die zeigen, daß neue veröffentlichte Informationen Kurswirkungen auslösen.<sup>446</sup> Offensichtlich liegt daher im Kapitalmarkt eine **asymmetrische Informationsverteilung** vor, da nicht alle Kapitalmarktpartizipanten über das gleiche Informationsniveau verfügen.<sup>447</sup> Als Informationsasymmetrie wird der unterschiedliche Informationsstand definiert, der in der Regel zwischen der gut informierten Unternehmung und den schlechter informierten Marktteilnehmern in bezug auf Finanzdaten, Gewinnerwartungen, etc. besteht.<sup>448</sup> Zwischen den an einem Kapitalüberlassungsprozeß beteiligten Wirtschaftssubjekten ist also eine ungleiche Informationsverteilung der Normalfall.<sup>449</sup> Eine vollkommene Markttransparenz existiert nicht.<sup>450</sup> In der Realität lassen sich demzufolge die Prämissen des vollkommenen Kapitalmarktes<sup>451</sup> nicht uneingeschränkt bestätigen.

Insbesondere aufgrund der unzureichenden Informationsqualität und -quantität ergeben sich Marktwiderstände zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage.<sup>452</sup> Als Ursache für die in praxi bestehenden Marktwiderstände sieht Paul unvollständige, nicht der Aktualität entsprechende oder nicht zielgruppenkonforme Informationen sowie Gerüchte und Mißverständnisse an.<sup>453</sup> Daraus ist abzuleiten, daß Informationen vielfach erklärungsbedürftig sind und eine Einordnung der Fakten in Gesamtzusammenhänge notwendig ist.<sup>454</sup> Denn nicht jederzeit werden Unternehmensinformationen einheitlich und eindeutig interpretiert, häufig werden veröffentlichte Informationen aus Sicht der Unternehmung vom Markt zu einseitig oder gar fehlerhaft bewertet.<sup>455</sup> „[...] Entscheider [haben] erhebliche Schwierigkeiten [...], Informationen umgehend richtig zu bewerten. Die Information wird kurzfristig nicht vollständig verarbeitet, sondern fließt über einen längeren Zeitraum in die Aktienbewertung ein.“<sup>456</sup>

Hier ist klar ein Aufgabenfeld für die Investor Relations zu erkennen, in dem deren kommunikatives Beeinflussungspotential – anders als im Hinblick auf die Informationseffizienz – voll zum Tragen kommt.

---

von Graham / Dodd lassen sich überdurchschnittliche Renditen durch Fundamentalanalyse und Stock-Picking-Strategien realisieren. Auch **Link** (1991:38) und **Süchting** (1989:332) bezeichnen den Aktienmarkt dann als informationseffizient, wenn die Kurse jederzeit den intrinsischen Wert der Unternehmung widerspiegeln.

<sup>446</sup> vgl. **Gerke / Oerke / Sentner** (1997:819), die zeigen, daß die Veröffentlichung neuer Informationen (Dividendenbekanntgabe) fallweise zur Erzielung von signifikanten Überrenditen führen kann. Der Markt ist also aufgrund seiner Reaktionszeit nicht informationseffizient.

<sup>447</sup> vgl. **Tiemann** (1997:156); **Link** (1991:42)

<sup>448</sup> vgl. **Täubert** (1998:14)

<sup>449</sup> vgl. **Täubert** (1998:13); **Tiemann** (1997:156); **Link** (1991:42f); **Spremann** (1990:92)

<sup>450</sup> vgl. **Süchting** (1989:340f), der allein die Existenz von Rating-Agenturen und Investor Relations bereits als Indiz dafür ansieht, daß die Transparenz der Märkte in der Realität unvollkommen ist.

<sup>451</sup> vgl. **Süchting** (1989:334f), der explizit die vollständige Markttransparenz und den gleichen Informationsstand als Prämisse des vollkommenen Kapitalmarktes definiert.

<sup>452</sup> vgl. **Paul** (1993:139)

<sup>453</sup> vgl. **Paul** (1993:139)

<sup>454</sup> vgl. **Täubert** (1998:13)

<sup>455</sup> vgl. **Allendorf** (1996:103); **Steiner** (1993:189)

<sup>456</sup> **Weber et al.** (2000:315)

Die funktionale Berechtigung der Investor Relations liegt daher primär in der Überwindung der skizzierten Marktwiderstände mit finanzkommunikativen Instrumenten. Damit unterstützt die Kapitalmarktkommunikation die Vervollkommnung des Marktes im allgemeinen und verbessert die Markttransparenz hinsichtlich der fokalen Unternehmung im besonderen.<sup>457</sup> Tiemann sieht eine positive Korrelation zwischen der Investor Relations-Qualität einer Unternehmung und dem (Finanzierungs-)Verhalten der Investoren.<sup>458</sup>

Eine asymmetrische Informationsverteilung sowie zurückhaltende bzw. qualitativ schlechte Investor Relations führen tendenziell zu falschen Einschätzungen durch den Kapitalmarkt, so daß der im Börsenkurs ausgedrückte Unternehmenswert vom tatsächlichen bzw. fundamental durch die Unternehmung ermittelten Wert erheblich abweichen kann.

Higgins weist empirisch nach, daß in Ländern mit einer hohen Publizitätsbereitschaft die (Gewinn-)Vorhersagen von Analysten einen höheren Genauigkeitsgrad erreichen als in Ländern mit einer weniger strikten Publizitätspflicht. Eine extensive bzw. nicht restriktive Informationspolitik hat folglich einen positiven Einfluß auf die Aussagegüte der Analystenurteile über die Unternehmung.<sup>459</sup> Auch die Untersuchung von Lang / Lundholm zeigt, daß eine informativere Investor Relations-Politik nicht nur zu einer intensiveren Analystenabdeckung führt, sondern die Analysten zu einer stärker übereinstimmenden und vor allem genaueren Beurteilung der Unternehmung bzw. der Gewinnaussichten kommen.<sup>460</sup>

Wenn die Unternehmung also eine den Bedürfnissen des Marktes entsprechende Informationspolitik betreibt, lassen sich Informationsasymmetrien abbauen und durch Informationsinsuffizienzen induzierte Bewertungsungenauigkeiten verringern.

In der Realität ist allerdings nicht nur die Annahme einer Informationsgleichverteilung an der Börse schwierig zu verifizieren, sondern auch die **homogenen Erwartungen**, die rationale Investoren hinsichtlich der Risiko- und Renditestruktur auf Basis der vorliegenden Informationen entwickeln.

Denn auch hier ist ein Auseinanderklaffen der theoretischen Prämissen und der empirischen Realität festzustellen.<sup>461</sup> So kritisiert Shleifer, daß zahlreiche Investoren nicht gänzlich rational handeln, sondern auf irrelevante Informationen reagieren, die gehaltenen Portfolios branchenmäßig und international unzureichend diversifizieren, verlustbringende Aktien trotzdem im Portfolio halten, etc.<sup>462</sup>

---

<sup>457</sup> vgl. Täubert (1998:13); Tiemann (1997:156)

<sup>458</sup> vgl. Tiemann (1997:156)

<sup>459</sup> vgl. Higgins (1998:61)

<sup>460</sup> vgl. Lang / Lundholm (1996:490)

<sup>461</sup> vgl. Weber et al. (2000:312)

<sup>462</sup> vgl. Shleifer (2000:10); Weber et al. (2000:311)



Psychologisch determinierte Verhaltensweisen (wie z.B. das Herdenverhalten) können ohne wesentliche fundamentale Ereignisse zum Teil erhebliche Schwankungen der Aktienkurse verursachen.<sup>463</sup> Fallen diese psychologischen Effekte systematisch an und heben sich nicht durch kollektive Entwicklungen wieder auf,<sup>464</sup> wird die Rationalitätsprämisse der Theorie vollkommener Kapitalmärkte bzw. der Markteffizienz-Hypothese durchbrochen.<sup>465</sup> Dem theoretischen Konzept des homo oeconomicus als rationalem Entscheider wird ein menschlicher Entscheider entgegengesetzt, dessen Entscheidungsverhalten in der Realität beobachtet werden kann und dem systematische Fehler bei der Informationsverarbeitung unterlaufen.<sup>466</sup>

Die individuelle, psychologische Prädisposition hat Einfluß auf den Informationsverarbeitungs- und Entscheidungsprozeß des einzelnen Kapitalmarktpartizipanten.<sup>467</sup> Sowohl aufgrund der bereits explizierten Informationsasymmetrie als auch aufgrund unterschiedlicher Beurteilungsvorgänge bei der Entscheidungsfindung (individuelle Risikoneigung, etc.<sup>468</sup>) ist somit eine bei allen Marktteilnehmer einheitliche Informationsauswertung fast auszuschließen. Damit wäre auch die Prämisse der homogenen Erwartung in der Realität nicht mehr zu halten.

Grundsätzlich ist daher von Märkten auszugehen, die durch unvollkommene Information und heterogene Erwartungen geprägt sind.<sup>469</sup> „Real existierende Märkte sind daher Märkte eingeschränkter Informationseffizienz [...]“<sup>470</sup> In der Konsequenz entstehen Diskrepanzen zwischen der fundamental gerechtfertigten und der tatsächlichen Börsenbewertung einer Unternehmung. Diese Diskrepanzen müssen durch die Investor Relations minimiert werden.

---

<sup>463</sup> vgl. **Nitzsch / Friedrich / Pulham** (2001:144)

<sup>464</sup> vgl. **Weber et al.** (2000:313)

<sup>465</sup> Mit diesen Fragestellungen beschäftigt sich die relativ neue Forschungsrichtung der Behavioral Finance, die Erkenntnisse aus der Psychologie aufgreift, um das Anlegerverhalten und andere Phänomene in den Kapitalmärkten zu erklären. In der Behavioral Finance werden Individualverhalten und Marktgeschehen unter psychologischen und finanzierungstheoretischen Aspekten analysiert; vgl. **Nitzsch / Friedrich / Pulham** (2001); **Pelzmann** (2000); **Shefrin** (2000); **Shleifer** (2000); **Weber et al.** (2000); **Goldberg / Nitzsch** (1999); **Kent / Titman** (1999); **Unser** (1999); **Kent / Hirshleifer / Subrahmanyam** (1998); **Olsen** (1998); **Maas / Weibler** (1990)

<sup>466</sup> vgl. **Kent / Titman** (1999:28)

<sup>467</sup> Situativ können sogar Gefühle und Stimmungen die Aufnahme von Informationen beeinflussen; vgl. **Bittner** (1996:210) und die dort angegebene Literatur.

<sup>468</sup> vgl. **Weber et al.** (2000:311)

<sup>469</sup> vgl. **Täubert** (1998:13); **Neumann / Klein** (1982:170)

<sup>470</sup> **Neumann / Klein** (1982:170)

### 3.2.2.2. Principal-Agent-Theorie (im neoinstitutionalistischen Ansatz)

Innerhalb der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie werden unterschiedliche Ansätze verfolgt. Man unterscheidet die Transaktionskostentheorie<sup>471</sup>, die Property-Rights-Theorie<sup>472</sup> und die Agency-Theorie<sup>473</sup>. Nachfolgend wird als theoretischer Bezugsrahmen die Agency-Theory zugrunde gelegt, da sie ein geeignetes Instrument darstellt, um die Implikationen der asymmetrischen Informationsverteilung für die Beziehung zwischen kapitalnachfragender Unternehmung und externem Eigenkapitalgeber abzubilden.

In der Grundlagenliteratur zur Agency-Theorie ist keine einheitliche definitorische Abgrenzung des Begriffs vorhanden, da in den vorliegenden Arbeiten eine Vielzahl von spezifischen Problemstellungen berücksichtigt wird.<sup>474</sup> Eine relativ weitgefaßte Begriffsbestimmung ist bei Pratt / Zeckhauser zu finden. „Whenever one individual depends on the action of another, an *agency relationship* arises [Hervorhebungen im Original; C.Z.]“<sup>475</sup> Ross definiert inhaltlich enger und verlangt die Beauftragung des Agenten durch den Prinzipal. „[A]n agency relationship has arisen between two (or more) parties when one, designated as the agent, acts for, on behalf of, or as representative for the other, designated the principal, in a particular domain of decision problems.“<sup>476</sup> Noch weiter gehen Jensen / Meckling, die explizit eine vertragliche Festlegung der Auftragsbeziehung fordern.<sup>477</sup> Decker verallgemeinert die Begriffsbestimmung stark, um die basale Grundaussage herauszuarbeiten. „Ein Individuum (der Prinzipal) beauftragt ein anderes Individuum (den Agenten), Aufträge für ihn zu erledigen.“<sup>478</sup>

<sup>471</sup> Der Transaktionskostenansatz untersucht die Entstehung von Institutionen vor dem Hintergrund der durch die Austauschbeziehungen am Markt und innerhalb der Unternehmung anfallenden Such-, Anbahnungs-, Verhandlungs-, Entscheidungs- und Vereinbarungskosten (ex-ante Transaktionskosten) sowie der Kontroll-, Anpassungs- und Beendigungskosten (ex-post-Transaktionskosten) von Verträgen. Die Koordinationsform bei der die geringsten Transaktionskosten generiert werden, wird als effizient bezeichnet; vgl. **Picot** (1991:143); **Williamson** (1987:68ff); **Picot** (1982:267ff); **Coase** (1937).

<sup>472</sup> Property-Rights sind Handlungs- und Verfügungsrechte. Der Property-Rights-Ansatz bezieht sich auf die Entstehung, Übertragung bzw. Verteilung von Verfügungsrechten und analysiert die Auswirkungen rechtlicher und institutioneller Rahmenbedingungen auf die Interaktion von Wirtschaftssubjekten; vgl. **Schmidt** (1988:240ff); **Alchian / Demsetz** (1973:16ff); **Alchian / Demsetz** (1972:777ff); **Alchian** (1965:816ff); **Coase** (1960:1ff).

<sup>473</sup> vgl. **Arrow** (1985:37); **Barnea / Haugen / Senbet** (1985); **Pratt / Zeckhauser** (1985:2ff); **Jensen / Meckling** (1976:305ff). Nach **Schefczyk** (2000:113) kann die Agency-Theorie als auf die Delegation von Verfügungsrechten spezialisierter Zweig der Property-Rights-Theorie aufgefaßt werden.

<sup>474</sup> vgl. **Siersleben** (1999:35); **Decker** (1994:13), z.B. Managerentlohnung, Dividenden- und Gewinnverwendung, Kreditverträge, Leasing, Pachtverträge, staatliche Steuer- und Verteilungspolitik, Umweltschutzpolitik sowie das Verhältnis zwischen Manager, Aktionär und Prüfer.

<sup>475</sup> **Pratt / Zeckhauser** (1985:2)

<sup>476</sup> **Ross** (1973:134)

<sup>477</sup> vgl. **Jensen / Meckling** (1976:306)

<sup>478</sup> **Decker** (1994:14)

Gegenstand der Agency-Theorie ist die Analyse der Delegation von Verfügungsrechten im Rahmen von (vertraglichen) Auftragsbeziehungen zwischen einem delegierenden Auftraggeber (Principal) und dem ausführenden Auftragnehmer (Agent).<sup>479</sup>

Die Aufgabendelegation stellt ein basales Element der Principal-Agent-Beziehung dar. Darüber hinaus sind weitere Bedingungen zu erfüllen:<sup>480</sup>

1. Der Agent kann autonom entscheiden, d.h. mit der Aufgabendelegation ist auch eine Übertragung von Entscheidungsmacht verbunden, so daß der Agent zwischen Handlungsalternativen wählen kann.
2. Die Wohlfahrt beider Vertragsparteien ist vom Verhalten und den Entscheidungen des Agenten abhängig.
3. Jeder Kooperationspartner handelt in Eigeninteresse und versucht den Erwartungswert des individuellen Nutzens zu maximieren (opportunistisches Verhalten).
4. Der Principal kann das Verhalten und die Entscheidungen des Agenten nicht oder zumindest nicht kostenlos beobachten.
5. Der Principal bestimmt die Aufteilungsregeln des Ergebnisses.

Die Auftragsbeziehung von Principal und Agent ist von einer asymmetrischen Informationsverteilung gekennzeichnet. Unter Annahme eines opportunistischen Verhaltens existiert also für den Agenten ein Anreiz seinen qualitativen oder quantitativen Informationsvorteil (bzw. das Informationsdefizit des Principals) zur individuellen Nutzenmaximierung zu instrumentalisieren. Dieses aus der heterogenen Informationsstruktur resultierende Verhalten des Agenten läuft den wirtschaftlichen Interessen des Principal zuwider.<sup>481</sup> Es entsteht ein Interessenkonflikt innerhalb der Principal-Agent-Beziehung. Der Principal wird daher versuchen, das Verhalten bzw. die Entscheidungsprozesse des Agenten intentionsgemäß zu dirigieren und die Arbeitsleistung durch Anreize sowie die Androhungen von Kontrollen bzw. Sanktionen zu optimieren.<sup>482</sup> Vor diesem Hintergrund sollte die Principal-Agent-Beziehung institutionell so geregelt sein, daß – unter Berücksichtigung spezifischer Interessendivergenzen und bestehender Informationsasymmetrien – mögliches opportunistisches Verhalten durch adäquate Regelungen minimiert bzw. im Optimalfall ausgeschlossen wird.<sup>483</sup> Allerdings können in der Realität aufgrund der Kosten für die Informationsbeschaffung und der Komplexität der Situation nur unvollständige Regelungen getroffen bzw. Verträge abgeschlossen werden, da Verträge für alle potentiell möglichen Zustände nicht kostenlos abschließ-, durchsetz- und kontrollierbar sind.<sup>484</sup>

---

<sup>479</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:513); **Mikus** (1998:452); **Decker** (1994:13f)

<sup>480</sup> vgl. **Siersleben** (1999:36); **Decker** (1994:14f)

<sup>481</sup> vgl. **Siekmann** (1999:35)

<sup>482</sup> vgl. **Mikus** (1998:452)

<sup>483</sup> vgl. **Mikus** (1998:452f)

<sup>484</sup> vgl. **Siekmann** (1999:35)

### 3.2.2.2.1. Problemsituationen bei Principal-Agent-Beziehungen

Kooperationen zwischen Principal und Agent tragen auf zwei Ebenen Konfliktpotential in sich, da zum einen eine asymmetrische Informationsverteilung existiert und zum anderen die Entscheidungsgewalt und die Übernahme des aus den getroffenen Entscheidungen resultierenden Risikos auseinanderfallen.<sup>485</sup> Beide Problembereiche sollen im folgenden kurz skizziert werden.

Arrow klassifiziert die Informationsheterogenität, die bei Vertragspartnern auftritt, als „Hidden Information“ und „Hidden Action“.<sup>486</sup>

Im Fall der „**Hidden Information**“<sup>487</sup> (vorvertragliche Informationsasymmetrie<sup>488</sup>) besitzt der Agent privilegierte Informationen über ergebnis- bzw. kooperationsrelevante Merkmale<sup>489</sup>, die der Principal nicht (kostenfrei) erlangen kann. Sind beispielsweise ausschließlich dem Agenten bestimmte, entscheidungsunterstützende Informationen über Strategien und Projekte bekannt,<sup>490</sup> kann der Principal bestimmte Situationen oder auch bestimmte grundsätzliche Eigenschaften des Agenten, z.B. dessen Managementfähigkeiten<sup>491</sup>, nicht richtig einschätzen.<sup>492</sup> Vielmehr kann der Agent dem Principal vor Vertragsabschluß sogar bewußt handlungsrelevante Informationen vorenthalten, um die wirkliche Situation zu verschleiern. Wegen dieser vorvertraglichen bzw. präkooperativen Informationsungleichverteilung ist eine adäquate Beurteilung der Situation durch den Principal nicht möglich<sup>493</sup>, d.h. der Agent verfügt über einen diskretionären Handlungsspielraum, den er zum Abschluß eines aus seiner Sicht günstigeren Vertrags nutzt.<sup>494</sup>

Als „**Hidden Action**“ (nachvertragliche Informationsasymmetrie<sup>495</sup>) bezeichnet man die Tatsache, daß der Agent während der Kooperation – also nach dem Abschluß eines Vertrages – Handlungsalternativen realisiert, die der Principal ex post nicht (kostenfrei) beobachten und folglich nicht beurteilen kann.<sup>496</sup> Daher besteht eine ge-

<sup>485</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:514); **Jansch** (1998:102f)

<sup>486</sup> vgl. **Arrow** (1985:38ff)

<sup>487</sup> Eine weitere Untergliederung in „Hidden Characteristics“ und „Hidden Intention“ schlägt **Spremann** (1990:565ff) vor; vgl. auch **Mikus** (1998:453ff).

<sup>488</sup> vgl. **Siersleben** (1999:113) und etwas differenzierter **Decker** (1994:19), der darauf hinweist, daß es bei einer vorvertraglichen Informationsasymmetrie (ex ante-Informationsproblematik) zur Auflösung der Kooperation und sogar zum Marktzusammenbruch kommen kann.

<sup>489</sup> vgl. **Siekman** (1999:36f)

<sup>490</sup> vgl. **Schefczyk** (2000:122)

<sup>491</sup> vgl. **Decker** (1994:19)

<sup>492</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:514); **Mikus** (1998:454); **Kaas** (1992:888) und **Arrow** (1985:39)

<sup>493</sup> Vor diesem Hintergrund zeigt **Akerlof** (1970:488ff) am Beispiel eines Gebrauchtwagenmarktes die ökonomische Bedeutung der Informationsasymmetrie für das Marktgleichgewicht.

<sup>494</sup> vgl. **Klein** (1996:72)

<sup>495</sup> vgl. **Siersleben** (1999:115); **Decker** (1994:20f), der diese Form der Informationsasymmetrie auch als ex post-Informationsproblem bezeichnet.

<sup>496</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:516); **Siersleben** (1999:115); **Kaas** (1992:888)

steigerte Gefahr, daß der Agent aus opportunistischen Beweggründen eigennutzen-maximierende Entscheidungen trifft bzw. Maßnahmen ergreift.<sup>497</sup>

Dieses Verhalten wird dem Agent zusätzlich dadurch erleichtert, daß das Ergebnis der von ihm erbrachten Leistung nicht allein durch seine Aktionen bestimmt wird, sondern ebenfalls durch ein exogenes, von ihm nicht beeinflussbares Risiko. Da der Principal jedoch nicht differenzieren kann, in welchem Maß das Ergebnis der Handlung vom Verhalten des Agent bzw. von Umwelteinflüssen abhängt, ist er nicht in der Lage, unmittelbare Rückschlüsse auf das Anstrengungsniveau („*effort*“) des Agent zu ziehen.<sup>498</sup> Umwelt- und Verhaltensrisiken lassen sich nicht trennen, so daß der Agent ein schlechtes Ergebnis immer mit ungünstigen Umweltzuständen rechtfertigen kann und wird. Auch durch diese Konstellation entsteht wiederum ein diskretionärer Handlungsspielraum, den der Agent – unter Annahme rationalen Handelns – zur Mehrung des Eigennutzens ausschöpfen wird. Zumindest wird er primär versuchen, sein Arbeitsleid so gering wie möglich zu halten.<sup>499</sup> Dem Nutzen des Principals wird durch den Agent in dieser Situation nur sekundäre Bedeutung zugemessen.<sup>500</sup> Dieses Risiko einer nachvertraglichen Benachteiligung des Principal durch effizienzminderndes, nicht direkt beobacht- und kontrollierbares Verhalten des Agent wird als Moral Hazard bezeichnet.<sup>501</sup>

Ein weiteres Problemfeld resultiert aus der weitreichenden Entscheidungsgewalt des Agent, die nicht mit dem Grad der Risikoübernahme durch ihn korrespondiert, da der Agent die wirtschaftlichen Folgen seines Handelns nicht oder nur in abgemilderter Form tragen muß.<sup>502</sup> Der Principal ist dagegen von sämtlichen Auswirkungen der Handlungen des Agent umfänglich betroffen und muß vor allem die (Folge-)Kosten aller auftragnehmerseitig gefällten Entscheidungen tragen. Diese ineffiziente Risikoaufteilung und der dadurch entstehende Freiraum führen dazu, daß der Agent leichtfertig mit Unternehmensressourcen umgeht und diese u. U. zur Erreichung persönlicher Nutzeninteressen einsetzt. Dieses persönliche und regelmäßig konsumorientierte (Profit-)Streben ist sowohl auf monetäre als auch auf nicht-monetäre Ziele ausgerichtet.<sup>503</sup>

---

<sup>497</sup> vgl. **Klein** (1996:72)

<sup>498</sup> vgl. **Jansch** (1998:102f)

<sup>499</sup> vgl. **Siersleben** (1999:116)

<sup>500</sup> vgl. **Decker** (1994:21)

<sup>501</sup> Siehe auch Kap. 3.2., hier wird eine andere, nicht zeitpunktbezogene Klassifizierung der Informationsasymmetrie vorgenommen; vgl. **Spremann** (1990:561).

<sup>502</sup> vgl. **Jansch** (1998:103); **Decker** (1994:23)

<sup>503</sup> vgl. **Siersleben** (1999:117); **Jansch** (1998:103). Zur Verdeutlichung des in der Unternehmenspraxis gängigen Konsums („*consumption on the job*“) lassen sich Luxusdienstwagen, eine gehobene Geschäftsausstattung oder aufwendige Dienstreisen anführen. Auch die Erlangung nichtgeldlicher Vorteile, wie das Streben nach Status, Macht und Ansehen beispielsweise durch ein extensives Kunstengagement, dient in der Regel eher der persönlichen Nutzenmaximierung des Agent (Management) als dem Vorteil des Principal (Aktionär).

Der durch Informationsasymmetrie und ungleichmäßige Risikoverteilung entstehende diskretionäre Handlungsspielraum für die Agents ermöglicht prinzipiell in einer Principal-Agent-Beziehung opportunistische Verhaltensmuster. Diese können durch Überwachungs- und Kontrollmechanismen erheblich verringert werden, so daß ein zentraler Fokus der Agency-Theorie auf der Ermittlung einer optimalen Vertragsstruktur zwischen Principal und Agent liegt. Ziel einer effizienten Vertragsgestaltung muß es sein, eine Anreiz- und Sanktionsstruktur für den Agent zu schaffen, die ihn zur Maximierung der Nutzenfunktion des Principal motiviert.<sup>504</sup>

Allerdings sind die Interessenkonflikte innerhalb der Auftragsbeziehung zwischen Principal und Agent nicht kostenlos zu beseitigen. Die Kosten für die institutionelle Ausgestaltung einer effizienten Auftragsbeziehung werden als Agency-Kosten bezeichnet.<sup>505</sup> Als effizient ist die Beziehung bzw. die Vertragsgestaltung zu betrachten, wenn der Principal trotz der vor- und nachvertraglichen Informationsasymmetrie durch die tatsächlichen Handlungsergebnisse des Agent einen möglichst geringen Verlust gegenüber den theoretisch möglichen Ergebnissen im Optimalzustand einer vollständigen und kostenfreien Informationsbeschaffung realisiert.<sup>506</sup> Agency-Kosten (*agency cost* bzw. *agency loss*) sind dementsprechend die Kosten, die aufgewendet werden müssen, um die Nutzendifferenz zwischen dem besten, in der Regel aber nur unter Idealbedingungen realisierbaren Ergebnis („first-best“-Optimum) und der zweitbesten Lösung („second-best“-Optimum) zu minimieren.<sup>507</sup> „Sie [Agency-Kosten; C.Z.] ‚quantifizieren‘ den Reibungsverlust, der durch die Existenz von Transaktionsproblemen entsteht.“<sup>508</sup> Zur Verringerung des Reibungsverlusts ist in der Regel die Institutionalisierung eines Überwachungssystems erforderlich, welches sowohl eine Ergebnis- als auch eine Verhaltenskontrolle ermöglicht.<sup>509</sup> Die Anbahnung, Ausgestaltung und Durchsetzung einer derartigen (Vertrags-)Struktur verursacht einen Ressourcenverzehr, der den Agency-Kosten zugerechnet wird.

Im einzelnen lassen sich die Agency-Kosten, die sich in der Regel nicht quantifizieren lassen,<sup>510</sup> als Summe von drei Komponenten auffassen:

$$\text{Agency costs} = \text{monitoring cost} + \text{bonding costs} + \text{residual loss}^{511}$$

<sup>504</sup> vgl. **Jansch** (1998:103)

<sup>505</sup> vgl. **Mikus** (1998:455)

<sup>506</sup> Ein Vertragsdesign gilt ebenfalls als effizient, wenn der Agent dazu veranlaßt wird, seinen diskretionären Handlungsspielraum nicht auszunutzen; vgl. **Elschen** (1988:248)

<sup>507</sup> vgl. **Pratt / Zeckhauser** (1985:3). Zur „first-best“ / „second-best“-Problematik vgl. ausführlich **Schmidt / Terberger** (1996:400)

<sup>508</sup> **Schmidt / Terberger** (1996:401)

<sup>509</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:517)

<sup>510</sup> vgl. **Günther / Otterbein** (1996:394)

<sup>511</sup> **Schmidt / Terberger** (1996:401); **Jensen / Meckling** (1976:308)

In der Literatur werden die Termini wie folgt definiert:<sup>512</sup>

1. Monitoring costs sind die Kontrollkosten des Principal für die Überwachung des Agent sowie die Kosten, die zur Deckung der Informationsbedürfnisse des Principal anfallen (z.B. Kosten für das interne Kontrollsystem, das Berichtswesen und die externe Jahresabschlußprüfung)<sup>513</sup>. Darüber hinaus fallen Kosten für die Gewährung von Anreizen in die Kategorie der Monitoring costs.<sup>514</sup>
2. Bonding costs sind Begrenzungskosten, die dem Agent entstehen, wenn er dem Principal durch eigene Maßnahmen signalisiert oder sogar durch vertragliche Vereinbarungen garantiert, den Interessen des Principal zuwiderlaufende Handlungen zu unterlassen.
3. Residual loss ist der Residualverlust, d.h. der verbleibende, monetäre Wohlfahrtsverlust, der trotz der bestmöglichen Ausgestaltung der o.g. Mechanismen eintritt, weil sich das „first-best“-Optimum regelmäßig nicht erreichen läßt und aus Sicht des Principal nur eine "second-best“-Lösung realisiert wird.

Süchting postuliert, daß derartige Agency-Kosten zumindest auf effizienten Märkten Kursabschläge zur Folge haben, da potentielle Aktionäre nicht zur Übernahme dieser Kosten bereit sein werden.<sup>515</sup> Bei ineffizienten Märkten dürfte sich dieser Effekt noch verstärken, da das Informationsgefälle größer ist.

### **3.2.2.2.2. Principal-Agent-Beziehung zwischen Management und Eigentümer**

Als eine typische Principal-Agent-Beziehung läßt sich auch die Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht in einer Publikumsgesellschaft charakterisieren. Der Principal (Eigenkapitalgeber / Aktionär) delegiert Leitungs- und Entscheidungsrechte sowie die Verfügungsrechte über das eingebrachte Kapital an den Agent (Eigenkapitalnehmer / Management), der über Spezialisierungsvorteile aufgrund seiner Qualifikation, der fachlichen Kompetenz und des besseren Informationsniveaus verfügt.<sup>516</sup> Dem Principal stehen lediglich bestimmte gesetzlich festgelegte Kontroll- und Entscheidungsrechte zu. Er trägt das unternehmerische Risiko vollumfänglich.<sup>517</sup> Die faktische Leitung der Unternehmung übt allerdings der Agent aus. Er trifft die unternehmerischen Entscheidungen über die Ressourcenallokation und determiniert durch seine Handlungen den Erfolg der Unternehmung. In der Konsequenz wird auch der (Residual-)Gewinn des Principal in hohem Maß durch die Dispositionen und Performance des Agent manifestiert.

<sup>512</sup> vgl. **Schefczyk** (2000:117f); **Perridon / Steiner** (1999:517); **Jansch** (1998:104); **Schmidt / Terberger** (1996:401) und ursprünglich **Jensen / Meckling** (1976:305)

<sup>513</sup> vgl. **Günther / Otterbein** (1996:394)

<sup>514</sup> vgl. **Jansch** (1998:104)

<sup>515</sup> vgl. **Süchting** (1989:284)

<sup>516</sup> vgl. **Siersleben** (1999:37); **Jansch** (1998:105)

<sup>517</sup> vgl. **Jansch** (1998:105f)

Da der Aktionär (Principal) in der Regel nur unvollständig über die Kapitalverwendungsmöglichkeiten und die Ertragsersparungen einzelner Investitionen informiert ist, verfügt das Management (Agent) über einen diskretionären Handlungsspielraum, der zur Maximierung der individuellen Nutzenfunktion und zum Nachteil des Principal ausgeschöpft werden kann. Für den Kapitalgeber ist also nicht mehr wie in der neoklassischen Finanzierungstheorie ausschließlich die Transformation exogener, mit dem eigentlichen Investitionsprogramm verbundener Risiken von Interesse<sup>518</sup>, sondern er muß zusätzlich das Verhaltensrisiko in Betracht ziehen, das in einer Principal-Agent-Beziehung aufgrund der Entscheidungs- und Handlungsspielräume des Agent nach erfolgter Kapitalüberlassung besteht.<sup>519</sup>

Weil der Anteilseigner das Verhalten des Managements nicht direkt und kostenneutral beobachten und bewerten kann, treten häufig divergierende Auffassungen bezüglich der Erfolgseinschätzung der Unternehmensaktivitäten zwischen Principal und Agent auf.<sup>520</sup>

Die primäre Möglichkeit die Interessenkonflikte abzubauen und eine Konvergenz von Aktionärs- bzw. Managementzielen zu erreichen, besteht in der Konzeption und Implementierung von Anreizsystemen, welche das Verhalten des Managements im Sinne einer eigentümergeoptimalen Unternehmenspolitik steuern.<sup>521</sup> Die Unternehmensführung muß mit geeigneten Methoden dazu angehalten werden, die eigenen und die investorensseitigen Interessen parallel zu verfolgen.<sup>522</sup>

Grundsätzlich sind sich die Kapitalgeber jedoch bewußt, daß sie aufgrund der Informationsasymmetrie bei der Kapitalüberlassung gegenüber der kapitalnachfragenden Unternehmung ein spezifisches Risiko eingehen und einen Nachteil in Kauf nehmen, weil sie die Barwerte künftig zu erwirtschaftender Erträge weniger gut einschätzen können. „Rational handelnde Eigenkapitalgeber antizipieren dies, indem die erwartete Rendite, die sie bei der Kapitalüberlassung fordern, eine Risikoprämie enthält.“<sup>523</sup> Ein Ziel der Investor Relations einer Unternehmung ist es, die Höhe dieser Mißtrauensprämie, die in die Renditeerwartungen der externen Eigenkapitalinvestoren eingepreist wird, durch asymmetriereduzierende Maßnahmen so niedrig wie möglich zu halten.

---

<sup>518</sup> In diesem Fall resultiert die Agency-Problematik lediglich aus den divergierenden Erwartungen der Kapitalnehmer und -geber bezüglich der Wahrscheinlichkeitsverteilung zukünftiger Investitionserträge.

<sup>519</sup> vgl. **Klein** (1996:74f)

<sup>520</sup> vgl. **Jansch** (1998:107)

<sup>521</sup> vgl. **Jansch** (1998:107)

<sup>522</sup> In der vorliegenden Arbeit wird allerdings nicht weiter auf die Grundlagen und die Ausgestaltung von derartigen Anreizsystemen (z.B. Prämien- und Entlohnungssysteme) zur Reduktion von Informationsasymmetrien eingegangen.

<sup>523</sup> vgl. **Siersleben** (1999:37f)



### 3.2.2.2.3. Signalling als Instrument zum Abbau von Informationsasymmetrie

Die Lösungsansätze zur Reduktion der bestehenden Informationsasymmetrie werden danach klassifiziert, ob die Initiative vom schlechter informierten Principal („Screening / Self Selection“) oder vom besser informierten Agent („Signalling“) ausgeht.<sup>524</sup>

Bei **Screening**-Prozessen erfolgt eine Qualitätsprüfung des angebotenen Produktes durch den Principal selbst oder einen externen Auditor.<sup>525</sup> Auf Fremdkapitalmärkten umfaßt dieses Vorgehen beispielsweise Kreditwürdigkeitsprüfungen und Ratingsysteme.<sup>526</sup> Dagegen werden auf Eigenkapitalmärkten primär Pressemitteilungen der Unternehmung, von Wirtschaftsprüfern testierte Jahresabschlußinformationen und von Investmentbanken erstellte Emissionsprospekte zur Qualitätsüberprüfung ausgewertet.<sup>527</sup> Bei der **Self Selection**<sup>528</sup> offeriert der Kapitalgeber dem Kapitalnehmer mehrere Vertragsalternativen. Anhand der Entscheidung des Agenten für eine Alternative ist es dem Principal möglich, die Qualität der bis dato unbekanntem Information einzuschätzen und zu klassifizieren.<sup>529</sup>

Grundsätzlich bedeutet die eigeninitiative Informationsbeschaffung über die Qualität eines Investitionsobjektes zumindest für den privaten Anleger einen hohen Aufwand, der mit erheblichen Transaktionskosten verbunden ist und hinsichtlich des Kosten-Nutzen-Effektes gründlich geprüft werden muß.<sup>530</sup> Institutionelle Investoren verfügen in dieser Beziehung aufgrund der hohen Anlagevolumina und der fachlichen Kompetenz über komparative Vorteile, so daß eine höhere Wahrscheinlichkeit besteht, daß sie eine kostenintensive Informationssuche und -aufbereitung unternehmen.<sup>531</sup>

Der zentrale Aspekt der von Spence entwickelten **Signalling**-Theorie<sup>532</sup> ist, daß auf dem Aktienmarkt die Unternehmungen höherer Qualität einen Anreiz haben, durch bestimmte Verhaltensweisen (z.B. Aktivitäten zur Informationsübertragung) die ursprünglich existente Informationsasymmetrie zu verringern, um auf diese Weise den normalerweise schlechter informierten Kapitalmarktteilnehmern die Qualität des Produktes (d.h. der Unternehmung) durch diese zusätzliche Informationsdistribution hin-

<sup>524</sup> vgl. **Schulz** (1999:59); **Siekman** (1999:37); **Siersleben** (1999:117f); **Klein** (1996:93)

<sup>525</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:515)

<sup>526</sup> vgl. **Klein** (1996:93); **Schneider** (1992:616) und den klassischen Beitrag von **Akerlof** (1970:488ff), der sich mit Informationsasymmetrien auf dem Gebrauchtwagenmarkt und dem Phänomen der Adverse Selection befaßt.

<sup>527</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:515)

<sup>528</sup> vgl. allgemein **Spremann** (1990b:579)

<sup>529</sup> vgl. **Klein** (1996:93)

<sup>530</sup> vgl. **Siersleben** (1999:118)

<sup>531</sup> vgl. **Siersleben** (1999:119)

<sup>532</sup> vgl. **Spence** (1973:357ff), der das Signalling am Beispiel des Arbeitsmarktes darstellt. Für den Finanzmarkt aufschlußreich **Ross** (1977:23ff); **Leland / Pyle** (1977:371ff)

sichtlich relevanter, aber bis dahin nicht öffentlich bekannter Unternehmenseigenschaften zu signalisieren.<sup>533</sup>

Diese Aussendung von Qualitätssignalen ist jedoch nur zielführend, wenn die Replikation dieses Signals für die Anbieter unterdurchschnittlicher Qualität mit prohibitiv hohem Aufwand verbunden ist und es sich daher für erfolglose Unternehmungen nicht lohnt, die für die Produktion eines irreführenden Signals erforderlichen hohen Kosten aufzubringen.<sup>534</sup> Zwischen den Signalisierungskosten und der zu signalisierenden Qualität muß eine negative Korrelation bestehen, d.h. je geringer die Unternehmensqualität, desto höher die Erzeugungskosten eines spezifischen Signals.<sup>535</sup> Allerdings ist auch für Unternehmungen mit überdurchschnittlicher Qualität – vor allem wenn sie die Maximierung des Shareholder Value als Zielfunktion verfolgen – zu beachten, daß die Kosten für das Signalling nicht höher liegen dürfen als die Einsparungen, die die Unternehmung durch die Reduktion der Risikoprämie erzielt, wenn der Markt durch das bessere Informationsniveau den tatsächlichen intrinsischen Unternehmenswert präziser kalkulieren kann.<sup>536</sup>

Signalling-Ansätze analysieren, unter welchen Voraussetzungen die besser informierte Unternehmung glaubwürdig Signale aussendet, „[...] aus deren Beobachtung die Marktteilnehmer auf die Korrektheit der gegebenen Informationen schließen können [...]“<sup>537</sup>. Grundsätzlich unterstellen die Signalling-Modelle jedoch, daß die Glaubwürdigkeit von direkt übermittelten Informationen aufgrund des fehlenden Anreizes zur korrekten Information nicht gewährleistet ist.<sup>538</sup> Glaubwürdig sind Informationen immer dann, wenn ein Anreiz besteht, korrekt zu informieren, weil andernfalls dem Informierenden Nachteile entstehen. Diese Anreizkompatibilität<sup>539</sup> ist beispielsweise gegeben, wenn qualitativ überdurchschnittliche Unternehmungen das Signal kostengünstiger als qualitativ unterdurchschnittliche Unternehmungen produzieren können, so daß die Nachahmung des Signals für letztere nicht erstrebenswert ist.<sup>540</sup>

<sup>533</sup> vgl. **Schulz** (1999:59); **Siersleben** (1999:119); **Klein** (1996:93f); **Link** (1991:43)

<sup>534</sup> vgl. **Labhart** (1999:204); **Klein** (1996:94); **Spremann** (1990a:649ff)

<sup>535</sup> vgl. **Schulz** (1999:59); **Link** (1991:44); ursprünglich **Spence** (1976:592)

<sup>536</sup> vgl. **Link** (1991:44)

<sup>537</sup> **Siersleben** (1999:121)

<sup>538</sup> vgl. **Hartmann-Wendels** (1986:85)

<sup>539</sup> Anreizkompatibilität liegt vor, wenn der besser Informierte ein (für ihn optimales) Signal zur Informationsübertragung wählt, anhand dessen der schlechter Informierte die Korrektheit der Information implizit ablesen kann. Auf diese Weise reduziert der besser Informierte nicht nur die Informationsasymmetrie, sondern erhöht zum eigenen Vorteil parallel auch seine Glaubwürdigkeitsanmutung.

<sup>540</sup> vgl. **Hartmann-Wendels** (1992:424); **Spremann** (1990a:649). Häufig werden Dividendenzahlungen als eingängliches Beispiel für Signalling-Indikatoren angeführt, da sie aus Sicht des Managements die zukünftigen Ertragsmöglichkeiten der Unternehmung klar signalisieren können und gleichzeitig Unternehmungen mit niedriger Qualität das Signal „Dividendenerhöhung“ aufgrund der hohen Kosten nicht imitieren können; vgl. **Siersleben** (1999:122f); **Hartmann-Wendels** (1986:84ff). Einen Überblick über unterschiedliche Signalisierungsmöglichkeiten geben u.a. folgende Arbeiten **Daniel / Titman** (1995) bzgl. Kapitalerhöhungen; **Myers / Majluf** (1984) bzgl. Aktiemissionen; **Ross** (1977) und **Leland / Pyle** (1977) bzgl. der Kapitalstruktur.

#### 3.2.2.2.4. Investor Relations als Signalling-Indikator

Die Transferierbarkeit des Signalling-Ansatzes auf die Investor Relations einer Unternehmung wird vor allem durch die zugrunde liegenden restriktiven Prämissen eingeschränkt. So wird die Unwirksamkeit einer direkten Informationsübertragung unterstellt, da unmittelbar von der Unternehmung stammende Informationen über entscheidungsrelevante Eigenschaften oder Sachverhalte nicht nachprüfbar sind und gleichzeitig hohe Anreize zur Fehlinformation gegenüber den Kapitalgebern existieren.<sup>541</sup> Siersleben formuliert vor diesem Hintergrund:

„Aus diesem Grund werden Informationen über Gewinnschätzungen oder zukünftige expansive Strategien nicht als wirksam zur Beseitigung von Informationsasymmetrien zwischen Eigenkapitalgeber und -nehmer erachtet, mit der Konsequenz, daß auch investor relations als Informationspolitik [einer Unternehmung, C.Z.] im strengen Sinne nicht als Signal wirken und Glaubwürdigkeit erzeugen können.“<sup>542</sup>

Um als Signal für den Kapitalmarkt gelten zu können, müßten die Investor Relations ein Modell zur Überwindung der Informationsasymmetrie anbieten, aus dem die aktuellen und potentiellen Kapitalgeber entnehmen können, daß die präsentierte Information korrekt und glaubwürdig ist.

Siersleben schlägt vor, die Investor Relations-Tätigkeiten in eine eigene Tochtergesellschaft auszugliedern, um aufgrund der erheblichen Gründungs- und Folgekosten die Ernsthaftigkeit und Glaubwürdigkeit der Informationspolitik unterstreichen zu können.<sup>543</sup> Dieses Vorgehen dürfte am Kapitalmarkt nicht akzeptiert werden, da die Weisungshoheit immer noch bei der Muttergesellschaft liegt und damit weiterhin ein Verschleierungspotential latent vorhanden ist. Außerdem wird in der Unternehmenspraxis häufig die operative Investor Relations-Arbeit – insbesondere bei Börsengängen und anderen Sondersituationen der Kapitalmarktkommunikation – von externen, aber ebenfalls weisungsgebundenen Agenturen mit z.T. extrem hohem Kostenaufwand durchgeführt, ohne daß ein Zuwachs an Glaubwürdigkeit zu verzeichnen wäre. Erfolgversprechender erscheint es, bestimmte Informationen, die über das gesetzlich kodifizierte Maß der Pflichtpublizität hinausgehen, von externen, unabhängigen Auditoren testieren bzw. zertifizieren zu lassen. Als Beispiel wäre das sog. Umweltaudit nach DIN EN ISO 14001<sup>544</sup> anzuführen, das zumindest in einem bestimmten Rahmen Verlässlichkeit und Glaubwürdigkeit signalisiert.

<sup>541</sup> vgl. **Siersleben** (1999:125). Diese fehlende Kontrollmöglichkeit bei gleichzeitigem Anreiz zur Fehlinformation ist allerdings auf die einperiodige Betrachtungsweise zurückzuführen, auf der die Signalling-Modelle basieren. Bei einer mehrperiodigen Betrachtung würden reputative Effekte und Vertrauensbildungsprozesse dieses Defizit kompensieren, zumindest aber abmildern.

<sup>542</sup> **Siersleben** (1999:125f)

<sup>543</sup> vgl. **Siersleben** (1999:126)

<sup>544</sup> vgl. ausführlich zu Grundlagen und Perspektiven des Öko-Audits **Hauff** (1999). Sicherlich müssen die hier angeführten Informationen zunächst einmal auf ihre Relevanz für den zukünftigen Unter-

Durch eine Liberalisierung der modelltheoretischen Annahmen und eine Annäherung an empirisch beobachtbare Verhaltensmuster wird die formalisierte Signalling-Theorie in den Quasi-Signalling-Ansatz überführt,<sup>545</sup> bei dem der Aufbau von Vertrauensbeziehungen und Reputation – das sog. weiche Kooperationsdesign – im Vordergrund stehen.<sup>546</sup> Darüber hinaus wird bei diesem Ansatz die mehrperiodige gegenüber der einperiodigen Sichtweise präferiert, so daß Kapitalüberlassungsbeziehungen als langfristige Kooperationen zwischen Kapitalgeber und -nehmer zu interpretieren sind. Investor Relations werden innerhalb dieses Ansatzes eine Quasi-Signalling-Funktion zugesprochen, weil sie den langfristigen Aufbau von Reputation und Vertrauen unterstützen.

Auch aus dem Aufbau einer Vertrauensbeziehung geht für die Unternehmung eine Anreizwirkung aus. Denn langfristig wird aus Sicht der Aktionäre die Investor Relations-Politik einer Unternehmung als vertrauenswürdig betrachtet, wenn sich im Zeitverlauf herausstellt, daß die Veröffentlichung der Informationen umfassend und wahrheitsgemäß erfolgte. Erst durch diese positive, retrospektive Erfahrung stabilisiert sich das Vertrauensverhältnis zwischen Investoren und Unternehmung. Darauf basierend entsteht für die Unternehmung der Anreiz, diese offene und wahrheitsgemäße Informationspolitik auch künftig fortzuführen.<sup>547</sup>

---

nehmenserfolg geprüft werden. Das Umweltaudit ist nur als Beispiel für die Methodik einer externen Verifizierung von Informationen verwendet worden.

<sup>545</sup> vgl. **Zemke** (1995:260); **Kaas** (1992:884ff)

<sup>546</sup> vgl. **Zemke** (1995:232); **Spremann** (1988:623f)

<sup>547</sup> vgl. **Siersleben** (1999:128f)

### 3.3. Marketingtheoretischer Ansatz

Mitte der 80er Jahre wurde das Konzept des Absatzmarketing auf andere betriebliche Teilfunktionen übertragen. In bezug auf den Kapitalmarkt und den Absatz von Finanztiteln hat sich in der Folge das Finanzmarketing etabliert, das sowohl das Aktienmarketing als auch das Fremdkapitalmarketing umfaßt.<sup>548</sup> Süchting definiert den Begriff wie folgt: „Finanzmarketing ist der an den Bedürfnissen der Kapitalgeber orientierte, zielgerichtete Einsatz finanzpolitischer Maßnahmen zur Überwindung der zwischen Kapitalnachfrage und Kapitalangebot bestehenden Marktwiderstände.“<sup>549</sup> Link erweitert diese Definition und postuliert die explizite Einbeziehung der Zielsetzungen des Aktienmarketing in das Gesamtzielsystem der Unternehmung.<sup>550</sup> Siersleben orientiert sich an gängigen Marketingdefinitionen in der Literatur<sup>551</sup> und überträgt diese auf das Finanzierungsmarketing insbesondere bei Banken, das sie „[...] als Planung, Koordination und Kontrolle des auf die risiko- und renditeorientierten Anlegerbedürfnisse ausgerichteten Absatzes von Finanzierungstiteln zur Beschaffung von Kapital“<sup>552</sup> versteht.

Innerhalb des Aktienmarketing (oder allgemeiner des Finanzmarketing) sind vier finanzpolitische Instrumentalbereiche zu unterscheiden: die Produkt- und Sortimentspolitik, die Preis- und Konditionenpolitik, die Distributionspolitik und die Kommunikationspolitik. Link bezeichnet das Aktienmarketing in einer umfänglichen Begriffsfassung auch als Investor Relations im weiteren Sinne (i.w.S.).<sup>553</sup> Unter diesem Begriff werden alle o.g. Maßnahmen bzw. Instrumente subsumiert, die im Rahmen des klassischen, ursprünglich aus dem Konsumgüterbereich stammenden Marketingmix‘ zur Erreichung strategischer (Absatz-)Ziele eingesetzt werden. Der Aufbau, die Aufrechterhaltung und die Verstärkung der Beziehungen zu den Kunden, d.h. zu aktuellen und potentiellen Investoren, wird durch den orchestrierten Einsatz aller Marketinginstrumente geleistet.

Im Rahmen des Instrumtenmix‘ des Aktienmarketing bezeichnet Link die finanzmarktorientierte Kommunikationspolitik als Investor Relations im engeren Sinne (i.e.S.).<sup>554</sup> Da die Ausgestaltung der Produkt-, Preis- und Distributionspolitik in der Regel erstmalig beim Going Public und fallweise bei durchzuführenden Kapitalerhöhungen festgelegt wird und danach kaum Änderungen erfährt, sind die Gestaltungs-

<sup>548</sup> Da die kapitalmarktorientierte Kommunikation von Unternehmungen nur schwer zwischen Adressaten auf den Aktienmärkten und den Fremdkapitalmärkten differenzieren kann, da sie z.T. identisch sind, sind Finanzmarketing und Aktienmarketing in diesen Fällen deckungsgleich zu verwenden; vgl. **Link** (1991:7).

<sup>549</sup> **Süchting** (1986:654)

<sup>550</sup> vgl. **Link** (1991:7)

<sup>551</sup> vgl. **Meffert** (1998:9); **Kotler / Bliemel** (1995:7ff)

<sup>552</sup> vgl. **Siersleben** (1999:27)

<sup>553</sup> vgl. hierzu **Schulz** (1999:28); **Günther / Otterbein** (1996:389f); **Paul** (1993:133ff); **Mindermann** (1992:250) und ursprünglich **Link** (1991:10)

<sup>554</sup> vgl. **Link** (1991:10)

möglichkeiten in diesen Instrumentalbereichen des Aktienmarketing vergleichsweise begrenzt.<sup>555</sup> Ein größerer Gestaltungsspielraum eröffnet sich im Rahmen der Kommunikationspolitik. Das Spektrum der in diesem Zusammenhang einsetzbaren Instrumente erstreckt sich – laut dominierender Literaturmeinung – auf Werbung, Verkaufsförderung und den persönlichen Verkauf.<sup>556</sup> Vor allem die Werbung und damit einhergehend die Markenbildung für Aktien, das sog. Sharebranding, hat in jüngster Vergangenheit eine große Bedeutung für die kapitalmarktorientierte Kommunikation erlangt.<sup>557</sup>

Unverständlich ist allerdings, daß Link in seiner Begriffsdefinition der Investor Relations i.e.S. das Instrument der finanzmarktorientierten Pressearbeit nicht berücksichtigt.<sup>558</sup> Zwar verweist er auf die mögliche Kollision mit den Public Relations.<sup>559</sup> Im Sinne einer strategisch geplanten und integrierten Investor Relations-Arbeit ist die Pressearbeit jedoch ein unverzichtbarer Bestandteil der Beziehungspflege zu den Shareholdern. Auch Becker sieht die Financial Public Relations neben der Kapitalbeschaffungswerbung und -förderung als zentrales Instrument der Kommunikationspolitik, d.h. der Investor Relations i.e.S..<sup>560</sup> Folglich ist daher aus Sicht der Investor Relations zumindest ein funktionierendes Schnittstellenmanagement zu den Public Relations sicherzustellen, falls die (Finanz-)Pressearbeit dort angesiedelt sein sollte. Da Investor Relations-Aktivitäten jedoch normalerweise eine viel direktere Wirkung auf den Produktabsatz, d.h. in diesem Fall auf die Aktienkursentwicklung und das Handelsvolumen haben, als die häufig indirekt wirkenden PR-Maßnahmen, erscheint eine unmittelbare Integration der finanzmarktorientierten Pressearbeit in die Investor Relations i.e.S. sinnvoll, um eine kohärente Kommunikationspolitik aus einer Hand gegenüber der Financial Community gewährleisten zu können.<sup>561</sup>

Obschon in der vorliegenden Arbeit der marketingtheoretische Ansatz nicht weiter behandelt wird, sollen dennoch die Instrumente konzis vorgestellt werden.

<sup>555</sup> vgl. **Tiemann** (1997:7)

<sup>556</sup> vgl. **Schulz** (1999:28); **Täubert** (1998:5) und ursprünglich **Link** (1991:11). **Becker** (1994:306f) präzisiert die allgemeinen Begriffe für das Finanzmarketing und spricht von Kapitalbeschaffungswerbung und Kapitalbeschaffungsförderung.

<sup>557</sup> vgl. **Mei-Pochtler** (2001:11ff); **Klewes / Güttler** (2001:195ff); **Schmidt** (2000:162ff); kritisch dagegen bzgl. der Eignung der Aktie als Markenartikel **Jung** (2001:225ff)

<sup>558</sup> vgl. **Link** (1991:11). In der von ihm entwickelten Systematik fehlt die finanzmarktorientierte Public Relations, obwohl er im Verlauf seiner Arbeit z.B. Presseinformationen und Pressekonferenzen als wichtige Instrumente der Finanzkommunikation anführt; vgl. **Link** (1994:342).

<sup>559</sup> vgl. **Link** (1991:9)

<sup>560</sup> vgl. **Becker** (1994:306)

<sup>561</sup> vgl. **Ahlers** (2000:31), die eine enge Abstimmung zwischen der allgemeinen Pressearbeit und den Investor Relations hinsichtlich der Inhalte, der Form und des Timings aller Unternehmensaussagen fordert und dies sloganartig wie folgt darstellt: „One Company – one Voice!“.

### 3.3.1. Produktpolitische Dimension

Die produktpolitischen Gestaltungsmöglichkeiten bezüglich einer Fremdfinanzierung umfassen unterschiedliche Finanzierungsinstrumente wie beispielsweise eingereichte Wechsel, Bankkredite, Schuldscheindarlehen, Doppelwährungsanleihen o.ä.<sup>562</sup> Die Kreditformen lassen sich weiter variieren im Hinblick auf die Laufzeit, Darlehenssumme, Tilgungsmodalitäten, Unterlegung mit Sicherheiten, etc.<sup>563</sup> Auch auf dem Aktienmarkt besteht die Möglichkeit, das Produkt zu differenzieren. So kann zwischen Stamm- und Vorzugsaktien unterschieden werden. Vorzugsaktien gewähren dem Inhaber ein gewisses Vorrecht, das sich in der Höhe des Dividendenanspruchs oder in der Bevorzugung bei der Verteilung des Liquidationserlöses manifestieren kann.<sup>564</sup> Allerdings kann bei Aktien, die mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Gewinnverteilung ausgestattet sind, das Stimmrecht ausgeschlossen werden (stimmrechtslose Vorzugsaktien). Des weiteren kann die Unternehmung zwischen Inhaberaktie und (vinkulierter) Namensaktie wählen und andere Möglichkeiten<sup>565</sup> zur bedürfnisgerechten Ausgestaltung des Produktes als Kapitalanlagemöglichkeit für potentielle Investoren nutzen.<sup>566</sup>

### 3.3.2. Distributionspolitische Dimension

Distributionspolitische Gestaltungsmöglichkeiten beziehen sich im wesentlichen auf die Zusammensetzung des Bankenkonsortiums bei der Emission eines Finanzierungstitels. Je nach anvisierter Zielgruppe bzw. gewünschter Kapitalgeberstruktur ist es sinnvoll, bestimmte Banken in das Konsortium aufzunehmen. So hat die Sparkassenorganisation in der Vergangenheit gezeigt, daß sie typischerweise dazu in der Lage ist, insbesondere individuelle Anleger mittlerer Einkommenslagen anzusprechen.<sup>567</sup>

Darüber hinaus stellt sich die Frage des geeigneten Börsensegments sowie des Börsenplatzes.<sup>568</sup> Die Wahl des Börsensegments ist abhängig von den jeweils anzuwendenden Zulassungskriterien. Der „Amtliche Handel“ und der „Neue Markt“ stellen vergleichsweise strenge Anforderungen, die nur in abgestufter Form auf den „Geregelten Markt“ und den „Freiverkehr“ zutreffen.<sup>569</sup> Im Hinblick auf den Börsenplatz muß auf der nationalen Ebene die Entscheidung zwischen den entsprechenden Re-

---

<sup>562</sup> vgl. **Becker** (1994:304).

<sup>563</sup> vgl. **Tiemann** (1997:5)

<sup>564</sup> vgl. **Bestmann** (2000:873)

<sup>565</sup> Wie z.B. die Auswahl zwischen Aktie oder Genußschein, Aktie oder Wandelschuldverschreibung, Optionsanleihe oder Wandelanleihe, etc..

<sup>566</sup> vgl. **Becker** (1994:304)

<sup>567</sup> vgl. **Becker** (1994:305)

<sup>568</sup> vgl. **Löhr** (2000:113ff)

<sup>569</sup> vgl. zu den Zulassungsanforderungen und Veröffentlichungspflichten der einzelnen Börsensegmente exemplarisch **Rödl / Zinser** (2000:50ff); **Blättchen / Jacquillat** (1999:48f); **Lindner** (1999:120)

gionalbörsen getroffen werden.<sup>570</sup> Zumindest für Publikumsgesellschaften ist allerdings eine Listung an der Frankfurter Wertpapierbörse unumgänglich, die Notierung an den zunehmend an Bedeutung verlierenden, regionalen Börsen geschieht lediglich zusätzlich.<sup>571</sup> Zudem kann abhängig vom Internationalisierungsgrad der verfolgten Unternehmensstrategie auch eine Notierungsaufnahme des Finanzierungstitels an ausländischen Börsen sinnvoll und erstrebenswert sein.<sup>572</sup>

### 3.3.3. Preispolitische Dimension

Im Rahmen preispolitischer Entscheidungen bestehen bei der Aufnahme von Fremdkapital Differenzierungsmöglichkeiten im Hinblick auf den Zinssatz (Agio bzw. Disagio). In bezug auf das Aktienmarketing unterliegt die Preisbildung den Finanzmärkten. Die Unternehmungen haben keine echte Verfügungsgewalt über die Preisgestaltung, da diese von den Finanzmärkten vorgegeben wird.

Lediglich bei der Aktienerstmission an der Börse verfügt die Unternehmung über einen gewissen Preisgestaltungsspielraum durch die Festlegung des Emissionskurses. Allerdings sind auch hier Beschränkungen der freien Preisbestimmung festzustellen. So wird die Vorgabe eines festen Emissionspreises, der aus den Ergebnissen der Unternehmensbewertung resultiert<sup>573</sup>, zunehmend durch eine marktorientierte Preisfestlegung per Bookbuilding-Verfahren abgelöst, bei dem der Emissionspreis innerhalb einer festgelegten Spanne nach Gebotshöhe und Qualität der Investoren ermittelt wird.<sup>574</sup> Der letztliche Emissionspreis wird durch die direkte Einbindung potentieller Investoren in den Preisfindungsprozeß ermittelt und ist daher von der Attraktivität bzw. Marktakzeptanz des Angebots abhängig und nicht allein von der Erwartungshaltung des Emittenten.

Als zweite Differenzierungsmöglichkeit der Preispolitik ist die Gewinnverteilungspolitik zu benennen. Sie umfaßt die zielgerichtete Gestaltung von Höhe, Zeitpunkt und Form der Dividendenzahlungen.<sup>575</sup> Prinzipiell ist die Ausschüttungspolitik abhängig von den Präferenzen der aktuellen Aktionäre. Beispielsweise bevorzugen Kleinaktionäre häufig eine kontinuierliche und möglichst hohe Dividendenzahlung aufgrund ihrer geringeren steuerlichen Belastung, während Aktionäre mit einem hohen Einkommenssteuersatz durchaus einer Gewinnthesaurierung zustimmen.<sup>576</sup> Die Entscheidung über eine Hoch- bzw. Niedrigdividendenstrategie muß folglich zielgruppenorientiert erfolgen.

<sup>570</sup> vgl. **Tiemann** (1997:6)

<sup>571</sup> vgl. **Lindner** (1999:119)

<sup>572</sup> vgl. zum Doppellisting NASDAQ und Neuer Markt **Schwerdtle** (2001:319ff); **Stackelberg** (2000:243ff); **Stanger / Ackermann** (1999:114f). **Brammer** (2000:227ff) beschreibt am Beispiel DaimlerChrysler die Einführung einer globalen Namensaktie.

<sup>573</sup> vgl. **Löhr** (2000:142ff); **Lindner** (1999:71ff); ausführlich **Flori** (1999)

<sup>574</sup> vgl. ausführlich zum Bookbuilding-Verfahren **Jakob** (1998:104ff); daneben **Lindner** (1999:76f)

<sup>575</sup> vgl. **Becker** (1994: 305); **Link** (1991:314)

<sup>576</sup> vgl. **Siersleben** (1999:29); **Becker** (1994:305)



### 3.2.4. Kommunikationspolitische Dimension

Ziel der Kommunikationspolitik ist es, durch gezielte Penetration von Verkaufsbotschaften in den relevanten Zielgruppen einen Nachfragesog bezüglich des Finanzierungstitels zu erzeugen.<sup>577</sup> Kommunikationspolitische Maßnahmen umfassen die Auswahl, Gestaltung und Übermittlung spezifischer Inhalte, die eine Unternehmung über sich und ihr Leistungsprogramm an den Finanzmarkt weitergeben will.<sup>578</sup> Damit soll auch in einem kompetitiven Umfeld eine möglichst positive Darstellung des Investitionsobjektes geleistet werden, um trotz alternativer Angebote anderer Kapitalnachfrager aktuelle Anleger zum Halten des Finanzierungstitels zu bewegen bzw. potentielle Anleger zum Kauf zu animieren.

Grundsätzlich fungiert die Kommunikationspolitik im Rahmen der Systematisierung des absatzpolitischen Instrumentariums des Aktienmarketings als flankierendes Instrument der Produkt-, Preis- und Distributionspolitik.<sup>579</sup> „Ohne die vorbereitende, begleitende und nachbereitende Unterstützung durch eine geeignete Kommunikation mit der Financial Community im Sinne einer Beziehungspflege besteht indessen die Gefahr, daß aufgrund eines bestehenden Informationsdefizits die Maßnahmen keine ausreichende oder gar eine nicht erwünschte Wirkung zeigen können.“<sup>580</sup> Neben Ausprägung und Einsatz der finanzpolitischen Kerninstrumente stellt die leistungswirtschaftliche Tätigkeit der Unternehmung die zentrale inhaltliche Dimension der Kommunikationspolitik dar.

Der Marketingaspekt der Investor Relations wird nachfolgend nicht theoretisch vertieft, da insbesondere im Bereich der Kommunikationspolitik Sachverhalte aus einem betriebswirtschaftlich motivierten Blickwinkel betrachtet werden, die ohne Erkenntnisverlust auch aus kommunikationstheoretischer Perspektive behandelt werden können. Letztgenannter Bereich soll allerdings einen Schwerpunkt der Arbeit darstellen.

Insbesondere die kommunikative Schnittstelle zu den Medien / Wirtschaftsjournalisten ist im klassischen Marketingansatz nicht eindeutig definiert bzw. zugeordnet, so daß eine aussagefähige Behandlung dieses Themenfelds eher vor einem kommunikationstheoretischen Hintergrund zu leisten ist.

Um unnötige Komplexität zu vermeiden und die Stringenz der weiteren Argumentation zu erleichtern, hat der Marketingansatz im Verlauf der Arbeit lediglich eine nachgeordnete Bedeutung.

---

<sup>577</sup> vgl. **Tiemann** (1997:6); **Becker** (1994:306); **Süchting** (1986:658)

<sup>578</sup> vgl. **Siersleben** (1999:29)

<sup>579</sup> vgl. **Siersleben** (1999:29); **Link** (1991:314)

<sup>580</sup> **Link** (1991:314f)

### 3.4. Kommunikationstheoretischer Ansatz

Aus einer kommunikationsorientierten Perspektive beschäftigt sich in der deutschen Fachliteratur<sup>581</sup> erstmals Hartmann 1968 in seiner Dissertation „Die große Publikumsgesellschaft und ihre Investor Relations“ eingehend mit der Thematik der Investor Relations:<sup>582</sup>

„Investor Relations sind als Teilbereich der Public Relations einer Aktiengesellschaft die freiwilligen Bemühungen der obersten Geschäftsleitung, durch ein geplantes, langfristiges und kontinuierliches Programm von nach innen gerichteter Politik und nach außen zielender Handlungen das Vertrauen der Investor-Öffentlichkeit zu gewinnen und zu vermehren und den Beliebtheits- und Bekanntheitsgrad des Unternehmens zu erhöhen.“

Hartmann subsumiert die Investor Relations als finanz- bzw. kapitalmarktbezogenen Teilbereich unter die Public Relations<sup>583</sup> und versteht darunter die zielgruppenspezifische Beziehungspflege zur Investorenöffentlichkeit.<sup>584</sup> Diese übergeordnete Kategorie „Investorenöffentlichkeit“ läßt sich weiter differenzieren und in einzelne Teilöffentlichkeiten untergliedern, die untereinander durch eine hohe Interessenkongruenz und partiell durch eine gemeinsame Willensbildung charakterisiert werden.<sup>585</sup> Im Hinblick auf unmittelbare Adressaten sind Stock- bzw. Shareholder Relations (Aktionärspflege), Bondholder Relations (Obligationärspflege) und Creditor Relations (Beziehungspflege zu Kreditgläubigern) als kontaktpflegerische Instrumente zu unterscheiden.<sup>586</sup>

<sup>581</sup> Für die englischsprachige Literatur sind exemplarisch auch für die definitorische Annäherung an den Begriff Investor Relations zu nennen: **Marcus / Wallace** (1997); **Mahoney** (1991); **Lake / Graham** (1990); **Bowman** (1989); **Nichols** (1989); **Budd** (1988); **Ryder / Regester** (1988); **Ellis** (1985); **Appleman** (1984); **Chugh / Meador** (1984); **Graves** (1984a); **Graves** (1984b); **Goldman** (1982); **Roalman** (1974); **Blood** (1963)

<sup>582</sup> vgl. **Hartmann** (1968:70)

<sup>583</sup> Die Public Relations (Öffentlichkeitsarbeit) umfassen die planmäßig zu gestaltenden Beziehungen zwischen der Unternehmung und der nach Anspruchsgruppen gegliederten Öffentlichkeit (zum Beispiel Kunden, Geldgeber, Bürgerinitiativen, Staat); vgl. **Meffert** (1998:664). **Grunig / Hunt** (1984:6) formulieren abstrakter: „Public Relations is the management of communication between an organization and its publics.“ Ausführlich zur Definition von Public Relations; vgl. **Zemelka** (1997:17)

<sup>584</sup> vgl. auch **Mindermann** (2000:25); **Siersleben** (1999:25); **Täubert** (1998:6); **Tiemann** (1997:5); **Krystek / Müller** (1993:1786); **Hartmann** (1968:70). Gegen eine Subsumierung unter die Public Relations wendet sich **Bittner** (1996:8f), der die spezifische Qualität und das Kursveränderungspotential von Wirtschaftsinformationen, die im Rahmen von Investor Relations-Aktivitäten distribuiert werden, von weniger spezifischen Public Relations-Informationen unterscheidet, die lediglich das allgemeine Bild der Unternehmung in der Öffentlichkeit beeinflussen. Dieser Meinung soll hier nicht gefolgt werden, zumal eine Studie der Boston Consulting Group belegt, daß auch allgemeine, unternehmensbezogene Informationen (Bekanntheitsgrad) den Kurs einer Aktie verändern können; vgl. **Mei-Pochtler** (2001:12).

<sup>585</sup> vgl. **Zemelka** (1997:98)

<sup>586</sup> vgl. **Krystek / Müller** (1993:1785f); **Schreib** (1993:166); **Link** (1991:9); **Lingenfelder / Walz** (1988:467). Im weiteren Verlauf der Arbeit stehen allerdings die Shareholder Relations im Zentrum des Interesses, da die Beziehungspflege zu den Obligationären und den Kreditgebern eher von nachrangiger Bedeutung für die Investor Relations ist. Zu den Besonderheiten des Fremdkapitalmarketings; vgl. ausführlich **Klein** (1996)

Darüber hinaus werden im Rahmen einer mittelbaren Beziehungspflege die für die Financial Community relevanten Multiplikatoren – wie z.B. Wertpapieranalysten, Anlageberater und Finanzmedien – in den Informationsfluß integriert, um eine breite und zeitnahe Informationsdistribution zu gewährleisten.<sup>587</sup> Insbesondere bei den institutionellen Anlegern ist die Bedeutung der Finanzintermediäre enorm gestiegen. Daher ist die Betreuungsqualität gegenüber den Informationsmittlern häufig ein vertrauensstiftender Faktor und fließt damit indirekt auch in die Entscheidungsfindung der Investoren ein.<sup>588</sup> Becker verwendet für diese Form der Beziehungspflege den Begriff Opinionleader Relations.<sup>589</sup>

Kerncharakteristikum der kommunikationstheoretisch motivierten Definitionsansätze (siehe Tab.1⇒) ist die zielgerichtete und systematische Ausgestaltung des Informations- bzw. Kommunikationsprozesses mit einer spezifischen Partialöffentlichkeit auf inhaltlicher, instrumenteller und organisationaler Ebene. Die Interaktionsfunktion von Kommunikation wird in den Vordergrund gestellt und damit die Relevanz der Austauschbeziehungen mit der externen Umwelt bzw. einzelnen Subsystemen betont. Denn innerhalb einer pluralistischen Gesellschaft agiert die Unternehmung im Spannungsfeld heterogener Interessen, Bedürfnisse und Erwartungshaltungen, die aufgrund der interdependenten Beziehungen zu den spezifischen Teilöffentlichkeiten den Handlungsspielraum der Unternehmung einschränken.

In einem gesamtgesellschaftlichen Kontext ist es die Aufgabe der Public Relations, die Unternehmensinteressen zu vertreten und im Idealfall über zweiseitig symmetrisch ausgerichtete Kommunikationsprozesse einen Interessenausgleich (Win-Win-Situation) zwischen allen (Prozeß-)Beteiligten herzustellen.<sup>590</sup>

Aufgrund der zunehmenden Komplexität und akzelerierten Dynamik der Umwelt erweist sich eine Differenzierung und Spezialisierung der Kommunikationsfunktionen innerhalb der Unternehmung als sinnvoll und erforderlich. Dabei werden die Kommunikationsaktivitäten inhaltlich und instrumentell auf die individuellen Bedürfnisse spezifischer Teilöffentlichkeiten zugeschnitten, um eine möglichst hohe Prozeßeffizienz und -effektivität gewährleisten zu können.

---

<sup>587</sup> vgl. **Link** (1991:9)

<sup>588</sup> vgl. **Schulz** (1999:27). Schlechte Investor Relations-Arbeit kann Kaufempfehlungen oder Kaufentscheidungen verhindern. Zwischen 51 und 56 Prozent der Analysten empfehlen eine Aktie nicht, wenn die IR-Arbeit starke Mängel aufweist; vgl. **Mei-Pochtler** (2001:20).

<sup>589</sup> vgl. **Becker** (1994:299)

<sup>590</sup> vgl. **Grunig / Grunig / Dozier** (1996:219); ausführlich zu den unterschiedlichen Modellen der Unternehmenskommunikation; vgl. **Zemelka** (1997:39ff)

**Tabelle 1: Übersicht ausgewählter Investor Relations Definitionen<sup>591</sup>**

Autor	Definition
Roop / Lee (1988)	„[...] IR function is the discipline of communicating and forging mutual understanding between a publicly held company and its investing public.“
Link (1991)	„Als Finanzkommunikation (Investor Relations i.e.S.) wollen wir die zielgerichtete Beeinflussung der Mitglieder der Financial Community (einschließlich der aktuellen und potentiellen Aktionäre) mit Hilfe übermittelter Nachrichten bezeichnen.“
Paul (1991)	„Investor Relations umschreiben eine Disziplin der Kommunikationspolitik, die alles beinhaltet, was die Beziehungen zu Aktionären, potentiellen Anlegern und Finanzanalysten betrifft.“
Schmitz (1993)	„Unter IR versteht man ganz allgemein alle Beziehungen zu den Investoren, sowohl den Aktionären als auch den potentiellen Anlegern, mit dem Ziel, den Informationsfluß aus dem Unternehmen zu verbreitern und ihn gleichzeitig so zu steuern, daß die Investoren optimal angesprochen werden.“
National Investor Relations Institute / NIRI (1994)	„IR is a corporate marketing activity combining disciplines of communication and finance, providing present and potential investors with an accurate portrayal of a company's performance and prospects.“
Investor Relations Society / IRS (1994)	„Creating an understanding of the value of a business among diverse groups of institutional and private investors, analysts and commentators, with particular emphasis on the ability of management to mould operations for future success, is the business known as IR.“
Allendorf (1996)	„Investor Relations ist die langfristige, strategisch angelegte, freiwillige, direkte und indirekte Kommunikation eines börsennotierten Unternehmens mit potentiellen und aktuellen Eigenkapitalgebern sowie deren Beratern.“
Hank (1999)	„Unter Investor Relations wird die Beziehungspflege eines börsennotierten Unternehmens zu seinen Eigenkapitalgebern sowie zu vermittelnden Multiplikatoren verstanden. Sie wird vorangetrieben von freiwilligen und gesetzlich vorgeschriebenen, strategisch angelegten Kommunikationsmaßnahmen, die dem Ziel dienen, bei den Zielgruppen Vertrauen zu schaffen und zu verstärken [Hervorhebungen weggelassen; C.Z.].“
Mindermann (2000)	„Investor Relations sind sämtliche kommunikativen Maßnahmen eines Emittenten mit dem Ziel einer Senkung der eigenen Kapitalkosten. Bei externen Zielgruppen sind sie auf die Beeinflussung von Investitionsentscheidungen in vom Emittenten begebenen Wertpapieren gerichtet, während sie internen Zielgruppen im Sinne kapitalmarktorientierten Denkens und Handelns die Erwartungen der externen Zielgruppen als wichtige Entscheidungsgrundlage für die Unternehmensführung vermitteln.“
Schumacher / Schwarz / Lüke (2001)	„Im Kern bedeutet Investor Relations nichts anderes als die permanente Beziehungspflege eines börsennotierten Unternehmens zur financial community.“

<sup>591</sup> **Roop / Lee** (1988:4); **Link** (1991:315); **Paul** (1991:923); **Schmitz** (1993:838); NIRI zitiert nach **Dürr** (1994:3); IRS zitiert nach **Dürr** (1994:3); **Allendorf** (1996:8); **Hank** (1999:36); **Mindermann** (2000:27); **Schumacher / Schwarz / Lüke** (2001:13)

Während Public Relations alle Bereiche der Unternehmung einschließt, ist Investor Relations auf die wirtschaftliche Situation fokussiert.<sup>592</sup> Dabei geht es keineswegs nur darum, Unternehmenszahlen zu veröffentlichen. Vielmehr sind unternehmerische Entscheidungen in einem strategischen Zusammenhang zu kommunizieren, wobei die richtige Interpretation einzelner Informationen im Vordergrund steht.<sup>593</sup> Um dieses Ziel zu erreichen, werden kommunikative Aufgabenbereiche funktional zusammengefaßt bzw. in eigenständigen Abteilungen organisiert.<sup>594</sup> So verfügen 61 Prozent der Unternehmungen inzwischen über eine Abteilung bzw. einen Bereich Investor Relations, was auf die wachsende Bedeutung dieser Kommunikationsform im Rahmen der Public Relations hindeutet.<sup>595</sup>

Mit der organisatorischen Selbständigkeit ist auch eine verstärkte Notwendigkeit entstanden, Investor Relations planmäßig und strategiegeleitet zu betreiben. Für das Maßnahmenprogramm ist im Sinne der integrierten Unternehmenskommunikation ein abgestimmtes Konzept zu erstellen und umzusetzen. Gleichzeitig ist die Konformität der Teilstrategie Investor Relations mit der Gesamtunternehmensstrategie sicherzustellen.<sup>596</sup>

Obwohl die Prozeßorientierung das zentrale Element der kommunikationsorientierten Erklärungsansätze von Investor Relations beschreibt, verdienen zwei weitere Aspekte besondere Hervorhebung. Zum einen spielt die Vertrauenskomponente<sup>597</sup> eine erhebliche Rolle in der Beziehung zur Financial Community. Vertrauen ist ein Qualitätskriterium für Interdependenzrelationen. Zwischen Unternehmung und Investorenöffentlichkeit besteht regelmäßig eine Informationsasymmetrie. Diese Ungleichverteilung der Kenntnis über u.U. entscheidungsrelevante Daten und Fakten führt zu einer Unsicherheit der Financial Community bei der Beurteilung von Unternehmungen, der durch den Aufbau von Vertrauen entgegengewirkt werden muß. „Shareholders invest in ‚promise‘.“<sup>598</sup> Dieses Zitat impliziert, daß Investoren mit einer Aktie ein Leistungsversprechen erwerben, ohne eine exakt definierte und terminierte Gegenleistung zu erhalten.<sup>599</sup> Sie verbinden damit die Hoffnung, durch die Kapitalüberlassung zukünftig Zahlungsströme aus Dividenden und realisierten Kurssteigerungen generieren zu können. Die erhofften Erträge sind allerdings mit Unsicher-

---

<sup>592</sup> vgl. **Tiemann** (1997:5)

<sup>593</sup> vgl. **Nix** (2000:228)

<sup>594</sup> vgl. **Siersleben** (1999:25), die Customer Relations, Government Relations und Investor Relations unterscheidet und **Täubert** (1998:6), die darüber hinaus University Relations und Human Relations anführt.

<sup>595</sup> vgl. **IRES-Studie** (1998) zitiert nach **Kirchhoff / Piwinger** (2000:VII); ähnliche Größenordnungen nennt **Nix** (2000:230)

<sup>596</sup> vgl. **Drill** (1995:55)

<sup>597</sup> Für das Konstrukt Vertrauen liegt keine klare wissenschaftliche Operationalisierung vor; vgl. **Schulz** (1992:38). Definitionsansätze lassen sich finden bei **Bittl** (1997:131); **Petermann** (1996:15); **Bleicher** (1995:214); **Wurche** (1994:144f); **Luhmann** (1989:23ff); **Juchem** (1988:97ff).

<sup>598</sup> **Budd** (1988:16)

<sup>599</sup> vgl. **Hank** (1999:50)

heit behaftet, weil auch der vollkommene Verlust des investierten Kapitals im Bereich des Möglichen liegt. Daher ist es von besonderer Bedeutung dem Aktionär, Vertrauen in das Management, dessen Aktivitäten und die Produkte zu vermitteln. Denn die erfolgreiche Unternehmenstätigkeit bildet die Basis für die Erfüllung des Leistungsversprechens. Daß dieser Umstand eintritt, davon muß der Aktionär überzeugt werden. Vor diesem Hintergrund formulieren Krystek / Müller: „Unter Investor Relations werden grundsätzlich strategisch angelegte, kommunikative, vertrauensschaffende Maßnahmen mit dem Ziel der Aktienkurssteigerung verstanden.“<sup>600</sup>

Je vertrauenswürdiger und konsistenter sich die Unternehmung in der Vergangenheit verhalten hat und je risikoärmer es daher ist, die bisher gemachten Erfahrungen zu extrapolieren, desto positiver fällt erfahrungsgemäß die Einschätzung der Unternehmung durch den Markt aus.<sup>601</sup> Dies gilt insbesondere für das Verhalten der Unternehmensführung.<sup>602</sup> Das Vertrauen der Financial Community zu gewinnen und auf hohem Niveau zu stabilisieren, ist als Grundvoraussetzung für die Erreichung verschiedener Investor Relations-Ziele zu betrachten, die wiederum eine Unterstützungsfunktion für übergeordnete Unternehmensziele innehaben.<sup>603</sup>

Zum anderen postulieren insbesondere die anglo-amerikanischen Berufsorganisationen NIRI und IRS die Zukunftsorientierung als kritischen Erfolgsfaktor für die Investor Relations-Arbeit (siehe Tab.1↔). Die aus dem Rechnungswesen und dem Controlling stammenden Kennzahlen sind allerdings in der Regel vergangenheitsorientiert. Die Aufgabe der Investor Relations ist daher – unter Umständen gemeinsam mit der Unternehmensplanung – eine kapitalmarktorientierte Zukunftsstrategie für die Unternehmung zu entwickeln und an die Investorenöffentlichkeit zu kommunizieren.<sup>604</sup>

### 3.4.1. Kommunikationstheoretische Grundlagen

Wenn die Unternehmensfunktion Investor Relations als Teildisziplin der Public Relations verstanden wird, umfaßt sie die aktive Gestaltung der Kommunikationsbeziehung zwischen der Unternehmung und spezifischen Teilen ihrer sozio-ökonomischen Umwelt – der Financial Community. Diese systemübergreifende Interaktion ist ein intentionaler, d.h. ein zielgerichteter, zur Verwirklichung bestimmter Absichten und Zwecke bestimmter Prozeß.<sup>605</sup> In der Regel zielt dieser Kommunikationsprozeß auf die Herbeiführung von Einstellungs- und Verhaltensänderungen bei relevanten Teilöffentlichkeiten, um auf diese Weise ein Umfeld zu schaffen, das der unternehmeri-

<sup>600</sup> Krystek / Müller (1993:1785)

<sup>601</sup> vgl. auch Becker (1994:298)

<sup>602</sup> Das Image des CEO kann eine Überrendite von bis zu 20 Prozent ausmachen, wobei Image und Vertrauen verwandte Konstrukte sind; vgl. Mei-Pochtler (2001:12); Zemelka (1997:85)

<sup>603</sup> vgl. Lange (2000:205); Drill (1995:54)

<sup>604</sup> Zum Thema Zukunftsorientierung bzw. Darstellung des Zukunftspotentials einer Unternehmung; vgl. Schumacher / Schwarz / Lüke (2001:24); Nix (2000:233)

<sup>605</sup> vgl. Schulz (1989a:114)

schen Zielerreichung förderlich ist.<sup>606</sup> Aufgabe der Investor Relations ist es, den Kommunikationsprozeß möglichst effektiv und effizient zu planen, zu steuern und zu kontrollieren. Für diese Form eines kapitalmarktorientierten Kommunikationsmanagements stellen Kenntnisse des prinzipiellen Ablaufs und der unterschiedlichen Dimensionen von Kommunikationsprozessen – unter Beachtung der spezifischen Besonderheiten der Investor Relations-Kommunikation – eine Grundvoraussetzung dar. Daher scheint es an dieser Stelle sinnvoll, die theoretischen Grundlagen in kurzer Form zu erläutern.<sup>607</sup>

#### 3.4.1.1. Ablauf des Kommunikationsprozesses

Aufgrund der Interdisziplinarität von Kommunikation als Forschungsgegenstand existiert eine Fülle unterschiedlicher Kommunikationsdefinitionen.<sup>608</sup> So formuliert Merten abstrakt: „Kommunikation ist das kleinste soziale System mit zeitlich-sachlich-sozialer Reflexivität, das durch Interaktion der Kommunikation Behandlung von Handlungen erlaubt und soziale Strukturen ausdifferenziert.“<sup>609</sup> Luhmann sieht Kommunikation aus organisationssoziologischer Sicht als konstituierendes Element einer Organisation an.<sup>610</sup> Daher tritt die strukturgenerierende Interaktionsfunktion von Kommunikation – intern wie extern – neben ihrer symbolischen Funktion im Zusammenhang mit der Unternehmensidentität zunehmend in den Vordergrund.

Bruhn stellt eine eher praxisorientierte Definition zur Verfügung: „Unter Kommunikation wird die Übermittlung von Informationen und Bedeutungsinhalten zum Zweck der Steuerung von Meinungen, Einstellungen, Erwartungen und Verhaltensweisen bestimmter Adressaten gemäß spezifischer Zielsetzungen verstanden.“<sup>611</sup>

Deutlich wird in jedem Fall, daß ein rein technisches Verständnis von Kommunikation, bei dem es um Informationsquellen, Beschaffung von Informationen, Informationsbedarf sowie die Speicherung und Verarbeitung von Informationen geht, zu kurz greift, um die Relevanz von Kommunikation für die unternehmerische Zielerreichung abzubilden. Die folgenden Ausführungen sollen den Kommunikationsbegriff weiter konkretisieren.

---

<sup>606</sup> vgl. Bruhn (1997:1ff)

<sup>607</sup> Weiterführend zu diesem Thema vgl. Bruhn (1997); Merten (1994b); Schreiber (1990); Noelle-Neumann / Schulz / Wilke (1989); Merten (1977)

<sup>608</sup> vgl. Merten (1977:185), der in einer Begriffs- und Prozeßanalyse 160 Definitionen aus den Disziplinen Kommunikationswissenschaften, Soziologie, Psychologie und Linguistik zusammengetragen hat.

<sup>609</sup> Merten (1977:163)

<sup>610</sup> vgl. Luhmann (1984:269)

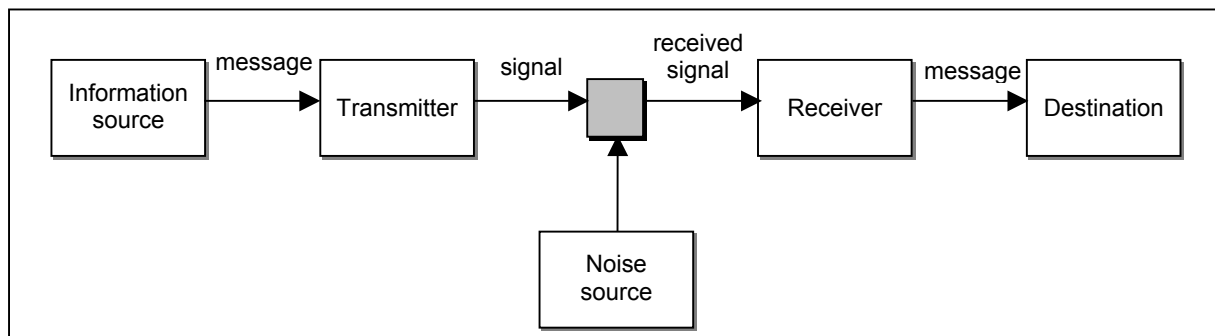
<sup>611</sup> Bruhn (1997:1)

### 3.4.1.1.1. Einstufige Kommunikation (originäre Kommunikationssysteme)

Kommunikation wird häufig mit Begriffen umschrieben wie Interaktion, Verständigung und Übertragung, die alle den dynamischen und prozeßhaften Charakter von Kommunikation betonen. Bereits 1948 strukturierte Laswell den Kommunikationsprozeß gemäß der einzelnen Bestandteile. Auf ihn geht die vielzitierte Laswell-Formel zurück: „Who says what in which channel to whom with what effect?“<sup>612</sup> In dieser Frage werden alle determinierenden Elemente des Kommunikationsprozesses angesprochen, die die Minimalelemente und damit die notwendigen Voraussetzungen eines Kommunikationssystems darstellen: Sender / Kommunikator, Nachricht / Mitteilung, Kanal / Medium, Empfänger / Rezipient.<sup>613</sup>

Das in der Laswell-Formel zum Ausdruck kommende Verständnis von Kommunikation als linearem, einseitig gerichteten Prozeß liegt auch dem klassischen, auf der Informationstheorie basierenden Modell von Shannon / Weaver (Abb.13 ⇨) zugrunde.<sup>614</sup>

**Abbildung 13: Das Kommunikationsmodell nach Shannon / Weaver**



Quelle: modifiziert nach Shannon / Weaver (1972:34)

Das dargestellte Kommunikationsmodell funktioniert nach einem Enkodierungs- / Dekodierungsprinzip. Dabei wird die Mitteilung vom Sender / Kommunikator in Signale umgewandelt (enkodiert) und vom Empfänger / Rezipienten wieder rückübersetzt (dekodiert).<sup>615</sup> Sender und Empfänger stehen dabei in unmittelbarer Beziehung. Die Information wird unmodifiziert und in originärer Form zum Empfänger transportiert.<sup>616</sup> Erfolgreiche Kommunikation kommt dann zustande, wenn die Übertragung

<sup>612</sup> Laswell (1967:178)

<sup>613</sup> vgl. Bruhn (1997:17)

<sup>614</sup> Dem Modell von Shannon / Weaver liegen Überlegungen der mathematischen Informationstheorie zugrunde. In der Informationstheorie werden Kombinationen von Signalen, die zusammen einen Sinn ergeben, als Nachrichten bezeichnet. Besitzen diese Nachrichten einen Neuigkeitswert und befähigen den Empfänger zu einer verbesserten Aufgabenerfüllung, wird von Informationen gesprochen. Der Informationsgehalt einer Nachricht wird als Entropie bezeichnet. Das richtige und rechtzeitige Erkennen der Entropie einer Nachricht, d.h. die Wahrnehmung und das Verstehen eines Informationsgehaltes sowie dessen effektive und effiziente Verarbeitung und Weiterleitung ist somit ein wichtiger Erfolgsfaktor für das Überleben von Systemen (beispielsweise Unternehmungen); vgl. Eberhardt (1998:21).

<sup>615</sup> vgl. Schulz (1989a:101)

<sup>616</sup> vgl. Bruhn (1997:18)



der Signale und Zeichen zum Empfänger gelingt, ohne daß technische oder semantische Störungen die Transmission beeinträchtigen.<sup>617</sup>

Aus sozial- und kommunikationswissenschaftlicher Sicht ist insbesondere die Linearität der Flußmodelle von Laswell und Shannon / Weaver häufig kritisiert worden, da sie nur einen strukturellen Aspekt der Kommunikation aufzeigt und die Reaktion des Kommunikationspartners als integralen Bestandteil eines Verständigungsprozesses unberücksichtigt läßt.<sup>618</sup> Damit wird nach Salecker das schematische und eher auf technische Kommunikation bezogene Sender / Empfänger-Modell klassischer Prägung nicht „[...] der Komplexität der realen Kommunikation mit Rückkoppelungsprozessen, situativen Einflußgrößen, individuellen Wahrnehmungs- und Interpretationsprozessen, usw.“<sup>619</sup> gerecht.

Erst die Rückmeldung des Empfängers an den Sender führt zu einer echten Interaktion und „[...] macht aus dem linearen, unidirektionalen Prozeß einen zyklisch (kreisförmigen), bi-direktionalen Prozeß“<sup>620</sup>.

Daher ist das Lasswell'sche Paradigma um den Aspekt der Feedbackprozesse erweitert worden, so daß die symmetrische und reziproke Struktur der Kommunikation zum Ausdruck kommt. So führen Kotler / Bliemel zusätzliche Wirkungskomponenten in den Kommunikationsprozeß (siehe Abb.14⇔) ein.<sup>621</sup>

#### 1. Wirkung

Die Gesamtheit der Reaktionen des Empfängers nach Kontakt mit der Botschaft.

#### 2. Rückmeldung (Feedback)

Der Teil der Empfängerreaktionen, der an den Sender rückübermittelt wird.

Eine um Rückkoppelungsaspekte erweiterte Kommunikationssituation ist weniger durch die simple Übertragung als vielmehr durch den wechselseitigen Austausch von Informationen gekennzeichnet und wird daher als Interaktion bezeichnet.<sup>622</sup> Die Bi-Direktionalität von Kommunikation steht auch im Mittelpunkt komplexerer Kommunikationsmodelle<sup>623</sup>. Merten spricht beispielsweise nicht mehr von Sender und Empfänger, sondern von gleichberechtigten Kommunikanden, die sich im Kommunikationsprozeß reflexiv wahrnehmen. Aufgrund dieser Reziprozität der Wahrnehmung

<sup>617</sup> vgl. **Krippendorf** (1986:25), der eine vertiefende Analyse der Störgröße (noise source) liefert. Eine Mitteilung kann demnach durch den Verlust relevanter Informationen (Äquivokation) bzw. durch das Hinzufügen irrelevanter Informationen (Rauschen) verändert werden. Transinformation ist letztlich die erwünschte und relevante Information, die tatsächlich vom Sender zum Empfänger übertragen wird.

<sup>618</sup> vgl. **Schulz** (1989a:101)

<sup>619</sup> vgl. **Salecker** (1989:102)

<sup>620</sup> **Täubert** (1998:156); vgl. zudem **Bentele / Beck** (1994: 22)

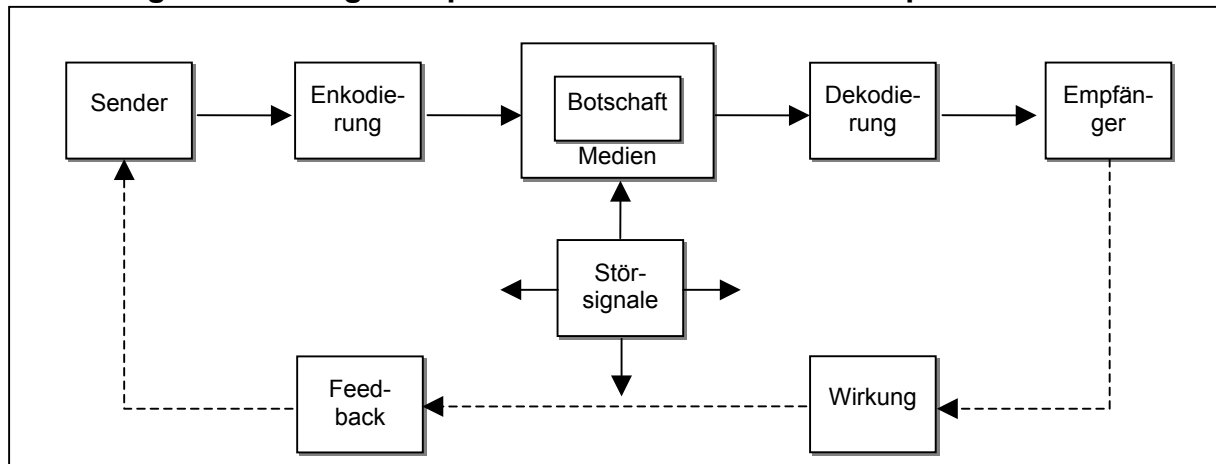
<sup>621</sup> vgl. **Kotler / Bliemel** (1995:910)

<sup>622</sup> vgl. **Schulz** (1989a:103); zu einem informationstheoretischen Feedbackschema der Kommunikation siehe auch **Kappler / Wegmann** (1990:123)

<sup>623</sup> vgl. **Merten** (1977:134)

können die Rollen von Sender und Empfänger in schneller Folge gewechselt oder von den Kommunikanden sogar zeitgleich ausgeübt werden.<sup>624</sup>

#### Abbildung 14: Wirkungskomponenten im Kommunikationsprozeß



Quelle: Kotler / Bliemel (1995: 910)

Die einzelnen Strukturkomponenten des Kommunikationsprozesses müssen auch von den Investor Relations beachtet werden, wenn es um den Aufbau und die Ausgestaltung eines auf spezifische Teilöffentlichkeiten ausgerichteten Kommunikationsgefüges geht. Allerdings deckt ein einstufiges originäres Kommunikationsmodell lediglich den Teilbereich der Investor Relations ab, bei dem es primär um die reine Informationsdistribution und um die Möglichkeit geht, eine breite (Finanz-) Öffentlichkeit anzusprechen. In der Regel bezieht sich diese Form der basalen Information zumeist auf die Pflichtpublizität und erstreckt sich darüber hinaus auf die Kenntnisnahme nicht oder kaum erklärungsbedürftige Sachverhalte.<sup>625</sup> Die anhand dieser Vorgehensweise erreichbare Kommunikationswirkung ist demnach auf eine initiale Stufe (Bekanntheit, Bewußtheit, Aufmerksamkeit, etc.) beschränkt.<sup>626</sup>

Einstellungs- oder Verhaltensänderungen als finale Stufen der Kommunikationswirkung lassen sich jedoch häufig eher durch ein mehrstufiges Kommunikationsmodell erklären, bei dem Multiplikatoren und Meinungsführer als mittelbare Teilöffentlichkeit und als Beeinflussungselement (Verstärkerfunktion)<sup>627</sup> in den Kommunikationsprozeß integriert sind.<sup>628</sup> Insbesondere für die Kommunikation mit der Finanzöffentlichkeit ist die Rolle der Multiplikatoren von erheblicher Bedeutung, da sie aufgrund ihres spezifischen Fachwissens in der Lage sind, bestimmte Informationen zu interpretieren und einzuordnen. Somit können Sie eine komplexitätsreduzierende Funktion für den Investor übernehmen.<sup>629</sup>

<sup>624</sup> vgl. Täubert (1998:157)

<sup>625</sup> vgl. Täubert (1998:157); Nieschlag / Dichtl / Hörschgen (1991:475)

<sup>626</sup> Einen Überblick über die Stufenmodelle der Kommunikationswirkung gibt Bruhn (1997:27).

<sup>627</sup> vgl. Nieschlag / Dichtl / Hörschgen (1991:474)

<sup>628</sup> vgl. Täubert (1998:158)

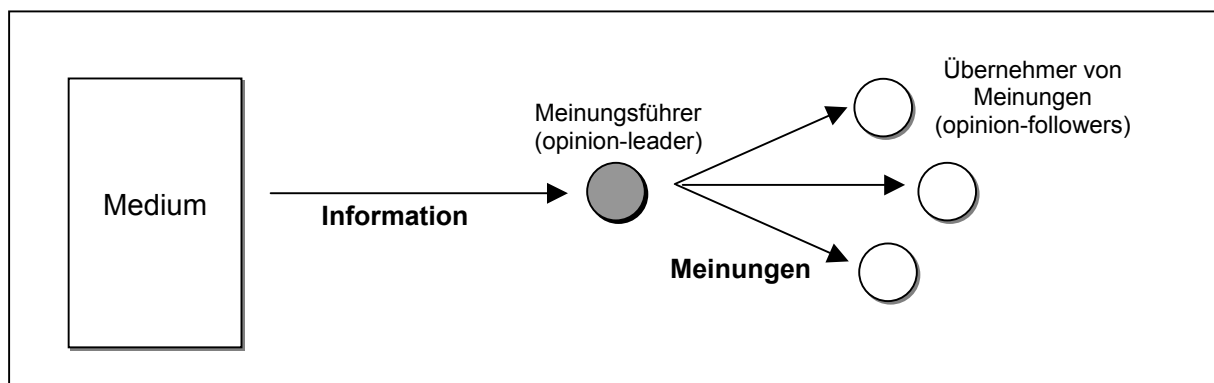
<sup>629</sup> vgl. Bittner (1996:24); Hartmann-Wendels (1993:192)

### 3.4.1.1.2. Mehrstufige Kommunikation (derivative Kommunikationssysteme)

Das Konzept des Two-Step-Flow of Communication (Abb.15⇒) führt den Meinungsführer (opinion leader) an der Schnittstelle zwischen Massenkommunikation und interpersonaler Kommunikation innerhalb des gesellschaftlichen Kommunikationssystems ein.<sup>630</sup>

„Der Kommunikationsempfänger erhält die Informationen nicht direkt, sondern derivativ und gegebenenfalls in modifizierter Form vom Kommunikationssender.“<sup>631</sup> Der Kommunikationsprozeß verläuft nicht mehr einstufig, sondern zwei- oder mehrstufig. Die Meinungsführer übernehmen die Rolle eines Vermittlers zwischen Massenmedien und Rezipienten, dabei beschränken sie sich nicht auf die reine Übertragung von Informationen, sondern sind in hohem Maße auch für die Interpretation der Kommunikationsimpulse verantwortlich.<sup>632</sup> Als zwischengeschaltete Elemente im Kommunikationsprozeß sind die Meinungsführer in der Lage, durch eine modifizierte Interpretation der Kommunikationsbotschaften die Meinungsbildung nachgelagerter Kommunikationsstufen zu beeinflussen.

**Abbildung 15: Klassisches Konzept des Meinungsführers**



Quelle: Merten (1993/94:2) nach Täubert (1998:159)

Das Modell des Multi-Step-Flow of Communication ist eine Weiterentwicklung des Two-Step-Flow of Communication-Modells (Abb.16⇒). Zum einen integriert es zusätzliche Komponenten, um den Kommunikationsablauf realitätsnäher abzubilden. So werden als neue Prozeßbausteine virtuelle Meinungsführer (im Gegensatz zu realen Meinungsführern) und Isolierte eingefügt.

Virtuelle Meinungsführer können beispielsweise glaubwürdige Politiker, Unternehmensführer oder Journalisten sein, die jedoch der im Meinungsbildungsprozeß befindlichen Person oder Gruppe nur aus den Medien bekannt sind. Trotzdem bildet die medial transportierte Meinung dieser zumeist prominenten Personen unabhängig von deren themenbezogenen Expertenstatus für einen erheblichen Teil der Bevölkerung

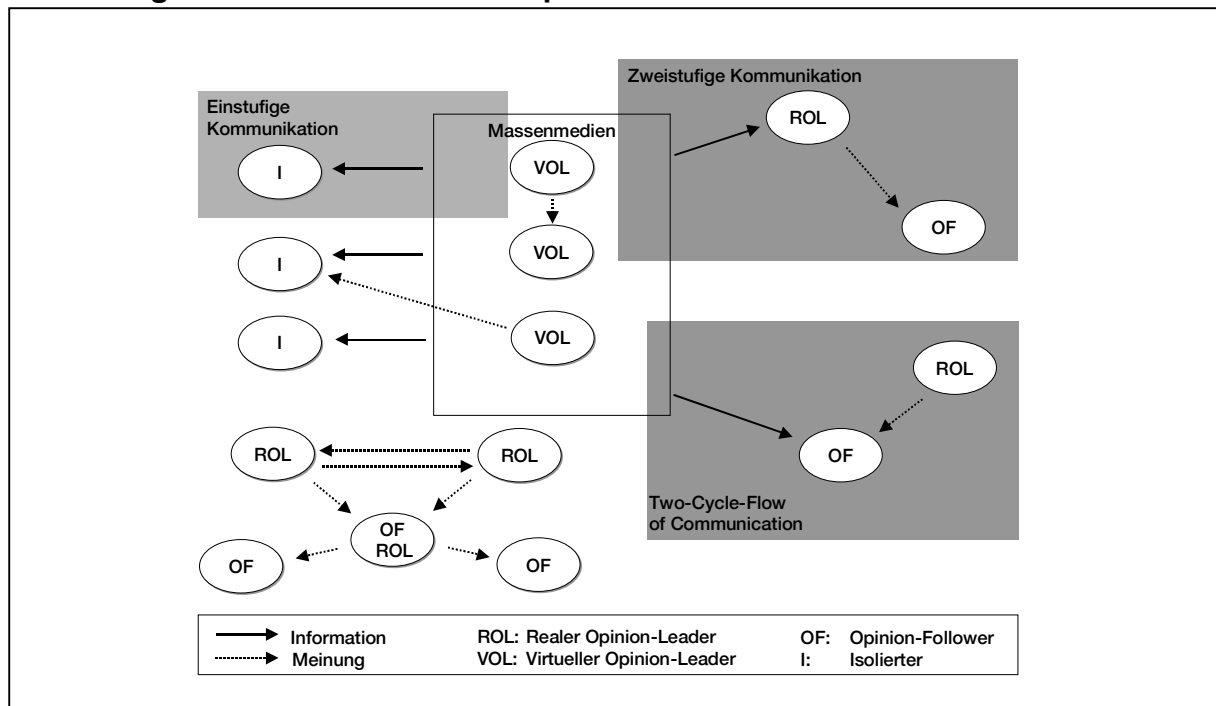
<sup>630</sup> vgl. ausführlich zur Theorie des Two-Step-Flow of Communication **Eisenstein** (1994); **Merten** (1988); **Lazarsfeld / Berelson / Gaudet** (1968)

<sup>631</sup> **Bruhn** (1997:20)

<sup>632</sup> vgl. **Bruhn** (1997:20)

die Grundlage der eigenen Meinungsfindung.<sup>633</sup> Als Isolierte wird eine Personengruppe bezeichnet, deren Meinungsbildungsprozeß sich größtenteils autonom vollzieht. Die Beeinflussung durch Meinungsführer ist trotz einer zum Teil intensiven Mediennutzung geringfügig und kann vernachlässigt werden.<sup>634</sup>

**Abbildung 16: Modell des Multi-Step-Flow of Communication**



Quelle: modifiziert nach Eisenstein (1994:154); Schenk (1978:168)

Zum anderen integriert das Multi-Step-Flow of Communication-Modell neben den zusätzlichen Prozeßkomponenten auch das Two-Cycle-Flow-Modell der Kommunikation.<sup>635</sup> In diesem Modell werden sowohl die einstufige Informationsvermittlung als auch das Konzept der zweistufigen Beeinflussung via Meinungsführer als parallel existierende Einflußfaktoren der Meinungsbildung bei opinion followers festgemacht.

Das Modell des Multi-Step-Flow of Communication läßt sich auch auf die Funktionszusammenhänge des Aktienmarkts übertragen. Als Meinungsführer treten hier vor allem Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten auf. Deren Kompetenzanmutung sowie der Qualitätseindruck und die Überzeugungskraft der von ihnen erstellten Aktien- und Markteinschätzungen sind innerhalb eines bestimmten Rezipientenkreises entscheidungsauslösende Momente bei der Erteilung von Kaufs- bzw. Verkaufsaufträgen.<sup>636</sup>

In bezug auf die Medienberichterstattung zeigt Täubert, daß ein deutlicher Zusammenhang zwischen der Darstellung einer Unternehmung in der Presse und der Entwicklung des Aktienkurses besteht. Positive Berichterstattung hat tendenziell eine

<sup>633</sup> vgl. Täubert (1998:160)

<sup>634</sup> vgl. Täubert (1998:160)

<sup>635</sup> vgl. Täubert (1998:159); Nieschlag / Dichtl / Hörschgen (1991:475)

<sup>636</sup> vgl. Trenner (1988:203ff), der vom „Phänomen der psychologischen Ansteckung“ spricht.

kurssteigernde Wirkung, negative Berichte haben eher einen Kursabschwung zur Folge.<sup>637</sup> Die Massenmedien fungieren folglich als Informations- sowie über virtuelle Meinungsführer auch als Interpretationsmittler und erzielen eine Kommunikationswirkung, die sich in einer kursrelevanten Handlungsaktivierung der Rezipienten niederschlägt.

Gerke / Oerke weisen in einer Untersuchung für den deutschen Markt eine signifikante Reaktion der Börsenkurse auf Halte- und Verkaufsempfehlungen großer Analystenhäuser nach.<sup>638</sup> Die Kommunikationsempfänger suchen geradezu – nicht selten aufgrund eines bestehenden betriebswirtschaftlichen und / oder kapitalmarkttheoretischen Kenntnisgefälles – Leitbilder und Meinungsmacher wie beispielsweise Analysten, die komplexe Zusammenhänge verständlich komprimieren und überzeugend prägnante Handlungsempfehlungen formulieren.<sup>639</sup> Auch vor diesem Hintergrund wird die Bedeutung von Multiplikatoren bzw. Meinungsführern wegen ihrer Transmissionsfunktion für den mehrstufigen Kommunikationsprozeß deutlich.<sup>640</sup>

### 3.4.1.2. Typologie von Kommunikationsprozessen

Die bisher angeführten Kommunikationsmodelle beziehen sich zumeist auf präskriptive theoretische Bezugsrahmen und sind aus verschiedenen Wissenschaftsdisziplinen in die Kommunikationsforschung transferiert worden. Einen stärker praxisorientierten, deskriptiven Ansatz wählen Grunig / Hunt<sup>641</sup>, die anhand der Ergebnisse einer empirischen Studie vier kommunikative Handlungsmuster identifizieren. Diese vier Typologien erweitern sie zu einem umfassenden theoretischen Bezugsrahmen für die Kommunikation von Unternehmungen, in dem kommunikative Handlungsoptionen von Organisationen idealtypisch und modellhaft dargelegt werden.

Grunig / Hunt bezeichnen ihre vier Modelle als publicity model, public information model, two-way asymmetrical model und two-way symmetrical model (Abb.17⇒), die sowohl eine historische Entwicklung in der Unternehmenskommunikation darstellen als auch aktuell-situativ zu verstehen sind. Signitzer spricht von „[h]istorische[r] Evolution insofern, als die Modelle den Weg von einer niedrigeren zu einer höheren Entwicklungsstufe [...] nachzeichnen, während der situative Aspekt darauf abstellt, daß die Anwendung eines der vier Modelle auch in der Gegenwart von der jeweiligen Beziehungsstruktur Organisation-Umwelt abhängig ist“.<sup>642</sup>

<sup>637</sup> vgl. **Täubert** (1998:204ff)

<sup>638</sup> vgl. **Gerke / Oerke** (1998:1ff). Analog ist dieser Effekt auch international feststellbar; vgl. **Stickel** (1985:121ff).

<sup>639</sup> vgl. **Gerke** (2000:154)

<sup>640</sup> vgl. hierzu auch **Schoenen** (1993:193); **Steiner** (1993:194); **Verboom** (1992:337); **Lingenfelder / Walz** (1988:468)

<sup>641</sup> vgl. **Grunig / Hunt** (1984)

<sup>642</sup> vgl. **Signitzer** (1988:99)

Das **Publicity-Modell** beschreibt eine Kommunikationsform, die gänzlich darauf ausgerichtet ist, Aufmerksamkeit für die Unternehmung zu erlangen und vor allem die media visibility zu steigern.<sup>643</sup> Die nach Habermas für eine verständigungsorientierte Kommunikation konstitutiven Geltungsansprüche der Wahrheit, Richtigkeit und Wahrhaftigkeit<sup>644</sup> weichen im Publicity-Modell einer einseitig ausgerichteten, propagandistischen Darstellung der Sachverhalte aus Unternehmenssicht. Dagegen ist das **Informationstätigkeits-Modell** auf die Weitergabe von zutreffenden, d.h. wahrheitsgemäßen Angaben ausgerichtet, wenn auch üblicherweise nur vorteilhafte Informationen weitergegeben werden. Beide Modelle repräsentieren einen einseitigen, monologisch strukturierten und medial gestützten Kommunikationsfluß ohne Rückkoppelungsfunktion.<sup>645</sup>

An dieser einseitigen Kommunikationspolitik wird das Informations- und Machtgefälle zwischen Organisation und Öffentlichkeit<sup>646</sup> deutlich. Die Unternehmung nutzt ihren diskretionären Handlungsspielraum<sup>647</sup>, in den Außenstehende nur begrenzten Einblick haben. Die externe Kommunikation agiert selektiv und steuert sorgfältig die Informationen und Nachrichten, die an die Öffentlichkeit gelangen sollen.<sup>648</sup>

#### Abbildung 17: Kommunikationsmodelle nach Grunig / Hunt

Charakteristik	Publicity	Informationstätigkeit	Asymmetrische Kommunikation	Symmetrische Kommunikation
Zweck	Propaganda	Verbreiten von Information	Überzeugen auf Basis wissenschaftlicher Erkenntnis	Wechselseitiges Verständnis
Art der Kommunikation	Einweg; vollständige Wahrheit nicht wesentlich	Einweg; Wahrheit ist wesentlich	Zweiweg; unausgewogene Wirkung	Zweiweg; ausgewogene Wirkung
Kommunikationsmodelle	Sender → Empfänger	Sender → Empfänger	Sender ↔ Empfänger (Feedback)	Gruppe ↔ Gruppe
geschätzter Anteil von Organisationen, die Modell heute anwenden	15 %	50 %	20 %	15 %

Quelle: Grunig / Hunt (1984:22)

<sup>643</sup> vgl. auch **Grunig / Grunig / Dozier** (1996:200); **Grunig / Grunig** (1992:287); **Grunig / White** (1992:39); **Signitzer** (1988:100)

<sup>644</sup> vgl. **Habermas** (1981:126ff)

<sup>645</sup> vgl. **Grunig / Grunig** (1992:289), die von „one-way-communication“ sprechen.

<sup>646</sup> Als Öffentlichkeit soll das generelle sozio-ökonomische Umfeld einer Unternehmung in seiner institutionalen Dimension (Stakeholder-Konzept) verstanden werden; vgl. **Garavan** (1995); **Polonsky** (1995); **Janisch** (1993); **Savage et al.** (1991); **Scholz** (1987); **Freeman** (1984).

<sup>647</sup> vgl. **Spremann** (1988:614f)

<sup>648</sup> vgl. **Faustich** (1992:14)

Das **asymmetrische Kommunikationsmodell** basiert auf einer two-way-communication. Die Unternehmung analysiert anhand von empirischen Untersuchungen die Interessen relevanter Öffentlichkeitssegmente und läßt die Ergebnisse in die strategische Planung der kommunikativen Aktivitäten einfließen, um gezielt Einstellungen, Meinungen und Verhaltensweisen im Sinne der Unternehmensstrategie zu ändern.<sup>649</sup> Grundsätzlich wird innerhalb dieses Modells allerdings auch weiterhin ein asymmetrisches Beziehungskonzept verfolgt, daß stark persuasiv ausgerichtet ist. Die Sicht der Öffentlichkeit soll mit kommunikativen Mitteln geändert werden, ohne daß die Unternehmenspolitik rearrangiert werden muß.<sup>650</sup>

Erst das **zweiseitig symmetrische Kommunikationsmodell** überwindet diese Unausgewogenheit, da von einer prinzipiellen Gleichrangigkeit der Kommunikationspartner ausgegangen wird. Die Zielgröße der Kommunikation besteht demnach in der Verständigung (und Konfliktlösung) und nicht in der Überredung. Im Rahmen eines kooperativen Beziehungsdesigns versucht die Unternehmung durch Dialogprozesse, einen Interessenabgleich bzw. -ausgleich mit der Öffentlichkeit zu erreichen.<sup>651</sup>

Im allgemeinen benutzen Unternehmungen jedoch nicht nur eine der dargestellten vier Vorgehensweisen, sondern wenden diese variabel und situationsbezogen an. Generell halten Grunig / Grunig die zweiseitigen Kommunikationsmodelle für effektiver als die einseitig gerichteten Modelle der one-way-communication.<sup>652</sup>

Insbesondere der Einsatz des zweiseitig symmetrischen Modells oder des sogenannten Mixed-Motive-Modells leisten den größten kommunikativen Beitrag zur unternehmerischen Zielerreichung. Das Mixed-Motive-Modell basiert auf der Spieltheorie und ist eine Kombination aus dem zweiseitig symmetrischen und dem asymmetrischen Ansatz, bei dem Unternehmensinteressen nur unter weitestmöglicher Berücksichtigung der Bedürfnisse der Öffentlichkeit realisiert werden.<sup>653</sup> Obwohl alle Interaktionspartner über eigene Interessen verfügen, muß das Mixed-Motive-Spiel zu einem Interessenabgleich führen, der alle Teilnehmer zufriedenstellt. Andernfalls ist eine Fortsetzung des Spiels oder die Aufnahme eines neuen Spiels gefährdet. Trotz der grundsätzlich kooperativen Grundausrichtung des Mixed-Motive-Modells versuchen die Partizipanten, sich bei der Durchsetzung ihrer unterschiedlichen Interessen- und Motivlagen durchaus mittels asymmetrischer Taktiken kurzfristig Vorteile zu verschaffen. Das Konkurrieren um Positionen und Vorteile darf den symmetrischen Charakter des Spiels allerdings nicht gefährden. Der Symmetriebegriff legt notwendig

<sup>649</sup> vgl. **Grunig / Grunig** (1992:288); **Grunig / White** (1992:39)

<sup>650</sup> vgl. **Grunig / White** (1992:39)

<sup>651</sup> vgl. **Grunig / Grunig / Dozier** (1992: 200f)

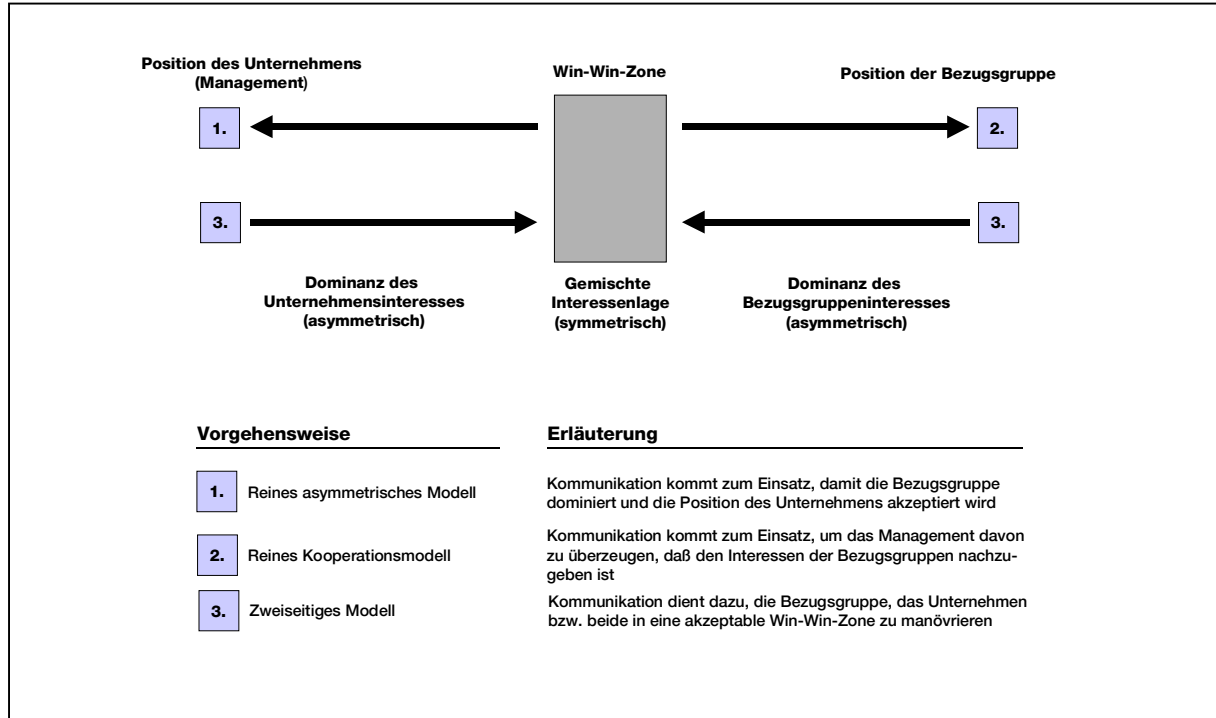
<sup>652</sup> vgl. **Grunig / Grunig** (1992:309), die auf verschiedene Studien verweisen, welche dokumentieren, daß symmetrische Kommunikation vorteilhaft ist.

<sup>653</sup> vgl. **Grunig / Grunig** (1992:311). Grundlegend zum Einfluß der Spieltheorie auf die Public Relations; vgl. **Murphy** (1989:173ff)

eine Interessenbalance der einzelnen Teilnehmer zugrunde. Die Unternehmung ist in hohem Maße dazu angehalten, multiperspektivisch zu denken und das eigene Handeln aus der externen Perspektive interagierender Öffentlichkeitssegmente zu betrachten.<sup>654</sup>

Aus den Vorgaben des Mixed-Motive-Modells haben Grunig / Grunig / Dozier ein neues, situatives und zweiseitiges Kommunikationsmodell entwickelt. Dabei überarbeiten sie das ursprüngliche Konzept der vier Modellvarianten, bei denen die asymmetrische und symmetrische Kommunikation als gegenüberliegende Extrempunkte eines Kontinuums verstanden wurden. Im situativen Modell dagegen bezeichnen beide Extrempunkte eine Asymmetrie. Auf der einen Seite wird den Interessen der Unternehmung Rechnung getragen, auf der anderen Seite stehen die Interessen der Öffentlichkeit im Vordergrund. Teilweise sind die Interessenlagen beider Parteien unterschiedlich und bisweilen sogar konträr, so daß bestimmten Ansprüchen nur unter Ausblendung der Interessen der jeweils anderen Seite entsprochen werden kann.<sup>655</sup> Daher muß über Vermittlungsaktivitäten und Kooperationen eine gemeinsame Basis gefunden werden. Die gemeinsame Basis bezeichnen Grunig / Grunig / Dozier als symmetrische Win-Win-Zone, in der kompromißhaft Interessen zum wechselseitigen Vorteil abgeglichen werden (Abb.18⇨).

**Abbildung 18: Das zweiseitige situative Kommunikationsmodell**



Quelle: Grunig / Grunig / Dozier (1992: 219)

Der Win-Win-Begriff ist aus der Spieltheorie entlehnt, die zwei unterschiedliche Gruppen von Spielen unterscheidet: die *zero-sum-games* und die *non-zero-sum-*

<sup>654</sup> vgl. Grunig / Grunig / Dozier (1996:217)



*games*. In Null-Summen-Spielen gewinnt ein Teilnehmer alles, was der andere verliert. Es handelt sich um eine Win-Lose-Situation. Faulstich hält Null-Summen-Spiele in bezug auf das kommunikative Agieren von Unternehmungen für problematisch, „[...] weil man sich vergleichsweise häufig auch auf der Verliererseite findet“<sup>656</sup>.

Dagegen sind Nicht-Null-Summen-Spiele durch relative Gewinne und Verluste aller Mitspieler gekennzeichnet. Es entsteht eine Win-Win-Situation, bei der für alle Beteiligten der „[...] pay-off outcome (P) will be different from zero“<sup>657</sup>. Jenseits der Win-Win-Zone „[...] finden sich unbefriedigende und instabile Beziehungsmuster, bei denen eine Seite die andere ausnutzt“<sup>658</sup>. Dominieren die Interessen der Unternehmung wird die Öffentlichkeit übervorteilt und vice versa.

Ehling / Dozier charakterisieren die beiden Spieltypologien in ihrer Eignung für eine verständigungsorientierte Kommunikation wie folgt:

„The general form of zero-sum games is associated with competitive or conflict situations. Non-zero-sum games involve cooperation or nonconflict situations.“<sup>659</sup>

Eine Leitfunktion für erfolgreiche Kommunikation übernimmt daher das Nicht-Null-Summen-Spiel, in dem Unternehmungen systematisch und kooperativ Beziehungen zur Öffentlichkeit aufbauen. Anhand einer konsensuellen Vorgehensweise wird versucht, Ergebnisse oder Beziehungsstrukturen in der Win-Win-Zone zu erreichen bzw. aufrechtzuerhalten. Die Win-Win-Zone spannt einen Handlungsraum auf, in dem für alle Interaktionspartner die Kooperation über den Konflikt dominiert.<sup>660</sup> Sofern kontinuierlich eine Berücksichtigung der exogenen Interessen stattfindet, entsteht ein intensives Vertrauensverhältnis zwischen den beteiligten Parteien. Die Qualität der konsensuellen Zusammenarbeit indiziert den Grad des entgegengebrachten Vertrauens.

Einschränkend ist zu bemerken, daß auch wenn bei beiden Interaktionspartnern eine symmetrische Grundeinstellung vorliegt, es „[...] entscheidungslogisch unmöglich [ist], daß ein Gremium aus ‚Betroffenen‘ immer ein gemeinsames Zielsystem oder gar eine von allen einstimmig gebilligte Handlung findet [Hervorhebungen im Original; C.Z.]“<sup>661</sup>. In solchen Dissens-Situationen ist die Unternehmenskommunikation besonders gefordert, um das Konfliktniveau möglichst gering zu halten. Ist ein umfassender Konsens nicht realisierbar, muß der Dialog im Sinne einer Second-best-Lösung geführt werden, um zumindest einen Minimalkonsens zu erreichen.<sup>662</sup>

---

<sup>655</sup> vgl. **Täubert** (1998: 165)

<sup>656</sup> **Faulstich** (1992:16)

<sup>657</sup> **Ehling / Dozier** (1992:278)

<sup>658</sup> **Grunig / Grunig / Dozier** (1996:219); vgl. auch **Täubert** (1998:165)

<sup>659</sup> **Ehling / Dozier** (1996:278)

<sup>660</sup> vgl. **Ehling / Dozier** (1992:280)

<sup>661</sup> **Schneider** (1995:155)

<sup>662</sup> vgl. **Salecker** (1995:89)

Insgesamt stellt das zweiseitige Kommunikationsmodell einen situativen und dialogorientierten Ansatz dar, der sowohl die Leitbilder der symmetrischen als auch der asymmetrischen Kommunikation zusammenfügt. Das vorrangige Ziel des situativen Modells ist es, eine Beziehungsstruktur zwischen der Unternehmung und ihren Teilöffentlichkeiten herbeizuführen, die auf Verständnis, Akzeptanz und vor allem Vertrauen basiert.<sup>663</sup> Die Übertragbarkeit dieses Konzepts der allgemeinen Public Relations auf die besonderen Rahmenbedingungen der Investor Relations wird im folgenden geprüft.

### 3.4.1.3. Das situative Kommunikationsmodell als Framework der IR

Prinzipiell ist das situative Kommunikationsmodell als theoretischer Bezugsrahmen auf den Bereich der Investor Relations transferierbar. Lediglich die Schwerpunktsetzung differiert partiell, da die Kommunikation gegenüber der Investorenöffentlichkeit in Teilen notwendigerweise einen asymmetrischen Charakter aufweist, ohne jedoch propagandistische Ausprägungen anzunehmen.

Im situativen Kommunikationsmodell wird die **Schaffung von Vertrauen** als Grundbedingung kooperativen Handelns dargestellt. Dieses strategische Kommunikationsziel verfolgen die Investor Relations ebenfalls (siehe auch Kap. 3.4., S. 96f). Der Aktionär muß Vertrauen sowohl in die Aufrichtigkeit als auch in die Fähigkeiten und Kompetenzen der Unternehmung haben.<sup>664</sup> Bereits Hartmann hat 1968 für jede Investor Relations-Maßnahme die Gewinnung und Vermehrung von Vertrauen als Oberziel definiert.<sup>665</sup> Auch Krystek / Müller bezeichnen die Vertrauensbildung bei den potentiellen und tatsächlichen Aktionären als zentrale Aufgabe der Investor Relations<sup>666</sup> Empirisch bestätigt Allendorf anhand einer Untersuchung von 85 in Deutschland notierten Publikumsgesellschaften, daß die Schaffung von Vertrauen auch in der Praxis als Primärziel der Investor Relations angesehen wird.<sup>667</sup>

Ohne ausreichende Verfügbarkeit von Informationen zeigt sich heute vor allem kein professioneller Anleger mehr bereit, das Risiko des Erwerbs eines Investitionsobjekts einzugehen. Allerdings spielt nicht nur die reine Informationsbereitstellung, sondern auch die Vertrauenswürdigkeit dieser Informationen eine bedeutende Rolle.<sup>668</sup> Da Analysten als externe Beobachter die Aussagen des Managements nur anhand von Plausibilitätsüberlegungen auf ihre Richtigkeit überprüfen können, muß die Unternehmensführung als glaubwürdig perzipiert werden.<sup>669</sup>

---

<sup>663</sup> vgl. **Täubert** (1998:166)

<sup>664</sup> vgl. **Hank** (1999:64)

<sup>665</sup> vgl. **Hartmann** (1968:88)

<sup>666</sup> vgl. **Krystek / Müller** (1993:1786)

<sup>667</sup> vgl. **Allendorf** (1996:150)

<sup>668</sup> vgl. **Harenberg** (2000:107)

<sup>669</sup> vgl. **Bittner** (1996:220)

Verboom sieht in der Glaubwürdigkeit der bereitgestellten Information eine der zentralen Voraussetzungen für den nachhaltigen Erfolg der Investor Relations-Arbeit. So müssen beispielsweise getätigte Aussagen über unternehmerische Strategien und Investitionen realistisch sein.<sup>670</sup> Nur durch eine adäquate Darstellung der Unternehmenssituation und -pläne kann eine Vertrauensbasis zwischen dem Management und dem Kapitalmarkt aufgebaut werden. Erst die glaubwürdige, rechtzeitige und kontinuierliche Information der Financial Community schafft die Basis für eine belastbare Vertrauensbeziehung.<sup>671</sup> Denn Vertrauen entsteht nicht spontan, „[...] sondern muß über einen kontinuierlichen Prozeß wachsender Vertrautheit erworben werden“<sup>672</sup>. Der Vertrauensaufbau wird durch die Aktionen und Handlungen einer Unternehmung determiniert und muß durch eine langfristig angelegte, objektivierende Kommunikationspolitik unterstützt werden, die aktive Investor Relations miteinbezieht.<sup>673</sup>

Schreib präzisiert den Kommunikationsprozeß in der instrumentellen Dimension: „Voraussetzung für die Sicherung des Kapitalbedarfs aber ist die [...] Vertrauensbildung beim Anleger durch einen kontinuierlichen Dialog.“<sup>674</sup> Auch Paul betont die Wichtigkeit des **Dialogs** und der wechselseitigen Rückkoppelungsmöglichkeiten für die Investor Relations.<sup>675</sup> Gerade ein qualifiziertes Feedback der Investorenöffentlichkeit ist notwendig, um die Versorgung der Unternehmensführung mit Informationen über Entwicklungstendenzen auf dem Kapitalmarkt ebenso zu gewährleisten wie über Brancheneinschätzungen oder Beurteilungen der Unternehmensstrategie durch externe Fachleute.<sup>676</sup> Achleitner / Bassen zeigen, daß insbesondere Dax- / M-Dax-Unternehmen einen erheblichen Wert auf das Feedback der Financial Community legen und diesen Dialogprozeß als eines der wichtigsten Ziele der Investor Relations-Arbeit einstufen.<sup>677</sup>

Als weiteres Beispiel kann in diesem Zusammenhang die Schering AG genannt werden. Nachdem 1989 ein renommiertes britisches Brokerhaus eine Studie veröffentlicht hatte, die zu einer radikalen Strategieänderung und einer Fokussierung auf den Pharmabereich riet, verkaufte Schering seine Chemiesparte und baute das Unternehmen zu einem Pharmakonzern um.<sup>678</sup> Sicherlich ist diese Entscheidung nicht allein aufgrund der Analystenstudie getroffen worden, dennoch dürften bestimmte Aussagen und Erkenntnisse in den Entscheidungsprozeß eingeflossen sein. Zumin-

---

<sup>670</sup> vgl. **Verboom** (1992:339)

<sup>671</sup> vgl. anstelle vieler **Harenberg** (2000:108f)

<sup>672</sup> **Krystek / Müller** (1993:1786)

<sup>673</sup> vgl. **Hank** (1999:51), **Täubert** (1998:168)

<sup>674</sup> **Schreib** (1993:168)

<sup>675</sup> vgl. **Paul** (1993:146f). Zur generellen Relevanz des Dialogs in einer verständigungsorientierten Unternehmenskommunikation; vgl. **Rinck** (2001:38ff)

<sup>676</sup> vgl. **Günther / Otterbein** (1996:399)

<sup>677</sup> vgl. **Achleitner / Bassen** (2001b:31)

<sup>678</sup> vgl. **Harenberg** (2000:109)

dest lassen sich Anzeichen erkennen, daß externe Meinungen bei der strategischen Neuausrichtung berücksichtigt wurden und daher ein Interessenabgleich stattgefunden hat.

Deutlich wird an diesem Beispiel jedoch, daß ein dialogisches Interaktionsmuster für die Investor Relations von erheblicher Bedeutung ist. Die Investor Relations übernehmen dabei eine zweifache Aufgabe. Sie müssen zum einen den Kapitalmarkt vollständig über die Unternehmung informieren und zum anderen gleichzeitig dafür sorgen, daß die Unternehmung umfassend über die Meinungen der Marktteilnehmer im Bilde ist.<sup>679</sup> In der Literatur wird daher häufig auf die Relevanz dialogorientierter Kommunikationsinstrumente verwiesen. Insbesondere Einzel- bzw. Round-Table-Gespräche mit Analysten und Multiplikatoren werden als wichtig eingestuft, um Informationen und Einschätzungen auszutauschen, da diese Form der persönlichen Kommunikation individuell auf die Bedürfnisse der Gesprächspartner abgestimmt werden kann, so daß ein intensiver und zielführender Informationsaustausch gewährleistet ist.<sup>680</sup>

Bruns bemerkt allerdings zurecht, daß der Dialog mit den privaten Anleger nicht in einem derartigen Maße gepflegt werden kann,<sup>681</sup> da zum einen in Deutschland vorherrschend Inhaberaktien ausgegeben werden, deren Eigentümer der Unternehmung in der Regel nicht namentlich bekannt sind.<sup>682</sup> Zum anderen ist die Zahl der Aktionäre bei Publikumsgesellschaften so groß, daß eine intensive Betreuung durch das Management bzw. die Investor Relations-Abteilung aus Zeit- und Kostengründen nicht effizient geleistet werden kann. Für den Dialog mit einer größeren Anzahl von privaten Anlegern sieht Haubrok die Aktionärsmesse als geeignete Maßnahme an.<sup>683</sup> Schreib verweist darauf, daß auch die Hauptversammlung ein wichtiges Dialoginstrument für die breite Investorenöffentlichkeit darstellt.<sup>684</sup>

Neben der Schaffung von Vertrauen und der Bereitschaft zum Dialog ist es vor allem ein weiteres Charakteristikum des zweiseitigen symmetrischen Kommunikationsmodells, welches sich auf die Investor Relations übertragen läßt: die Notwendigkeit, einen **kompromißhaften Interessenausgleich** mit relevanten Teilöffentlichkeiten – hier insbesondere mit den Eigenkapitalgebern und ihren Vertretern – über die grund-

---

<sup>679</sup> vgl. **Bruns** (1993:185)

<sup>680</sup> vgl. **Hank** (1999:101); **Günther / Otterbein** (1996:409); **Marston** (1996); **Drill** (1995:133); **Link** (1993:127); **Schmitz** (1993:838); **Ryder / Regester** (1988:81). Auch die IRES-Studie „Das Leistungsprofil von PR-/IR-Agenturen aus Sicht von Aktiengesellschaften und Going-Public-Kandidaten“ (1999) zeigt, daß Einzelgespräche / persönliche Kontakte nach der redaktionellen Berichterstattung am häufigsten als Investor Relations-Maßnahme eingesetzt wurden; vgl. **Franke** (2000:75).

<sup>681</sup> vgl. **Bruns** (1993:196)

<sup>682</sup> vgl. **Bestmann** (2000:434, 608). Bei Namensaktien muß der Aktionär sich in das Aktienbuch der Aktiengesellschaft eintragen lassen, da nur eingetragene Personen ihre Aktionärsrechte ausüben können.

<sup>683</sup> vgl. **Haubrok** (1990:54)

<sup>684</sup> vgl. **Schreib** (1993:168f)

sätzliche Ausrichtung der Unternehmensführung und die zu erwartenden Ergebnisse zu führen. Im Vordergrund der Aktionärsinteressen stehen häufig Shareholder Value-Überlegungen und vor allem institutionelle Anleger vertreten ihre Standpunkte zunehmend mit Nachdruck. Denn ausgehend von den USA haben die Aktionäre ein neues Selbstverständnis entwickelt und fordern aufgrund ihrer Stimmrechte verstärkt Einfluß und Mitsprache.<sup>685</sup> Dieser **shareholder activism** wird vorrangig von einigen Pensionsfonds betrieben, die zum Teil erhebliche Anlagevolumina verwalten.<sup>686</sup> Grund für die aktive Einflußnahme der institutionellen Investoren auf die Unternehmensstrategie ist der Umstand, daß die von den Fonds gehaltenen Aktienbestände fallweise so groß sind, daß sie sich kurzfristig nicht mehr ohne erhebliche Kursverluste verkaufen lassen.<sup>687</sup> Daher wirken aktive institutionelle Anleger – wie z.B. die Pensionskasse der öffentlichen Dienstes in Kalifornien CalPERS – bei Unzufriedenheit mit der Performance der Unternehmung bzw. der Aktienkursentwicklung mittels eines dreistufigen Kontrollkonzepts direkt auf die Unternehmensführung ein, um angestrebte Renditeziele zu erreichen.<sup>688</sup> „Angelsächsische Fonds setzen [...] Führungs- und Überwachungsgremien bereits mit konkreten Renditevorgaben und der Forderung nach einer konsequenten Ausrichtung am Shareholder Value unter Druck.“<sup>689</sup>

Zunächst werden *underperformer*, die sich schwächer als der Markt entwickeln, auf eine Beobachtungsliste gesetzt. Danach werden diese Unternehmen auf konkrete Optimierungsvorschläge hingewiesen,<sup>690</sup> die mit verbindlichen Terminvorgaben dem Vorstand zugeleitet werden. Werden die Vorgaben bzw. die vorgeschlagenen Maßnahmen nicht umgesetzt, bringt CalPERS die Kritik in die Medien und erhöht so den öffentlichen Druck auf die Unternehmung. Die Macht institutioneller Anleger kann bis zur Substitution eines nicht erfolgreichen Managements führen.<sup>691</sup> Daher formuliert Wuffli: „[D]as Streben der Institutionellen nach stärkerer Interessenwahrung [ist] von den Unternehmensleitern ernst zu nehmen, um so mehr als sie auf diese wichtige Zielgruppe angewiesen sind, um ihre Kapitalbedürfnisse auch in Zukunft decken zu können.“<sup>692</sup>

Gezielt eingesetzte Investor Relations können den teilweise aggressiv exekutierten *shareholder activism* abmildern und zu einer Situation führen, die als wechselseitig

---

<sup>685</sup> vgl. Behrenwaldt (2001:433); Bergmann / Butzlaff (1998:209); Brancato (1997:81); Günther / Otterbein (1996:401)

<sup>686</sup> vgl. Siersleben (1999:214); Bergmann / Butzlaff (1998:209)

<sup>687</sup> vgl. Frei (1998:181)

<sup>688</sup> vgl. Siersleben (1999:214); Bergmann / Butzlaff (1998:209)

<sup>689</sup> Ostermeyer (2000:274)

<sup>690</sup> vgl. Brancato (1997:84f), die u.a. auch die Einbeziehung von nicht-finanziellen Kennzahlen als Bewertungsmaßstab für die Unternehmensperformance vorschlägt.

<sup>691</sup> vgl. Frei (1998:181)

<sup>692</sup> Wuffli (1988:42)

vorteilhaft bezeichnet werden kann.<sup>693</sup> So findet in Deutschland in vielen Fällen ein angeregter Dialog zwischen institutionellen Anlegern und den Unternehmungen über strategische Ziele und die Zukunftsausrichtung statt.<sup>694</sup> Für die Investoren sind dabei primär eine langfristige Strategie, eine Konzentration auf die Kernkompetenzen, eine transparente Rechnungslegung nach internationalen Standards sowie effektive Überwachungsstrukturen für die Gewinnorientierung und damit die Aktienkursentwicklung ausschlaggebend.<sup>695</sup>

Die Diskussion über eine zielgerichtete Führung, Verwaltung und insbesondere Überwachung von Unternehmungen wird in Theorie und Praxis unter der Bezeichnung Corporate Governance<sup>696</sup> geführt, wobei das Verhältnis zwischen Unternehmensführung und Aktionären bzw. anderen Anspruchsgruppen im Vordergrund steht. Die geänderte Erwartungshaltung in bezug auf die Shareholder Value-Orientierung und der damit einhergehende verstärkte Aktionismus der Anteilseigner<sup>697</sup> bedeutet eine neue Herausforderung für die Investor Relations-Politik und ihre Fähigkeit divergierende oder sogar kontroverse Ansichten konsensuell auszutarieren.

---

<sup>693</sup> vgl. **Frei** (1998:181)

<sup>694</sup> vgl. **Bergmann / Butzlaff** (1998:209)

<sup>695</sup> vgl. **Ostermeyer** (2000:274)

<sup>696</sup> vgl. **Ostermeyer** (2000:271ff); **Schneider / Strenger** (2000:106ff); **Steiger** (2000); **Wolff** (2000); **Brancato** (1997); **Stapledon** (1996); **Picot** (1995)

<sup>697</sup> vgl. **Ostermeyer** (2000:276)

#### 4. Management des Investor Relations-Kommunikationsprozesses

Die operative Umsetzung der Investor Relations-Politik einer Unternehmung erfordert eine planmäßige Systematisierung des Kommunikationsprozesses in Form eines Investor Relations-Konzeptes. Die Entwicklung eines in sich konsistenten Konzepts erleichtert die Steuerung und strategiekonforme Ausrichtung von teilöffentlichkeits-spezifischen Kommunikationsaktivitäten auf die übergeordneten Primärziele der Unternehmung. Durch die Vorgabe eines konzeptuellen Orientierungsrahmens wird die auf Aktionärsseite vertrauensschaffende Kontinuität in der Kommunikation gestärkt und ein lediglich reagierender „Ad-hoc“-Aktionismus auf ein notwendiges Maß beschränkt.<sup>698</sup> Allerdings ist das Investor Relations-Konzept nicht als inflexible Direktive, sondern als dynamischer Prozeß zu verstehen, so daß Anpassungsmaßnahmen an sich verändernde sozio-ökonomische Umfeldbedingungen oder neue Informations- und Zielgruppenbedürfnisse zeitnah umgesetzt werden können.<sup>699</sup>

Für den Bereich der Public Relations sind vereinzelt Modelle zur umfassenden und systematischen Planung des Kommunikationsprozesses entwickelt worden.<sup>700</sup> Im wesentlichen umfassen alle Modelle eine Vier-Phasen-Methodik, die sich als basales Gerüst auch auf die Investor Relations-Konzeption übertragen läßt (Abb. 19 ⇒).<sup>701</sup>

Ein zwanghaft sequentielles Abarbeiten der einzelnen Phasen kann allerdings kontraproduktiv wirken. Vielmehr ist ein iteratives Vorgehen sinnvoll, da die Kommunikationsaktivitäten im Rahmen der Investor Relations permanent an sich ändernde exogene Variablen adaptiert werden müssen.<sup>702</sup>

Aufgrund der Ausrichtung der vorliegenden Arbeit auf strategisch-inhaltliche Fragestellungen und die damit einhergehende Zurückstellung methodischer Aspekte wird im folgenden nur die Planungsphase, in der handlungsdeterminierende Vorgaben für die Investor Relations-Arbeit entwickelt werden, weiter detailliert.<sup>703</sup>

In der Planungsphase sind kommunikationspolitische Entscheidungen vor allem dahingehend zu treffen,

1. mit welcher Intention (Kommunikationsziele)
2. bei welchen Mitgliedern der Financial Community (Kommunikationszielgruppen)

<sup>698</sup> vgl. **Siersleben** (1999:177)

<sup>699</sup> vgl. **Täubert** (1998:170); **Beger / Gärtner / Mathes** (1989:29)

<sup>700</sup> vgl. **Hank** (1999:41ff); **Köcher / Birchmeier** (1992:157); **Schulz** (1992:79ff); **Cutlip / Center / Broom** (1985:232); **Bläse** (1982:194f) und sehr ausführlich auf operativer Ebene **Neske** (1977:192ff). Der Planungsprozeß in der Werbung bzw. Marketingkommunikation wird bei **Meffert** (1998:668); **Rogge** (1996:43); **Kotler / Bliemel** (1995:913); **Weis** (1995:367); **Pickert** (1994:31); **Sander** (1993:269) mit grundsätzlich vergleichbaren Ergebnissen beschrieben. Daher wird in der vorliegenden Arbeit nicht nach Marketing- und PR-Planungsprozeß differenziert, sondern es wird *ein* gesamthafter Kommunikationsprozeß unterstellt.

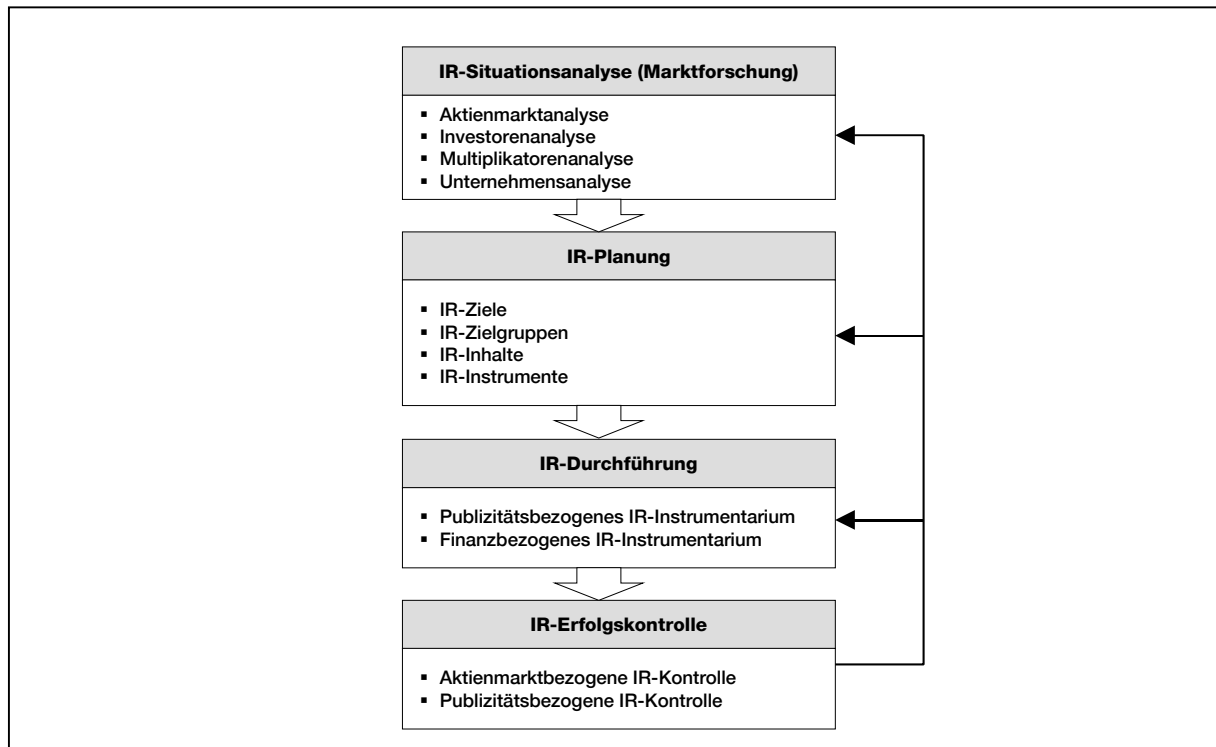
<sup>701</sup> vgl. **Achleitner / Bassen / Pietzsch** (2001:27); **Täubert** (1998:169)

<sup>702</sup> vgl. **Drill** (1995:213)

<sup>703</sup> Zur ausführlichen Darstellung der Inhalte und Vorgehensweisen in den anderen Phasen, vgl. **Täubert** (1998:169ff); **Bruhn** (1997:558ff); **Drill** (1995:213ff)

3. mittels welcher Investor-Relations-Aktivitäten (Kommunikationsinstrumente)
  4. welche offengelegten Informationen (Kommunikationsinhalte)
- in den Kommunikationsprozeß eingesteuert und distribuiert werden.<sup>704</sup>

### Abbildung 19: Phasen der methodischen Investor Relations-Konzeption



Quelle: modifiziert nach Hank (1999:53) und Drill (1995:214)

In den nachfolgenden Ausführungen werden die Ziele der Investor Relations – untergliedert nach kommunikativen und finanzwirtschaftlichen Zielen – ausführlich dargestellt. Anschließend folgt eine differenzierte Betrachtung der Zielgruppen. Im Zentrum des Interesses stehen Analysten und Wirtschaftsjournalisten aufgrund ihrer Multiplikatorfunktion, die sie in der Financial Community übernehmen. Zuletzt wird die inhaltliche Dimension der Informationspolitik extensiv angesprochen. Ein detaillierter Überblick über die unterschiedlichen Instrumente der Investor Relations und ihre Effektivität wird allerdings nicht geleistet, da in der vorhandenen Literatur auf dieses Thema in aller Ausführlichkeit bereits eingegangen wurde.<sup>705</sup>

<sup>704</sup> vgl. **Drill** (1995:109); **Ellis** (1985:40). **Link** (1991:315) erweitert das Spektrum der Einflußfaktoren um die Komponenten Kommunikationsregeln, Kommunikationstiming, Kommunikationsorganisation und das Kommunikationsbudget. **Hank** (1999:41ff) verweist darüber hinaus auf die Relevanz des Kommunikationsobjekts und der Kommunikationsträger. Die Divergenzen einzelner Modelle liegen regelmäßig lediglich im Detaillierungsgrad der Darstellung, grundsätzliche Unterschiede sind nicht festmachbar. In dieser Arbeit werden primär die basalen Einflußfaktoren behandelt. **Bruhn** (1997:110ff) unterscheidet den Planungsprozeß der integrierten Unternehmenskommunikation in einen Top-down-Ansatz, in dem die übergeordneten Ziele der Gesamtkommunikation festgelegt werden, und einen Bottom-up-Ansatz, der auf der Ebene der einzelnen Kommunikationsinstrumente die an den Gesamtzielen orientierte Planung der Kommunikationsfachabteilungen abbildet.

<sup>705</sup> vgl. **Hinz / Schmeisser** (2001:128f); **Schumacher / Schwartz / Lüke** (2001:62ff); **Enke** (2000:61f); **Kirchhoff** (2000:44f); **Rödl / Zinser** (2000:362); **Schmidt** (2000:45ff); **Blättchen /**



#### 4.1. Ziele der Investor Relations

Aufgabe der Investor Relations als Funktionsbereich der Unternehmung ist es, im Rahmen einer Mittel-Zweck-Beziehung einen Zielbeitrag zur Erreichung des Oberziels des Strategischen Managements – der Maximierung des Shareholder Values<sup>706</sup> – zu leisten. Das Investor Relations-Zielsystem muß daher konsistent aus dem Unternehmenszielsystem abgeleitet werden, um einen wertschöpfenden Beitrag zur bestmöglichen Zielerreichung erbringen zu können. Im folgenden wird ein systematischer Überblick über das Investor Relations-Zielsystem als integraler Bestandteil eines Wertmanagement- bzw. Shareholder Value-Konzepts entwickelt.

##### 4.1.1. Abstrakte Ziele: Abbau von Informationsasymmetrien zur Schließung von Bewertungslücken

Das Shareholder Value-Konzept ist primär an den Bedürfnissen des Kapitalmarkts orientiert und zielt auf die Steigerung bzw. Optimierung des Unternehmenswertes im Hinblick auf eine Nutzenmaximierung für die Anteilseigner ab. Der Unternehmenswert wird bei dieser Betrachtungsweise als (diskontierter) Gegenwartswert künftiger Free Cash Flows definiert. Durch Abzug des Fremdkapitals vom Unternehmenswert läßt sich der rechnerische Shareholder Value bestimmen. Bei Existenz streng informationseffizienter Märkte entspricht dieser Wert der Börsenkapitalisierung.<sup>707</sup>

Wie bereits in Kap. 3.2.2.1.2. gezeigt, existieren jedoch in der Praxis entscheidende Kapitalmarktanomalien.<sup>708</sup> Eine vollständige Informationseffizienz der Märkte ist empirisch nicht verifiziert.<sup>709</sup> Daher sind Marktwiderstände anzunehmen, die einen vollkommenen Informationsstand der Kapitalmarktpartizipanten konterkarieren.<sup>710</sup>

Auch die klassische Principal-Agent-Problematik durchbricht die Vorstellung eines vollkommenen Kapitalmarktes wegen der empirisch zu beobachtenden asymmetrischen Informations- und Risikoverteilung und der damit einhergehenden Interessengegensätze zwischen Unternehmung und Eigentümer.

Aufgrund der folglich in der Realität existierenden Informationsineffizienzen und -asymmetrien weicht der aktuelle Börsen- bzw. Marktwert einer Unternehmung regelmäßig vom rechnerischen, aufgrund der internen Planung angenommenen Eigen-

---

**Jacquillat** (1999:220); **Faltz** (1999:66); **Hank** (1999:99); **Lindner** (1999:160ff); **Schulz** (1999:118ff); **Siersleben** (1999:232ff); **Diehl / Loistl / Rehkugler** (1998:59ff); **Frei** (1998:176ff); **Jakob** (1998:247ff); **Lindemann / Schmidt / Sturm** (1998:36ff); **Täubert** (1998:103ff); **Tiemann** (1997:26ff); **Allendorf** (1996:63ff); **Bittner** (1996:13ff); **Günther / Otterbein** (1996:404ff); **Drill** (1995:116ff); **Maier** (1995:97ff); **Dürr** (1994:50ff); **Weidekind** (1994:284); **Krystek / Müller** (1993:1786f); **Link** (1993:126ff); **Drukarczyk** (1991:147); **Link** (1991:319ff); **Paul** (1991:937ff); **Bimboese** (1990:144); **Lingenfelder / Walz** (1988:467f); **Walz** (1987:21); **Kühner** (1971:80ff); **Hartmann** (1968:138ff)

<sup>706</sup> vgl. dazu Kap. 1.4.

<sup>707</sup> vgl. **Zieschang** (2000:133); **Volkart** (1998:84); **Volkart** (1997:120)

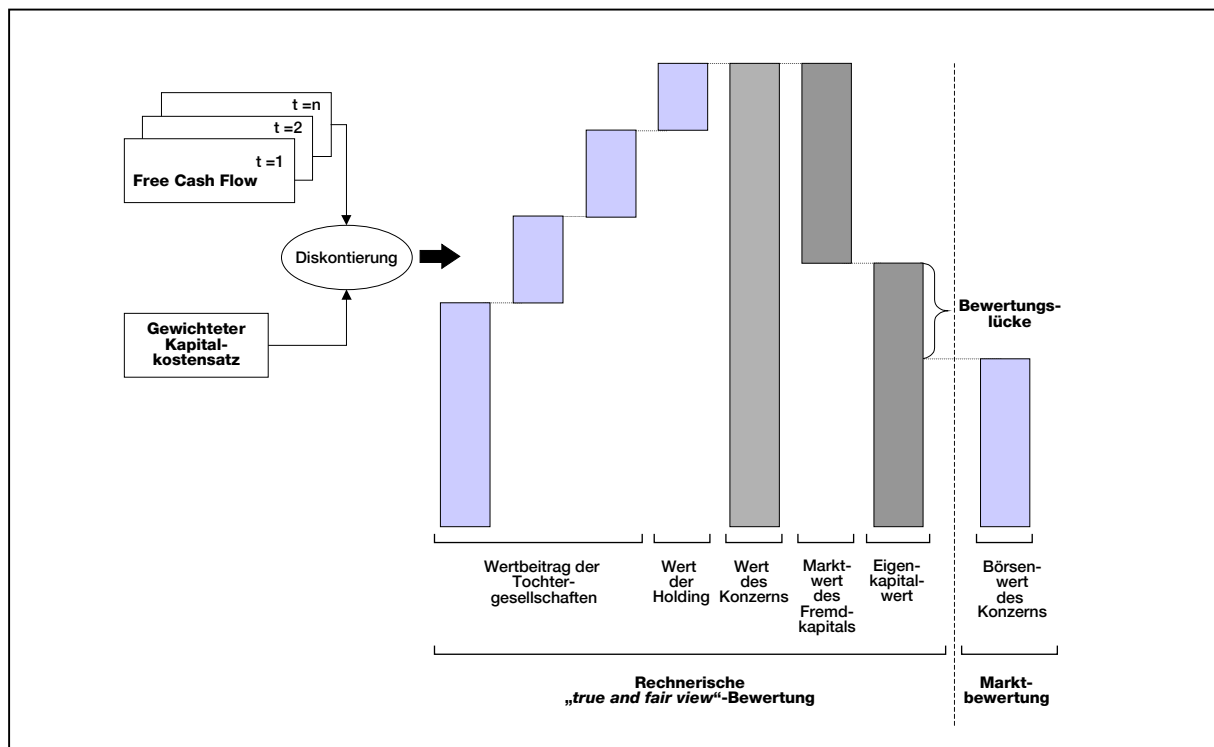
<sup>708</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:150); **Labhart** (1999:45ff) und die dort angegebene Literatur

<sup>709</sup> vgl. stellvertretend **Black / Jensen / Scholes** (1972:79ff)

<sup>710</sup> vgl. **Günther / Otterbein** (1996:392)

kapitalwert (Shareholder Value) der Unternehmung ab<sup>711</sup>. Diese Abweichung wird als **Bewertungslücke** oder **Wertlücke** bezeichnet (Abb.20  $\Rightarrow$ ).<sup>712</sup>

**Abbildung 20: Darstellung einer Bewertungslücke am Beispiel einer Holding**



Quelle: Zieschang (2000:134)

Die Differenz resultiert aus der Über- bzw. Unterschätzung der Unternehmung „wie sie steht und liegt“ durch den Kapitalmarkt. Zurückzuführen ist die Bewertungslücke häufig auf **Wahrnehmungslücken** innerhalb der Financial Community, die u.a. durch eine intransparente und unzureichend effektive Kommunikation der tatsächlichen Ertragspotentiale der Unternehmung entstehen. Ziel der Investor Relations ist es, das Informationsniveau bei aktuellen und potentiellen Aktionären sowie den relevanten Multiplikatoren bzw. Finanzintermediären zu heben.<sup>713</sup> Dazu ist es erforderlich, der Börse mittels adäquater Kommunikationsmaßnahmen eine Informationsbasis bereitzustellen, die eine faire Bewertung der Unternehmung ermöglicht und somit Wertlücken gar nicht erst entstehen bzw. zeitnah wieder geschlossen werden können.<sup>714</sup>

Aus Sicht der Investoren ist es nachvollziehbar, daß sie ein erhebliches Interesse an einer möglichst umfassenden Information über alle wesentlichen wertbeeinflussenden Tatsachen haben, die für die künftige Finanz- und Ertragskraft der Unternehmung ausschlaggebend sind.<sup>715</sup> Denn nur auf einer seriösen Informationsgrundlage,

<sup>711</sup> Der Unternehmenswert kann als Quantifizierung des finanziellen Erfolgs der gegenwärtig verfolgten und zukünftig geplanten Wertsteigerungsmaßnahmen einer Unternehmung definiert werden; vgl. **Drill** (1995:30).

<sup>712</sup> vgl. **Ahlers** (2000:29); **Zieschang** (2000:134); **Günther / Otterbein** (1996:393)

<sup>713</sup> vgl. **Täubert** (1998:29)

<sup>714</sup> vgl. **Ahlers** (2000:29); **Zieschang** (2000:133)

<sup>715</sup> vgl. **Diehl / Lhoistl / Rehkugler** (1998:4f)

die das zugrunde liegende Geschäftsmodell und die relevanten Einflußgrößen (Erwartungswert und Risiko der zukünftigen Zahlungsströme) umfassend darstellt,<sup>716</sup> ist es einem externen Eigenkapitalgeber möglich, eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen. Ist diese Voraussetzung nicht gegeben, weil ein „communications gap“<sup>717</sup> zwischen Unternehmung und Investorenöffentlichkeit besteht, reagieren die Investoren auf dieses Unsicherheit erzeugende Informationsdefizit, indem sie das zusätzliche Risiko durch Aufschläge auf die geforderte Rendite zu kompensieren versuchen, was regelmäßig zu Kursabschlägen führt. Informationsinsuffizienzen vergrößern die Wahrscheinlichkeit, daß die Unternehmensbewertung durch Investoren vom angemessenen Unternehmens- bzw. Kurswert („*true and fair view*“) abweicht, weil Risikoabschläge in den Kurs eingepreist werden.<sup>718</sup> Die Verbesserung der Informationstransparenz für die Kapitalmarktteilnehmer „[...] führt zu ‚fairen‘, **nicht durch Informationsmängel verfälschten Kursen** [Hervorhebungen im Original; C.Z.] und verhindert erratische, nicht durch Veränderung der fundamentalen Daten ausgelöste Kursschwankungen“<sup>719</sup>. Bei einer Angleichung der Informationsbasis als Ausgangspunkt für Bewertungsprozeduren ist eine höhere Homogenität in der Einschätzung der Ertragspotentiale einer Unternehmung zu erwarten, so daß sich die Sichtweisen des Marktes und der Unternehmensleitung annähern. Die Verfügbarkeit quantitativ und qualitativ ausreichender Informationen leistet somit der korrekten Interpretation der Unternehmenssituation Vorschub.<sup>720</sup>

Das Hauptziel der Investor Relations ist daher der Abbau von Informationsasymmetrien durch eine investorengerechte Unternehmenspublizität, um eine angemessene Bewertung der Unternehmung im Sinne eines *true and fair view* und damit die Vermeidung von Wahrnehmungs- und (Unter-)Bewertungslücken<sup>721</sup> zu gewährleisten.<sup>722</sup>

#### 4.1.1.1. Investor Relations und Wahrnehmungslücke

Die interne Wertgenerierung einer Unternehmung, die u.a. anhand des in Kap. 2.2.1. dargestellten DCF-Modells berechnet werden kann, trägt allein nicht zur Nutzenmehrung der Anteilseigner bei. Vielmehr muß sich die erzielte Wertsteigerung auch im Marktwert der Unternehmung, d.h. letztlich in der Kursentwicklung des Anteilscheins,<sup>723</sup> niederschlagen.<sup>724</sup>

<sup>716</sup> vgl. **Steiner / Hesselmann** (2001:101)

<sup>717</sup> vgl. **Maitland** (1989:13)

<sup>718</sup> vgl. **Diehl / Loistl / Rehkugler** (1998:5); **Leven** (1998:46f)

<sup>719</sup> **Diehl / Loistl / Rehkugler** (1998:5)

<sup>720</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:150)

<sup>721</sup> Im Schrifttum wird in der Regel nur auf den Fall der Unterbewertungen eingegangen. Die Regulierung von Überbewertungen würde in der Praxis nicht dem Postulat der Maximierung des Aktienkurses entsprechen; vgl. **Günther / Otterbein** (1996:394).

<sup>722</sup> vgl. **Zieschang** (2000:135); **Täubert** (1998:28)

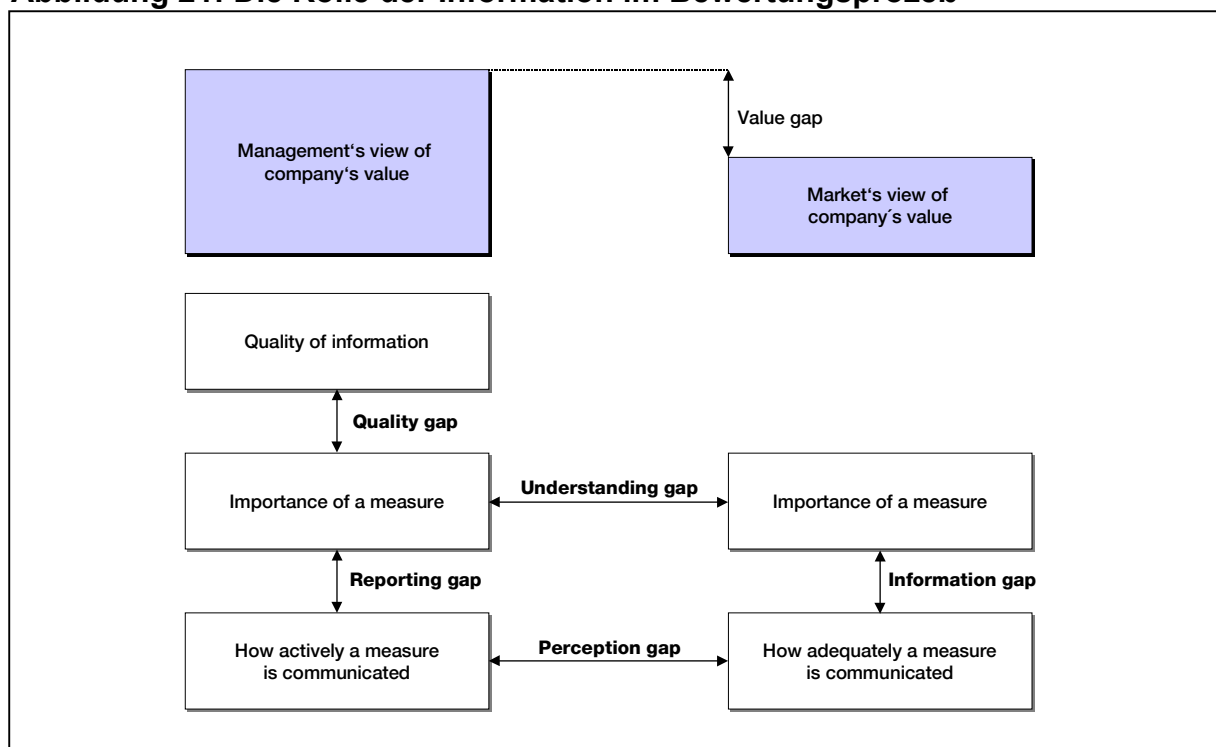
<sup>723</sup> Zwar besteht der Shareholder Value zudem auch aus den ausgeschütteten Dividendenzahlungen, diese werden hier allerdings in den Hintergrund gestellt.

<sup>724</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:147); **Faltz** (1999:86); **Drill** (1995:63)

Volkart / Labhart führen in diesem Zusammenhang den Begriff der **Werttransformation** an und bezeichnen damit die „[...] ‚Überführung‘ der firmeninternen Wertschaffung in die investorensseitige [...] Bewertung des Unternehmens“<sup>725</sup>. Dabei fungiert der Aktienkurs als Referenzgröße der externen Wertgenerierung, in der sich die interne Wertentwicklung im Optimalfall vollumfänglich widerspiegeln soll. Diese Transformation einer Steigerung des Unternehmenswertes in eine Steigerung des Shareholder Value (Erhöhung der Börsenkapitalisierung) mit kommunikativen Maßnahmen ist eine zentrale Anforderung an die Investor Relations im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung.

Problematisch für den Prozess der Werttransformation mittels einer investorengerechten Kommunikation der operativen und finanzwirtschaftlichen Wertgenerierung sind die spezifischen Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes, die nicht immer mit der inhaltlichen Ausrichtung der Finanzpublizität kapitalnachfragender Unternehmen kongruent sind. Derartige Friktionen innerhalb des Kommunikationsprozesses („*communications gap*“) führen zu den auf Informationsinsuffizienzen basierenden Wahrnehmungslücken, aus denen Bewertungslücken resultieren können.

**Abbildung 21: Die Rolle der Information im Bewertungsprozess**



Quelle: leicht modifiziert nach Eccles / Fletcher (1999:11)

Eccles / Fletcher postulieren, daß die gegenwärtige Finanzpublizität den Informationsanforderungen einer sich schnell verändernden, globalen Wirtschaft zunehmend nicht mehr gerecht wird.<sup>726</sup> Mit primärem Fokus auf das externe Berichtswesen im klassischen Sinne untersuchen sie die Defizite im kapitalmarktgerichteten Informa-

<sup>725</sup> Volkart / Labhart (2000:147)

<sup>726</sup> vgl. Eccles / Fletcher (1999:4)

tions- bzw. Kommunikationsprozeß. Dabei systematisieren sie die einzelnen Problembereiche im Rahmen einer *gap analysis* und stellen fünf kommunikationsbasierte „Lücken“ fest (Abb.21⇐), die die Werttransformation und damit eine „faire“ Unternehmensbewertung beeinträchtigen.

Die Ergebnisse lassen sich für die Kapitalmarktkommunikation verallgemeinern und haben modellhafte Aussagekraft. Nachfolgend werden die einzelnen „Lücken“ und die charakteristischen Widerstände bzw. Defizite, die sie im Informationsverarbeitungsprozeß verursachen, näher beschrieben:<sup>727</sup>

#### 1. Understanding gap (Relevanzzumessungslücke)

Ein „understanding gap“ entsteht, wenn Unternehmung und Investorenöffentlichkeit unterschiedliche Auffassungen über die relative Wichtigkeit bestimmter Informationen, z.B. von Performance-Kennzahlen, für die Unternehmensbewertung vertreten. Eine von der Kapitalmarktsicht abweichende Relevanzzumessung kann negative Folgen für die Unternehmung haben, insbesondere wenn das Informationssystem möglicherweise nicht darauf ausgerichtet ist, die von den Investoren nachgefragten Kennzahlen zu produzieren. Die Nivellierung der Informationsasymmetrie hinsichtlich bewertungsrelevanter Informationen aus Investorensicht erfordert zunächst eine Bereitstellung der nachgefragten bzw. als wichtig erachteten Kennzahlen und Daten durch die Unternehmung.

#### 2. Information gap (Informationsqualitätslücke)

Als „information gap“ wird die Situation bezeichnet, wenn der Markt keine ausreichenden bzw. angemessenen Informationen hinsichtlich der von ihm für relevant erachteten Kennzahlen erhält. Es liegen zwar grundsätzlich Informationen zu bestimmten Themengebieten vor, aber sie werden nicht mit der aus Investorensicht optimalen Qualität oder der richtigen Gewichtung und Prominenz in den Kommunikationsprozeß eingesteuert. Die mangelnde Informationsqualität kann eine erhöhte Unsicherheit im Markt bezüglich der zu bewertenden Unternehmung hervorrufen, was regelmäßig eine Beeinträchtigung der Aktienkurse durch Risikoabschläge zur Folge hat.

#### 3. Reporting gap (Reportinglücke)

Ein „reporting gap“ liegt vor, wenn die Unternehmensleitung bestimmte Informationen bzw. Performance-Kennzahlen als Schlüsselgrößen für die Unternehmenssteuerung betrachtet, aber nur geringen Aufwand betreibt, um diese Informationen an den Kapitalmarkt zu kommunizieren. Im Extremfall informiert die Unternehmung die Financial Community gar nicht über einzelne Performance-Kennziffern. Oder aber die Kommunikationsarbeit ist so eingeschränkt, daß den Investoren und Analysten die

---

<sup>727</sup> vgl. für die *banking industry* Eccles / Flechter (1999:13ff); mit der gleichen Methodik für die *insurance industry* Eccles / Nelligan (1999:13ff)

Faktendimensionierung bzw. die korrekte Einordnung und Interpretation der Information erheblich erschwert wird. Infolgedessen konzentrieren sie sich auf die basalen, aber häufig weniger aussagekräftige Kennziffern.

#### 4. Perception gap (Eigenwahrnehmungslücke)

Divergente Auffassungen, inwiefern die Unternehmung eine investorengerechte und auf die Informationsbedürfnisse der relevanten Zielgruppen zugeschnittene Investor Relations- bzw. Reporting-Politik<sup>728</sup> betreibt, werden als „perception gap“ definiert. Referenzgröße ist dabei die subjektiv wahrgenommene Qualität der Informations- und Kommunikationsaktivitäten sowohl aus Unternehmens- als auch aus Marktsicht.

#### 5. Quality gap (Reliabilitätslücke)

Wenn eine Performance-Kennzahl zwar als wichtig erkannt worden ist, diese aber nicht reliabel durch das unternehmensinterne Informationssystem abgebildet bzw. erzeugt werden kann, entsteht ein „quality gap“. Insbesondere betroffen sind Kennzahlen aus den Bereichen Strategie, Kunden, Markt, Personal und Reputation, die in der Hauptsache als *soft facts* qualifiziert werden und zum Großteil nicht in den klassischen Kennzahlensystemen repräsentiert sind bzw. von den Informationssystemen nicht prozessiert werden können.<sup>729</sup>

Alle angeführten *communications gaps* sind Interferenzfaktoren und beeinflussen den kommunikativen Werttransformationsprozeß negativ. Aufgrund einer insuffizienten und „lückenhaften“ Darstellung der internen Wertgenerierung anhand nicht ausreichend aussagekräftiger Kennzahlen entsteht in der Investorenöffentlichkeit eine Wahrnehmungslücke, die zwei Konsequenzen im Verhalten der Kapitalgeber nach sich zieht. Zum einen kommt es wegen der fehlenden oder unzureichenden Informationsbasis zu Fehleinschätzungen der Leistungsfähigkeit und Ertragskraft der Unternehmung. Zum anderen wird die Unsicherheit, die aufgrund der unzulänglichen Informationssituation entsteht bzw. verstärkt wird, als Risikoprämie in die Renditeforderungen eingerechnet. Beide Verhaltensweisen führen zu Abweichungen des Marktwertes vom intrinsischen Unternehmenswert (Bewertungslücken). Durch eine zweckgerichtete und bedürfnisorientierte Kommunikation ermöglichen Investor Relations den Kapitalmarktteilnehmern, realistische Erwartungen über die Ertragskraft einer Unternehmung zu bilden und künftige Wertsteigerungspotentiale sachlich und objektiv zu antizipieren.<sup>730</sup>

<sup>728</sup> Die Begriffe Reporting und Finanzberichterstattung werden in dieser Arbeit synonym verwendet.

<sup>729</sup> vgl. **Eccles / Fletcher** (1999:24). Zur Definition von Kennzahlensystemen (Informationssystemen) vgl. **Aichele** (1997:79). In der Regel kombinieren Kennzahlensysteme quantitative Größen, die in einer systematischen, mathematischen oder empirischen Sinnbeziehung zueinander stehen. Qualitative Implikationen spielen eine nachgeordnete Rolle.

<sup>730</sup> vgl. **Kunz** (1998:404f)

Ursache für Defizite in der Wertkommunikation<sup>731</sup> sind allerdings nicht allein und unmittelbar die Investor Relations, da insbesondere bei der Ausgestaltung der Informationssysteme Berührungspunkte mit den Bereichen Finanzen und Controlling existieren.<sup>732</sup> Dennoch ist es die zentrale Aufgabe der Investor Relations-Funktion, das kommunikative Schnittstellenmanagement zwischen Unternehmung und Kapitalmarkt zu organisieren, um einen erfolgreichen Werttransformationsprozeß zwischen der internen Wertgenerierung und der Shareholder Value-Bildung an der Börse zu gewährleisten.

In dieser Funktion als Transformationsinstrument sind die Investor Relations nicht als Value Driver im eigentlichen Sinne der Definition von Rappaport zu verstehen, da sie nicht unmittelbar auf die interne Wertgenerierung und damit den intrinsischen Unternehmenswert einwirken. Nichtsdestotrotz realisieren sie u.U. ein erhebliches Wertsteigerungspotential aus Sicht der Kapitalanleger, da sie eine Unterstützungsfunktion bei der Überführung des abstrakten Unternehmenswerts in konkreten Shareholder Value leisten. Investor Relations sind aus dieser Perspektive nicht direkt an der Schaffung, sondern lediglich an der Realisierung von Unternehmenswert beteiligt. Allerdings ist diese abstrakte Sichtweise zu eng gefaßt und wird daher im folgenden konkretisiert.

#### 4.1.2. Konkrete Ziele

Da Investor Relations im Grenzbereich zwischen Kommunikations- und Marketingtheorie auf der einen Seite und Finanzierungstheorie auf der anderen Seite verortet werden, existiert in der Literatur auch eine dichotome Systematisierung der Ziele von Investor Relations in kommunikationspolitische und finanzwirtschaftliche Ziele. Eine konkrete Formulierung und Abgrenzung der Zielvorstellungen als Orientierungs- bzw. Richtgrößen ist die Voraussetzung für effektive und effiziente Investor Relations.

Achleitner / Bassen geben einen Überblick, wieviel Prozent der Unternehmungen in der Praxis die jeweiligen Ziele als sehr wichtig einstufen (Abb.22⇨).<sup>733</sup> Dabei unterscheiden sie zwischen etablierten Unternehmungen (Dax / M-Dax) und Wachstumsunternehmen (Nemax / Smax).

Grundsätzlich ist bei vielen Aspekten eine Übereinstimmung festzustellen. Abweichungen treten insbesondere bei den Zielen „Erhalt eines qualifizierten Feedbacks“ und „Senkung der Kapitalkosten“ auf, denen von etablierten Unternehmungen eine größere Bedeutung zugemessen wird. Die geringe Priorisierung der Notwendigkeit zur Reduzierung von Kapitalkosten läßt sich u.U. durch die phasenweise sehr positi-

---

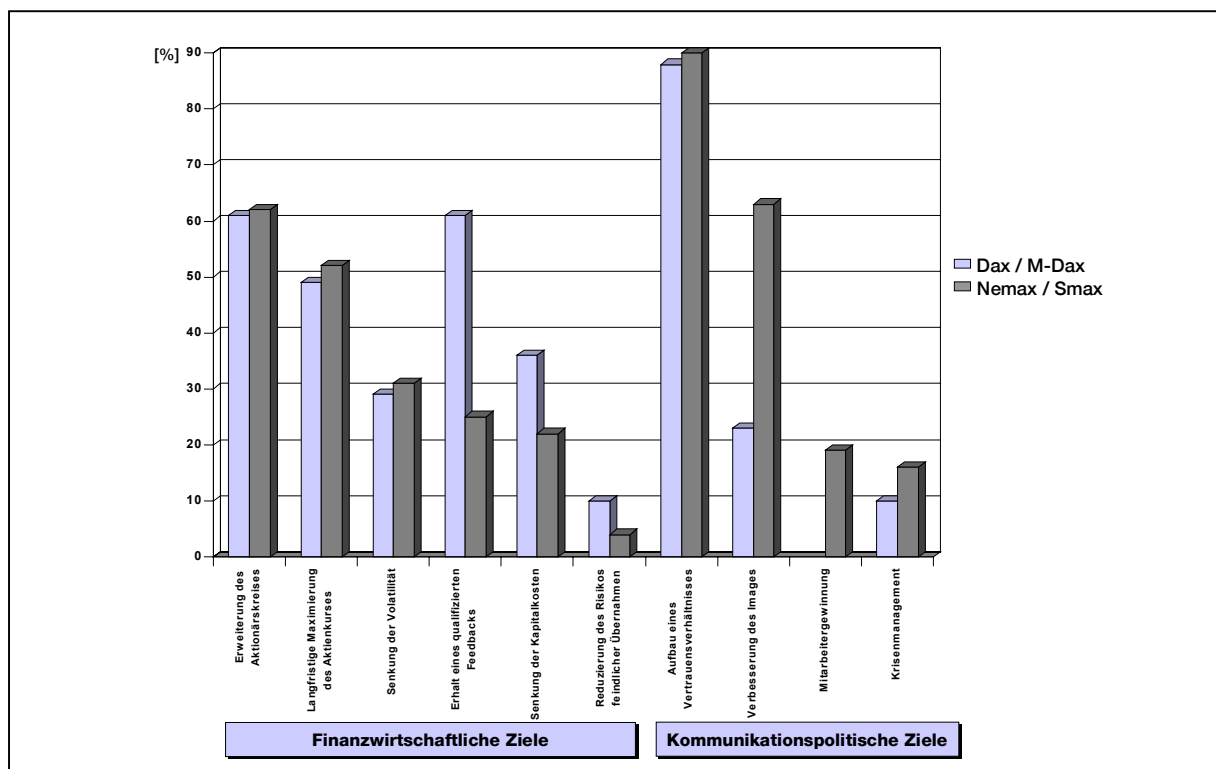
<sup>731</sup> vgl. **Kötzle / Niggemann** (2001:634). Wertkommunikation bezeichnet im wesentlichen die Kommunikation der Wertentwicklung einer Unternehmung. Einschränkend ist zu erwähnen, daß sich Wertkommunikation in erster Linie auf die externe Berichterstattung bezieht.

<sup>732</sup> vgl. zur organisatorischen Anbindung der Investor Relations-Funktion **Thommen / Struß** (2001: 159ff); **Ahlers** (2000:30); **Allendorf** (1996:80ff); **Drill** (1995:232)

<sup>733</sup> vgl. **Achleitner / Bassen** (2001b:30)

ve Kursentwicklung für kapitalnachfragende Unternehmungen am Neuen Markt erklären, so daß die Eigenkapitalkosten zunächst nicht als primäres Ziel erkannt wurden. Im Gegensatz zu den Dax- und M-Dax-Unternehmen stufen die jungen Wachstumsunternehmen die Verbesserung des Images als eines der wichtigsten Ziele ein, was auf deren anfänglich relativ geringen Bekanntheitsgrad zurückzuführen ist. Deshalb sind die Investor Relations in vielen Fällen als Instrument zur Etablierung der Unternehmung sowohl auf dem Kapitalmarkt als auch auf dem Produktmarkt eingesetzt worden.<sup>734</sup>

**Abbildung 22: Ziele von Investor Relations**



Quelle: Achleitner / Bassen (2001b:31)

Im folgenden sollen die aus wissenschaftlicher Perspektive relevanten Ziele der Investor Relations eine theoretische Herleitung erfahren und im einzelnen dargestellt werden.

<sup>734</sup> vgl. **Achleitner / Bassen** (2001b:32f). Zu weiteren empirischen Untersuchungen bzgl. der Ziele von Investor Relations; vgl. **IRES / Handelsblatt** (2001:15); **IRES / Handelsblatt** (2000:9); **Allendorf** (1996:22); **Günther / Otterbein** (1996:399)



#### 4.1.2.1. Finanzwirtschaftliche Ziele

In der Literatur werden unterschiedliche Ziele theoretisch analysiert, die allerdings in der Priorisierung nicht immer deckungsgleich mit den empirisch validierten und in der Unternehmenspraxis verfolgten Zielen sind.<sup>735</sup>

Als Oberziel des Finanzbereichs einer Unternehmung wird in der Theorie die Reduktion von Kapitalkosten angeführt. Diesem zentralen Ziel müssen sich auch die Investor Relations unterordnen.<sup>736</sup> Kapitalkosten ergeben sich aus den Aufwendungen bei der Kapitalbeschaffung. Beispielhaft sind Zins-, Tilgungs- und Dividendenzahlungen, aber auch Aufwendungen für Informations- und Sicherungsrechte im Rahmen einer Principal-Agent-Beziehung zu nennen.

Obwohl Kapitalkosten sowohl bei der Beschaffung von Fremd- als auch von Eigenkapital anfallen, wird nachfolgend nur auf den Einfluß von Investor Relations auf die Verminderung liquiditätswirksamer bzw. kalkulatorischer *Eigenkapitalkosten* eingegangen.

##### 1. Senkung liquiditätswirksamer Eigenkapitalkosten (zusätzliches Eigenkapital)

Alle Investor Relations-Aktivitäten sind darauf ausgerichtet, einen angemessenen bzw. wertgerechten Börsenkurs zu erzielen, indem durch eine transparente Informationspolitik Bewertungslücken geschlossen werden. Langfristiges Ziel dieser kapitalmarktorientierten Kommunikationsmaßnahmen ist die Anhebung der Börsenbewertung auf ein langfristig maximal haltbares Niveau<sup>737</sup>, das sich fundamental im Rahmen einer objektiven Unternehmensbewertung rechtfertigen ließe.<sup>738</sup>

Ein höherer Aktienkurs, der durch aktive Investor Relations der langfristig haltbaren Maximalbewertung möglichst weit angenähert ist, bietet ein erhebliches Potential zur

---

<sup>735</sup> vgl. die Erhebung von **Achleitner / Bassen** (2001b:31), die zum Beispiel die Etablierung qualifizierter Kommunikationsstrukturen zur Ermöglichung von Feedback-Schleifen als wichtiges Ziel der Investor Relations empirisch belegen. In der Theorie wird dieses Ziel nachrangig behandelt und nur marginal erwähnt.

<sup>736</sup> vgl. **Siersleben** (1999:63ff); **Tiemann** (1997:10); **Allendorf** (1996:43); **Drill** (1995:68f)

<sup>737</sup> vgl. **Alvarez / Wotschofsky** (2000:651); **Günther / Otterbein** (1996:397f); **Drill** (1995:101); **Dürr** (1994:22f); **Link** (1991:133f). In diesem Zusammenhang ist darauf zu verweisen, daß nicht nur ein zu niedriger Kurs (Unterbewertung) suboptimal ist, sondern eine Überbewertung ebenfalls nicht günstig sein dürfte, obwohl ein hoher Börsenkurs z.B. im Vorfeld einer Kapitalerhöhung zunächst als vorteilhaft erscheint. Aber Aktien, deren (künstlich hochgetriebene) Kurse über ihrem eigentlichen Wert liegen, werden früher oder später einen Kursrückgang zu verzeichnen haben, der das Vertrauen der Aktionäre nachhaltig beeinträchtigen würde. Eine Verschlechterung der Beziehung zur gesamten Financial Community wäre die Folge. Künftige Wertpapieremissionen (Kapitalerhöhungen) zu günstigen Konditionen würden durch das fehlende Vertrauen erschwert, Plazierungsprobleme wären zu erwarten; vgl. **Schulz** (1999:91); **Täubert** (1998:37); **Tiemann** (1997:13) und ursprünglich **Hartmann** (1968:92). Ein Praxisbeispiel für die kontraproduktive Wirkung einer starken Überbewertung ist die Entwicklung des Neuen Marktes seit März 2000, der innerhalb von 18 Monaten annähernd 90 Prozent seines Wertes verloren hat.

<sup>738</sup> vgl. **Tiemann** (1997:14). Als fundamental gerechtfertigt gilt der Wert, der die zukünftige Ertragskraft und das Risiko der Unternehmung adäquat reflektiert; vgl. **Serfling / Großkopff / Röder** (1998:273).

Senkung der durchschnittlichen Eigenkapitalkosten im Falle einer Kapitalerhöhung (Abb.23⇨).<sup>739</sup>

**Abb. 23: Hebelwirkung des Aktienkurses auf die Eigenkapitalkosten**

	ohne erfolgreiche / kurssteigernde Investor Relations	mit erfolgreichen / kurssteigernden Investor Relations
<b>Emissionspreis</b>	300 DM	330 DM
<b>Dividende / Aktie</b>	12 DM	12 DM
<b>Kapitalkosten absolut</b> (incl. Dividende, Thesaurierung und Steuern)	51 DM	51 DM
<b>Kapitalkosten relativ</b>	17 %	15,5 %

Quelle: in Anlehnung an Drill (1995:68) und Paul (1991:942)

Vergleichsweise hohe Börsenkurse ermöglichen es der Unternehmung bei der Kapitalbeschaffung durch die Ausgabe junger Aktien, ein größeres Aufgeld (Agio)<sup>740</sup> zu realisieren, weil sich der Preis der jungen Aktien am alten Aktienkurs orientiert.<sup>741</sup> Das höhere Aufgeld kann als zusätzliche, im Gegensatz zur Gewinnthesaurierung steuerfreie Kapitalrücklage durch die Gesellschaft ausgewiesen werden. Zudem reduzieren sich die liquiditätswirksamen Eigenkapitalkosten bei gleichbleibenden Dividendenforderungen mit zunehmendem Emissionskurs (niedriger Cash-out<sup>742</sup>). Denn bei einer Wertpapieremission fällt die relative Dividendenbelastung geringer aus, je höher der Ausgabekurs notiert, d.h. je mehr Kapital generiert worden ist.<sup>743</sup>

Im o.g. Beispiel hat die Hebelwirkung eines um 30 DM erhöhten Emissionspreises den Effekt, daß die Eigenkapitalkosten von 17 Prozent auf 15,5 Prozent sinken.<sup>744</sup> Ziel der Investor Relations ist es demnach, eine dauerhafte Annäherung des Aktienkurses an das langfristig maximales Niveau zu erreichen, da auf diese Weise bei ei-

<sup>739</sup> vgl. **Zieschang** (2000:136); **Paul** (1993:154)

<sup>740</sup> Der Begriff Agio beschreibt die Differenz zwischen dem Nominalwert und dem Emissionspreis der neu emittierten Aktien.

<sup>741</sup> vgl. **Schulz** (1999:88); **Tiemann** (1997:11)

<sup>742</sup> vgl. **Mei-Pochtler** (2001:22)

<sup>743</sup> vgl. **Täubert** (1998:36); **Drill** (1995:68)

<sup>744</sup> vgl. **Paul** (1993:154); **Paul** (1991:842). Allgemein zu den Kosten, die unabhängig und nicht beeinflussbar von Investor Relations bei der Eigenkapitalbeschaffung entstehen; vgl. **Tiemann** (1997:84ff) am Beispiel eines Börsengangs

ner Kapitalerhöhung ein höheres Agio und eine niedrigere durchschnittliche Bedienungslast mit Dividenden gesichert wird.<sup>745</sup>

## 2. Senkung kalkulatorischer Eigenkapitalkosten (bestehendes Eigenkapital)

Neben den Kosten für zusätzliches Eigenkapital entstehen der Unternehmung kalkulatorische Eigenkapitalkosten aufgrund der investorentseitigen Renditeforderungen, da annahmegemäß im **neoklassischen Ansatz** die Renditeerwartungen der (Eigen-) Kapitalgeber gleichgesetzt werden mit den Eigenkapitalkosten für die Unternehmung. Die erwartete Rendite eines Aktieninvestments wird über das CAPM als Preisbildungsmodell bestimmt.<sup>746</sup> Sie ergibt sich aus dem risikolosen Zinssatz und einer Risikoprämie<sup>747</sup>. Der  $\beta$ -Faktor als integraler Bestandteil des CAPM quantifiziert den Zuschlag für das Risiko, indem er das Verhältnis der Kursentwicklung einer Aktie zur Entwicklung des Gesamtmarkts abbildet.<sup>748</sup> Liegt der  $\beta$ -Faktor über / unter 1, so schwankt der Aktienkurs stärker / schwächer als der Gesamtmarkt. Je höher die Kursschwankungen einer Aktie sind, desto größer ist das durch den Investor zu übernehmende Risiko.<sup>749</sup> Da Anleger theoriegemäß eine risikoaverse Einstellung besitzen, wird für eine Aktie, die bei gleicher Ertragserwartung ein geringeres Risiko aufweist, eine geringere Rendite gefordert.

Bei Kenntnis des  $\beta$ -Faktors lassen sich die Renditeerwartungen der Investoren berechnen.

**Beispiel:** Eine Publikumsgesellschaft weist einen  $\beta$ -Faktor von 1,18 auf. Der als risikolos angenommene Zinssatz für Staatspapiere beträgt 7 Prozent und die Gesamtaktienmarktrendite, die sich am Dax orientiert, beträgt 12 Prozent. Daraus errechnen sich folgendermaßen die Renditeforderungen der Aktionäre<sup>750</sup>:

$$E(R_A) = R_F + \beta_A (E(R_M) - R_F)$$

mit  $R_A$  = Verzinsung der Aktie (A)

$R_F$  = Verzinsung der risikolosen Anlage

$R_M$  = Verzinsung des Marktportfolios

$\beta_A$  = systematisches Risiko der Aktie (A)

E = Erwartungswert

$$E(R_A) = 7\% + 1,18 (12\% - 7\%)$$

$$E(R_A) = 12,9\%$$

<sup>745</sup> vgl. Günther / Otterbein (1996:397)

<sup>746</sup> vgl. zu den folgenden Ausführungen Kap. 2.2.2.

<sup>747</sup> Der Risikozuschlag wird durch die Höhe des gesamten Aktienmarktrisikos und der Kovarianz der Kursentwicklung einer Aktie mit der Kursentwicklung des Gesamtmarktes determiniert.

<sup>748</sup> vgl. Paul / Zieschang (1994:1486f)

<sup>749</sup> vgl. Tiemann (1997:15)

<sup>750</sup> vgl. in Anlehnung an Siersleben (1999:67ff) und Paul / Zieschang (1994:1487)

Bei einem unterstellten  $\beta$ -Faktor von 1,18 ergibt sich eine Renditeforderung der Aktionäre von 12,9 Prozent, die den Eigenkapitalkosten der Unternehmung entsprechen. Bei einer Erhöhung bzw. Verminderung des  $\beta$ -Faktors würden sich die Renditeforderungen der Aktionäre aufgrund der veränderten Chancen-Risiko-Konstellation rechnerisch entsprechend anpassen.<sup>751</sup> Im gewählten Beispiel würde eine Verringerung des  $\beta$ -Faktors auf 0,96 einen Rückgang der Renditeforderungen der Anteilseigner von 12,9 Prozent auf 11,8 Prozent zur Folge haben. Die zu erwirtschaftenden Eigenkapitalkosten würden im gleichen Maße sinken.

$$E(R_A) = 7\% + 0,96 (12\% - 7\%)$$

$$E(R_A) = 11,8\%$$

Paul / Zieschang formulieren daher folgerichtig als Ziel für die Investor Relations, daß durch geeignete kommunikative Maßnahmen die Kursstabilität der Aktie im Vergleich zum Gesamtmarkt erhöht bzw. deren Volatilität verringert werden muß. Dies führt mittelfristig zu einer Senkung des  $\beta$ -Faktors der betreffenden Aktie, was mit einer Reduzierung der Eigenkapitalkosten einhergeht.<sup>752</sup>

Allerdings kann innerhalb des originären CAP-Modells, das auf den restriktiven Prämissen eines friktionslosen und informationseffizienten Markts basiert, der Einfluß der Investor Relations auf den  $\beta$ -Faktor nicht theoretisch begründet werden. Dazu ist eine Erweiterung (der Prämissen) des CAPM im Hinblick auf die empirische Relevanz von Informationen, deren Qualität und Verteilung erforderlich.

In seinem „Incomplete Information Model“ nimmt Merton – abweichend von den klassischen CAPM-Prämissen, aber dafür mit größerer Realitätsnähe – ein ungleichmäßig verteiltes Wissen über die am Markt gehandelten Wertpapiere an.<sup>753</sup> Er zeigt, daß je mehr Investoren alle Informationen über ein Wertpapier besitzen, desto geringer ist der  $\beta$ -Faktor und desto stärker sinken analog dazu die Eigenkapitalkosten.<sup>754</sup>

Barry / Brown gehen in ihrem „Differential Information“-Modell ebenfalls davon aus, daß Informationsasymmetrien zwischen unterschiedlichen Wertpapieren existieren, d.h. für einige Aktien mehr Informationen zur Verfügung stehen als für andere.<sup>755</sup> Wertpapiere mit einer hohen Informationsverfügbarkeit weisen einen geringeren  $\beta$ -Faktor und damit niedrigere Kapitalkosten auf als Wertpapiere mit einem niedrigen Informationsgrad.

<sup>751</sup> vgl. **Schulz** (1999:93f), der allerdings kritisch anmerkt, daß eine Dividendenkürzung aufgrund einer gegenüber dem Gesamtmarkt verringerten Volatilität der Aktie nur geringer Akzeptanz am Kapitalmarkt finden würde.

<sup>752</sup> vgl. **Paul / Zieschang** (1994:1486)

<sup>753</sup> vgl. **Merton** (1987:489ff). Dabei unterstellt er allerdings Extremausprägungen des Informiertheitsgrades. Es existieren nur Marktteilnehmer, die alle oder keine Informationen über das spezifische Wertpapier besitzen.

<sup>754</sup> vgl. **Merton** (1987:501ff)

<sup>755</sup> vgl. **Barry / Brown** (1985:407ff)

Bei Existenz von Informationsasymmetrien zwischen einzelnen Aktien besteht zwischen der Informationsqualität bezüglich des Wertpapiers und den Kapitalkosten ein unmittelbarer Zusammenhang.<sup>756</sup> Die bei Barry / Brown als Maß der Informationsqualität verwendete Anzahl der zur Verfügung stehenden Kurse ist durch andere Parameter (Qualität des Reporting, Anzahl der Analysten, die die Unternehmung bearbeiten, etc.) substituierbar.<sup>757</sup>

Beide o.g. Modelle unterstützen die Auffassung, daß asymmetriereduzierende Investor Relations ein adäquates Instrument zur Senkung der Eigenkapitalkosten darstellen und daher grundsätzlich als Value Driver im Shareholder Value-Konzept zu verstehen sind.

In der vorangegangenen Betrachtung wurden die Eigenkapitalkosten mittels des (erweiterten) CAPM berechnet, wobei primär das systematische Risiko, d.h. die Höhe des  $\beta$ -Faktors, die Renditeforderungen der Aktionäre determiniert hat.

Nähert man sich den Kapitalkosten jedoch unter einem neoinstitutionalistischen Blickwinkel, was insbesondere die Annahme einer heterogenen Informationsverteilung einschließt, so ergeben sich aus der resultierenden Informationsasymmetrie substantielle Risiken – z.B. durch die Gefahr des opportunistischen Handelns der besser informierten Unternehmensleitung –, die die Kapitalgeber durch eine Risikoprämie zu kompensieren suchen.<sup>758</sup> In der Praxis werden also nicht nur systematische, sondern auch unsystematische Risiken in die Berechnung der Renditeforderungen mit einbezogen.<sup>759</sup> Diese zusätzliche Risikokomponente wird als Selbstversicherungsprämie gegen Informationsrisiken bezeichnet und fließt in die investorensseitige Kalkulation der erwarteten Verzinsung des überlassenen Eigenkapitals ein.<sup>760</sup>

Nach Schmidt setzt sich diese Prämie aus einem Pessimismus- und einem Mißtrauenszuschlag zusammen.<sup>761</sup> Die Pessimismusprämie ist optional und wird von den Kapitalgebern gefordert, weil sie regelmäßig die zukünftigen Erfolgspotentiale der Unternehmung im Vergleich zu den Kapitalnehmern als weniger gut einschätzen. Die Mißtrauensprämie dagegen ist fundamental, da den Kapitalgebern die aus der unzureichenden Informationssituation resultierenden Risiken bekannt sind und sie eine Übervorteilung fürchten. Daher fordern sie von den kapitalnachfragenden Unternehmungen einen kompensatorischen Risikozuschlag.

Um diese Selbstversicherungsprämie zu berücksichtigen, schlägt Siersleben vor, daß der  $\beta$ -Faktor des CAPM um den Faktor  $\beta$  erweitert wird. „Dieser Faktor stellt einen Risikoaufschlag dar und liegt zwischen Null und Eins. Die Größe  $\beta$  spiegelt somit den

---

<sup>756</sup> vgl. **Labhart** (1999:94)

<sup>757</sup> vgl. **Barry / Brown** (1985:419f)

<sup>758</sup> vgl. **Tiemann** (1997:112)

<sup>759</sup> vgl. **Siersleben** (1999:70) und die dort angegebene Literatur

<sup>760</sup> vgl. **Siersleben** (1999:71)

<sup>761</sup> vgl. **Schmidt** (1981:146)

Informationsnachteil des Investors in Form einer zusätzlichen Risikoprämie wider.<sup>762</sup> Die Eigenkapitalkosten werden in diesem erweiterten CAPM wie folgt berechnet:<sup>763</sup>

$$E(R_A) = R_F + \beta_A \cdot (E(R_M) - R_F)$$

Der Risikozuschlag  $\beta$  divergiert in Abhängigkeit von der vorhandenen Informationsasymmetrie oder – präziser gefaßt – des subjektiv empfundenen Informationsnachteils des individuellen Anteilseigners. Es ist anzunehmen, daß eine transparente und investorengerechte Informationspolitik die Mißtrauensprämie senken und damit die Eigenkapitalkosten reduzieren kann.<sup>764</sup>

### Geringe Volatilität des Aktienkurses

Die Stabilisierung des Börsenkurses ist bereits im Zusammenhang mit der Senkung des  $\beta$ -Faktors angesprochen worden. Darüber hinaus existieren weitere Gründe, warum das Management einer Unternehmung den Aktienkurs möglichst stabil – auf adäquat hohem Niveau – halten sollte, wobei die Kursstabilisierung weniger absolut als in Relation zu einem allgemeinen Aktien- oder Branchenindex gesehen werden sollte.<sup>765</sup> Stark volatile Kursentwicklungen verunsichern den Kapitalmarkt und schaden so der Unternehmung, weil die Aktie in den Augen der Financial Community schnell zum Spekulationsobjekt herabgestuft wird.<sup>766</sup>

Eine geringere Volatilität des Aktienkurses dagegen erleichtert die langfristige Planung der Kapitalbeschaffung (inkl. der Kapitalstrukturplanung<sup>767</sup>) sowie die Bestimmung des Emissionspreises bei Kapitalerhöhungen.<sup>768</sup>

Grundsätzlich sind Kapitalerhöhungen strategische Entscheidungen, die planerische Vorlaufzeiten auch zur genauen Ermittlung des tatsächlichen Eigenkapitalbedarfs benötigen. Zur Deckung dieses Bedarfs wird ein zu erzielender Emissionspreis angenommen. Bei einer instabil-volatilen Kursentwicklung kann allerdings kaum präzise prognostiziert werden, ob der erwartete Emissionspreis am Markt realisierbar ist, weil gerade zum Zeitpunkt der Kapitalerhöhung die Aktie stark unter Wert notiert und sich der Kurs am unteren Ende der Oszillationskurve befindet.<sup>769</sup> Als Folge muß die

<sup>762</sup> Siersleben (1999:71); vgl. auch Dohmke (1984:59)

<sup>763</sup> vgl. Siersleben (1999:72)

<sup>764</sup> Tiemann (1997:113f) weist darauf hin, daß im neoinstitutionalistischen Ansatz die Kapitalkosten der Unternehmung nicht mehr identisch mit den Renditeforderungen der Investoren sein müssen. Vielmehr können zu den Renditeforderungen noch zusätzliche *agency costs* für das Sichern und Informieren auftreten. Damit sind alle Kosten der Unternehmung gemeint, die aus dem Bestreben resultieren, das Mißtrauen und die Unsicherheit auf seiten der Kapitalgeber zu minimieren. Dabei ist das Kosten-Nutzen-Verhältnis der ausschlaggebende Faktor. Denn eine Unternehmung wird nur bereit sein Sicherungs- und Informationskosten zu tragen, wenn sich die Renditeforderungen des Eigenkapitalgeber überproportional verringern, d.h. die Gesamtkosten zurückgehen. Allerdings ist es ausgesprochen schwierig, die kapitalkostenverursachenden Tatbestände monetär zu quantifizieren.

<sup>765</sup> vgl. Becker (1994:300)

<sup>766</sup> vgl. Lindner (1999:39)

<sup>767</sup> vgl. Link (1991:135f)

<sup>768</sup> vgl. Schulz (1999:101); Tiemann (1997:14); Allendorf (1996:43); Becker (1994:300)

<sup>769</sup> vgl. Schumacher / Schwarz / Lüke (2001:33); Tiemann (1997:14)

Kapitalmaßnahme möglicherweise verschoben werden, obwohl ein dringender Eigenkapitalbedarf vorgelegen hat.

Eine stabile Kursentwicklung signalisiert den aktuellen und potentiellen Kapitalgebern außerdem, daß der Kurs mit einer höheren Wahrscheinlichkeit den „*true and fair value*“ der Aktien repräsentiert als bei einem stark volatilen Kursverlauf.<sup>770</sup>

### **Aktionärstreue / Verstetigung der Eigentumsverhältnisse**

Aus Sicht der Unternehmung sollen Investor Relations zur Verstetigung der Eigentumsverhältnisse beitragen, um kurzfristige, häufig spekulativ motivierte An- und Verkäufe von Aktien zu verhindern.<sup>771</sup> Ziel ist es, die Identifikation der Aktionäre mit der Unternehmung zu fördern und auf diese Weise eine emotionale Verbundenheit und Loyalität aufzubauen bzw. zu verstärken.<sup>772</sup> Denn eine erhöhte Aktionärstreue bzw. Anlegerloyalität kommt darin zum Ausdruck, daß auch bei krisenhaften Nachrichten, in Zeiten allgemeiner Börsenschwäche mit rückläufigen Kursen oder temporären Gewinneinbrüchen die Aktien nicht sofort verkauft werden und somit Kurseinbrüche vermieden werden können.<sup>773</sup>

Die titelspezifische Überzeugtheit und Haltewilligkeit der Aktionäre – auch bei verringerten Renditeerwartungen – ist ein relevanter Faktor, um auch in Baisse-Zeiten Kursschwankungen abzufedern und so die Volatilität des Aktienkurses zu verringern.<sup>774</sup> Es geht nicht darum Kursschwankungen, die zum Ausgleich zwischen Kapitalangebot und -nachfrage erforderlich sind, gänzlich zu verhindern, sondern diese in einem normalen Rahmen zu halten.<sup>775</sup>

### **Erhaltung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeit**

Für eine Unternehmung hat die Sicherung der Versorgung mit ausreichenden Finanzmitteln existentielle Bedeutung. Daher ist es die Aufgabe der Investor Relations, die Erhaltung der Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten an der Börse zu günstigen Konditionen zu gewährleisten.<sup>776</sup> Primär ist damit die Fähigkeit der Unternehmung gemeint, durch Kapitalerhöhungen, d.h. die Ausgabe junger Aktien, einen temporär erhöhten Kapitalbedarf, der z.B. aufgrund einer geplanten Expansion entsteht, problemlos decken zu können.<sup>777</sup>

Neben der Höhe des Aktienkurses ist in diesem Zusammenhang auch die Stabilität des Kurses ausschlaggebend.<sup>778</sup> Ein hohes Börsenkursniveau verringert bei einer Kapitalerhöhung das Risiko, daß eine für die Altaktionäre nicht zumutbare Kapital-

<sup>770</sup> vgl. Schulz (1999:87); Link (1991:135); Ellis (1985:34); Applemann (1984:10)

<sup>771</sup> vgl. Günther / Otterbein (1996:398); Becker (1994:300); Lingenfelder / Walz (1988:467)

<sup>772</sup> vgl. Tiemann (1997:22)

<sup>773</sup> vgl. Täubert (1998:37); Tiemann (1997:22); Drill (1995:70)

<sup>774</sup> vgl. Schulz (1999:93f); Tiemann (1997:154); Paul / Zieschang (1994:1487); Steiner (1993:190)

<sup>775</sup> vgl. Siersleben (1999:63); Paul (1993:150)

<sup>776</sup> vgl. Krystek / Müller (1993:1785)

<sup>777</sup> vgl. Täubert (1998:37)

<sup>778</sup> vgl. Drill (1995:70); Link (1991:135)

verwässerung eintritt.<sup>779</sup> Ein stabiler Börsenkurs erleichtert die Kapitalbeschaffung. Denn hochvolatile Wertpapiere sind stärker risikobehaftet. Die daraus resultierende Unsicherheit für die Investoren hinsichtlich des wahren Unternehmenswertes kann zu einer geringen Nachfrage im Rahmen der geplanten Kapitalmaßnahme und damit zu Plazierungsschwierigkeiten führen.<sup>780</sup>

### Schutz vor feindlichen Übernahmen

Ein den intrinsischen Unternehmenswert möglichst genau reflektierender Aktienkurs mindert die Gefahr einer feindlichen Übernahme (*hostile / unfriendly take-over*)<sup>781</sup>. Dabei verschafft sich ein Interessent gegen den Willen des Managements der Zielgesellschaft die Kontrolle über das Übernahmeobjekt, das seine wirtschaftliche Selbständigkeit verliert.<sup>782</sup> Eine Unterbewertung der Aktie, d.h. wenn der Wert des gesamten Aktienkapitals unter dem Substanzwert<sup>783</sup> liegt, macht die Unternehmung für eine feindliche Übernahme besonders attraktiv.<sup>784</sup> Eine Zerschlagung mit der anschließenden Veräußerung der einzelnen Aktiva kann die Folge sein.<sup>785</sup>

Zur Verhinderung einer Unterbewertung und damit einer potentiellen feindlichen Übernahme ist eine am Shareholder Value orientierte Unternehmensführung und eine durch werttransformierende Investor Relations-Aktivitäten gestützte Börsenbewertung hilfreich, in der sich der „*true and fair value*“ niederschlägt.<sup>786</sup> Auf diese Weise wird die Unternehmung von potentiellen Aufkäufern nicht als attraktiver Übernahmekandidat bewertet. Generell stellt eine hohe Börsennotierung eine effektive Abwehrmaßnahme gegen eine feindliche Übernahme dar, da die Höhe der für den Kauf aufzubringenden Finanzmittel vom Aktienkurs determiniert wird.<sup>787</sup> Hohe Aktienkurse verteuern folglich eine feindliche Übernahme für die akquirierende Unternehmung.<sup>788</sup>

<sup>779</sup> vgl. **Drill** (1995:70)

<sup>780</sup> vgl. **Schulz** (1999:87); **Link** (1991:135)

<sup>781</sup> vgl. **Täubert** (1998:37); **Tiemann** (1997:23); **Allendorf** (1996:44); **Link** (1991:136)

<sup>782</sup> vgl. **Drill** (1995:66)

<sup>783</sup> Der Substanzwert (auch Reproduktionswert) ergibt sich aus der Summe der vorhandenen bilanzierungsfähigen Vermögenswerte abzüglich der Schulden.

<sup>784</sup> vgl. **Täubert** (1998:37); **Allendorf** (1996:44)

<sup>785</sup> In den 80er Jahren nutzten sog. *corporate raider* in den USA die Tatsache, daß der *break-up value* zahlreicher Unternehmungen über dem Börsenkurs lag, und initiierten feindliche Übernahmen, um anschließend die Unternehmungen zu zerschlagen und zu verkaufen; vgl. **Täubert** (1998:37); **Drill** (1995:30).

<sup>786</sup> vgl. **Drill** (1995:67)

<sup>787</sup> vgl. **Tiemann** (1997:23); **Lingenfelder / Walz** (1988:467)

<sup>788</sup> vgl. **Drill** (1995:67). Drill wendet allerdings ein, daß ein hohes Börsenkursniveau nur vor feindlichen Übernahmen schützt, wenn der potentielle Übernehmer aus rein finanziellen Gründen handelt. Spielen dagegen Synergieeffekte aus der Zusammenlegung beider Unternehmungen eine Rolle, so werden durchaus auch strategische Preise bezahlt, die über der Börsenkapitalisierung liegen können.



### **Beeinflussung der Aktionärsstruktur / Breite Aktienstreuung**

Ein weiteres Ziel der Investor Relations ist es, Einfluß auf die Zahl und Zusammensetzung des Aktionärskreises zu nehmen.<sup>789</sup> Da einzelne Investorengruppen bzw. Investorentypen u.U. bestimmte inhaltliche und / oder finanzielle Zielpräferenzen verfolgen, die von den Unternehmenszielen abweichen, erscheint es sinnvoll und förderlich, die Aktionärsstruktur nach Möglichkeit so zu beeinflussen, daß eine hohe Interessenkonformität zwischen Management und Investoren gewährleistet ist. Dabei gilt es insbesondere, die Anzahl und prozentuale Verteilung von institutionellen und individuellen Investoren intentionsgemäß und zweckgerichtet zu gestalten<sup>790</sup>.

So ist festzustellen, daß eine Erweiterung des Aktionärskreises eine höhere Bewertungsstabilität bewirkt und die Gefahr starker Kurseinbrüche vermindert.<sup>791</sup> Denn eine breite Streuung der Aktien im Publikum trägt dazu bei, daß die Abhängigkeit von kurzfristig disponierenden, spekulativ motivierten Anlegern reduziert wird. Ein plötzlicher Kapitalentzug aufgrund von Verkäufen größerer Aktienpakete durch institutionelle Anleger verursacht daher bei breiter Aktienstreuung weniger starke Kursbewegungen, da eine geringere Abhängigkeit von Großanlegern besteht.<sup>792</sup> In der Folge nimmt die Volatilität der Aktienkurse ab, was wiederum einen positiven Einfluß auf die Kapitalkosten hat. Link sieht in bezug auf eine erweiterte Investorenbasis insbesondere den stabilisierenden Effekt. „Je breiter die Aktien gestreut sind und je geringer das Verhalten der Aktionäre positiv korreliert ist, desto weniger ist die Entwicklung des Aktienkurses c.p. von primär aktionärsstrukturbedingten Einflüssen auf den Kurs abhängig.“<sup>793</sup>

Gleichzeitig dient die Steuerung der Zusammensetzung der Aktionärsstruktur auch dazu, die Entscheidungsfreiheit und den Handlungsspielraum des Managements weitestgehend zu sichern.<sup>794</sup> Denn bei einer Kumulation zu vieler Unternehmensanteile in den Händen weniger institutioneller Investoren besteht beispielsweise die Gefahr, daß ein feindliches Übernahmeangebot schnell zum Erfolg führt, wenn es dem Aufkäufer / Bieter gelingt, die Zustimmung einiger Großaktionären zu erhalten.<sup>795</sup> Dadurch wäre eine unmittelbare Einflußnahme auf das Management nicht auszuschließen, die bestehenden Machtverhältnisse könnten sich zu Ungunsten der bisherigen Unternehmensleitung verkehren.<sup>796</sup> Anhand einer Aktionärsstrukturerhebung kann eine Bestandsaufnahme und Evaluation der tatsächlichen Aktionärs-

<sup>789</sup> vgl. **Allendorf** (1996:44); **Link** (1991:138); **Walz** (1987:21); **Süchting** (1986:654); **Goldmann** (1982:26ff); **Hartmann** (1968:121)

<sup>790</sup> vgl. **Täubert** (1998:38)

<sup>791</sup> vgl. **Tiemann** (1997:20); **Drill** (1995:59)

<sup>792</sup> vgl. **Tiemann** (1997:20); **Becker** (1994:301)

<sup>793</sup> **Link** (1991:138)

<sup>794</sup> vgl. **Lingenfelder / Walz** (1988:468)

<sup>795</sup> vgl. **Täubert** (1998:38)

<sup>796</sup> vgl. **Tiemann** (1997:20); **Drill** (1995:59)

struktur erfolgen sowie die Abweichung von der angestrebten Zielstruktur bestimmt werden.

#### 4.1.2.2. Kommunikationsziele

Eine wertorientierte Investor Relations-Politik ist darauf ausgerichtet, all jene Informationsasymmetrien und Unsicherheiten im Kapitalmarkt abzubauen, die einen nachteiligen Einfluß auf die Börsenbewertungshöhe haben. Dazu ist eine rechtzeitige und effiziente Versorgung der Investorenöffentlichkeit (Financial Community) mit dem quantitativen und qualitativen Optimum an bedürfnisgerechten Informationen notwendig.<sup>797</sup> Täubert bezeichnet dies als „optimale teilöffentlichkeitsorientierte Kommunikationspolitik“<sup>798</sup>. Durch die Herstellung einer größtmöglichen informatorischen Transparenz nivellieren Investor Relations das Informationsungleichgewicht im Markt und unterstützen somit die Erreichung des unternehmerischen Oberziels, der Steigerung des Shareholder Value.

Problematisch bei der Einordnung kommunikationspolitischer Ziele in eine Zielhierarchie ist die Schwierigkeit, ihren Beitrag zur Zielerreichung genau zu quantifizieren.<sup>799</sup> Zwar können die Kosten für die Investor Relations-Aktivitäten relativ präzise festgestellt werden. Der generierte Nutzen läßt sich dagegen ungleich schwerer konkretisieren; eine Bewertung des Erfolgsbeitrags einzelner Investor Relations-Maßnahmen ist nicht eindeutig leistbar.<sup>800</sup> Primärer Grund sind die multifaktoriellen Wirkungszusammenhänge, die den Aktienkurs determinieren.<sup>801</sup> Da mehrere unternehmensexterne und -interne Bestimmungsfaktoren für die Börsenbewertung existieren, ist der konkrete Beitrag der Investor Relations zum höchsten, langfristig haltbaren Börsenkurs kaum zu isolieren.<sup>802</sup>

Die Verfolgung kommunikationspolitischer Ziele ist insbesondere darauf ausgerichtet, Entscheidungsprozesse und Verhaltensweisen, wie beispielsweise den Kauf oder Verkauf von Aktien, bei relevanten Zielgruppen zu beeinflussen und intentionsgemäß zu verändern.

---

<sup>797</sup> vgl. **Täubert** (1998:30); **Zemelka** (1997:19)

<sup>798</sup> **Täubert** (1998:30)

<sup>799</sup> Diese Feststellung gilt grundsätzlich für alle Investor Relations-Ziele, jedoch in besonderem Maße für die kommunikationspolitischen Ziele, da diese häufig noch schwerer zu operationalisieren sind.

<sup>800</sup> vgl. **Täubert** (1998:31); **Tiemann** (1997:17)

<sup>801</sup> **Tiemann** (1997:17f) führt vor allem die Ertragskraft der Unternehmung als kursbeeinflussenden Faktor an. Der Börsenkurs wird in der Regel nicht aufgrund einer objektiven Unternehmensbewertung festgesetzt, sondern die Marktmechanismen (Angebot und Nachfrage) spielen eine bedeutende Rolle. Diese wiederum werden u.a. von Börsentips und -gerüchten, allgemeinen politischen Ereignissen, Währungs-, Kredit- und Konjunkturpolitik, steuerlichen Vorschriften, Publizitätsvorschriften, situativen Kurstendenzen des Gesamtmarktes, etc. beeinflußt.

<sup>802</sup> vgl. **Tiemann** (1997:18); **Süchting** (1986:654)

## Steigerung des Bekanntheitsgrades

Kapitalmarkttransaktionen sind in hohem Maße abhängig von der öffentlichen Resonanz, die sie in breiten Anlegerkreisen erzeugen können.<sup>803</sup> Das gilt insbesondere für Neuemissionen und Kapitalerhöhungen. Daher ist die Bekanntheit einer Unternehmung eine notwendige Vorbedingung für das Eingehen einer Kapitalüberlassungsbeziehung. Denn es ist einsichtig, daß ein rationaler Anleger nicht bereit ist, sein Kapital in eine Unternehmung zu investieren, die ihm gänzlich unbekannt ist.<sup>804</sup>

Mit der Steigerung des Bekanntheitsgrades der Aktie und der durch sie repräsentierten Unternehmung mittels kommunikativer Maßnahmen kann das Interesse neuer Investorengruppen geweckt werden.<sup>805</sup> Dabei geht es nicht allein um eine verstärkte mediale Penetration des Unternehmensnamens, sondern vielmehr um die differenzierte Darstellung des Leistungsspektrums und des Ertragspotentials der Gesellschaft, was letztlich auf eine Positionierung als attraktives Investmentobjekt hinzielt.

Das Ziel der Steigerung des Bekanntheitsgrades ist daher als nahezu deckungsgleich mit Ziel der allgemeinen Interessesteigerung innerhalb der Financial Community zu betrachten.<sup>806</sup> Ein gestiegener Bekanntheitsgrad erleichtert die Plazierung von (jungen) Aktien und trägt zu einem erhöhten Agio bei.<sup>807</sup>

Daneben lassen sich Ausstrahlungseffekte einer aktiven und aufmerksamkeitsstarken Kapitalmarktkommunikation auch auf den Beschaffungs- und insbesondere den Absatzmärkten nutzen.<sup>808</sup> Aufgrund der partiellen Identität der Agierenden kann ein erhöhter Bekanntheitsgrad ein zusätzliches Nachfragepotential nach den Leistungen der Unternehmung erschließen.<sup>809</sup>

Vor allem für Unternehmungen, die (Konsum-)Güter für den Endverbraucher herstellen, ist die Steigerung des Bekanntheitsgrades weniger dringlich, weil sie in der Regel bereits einen Namen haben und bekannt sind. Daher ist es zielführend, den umgekehrten Weg zu versuchen und das positive (Produkt-)Image auf den Finanzmarkt zu transferieren.<sup>810</sup> Insbesondere bei unbekanntem und konsumfernen Dienstleistungsunternehmen bzw. Investitionsgüterherstellern besteht besonderer Handlungsbedarf im Bereich der Investor Relations, um den Bekanntheitsgrad kursfördernd zu steigern. Analysen der Boston Consulting Group zeigen, daß Unternehmungen mit einem höheren Bekanntheitsgrad eine Kursprämie von 10-15 Prozent

---

<sup>803</sup> vgl. **Becker** (1994:301)

<sup>804</sup> vgl. **Täubert** (1998:29)

<sup>805</sup> vgl. **Allendorf** (1996:44)

<sup>806</sup> vgl. **Schulz** (1999:98)

<sup>807</sup> vgl. **Tiemann** (1997:23f); **Becker** (1994:301)

<sup>808</sup> vgl. **Walz** (1987:21); **Goldman** (1982:28ff); **Hartmann** (1968:113ff)

<sup>809</sup> vgl. **Tiemann** (1997:23); **Link** (1991:140)

<sup>810</sup> vgl. **Täubert** (1998:29)

realisieren können.<sup>811</sup> Weniger bekannte Unternehmungen müssen einen Discount von vier Prozent hinnehmen.<sup>812</sup>

### Verbesserung des Images

Obwohl in der Literatur die wesentliche Funktion der Investor Relations in der Informationsverteilung und dem Abbau von Informationsasymmetrien gesehen wird,<sup>813</sup> spielt auch die kommunikative Beeinflussung des Unternehmensimages<sup>814</sup> eine wichtige Rolle. Denn im Rahmen einer komplexen Einflußstruktur wird der Börsenkurs, als Effektivitätsparameter der Investor Relations, auch durch das Image einer Unternehmung beeinflusst (Abb.24⇨).<sup>815</sup>

Zwar räumt Schmidt grundsätzlich eine (positive) Wirkung des Images auf den Kapitalmarkt ein.<sup>816</sup> Allerdings zeigt er in seiner Studie, daß sowohl das Image als auch der Börsenkurs primär von der Performance der Unternehmung abhängig sind und somit der Logik folgend eine Imageänderung nicht ursächlich für eine Verbesserung des Börsenkurses sein kann.<sup>817</sup> Dennoch konstatiert Schmidt eine begleitende Wirkung der Investor Relations im Hinblick auf den Börsenkurs einer Unternehmung.<sup>818</sup>

Mei-Pochtler betont dagegen, daß der Preis einer Aktie nicht nur von fundamentalen Faktoren (Unternehmensperformance), sondern auch zu einem erheblichen Anteil von subjektiven, nicht-fundamentalen Faktoren determiniert wird.<sup>819</sup> Investitionsent-

<sup>811</sup> vgl. **Mei-Pochtler** (2001:12). Als Prämie wird dabei definiert, wenn die Rendite einer Aktie oberhalb der Rendite des Marktes liegt.

<sup>812</sup> vgl. **Mei-Pochtler** (2001:22)

<sup>813</sup> vgl. **Allendorf** (1996:31)

<sup>814</sup> Zur theoretischen Fundierung des Imagebegriffs; vgl. **Kirchner** (2001:112ff); **Kückelhaus** (1998:325ff); **Täubert** (1998:43ff); **Derieth** (1995:98ff); **Schulz** (1992:33ff); **Nieschlag / Dichtl / Hörschgen** (1991:411ff). Als dieser Arbeit zugrunde liegend soll folgende Definition des Unternehmensimages angenommen werden: Das Unternehmensimage ist die Gesamtheit aller Einstellungen, Kenntnisse, Erfahrungen, Meinungen, Bewertungen, Auffassungen, Glaubenshaltungen und Gefühle, die ein Individuum mit einer Unternehmung verbindet. Ein Unternehmensimage enthält sowohl kognitive als auch emotionale Elemente; vgl. **Kirchner** (2001:112f). Primäre Funktion eines Images aus Sicht des Individuums ist die Reduktion von Komplexität, was zu einer erleichterten Bewertung von Entscheidungsalternativen und damit zu einer Erleichterung der Entscheidungsfindung führt. Das Image fungiert als Wissensersatz und ist daher als ein Mechanismus der sozialen Orientierung zu verstehen; vgl. **Schulz** (1992:37). Aus Sicht der Unternehmung übernimmt das Image eine Abgrenzungs- und Abhebungsfunktion im Wettbewerbsumfeld. Nur ein klar profiliertes und unverwechselbares Image ist ein Differenzierungskriterium, das im Rahmen der Positionierungsbestrebungen einer Unternehmung zielführend ist; vgl. **Täubert** (1998:49).

<sup>815</sup> vgl. **Schmidt** (1991:29f)

<sup>816</sup> vgl. **Schmidt** (1991:30)

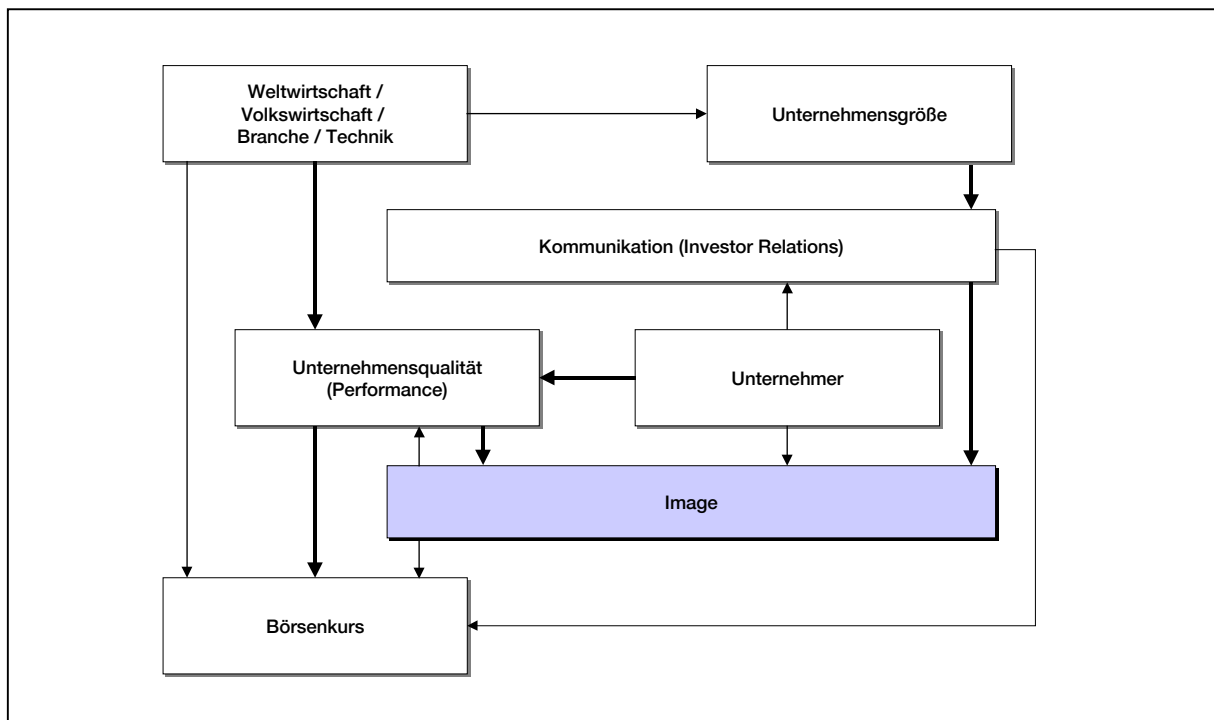
<sup>817</sup> vgl. **Schmidt** (1991:34f). Schmidt verweist darauf, daß bei einem Zusammenhang zwischen Performanceänderungen und Imageänderungen sowie zwischen Performanceänderungen und Börsenkursänderungen auch eine Korrelation zwischen Imageänderungen und Börsenkursänderungen zu erwarten ist. Allerdings ist dies nur ein Kennzeichen für den dominanten Einfluß der Unternehmensperformance auf Image und Börsenkurs; in dieser empirischen Untersuchung läßt sich kein Kausalitätsverhältnis zwischen den beiden Faktoren nachweisen.

<sup>818</sup> vgl. **Schmidt** (1991:35)

<sup>819</sup> vgl. **Mei-Pochtler** (2001:11)

scheidungen werden demnach auch von unterbewußten Gefühlen, Emotionen und nicht-finanziellen Informationen geleitet.<sup>820</sup>

#### Abbildung 24: Das Image im Rahmen einer komplexen Einflußstruktur



Quelle: leicht modifiziert nach Schmidt (1991:30)

Eine Studie der Boston Consulting Group hat ergeben, daß diese weichen Faktoren bis zu 40 Prozent der Investitionsentscheidung erklären.<sup>821</sup> An dieser Stelle wird der Beeinflussungsgrad evident, den ein positives Image als Werthebel auf den Aktienkurs haben kann. Neben der objektiven Differenzierung am Kapitalmarkt durch eine überdurchschnittliche Performance muß auch die subjektive Differenzierung u.a. durch ein positives Image gezielt durch das Management betrieben werden, um eine optimale Preisrealisierung, d.h. den höchsten, langfristig haltbaren Kurs, zu erreichen.<sup>822</sup> Mei-Pochtler geht im Zusammenhang mit der subjektiven Differenzierung zwar verstärkt auf die Kommunikation und die Markenbildung (Sharebranding) ein, während das Image nicht explizit thematisiert wird. Allerdings lassen sich Image, Marke und Reputation als synonyme Bezeichnungen desselben multidimensionalen

<sup>820</sup> vgl. **Mei-Pochtler** (2001:11)

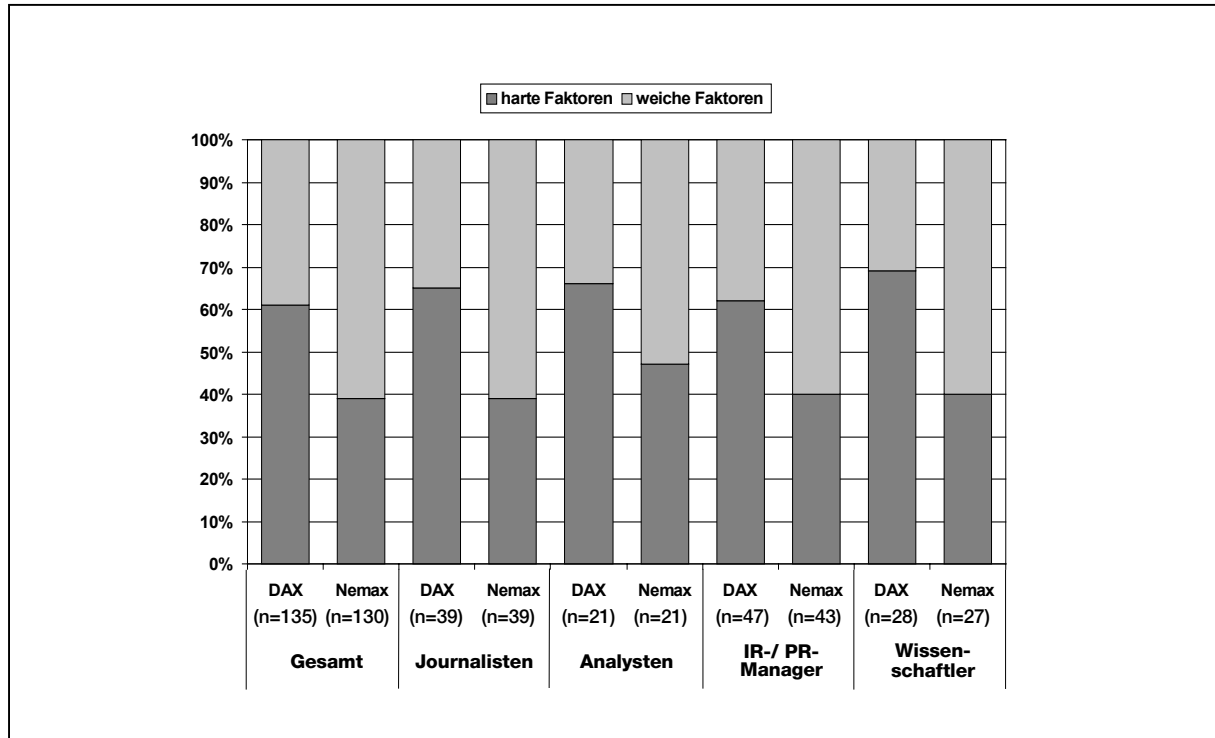
<sup>821</sup> vgl. **Mei-Pochtler** (2001:12). Allerdings wird aus den Ausführungen bei Mei-Pochtler nicht ersichtlich, welche Zielgruppen dieses emotional geprägte Verhalten aufweisen. Es bleibt also offen, ob beispielsweise lediglich wenig professionelle Kleinanleger ihr Urteil von nicht-fundamentalen Daten leiten lassen oder ob sich analytisch handelnde Kapitalmarktteilnehmer ebenfalls beeinflussen lassen.

<sup>822</sup> Die objektive Differenzierung am Markt bezeichnet eine Steigerung der Prämie (des Kurses) durch ein gezieltes Management der fundamentalen Unternehmensdaten. In der Regel werden damit die entscheidenden Werttreiber (Key Performance Indicators) angesprochen, die einen überragenden Einfluß auf den Gesamterfolg der Unternehmung haben. Analog definiert sich die subjektive Differenzierung als die Steigerung der Prämie durch ein Management der Non-Fundamentals, d.h. der weichen, nicht-fundamentalen Unternehmensdaten. Dabei wird primär auf die Schaffung eines kla-

Konstrukts verstehen, das sich aus kognitiven und emotionalen Elementen zusammensetzt.<sup>823</sup>

Rolke / Wolff kommen in einer Untersuchung ebenfalls zu dem Schluß, daß der Börsenkurs in erheblichem Maß von weichen Faktoren beeinflusst wird (Abb.25⇒).<sup>824</sup>

**Abbildung 25: Kursfaktoren bei DAX- und Nemax-Werten**



Quelle: Rolke / Wolff (2000:234)

Im DAX dominieren zwar die harten Faktoren zu über 60 Prozent den Wert einer Aktie. Im Neuen Markt ist dies allerdings nur zu 39 Prozent der Fall. Ausschlaggebende Relevanz für die Kursbildung in diesem Börsensegment haben zu 61 Prozent weiche Faktoren. Die Einschätzung der Werte der New Economy war zum Zeitpunkt der Untersuchung – auch bei den Analysten – geprägt von Phantasie und Erwartungen. Das Unternehmensimage beeinflusst die Beurteilung der Unternehmensperformance, d.h. die kapitalmarktseitige Einschätzung fundamentaler Sachinformationen, durch das zur Verfügung stellen faktendimensionierender, häufig emotional dominierter Informationen, die eine komplexitätsreduzierende Wirkung haben und den Bewertungsprozeß für den einzelnen Investor vereinfachen.<sup>825</sup> Vor diesem Hintergrund wird deutlich, daß das Unternehmensimage eine kursfördernde Wirkung entfaltet und die

ren Profils am (Kapital-)Markt abgezielt. Zentrale Stellgrößen bilden die Bereiche Führung, Kommunikation und Distribution; vgl. **Mei-Pochtler** (2001:19f).

<sup>823</sup> vgl. zur Vergleichbarkeit von Image, Marke und Reputation ausführlich **Kirchner** (2001:116ff). Täubert spricht vom Image als einem wertgeladenen, nicht gänzlich rational begründbaren Quasi-Urteil bzw. von einer Mischung aus Fakt und Fiktion; vgl. **Täubert** (1998:43).

<sup>824</sup> vgl. **Rolke / Wolff** (2000b:233ff). Zu den weichen Faktoren gehören in dieser Untersuchung z.B. Image, Reputation des Vorstandsvorsitzenden und die Unternehmensvision. Als harte Faktoren gelten Gewinn, Cash Flow, Kurs-Gewinn-Verhältnis und Dividendenrendite.

Börsenbewertungshöhe beeinflusst.<sup>826</sup> Die Erkenntnis, daß das Image einen wertschöpfenden Beitrag im Sinne der Werttransformation leistet, kann heute als gesichert angesehen werden.<sup>827</sup>

Darüber hinaus kann das Unternehmensimage als übergeordnete Stellgröße positive Effekte auf den Absatz- und Beschaffungsmarkt erzielen. Zielgerichtete Investor Relations ermöglichen daher eine Kombination originärer Finanzierungsinteressen – wie die Erhöhung des Aktienkurses – mit leistungswirtschaftlichen Zielen.<sup>828</sup>

Es ist daher eine zentrale Aufgabe der Investor Relations nicht nur instrumentell die externe Berichterstattung der Unternehmung abzuwickeln, sondern gleichzeitig einen Beitrag zur Stabilisierung bzw. zur Optimierung eines konsistenten, positiven Unternehmensimages zu leisten.

### Schaffung von Vertrauen

Der Aufbau einer langfristigen Vertrauensbeziehung zwischen der Unternehmung bzw. dem Management und der Investorenöffentlichkeit ist eine Grundvoraussetzung für die Erreichung fast aller Investor Relations-Zielsetzungen.<sup>829</sup> Da ein Aktieninvestment teilweise mit erheblicher Unsicherheit behaftet ist, erhöht ein hohes Vertrauen in die Kompetenz und Qualität der Unternehmensleitung die Bereitschaft zum Engagement in diesem spezifischen Titel, da insbesondere die Fähigkeiten des Managements – bei konstanten und für alle Marktteilnehmer ähnlichen exogenen Rahmenbedingungen – den unternehmerischen Erfolg bestimmen.<sup>830</sup>

Vertrauen ist bisher eine stark vernachlässigte Größe in Wirtschaftsbeziehungen, die allerdings mit zunehmender gesellschaftlicher Komplexität an Bedeutung gewinnt.<sup>831</sup>

Die Beurteilung und Einordnung von strategischen Entscheidungen und potentiellen Handlungsalternativen sowie die Bewertung einer Vielzahl komplexer Einzelinformationen erschweren die Unternehmensanalyse für den externen Kapitalmarktanleger. Daher ist es einfacher, bestimmte kognitive Bewertungsleistungen nicht selber zu erbringen, sondern der Unternehmung und ihren Aussagen zu vertrauen, obwohl Vertrauen als riskante Vorleistung immer die Gefahr in sich birgt, enttäuscht zu werden.<sup>832</sup> Ein Aspekt der Vertrauensbildung ist sicherlich die sachlich aufgearbeitete und weitgehend objektive Information bzw. Kommunikation über die aktuelle Ge-

---

<sup>825</sup> vgl. zum Informationsbeschaffungs- und -verarbeitungsverhalten sowie zur Wissensbestätigung **Bittner** (1996:75ff)

<sup>826</sup> vgl. auch **Foster** (1991:135ff,140). Foster weist in seiner „*winning edge*-Studie“ nach, daß ein immaterielles „Gewinner“-Image materieller Vorteile im Kapitalmarkt, im Marketing, bei Joint-Ventures, bei der Auswahl von Standorten und Mitarbeitern bringt. Dabei gaben „Gewinner“-Unternehmen deutlich mehr Geld für Unternehmenswerbung aus als „Nicht-Gewinner“-Unternehmen.

<sup>827</sup> vgl. **Rolke** (2000c:45)

<sup>828</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:153); **Drill** (1995:71)

<sup>829</sup> vgl. **Tiemann** (1997:19)

<sup>830</sup> vgl. **Tiemann** (1997:19); **Drill** (1995:59)

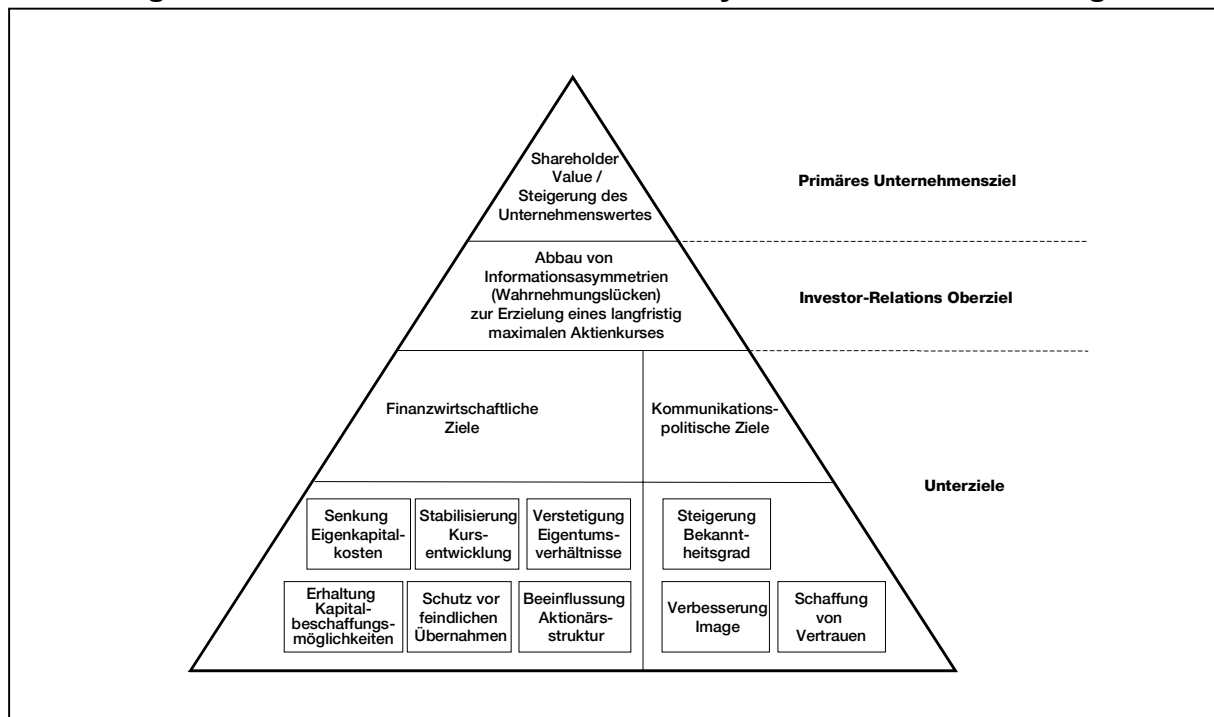
<sup>831</sup> vgl. **Krystek / Müller** (1993:1786)

<sup>832</sup> vgl. **Täubert** (1998:33); **Krystek / Müller** (1993:1786)

schäftsentwicklung.<sup>833</sup> Mindestens ebenso wichtig ist allerdings die Frage, wie oft eine erzeugte Erwartungshaltung später tatsächlich erfüllt wurde.<sup>834</sup> Denn Vertrauen kann nicht vom Unternehmen kommuniziert werden, sondern es muß indirekt durch konsistentes Verhalten und eine konstante Projektion der Unternehmensidentität transportiert werden.<sup>835</sup> Vertrauen ist das Maß der Akzeptanz, das die Financial Community dem Handeln der Unternehmung in der Vergangenheit entgegengebracht hat und auch zukünftig entgegenzubringen bereit ist. Nur Informationen, die als vertrauenswürdig eingestuft werden, fließen als Bewertungsfaktoren in den Aktienkurs ein.<sup>836</sup> Die Schaffung von Vertrauen bei potentiellen und aktuellen Kapitalgebern genießt daher eine hohe Priorität in der Investor Relations-Arbeit.

Der Aufbau eines Zielsystems, das die Bedeutung der Kapitalmarktkommunikation für die Gesamtzielerreichung der Unternehmung hervorhebt, wird nachfolgend veranschaulicht (Abb.26⇒).

**Abbildung 26: Investor Relations-Ziele im Zielsystem der Unternehmung**



Quelle: In Anlehnung an Achleitner / Bassen (2001c:8) und Täubert (1998:42)

Resümierend ist den obigen Ausführungen zu entnehmen, daß finanzwirtschaftliche und kommunikationspolitische Ziele der Investor Relations zueinander in Wechselwirkung stehen und mittelbar oder unmittelbar die Erreichung des primären Unternehmensziels beeinflussen.<sup>837</sup> Somit unterstützt bzw. forciert die Implementierung eines Investor Relations-Konzepts als Teil des Shareholder Value-Managements den

<sup>833</sup> vgl. **Diehl / Loistl / Rehkugler** (1998:19)

<sup>834</sup> vgl. **Täubert** (1998:33)

<sup>835</sup> vgl. **Kirchner** (1999:120)

<sup>836</sup> vgl. **Allendorf** (1996:45)

<sup>837</sup> vgl. **Achleitner / Bassen** (2001c:8); **Täubert** (1998:42)



Erfolg einer wertorientierten Unternehmensführung. Denn durch den kommunikationsbasierten Abbau der bestehenden Informationsasymmetrie, von der zumindest auf dem deutschen Kapitalmarkt auszugehen ist,<sup>838</sup> kann eine adäquate Börsenbewertung der Unternehmung realisiert werden.<sup>839</sup>

## 4.2. Zielgruppen der Investor Relations

Neben den Zielen der Investor Relations-Arbeit sind die anzusprechenden Zielgruppen ein wichtiger Parameter in der Planung des Kommunikationsprozesses mit dem Kapitalmarkt. Um eine gezielte Finanzkommunikation bewerkstelligen zu können, die sich in der Regel an einen äußerst heterogenen Adressatenkreis richtet,<sup>840</sup> ist eine Identifikation und Abgrenzung der relevanten Zielgruppen notwendig.<sup>841</sup> Kategorisierungsmerkmal einer Zielgruppe ist die homogene Interessenlage innerhalb einer singulären Gruppe. „Die primäre Bedeutung einer Zielgruppensegmentierung liegt darin begründet, daß gruppenspezifische Verhaltensmuster und Informationsbedürfnisse erwartet werden [...]“<sup>842</sup> Das Zielgruppenkonzept dient als Basis, um mittels einer Clusterung der Aktionäre nach spezifischen Kriterien<sup>843</sup> eine zielgruppenadäquate und effiziente Orchestrierung von Investor Relations-Instrumenten zu gewährleisten.

Generell wird die Finanzöffentlichkeit in zwei Zielgruppen unterteilt: Investoren und Multiplikatoren.<sup>844</sup> Link unterscheidet dabei verschiedene Kommunikationsstufen.<sup>845</sup> Zum einen kann die Unternehmung unmittelbar mit den Investoren als primärer Zielgruppe der Finanzkommunikation interagieren. Man spricht in diesem Zusammenhang von einstufiger Kommunikation. Zum anderen kann die Ansprache der Investo-

<sup>838</sup> vgl. exemplarisch **Täubert** (1998:42)

<sup>839</sup> vgl. **Achleitner / Bassen** (2001c:9); **Schulz** (1999:59f); **Tiemann** (1997:156)

<sup>840</sup> vgl. **Drill** (1995:110)

<sup>841</sup> vgl. **Siersleben** (1999:184). Der Terminus Zielgruppe wird im Schrifttum nicht eindeutig verwendet, was sich in unterschiedlichen Begriffszuweisungen manifestiert. **Täubert** (1998:55) verweist im Zusammenhang mit dem Begriff Zielgruppe auf ebenfalls verwendete Begrifflichkeiten wie Marktsegmente, Teilzielgruppen, Teilöffentlichkeiten, Dialoggruppen, Zielöffentlichkeiten, Kommunikationsarenen, Subsysteme und Medienöffentlichkeiten. Hervorzuheben sind der Begriff Teilöffentlichkeit, der hauptsächlich im Bereich der Public Relations genutzt wird, und der Begriff Zielgruppe, der im Marketing Anwendung findet; vgl. **Avenarius** (1995:179); **Signitzer** (1988:101). Die Teilöffentlichkeit wird über die Kategorien Themen, Kommunikationsverhalten, Problembewußtsein, etc. definiert, während die Zielgruppe primär über die Nachfrage nach einer Dienstleistung oder einem Produkt konzipiert wird; vgl. **Täubert** (1998:57). Für die Investor Relations scheint der Begriff Zielgruppe zutreffender zu sein, da die Aktionäre trotz gestiegenem *shareholder activism* von individuellen Präferenzen und Entscheidungen geprägt agieren und weiterhin einen eher geringen Organisations- bzw. Aktivierungsgrad aufweisen; vgl. dazu auch **Grunig / Hunt** (1984:143ff).

<sup>842</sup> **Siersleben** (1999:184)

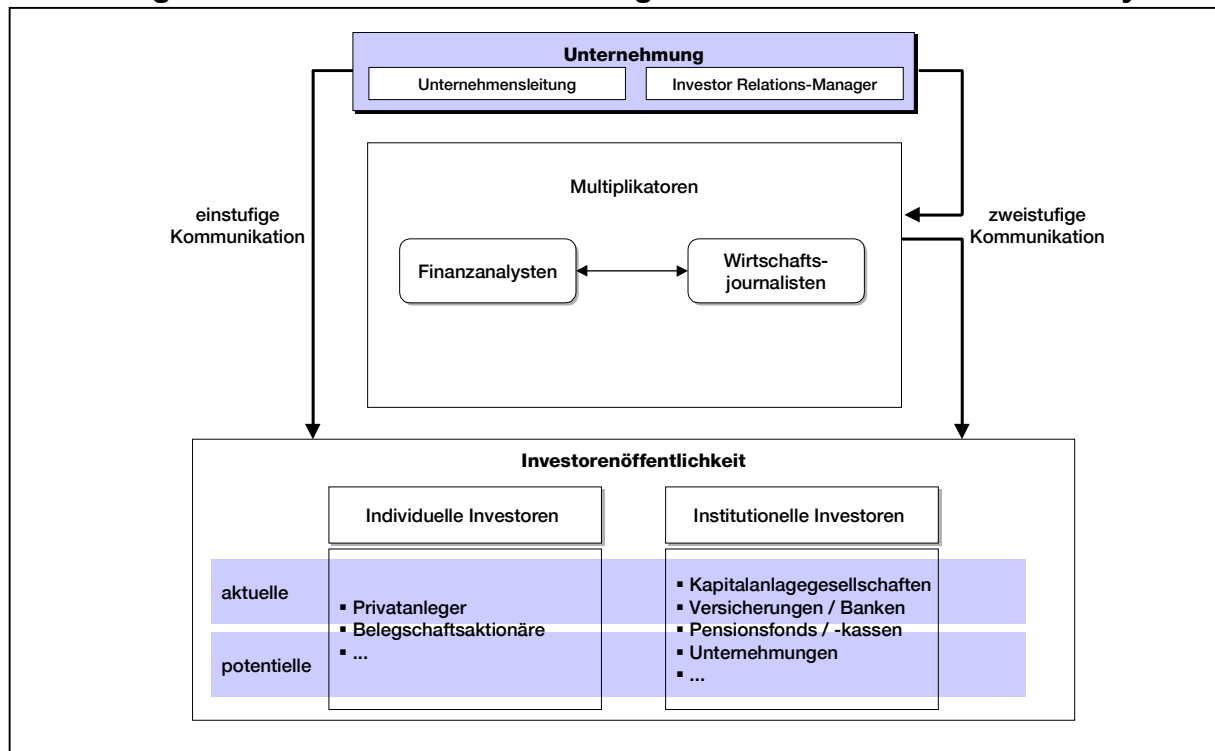
<sup>843</sup> vgl. **Siersleben** (1999:187ff), die sozio-ökonomische, emotionale und Determinanten des sozialen Umfelds anführt. **Lindner** (1999:207) verweist dagegen insbesondere auf den spezifischen Informationsbedarf als Segmentierungskriterium. In diesem Zusammenhang zu beachten ist der Gleichheitsgrundsatz, der eine selektive Offenlegung von kursrelevanten (Insider-)Informationen verbietet (§15 WpHG zur Ad-hoc-Berichterstattung). Eine nach Zielgruppen differenzierte Informationspolitik darf keine Durchbrechung des Grundsatzes der Gleichbehandlung aller Aktionäre bedeuten; vgl. **Düsterlho** (2000:79).

<sup>844</sup> vgl. hierzu stellvertretend **Link** (1991:316)

<sup>845</sup> vgl. **Link** (1994:364)

ren auch über die professionellen Informationsmittler, d.h. die Multiplikatoren der Finanzkommunikation, erfolgen. In diesem Fall einer indirekten Ansprache über zwischengeschaltete Institutionen wird die Zielgruppe über einen zwei- oder mehrstufigen Kommunikationsprozeß erreicht (Abb.27⇨).

**Abbildung 27: Kommunikationsbeziehungen mit der Financial Community**



Quelle: modifiziert nach Drill (1995:110)

Im folgenden wird eine Differenzierung der Kategorien „Investoren“ und „Multiplikatoren“ vorgenommen, wobei der Schwerpunkt auf der mehrstufigen Kommunikation mit Multiplikatoren<sup>846</sup> liegen wird, die aufgrund ihrer professionellen Informationsverarbeitung und -vermittlung eine erhebliche Bedeutung im Rahmen einer funktionierenden Kapitalmarktkommunikation haben.<sup>847</sup>

Denn ein Großteil der Aktionäre kann lediglich über Informationsintermediäre bzw. Meinungsführer<sup>848</sup> angesprochen werden. Dies gilt insbesondere für die individuellen

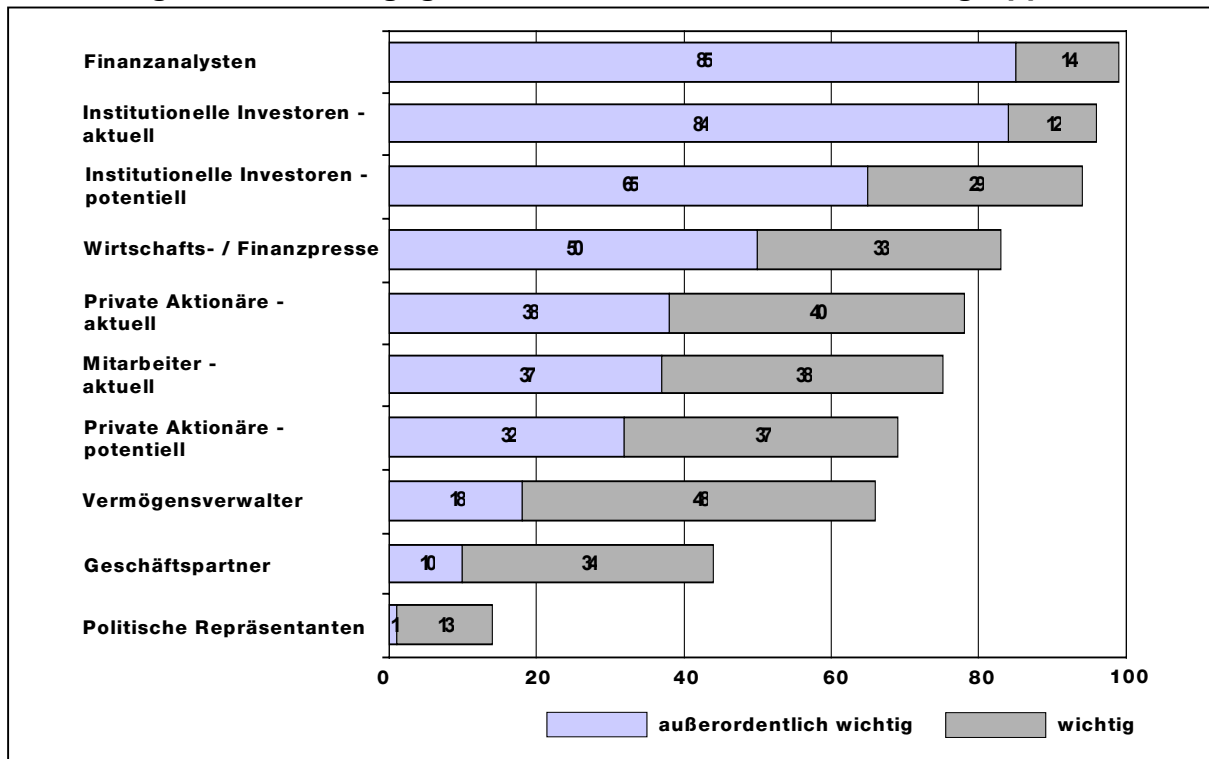
<sup>846</sup> Die Funktion der Multiplikatoren liegt grundsätzlich in der Sammlung, Aufbereitung, Beurteilung / Bewertung und Weitergabe der von der Unternehmung veröffentlichten Informationen. Multiplikatoren dienen also nicht nur der reinen Informationsvermittlung, sondern auch der öffentlichen Meinungsbildung; vgl. **Link** (1991:77); **Lingenfelder / Walz** (1988:468). Neben den in Abb.27 genannten (nationalen und internationalen) Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten werden im Schrifttum zudem Broker, Interessenvertretungen / Schutzvereinigungen für Kleinaktionäre sowie Rating-Agenturen und insbesondere Anlageberater der Banken als Meinungsbildner und Multiplikatoren genannt; vgl. **Lindner** (1999:212); **Siersleben** (1999:200f); **Krystek / Müller** (1993:1787); **Paul** (1993:142). Letztgenannte werden allerdings aufgrund ihrer nachgeordneten Relevanz nicht näher behandelt.

<sup>847</sup> vgl. **Drill** (1995:113)

<sup>848</sup> In bezug auf die Investor Relations soll der Definition von **Maletzke** (1976:97) gefolgt werden, die vor allem auf die Sachkompetenz der Opinion Leader abhebt: „Als Meinungsführer (Opinion Leader) bezeichnet man eine Person, die in direkter Kommunikation die Meinungen und Attitüden und manchmal auch das Verhalten anderer Menschen besonders stark beeinflusst.“ Diese Begriffsbe-

Aktionäre bzw. Privatanleger, die der Unternehmung in der Regel weitestgehend unbekannt sind, so daß der Informationsfluß notwendigerweise über Multiplikatoren erfolgen muß.<sup>849</sup>

**Abbildung 28: Bedeutungsgewicht von Investor Relations-Zielgruppen 2001**



Quelle: IRES (2001:17)<sup>850</sup>

Aber auch die institutionellen Investoren treffen ihre Anlageentscheidungen in jüngster Zeit verstärkt auf Grundlage von Informationen, die durch Finanzintermediäre – insbesondere durch das Inhouse Research – aufbereitet wurden. Sogenannte Buy-Side-Analysten<sup>851</sup> entscheiden gemeinsam mit den Portfoliomanagern über den Kauf bzw. Verkauf von Aktien.<sup>852</sup> Auch Link dokumentiert den starken Einfluß von Buy-Side-Analysten auf die Informationsverarbeitung und Entscheidungsfindung im Buying Center institutioneller Anleger.<sup>853</sup>

Diese theoretischen Ausführungen über das Bedeutungsgewicht von Multiplikatoren werden durch empirische Untersuchungen gestützt, die zeigen, daß Investor Rela-

stimmung ist noch zu erweitern, da sich Meinungsführer häufig durch eine hohe Kommunikabilität und ein gesteigertes Interesse bzw. eine Sachkompetenz bezüglich eines bestimmten Themas auszeichnen.

<sup>849</sup> vgl. Täubert (1998: 84)

<sup>850</sup> Die Studie basiert auf Telefoninterviews mit 134 Investor Relations-Verantwortlichen, die für börsennotierte Aktiengesellschaften tätig sind; vgl. IRES (2001:7).

<sup>851</sup> vgl. Kap. 4.2.3.

<sup>852</sup> vgl. Nix (2000b:39)

<sup>853</sup> vgl. Link (1993:108). Institutionelle Investoren treffen ihre Entscheidungen multipersonal gemeinsam mit einem Buying Center, das beratende Funktion hat. Aufgrund des bestehenden hohen Erfolgsdrucks kommen dort zunehmend versierte (Research-)Spezialisten zum Einsatz, die u.a. mittels fundamentaler bzw. technischer Analyse Unternehmungen mit überdurchschnittlichen Wachstums- und Ertragschancen identifizieren können und Investitionsentscheidungen vorbereiten.

tions-Verantwortliche börsennotierter Aktiengesellschaften Finanzanalysten, institutionelle Investoren (und damit wie gezeigt Buy-Side-Analysten) sowie Wirtschaftsjournalisten als wichtigste Zielgruppen ansehen (Abb.28⇐). Ebenso wie die IRES-Studie kommen auch Hinz / Schmeisser in einer Erhebung zum Ergebnis, daß von den befragten Neuer Markt-Unternehmungen institutionelle Anleger (98,5 Prozent) vor den Finanzanalysten (93,8 Prozent) und den Vertretern der Wirtschaftsmedien (90,8 Prozent) als wichtigste Zielgruppe der Kommunikationsmaßnahmen angesehen werden.<sup>854</sup>

#### 4.2.1. Individuelle Investoren / Private Anleger

Als private Anleger werden individuelle Investoren bezeichnet, die auf eigenen Namen Aktien kaufen bzw. verkaufen.<sup>855</sup> Dabei handeln sie mit einer Gewinnerzielungsabsicht, d.h. sie erwarten vom Emittenten die Ausschüttung von zufriedenstellenden Dividenden und eine positive Aktienkursentwicklung (Rentabilitätsziel).<sup>856</sup> Häufig ist das Motiv für das Aktienengagement vieler Privathaushalte die Absicherung des künftigen Lebensstandards und die Schließung potentiell auftretender Einkommenslücken.<sup>857</sup>

Die Zielgruppe der privaten Anleger ist zahlenmäßig sehr groß und heterogen.<sup>858</sup> Darüber hinaus verbleiben die zahlreichen privaten Aktionäre für die Unternehmung in der Anonymität, da in der Bundesrepublik die Inhaberaktie<sup>859</sup> vorherrschend ist. Für Aktiengesellschaften ist es daher ausgesprochen arbeits-, zeit- und kostenintensiv, individuelle Investoren direkt zu adressieren.<sup>860</sup> Im Normalfall lohnt sich eine direkte Ansprache gar nicht, da zumeist das Anlagevolumen pro Privatanleger sehr gering ist und sich der Aufwand unter Kostengesichtspunkten nicht rechtfertigen läßt.<sup>861</sup>

Dennoch bilden die privaten Anleger insbesondere in Zeiten volatiler Aktienmärkte eine attraktive Zielgruppe, da sie häufig langfristig orientiert sind und nicht unter dem starken Performancedruck der institutionellen Investoren stehen.<sup>862</sup> Loyale Privatanleger verringern tendenziell Aktienkursschwankungen, weil sie ihre Portfolios weniger

<sup>854</sup> vgl. **Hinz / Schmeisser** (2001:127). Einschränkend ist zu erwähnen, daß diese Priorisierung sich auf Kommunikationsmaßnahmen im Rahmen eines IPO bezieht.

<sup>855</sup> vgl. **Lindner** (1999:208)

<sup>856</sup> vgl. **Täubert** (1998:72). Täubert führt darüber hinaus auch die schnelle Liquidisierbarkeit der Anlageform, die Steuerersparnis, den Inflationsschutz und die Teilnahme am Wirtschaftswachstum als Anlagemotiv an.

<sup>857</sup> vgl. **Lindner** (1999:209); **Täubert** (1998:71)

<sup>858</sup> vgl. **Allendorf** (1996:48)

<sup>859</sup> Inhaberaktien sind auf den Inhaber und nicht auf den Namen lautende Aktien. Diese Form ermöglicht eine schnelle und formlose Übertragung (Einigung und Übergabe).

<sup>860</sup> vgl. **Nix** (2000:41); **Täubert** (1998:70); **Tiemann** (1997:63)

<sup>861</sup> vgl. **Drill** (1995:111). Mit der zunehmenden Etablierung des Internets ist allerdings eine Möglichkeit entstanden, zumindest ansatzweise eine unmittelbare Kommunikation mit privaten Investoren zu ermöglichen; vgl. exemplarisch **Piwinger** (2000:337ff); **Helm** (1998:103ff); **Deller / Stubenrath / Weber** (1997:1577ff). Zu den Vorteilen von Namensaktien; vgl. **Harrer / Mölling** (2001:381ff)

<sup>862</sup> vgl. **Nix** (2000b:42); **Täubert** (1998:71); **Tiemann** (1997:64); **Krystek / Müller** (1993:1787f)

stark umschichten. In Krisensituationen bewirkt die geringe Verkaufsneigung von privaten Anlegern eine Abschwächung des Kursverfalls.<sup>863</sup> Außerdem kommen sie der Unternehmung im Hinblick auf eine ausgewogene Anlegerstruktur (breite Streuung der Aktien) entgegen.<sup>864</sup> Paul unterscheidet drei Kategorien von individuellen Investoren, deren Verhaltensweisen allerdings nicht immer überschneidungsfrei zu trennen sind:<sup>865</sup>

1. Langfristige Anleger, die entweder an Dividendenausschüttungen als Einkommenszahlungen oder an kontinuierlicher Vermögensvermehrung durch Kurssteigerungen interessiert sind.
2. Kurzfristig dividendenorientierte Anleger, die die unmittelbar vor der Hauptversammlung gekauften Aktien nach Kursabschlagsausgleich wieder verkaufen.
3. „Profit taker“, die in Erwartung positiver Unternehmensnachrichten Aktien kaufen und auf kurzfristig realisierbare Kursgewinne spekulieren.

Ein zu berücksichtigendes Kriterium bei der Kommunikation mit privaten Anlegern ist die Tatsache, daß ihre Möglichkeiten zur Informationsverarbeitung und -bewertung nicht denen der professionellen Kapitalmarktteilnehmer entspricht.<sup>866</sup> Individuelle Investoren können vielfach nicht auf ein umfangreiches Research zurückgreifen.<sup>867</sup> Die Entscheidungsfindung individueller Investoren geschieht daher zum großen Teil auf einer reduzierten Informationsbasis und wird zudem nicht allein von rationalen, sondern sehr oft auch von emotionalen Gründen geprägt.<sup>868</sup> Individuelle Investoren zeigen daher ein schwer steuer- bzw. einschätzbares Anlegerverhalten.<sup>869</sup>

Das Erkenntnisinteresse dieser Arbeit ist auf die Präzisierung der Aussagen über zukünftige Erträge bzw. zu generierende Zahlungsströme ausgerichtet, d.h. auf eine Effektivitätssteigerung der Kommunikation bzw. der Kommunikationsinhalte. Die Steigerung der kommunikativen Effizienz steht nicht im Vordergrund. Daher wird nachfolgend primär auf professionelle Kapitalmarktteilnehmer eingegangen, die die Kompetenz und das Know-how besitzen, Informationen in ihrer Tragweite und Relevanz korrekt einzuordnen.

#### 4.2.2. Institutionelle Investoren

Bei institutionellen Investoren handelt es sich zumeist um Kapitalanlagegesellschaften, Pensionsfonds / -kassen, Versicherungen und Banken, deren Vermögen von professionellen Portfoliomanagern verwaltet wird.<sup>870</sup> Diese Form der treuhänderischen Drittverwaltung von Vermögen durch institutionelle Investoren – kurz Institutio-

<sup>863</sup> vgl. **Günther / Otterbein** (1996:400); **Bruns** (1993:191); **Foster** (1991:136f)

<sup>864</sup> vgl. **Paul** (1991:934)

<sup>865</sup> vgl. **Paul** (1991:935f)

<sup>866</sup> vgl. **Nix** (2000b:43)

<sup>867</sup> vgl. **Tiemann** (1997:63)

<sup>868</sup> vgl. **Tiemann** (1997:63)

<sup>869</sup> vgl. **Schulz** (1999:150); **Link** (1991:83ff)

nelle – ist aufgrund der zunehmenden Komplexität der Angebots- und Nachfragestrukturen auf dem deutschen Kapitalmarkt insbesondere für private Anleger vorteilhaft, die häufig nicht über einen umfänglichen Marktüberblick und ausreichende Analysefähigkeiten verfügen, so daß sie mit der sachgerechten Bewertung der zahlreichen disponiblen Informationen überfordert sind.<sup>871</sup> Den institutionellen Investoren wird dagegen eine hohe Professionalität im rendite- und risikoorientierten Management großer Vermögen attribuiert.<sup>872</sup>

Aufgrund der erheblichen Anlagevolumina<sup>873</sup> dominieren institutionelle Investoren das Marktgeschehen, da massive Käufe oder Verkäufe die Kursentwicklung einzelner Werte – insbesondere bei Titeln mit einem engen Markt – maßgeblich bestimmen können.

Vor diesem Hintergrund besitzen Institutionelle auch einen erheblichen Einfluß auf die Geschäftsführung fokaler Unternehmungen. Diese Machtposition ist in jüngster Vergangenheit im Rahmen eines verstärkten *shareholder activism* genutzt worden. Da börsennotierte Unternehmungen grundsätzlich an einer stabilen Kursentwicklung interessiert sind, ist es für sie sinnvoll, die Erwartungen der Institutionellen kennenzulernen und diese nach Möglichkeit bei Unternehmensentscheidungen zu berücksichtigen.<sup>874</sup> Möglicherweise wird die Unternehmung bei größeren Transaktionen seitens der institutionellen Investoren bereits im Vorfeld informiert und damit in die Lage versetzt, noch rechtzeitig kurspflegende Maßnahmen zu ergreifen.

Die Internationalisierung und Diversifizierung der Vermögensverwaltung hat eine Vielzahl unterschiedlicher Anlagemöglichkeiten (Spezial- und Publikumsfonds) entstehen lassen, so daß die Portfoliomanager aufgrund der verschärften Wettbewerbssituation einem starken Performancedruck unterliegen.<sup>875</sup> Das hat zur Folge, daß institutionelle Investoren hohe qualitative und quantitative Ansprüche an die Finanzpublizität stellen. Insbesondere wird Wert auf die persönliche Kommunikation mit dem Top-Management gelegt, um auf diese Weise eine optimale Informationsversorgung sicherzustellen.<sup>876</sup> Aufgrund dieser beiderseitigen Interessenverflechtung wird ein enger und direkter Kontakt zwischen institutionellen Investoren und der Unternehmung immer wichtiger, um zeitnah relevante Unternehmensinformationen zu

---

<sup>870</sup> vgl. **Lindner** (1999:209)

<sup>871</sup> vgl. **Allendorf** (1996:55f); **Diehl** (1993:177)

<sup>872</sup> vgl. **Allendorf** (1996:56)

<sup>873</sup> vgl. **Krystek / Müller** (1993:1787); **Paul** (1993:142). Insbesondere zwei Entwicklungen führen zum Bedeutungszuwachs der institutionellen Investoren: 1. Die Zunahme des privaten Geldvermögens. Erstmals seit Jahrzehnten kann eine Generation das von ihr erwirtschaftete Vermögen vollständig an die nächste Generation weitergeben. 2. Das strapazierte Sozialversicherungssystem der Bundesrepublik, das eine private Altersvorsorge an Bedeutung gewinnen läßt; vgl. **Allendorf** (1996:55); und ergänzend **Gress** (2000:62).

<sup>874</sup> vgl. **Täubert** (1998:81); **Drill** (1995:112)

<sup>875</sup> vgl. **Nix** (2000b:39); **Lindner** (1999:209); **Schulz** (1999:149)

<sup>876</sup> vgl. **Drill** (1995:112)

transportieren und eine intentionsgemäße Einordnung der Fakten in den Gesamtzusammenhang zu forcieren.<sup>877</sup>

Bei institutionellen Investoren beruhen die einzelnen Investitionsentscheidungen normalerweise auf rationalen Bewertungskriterien und einer umfassenden Unternehmensanalyse.<sup>878</sup> Sie werden auf einem hohen Informationsstand getroffen, der in der Regel den der individuellen Investoren erheblich übersteigt.<sup>879</sup> Daher bezeichnet Süchting den Prozeß der Investitionsentscheidung bei Institutionellen als professionell.<sup>880</sup> Link charakterisiert deren Entscheidungsrouitinen als komplex und langfristig, mit hohem Formalisierungsgrad, starker Prozeßorientierung, fremddeterminiert und in wachsendem Maße EDV-gestützt.<sup>881</sup>

Insgesamt besteht die Zielgruppe der institutionellen Investoren aus sehr heterogenen Organisationen, die sich entsprechend ihrer Anlageziele bzw. Investmentphilosophie unterscheiden lassen (Tab.2⇨).

**Tabelle 2: Fonds – nach Investorentypen differenziert**

Investorentyp	Interessenlage	Verhalten	Bevorzugte Werte
<b>Growth-Investor</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Überdurchschnittliches Wachstum</li> <li>▪ Wenig Interesse an Gegenwart</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sehr flexibel, risikobereit</li> <li>▪ Starker Performancedruck</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Technologie</li> <li>▪ Telekommunikation / Medien</li> <li>▪ Neuer Markt</li> </ul>
<b>Value-Investor</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Interesse an Gegenwart</li> <li>▪ Niedriges Branchen-KGV</li> <li>▪ Verkauft bei erreichtem Kursziel, auch wenn weiteres Potential vorhanden ist</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Stabiles Anlageverhalten</li> <li>▪ Hohe Erwartung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Turn-around-Kandidaten</li> <li>▪ Unternehmen in Restrukturierung</li> <li>▪ Umfangreiche Kostensenkungsprogramme</li> </ul>
<b>Income-Investor</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dividendenrendite</li> <li>▪ Free Cash Flow</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Langfristig orientiert</li> <li>▪ Konservativ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Versorger</li> </ul>
<b>Index-Investor</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Abbildung eines Aktienindex</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kein eigenes Research</li> <li>▪ Kein Interesse an One-on-One-Meetings</li> <li>▪ Kostenbewußt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Stellen ausgewählten Index (DAX, MSCI Europe, Stoxx 50) in Portfolio dar</li> </ul>

Quelle: in Anlehnung an Nix (2000b:40)

<sup>877</sup> vgl. Nix (2000b:39f)

<sup>878</sup> vgl. Nix (2000b:38); Tiemann (1997:64); Süchting (1986:656)

<sup>879</sup> vgl. Süchting (1986:656)

<sup>880</sup> vgl. Süchting (1986:656)

<sup>881</sup> vgl. Link (1991:97)

Aufgrund des ausgeprägten Wettbewerbs unter den institutionellen Investoren und dem daraus resultierenden Erfolgsdruck ist von dieser Anlegergruppe kaum eine hohe Aktionärsloyalität zu erwarten. Im Gegenteil sind schnelle Dispositionsänderungen in der Anlageentscheidung zu erwarten, wenn die Unternehmung in sie gesetzte Erwartungen nicht erfüllt.<sup>882</sup> Hochfrequente, renditeorientierte Umschichtungen der verwalteten Anlagevolumina mit nachhaltigen Folgen für die Volatilität der Aktie sind übliche Verhaltensmuster der Portfoliomanager.

Vorteilhaft für die Investor Relations der Unternehmung ist die im Gegensatz zu den privaten Anlegern überschaubare und identifizierbare Anzahl von institutionellen Investoren, über die effizient und mit geringen Kosten ein großer Anteil des Aktienkapitals angesprochen werden kann.<sup>883</sup>

Als Fazit ist festzustellen, daß institutionelle Investoren aufgrund der Professionalität, der Größe der von ihnen verwalteten Anlagevolumina, der ausgeprägten Renditeorientierung und ihrer besonderen Dynamik eine wichtige Zielgruppe für börsennotierte Aktiengesellschaften darstellen.<sup>884</sup>

#### 4.2.3. Analysten

Finanzanalysten nehmen als Informationsintermediäre eine Schlüsselfunktion in der Kapitalmarktkommunikation ein und stellen die wichtigste Zielgruppe der Investor Relations dar.<sup>885</sup> Für die Unternehmung liegt die Bedeutung der Analysten vornehmlich in deren Multiplikatorfunktion. Durch die Weitergabe von Informationen an Analysten wird eine Vielzahl von aktuellen und potentiellen Investoren erreicht.<sup>886</sup>

Vor dem Hintergrund permanent anwachsender Informationsströme und zunehmend komplexeren Investitionsentscheidungen leisten Analysten eine qualifizierte Informationskomprimierung für den investitionsgeneigten Anleger,<sup>887</sup> indem sie auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen und berufsspezifischer Vorkenntnisse ausführliche Branchen-, Markt- und Unternehmensstudien erarbeiten und daraus im Anschluß Kauf-, Halten- bzw. Verkaufsempfehlungen ableiten.<sup>888</sup>

Zentrale Aspekte dieser sogenannten Research Reports sind die nachhaltigen Ertragspotentiale der untersuchten Unternehmungen sowie deren Fähigkeit zur langfristigen Steigerung des Shareholder Values.<sup>889</sup> Neben vergangenheitsorientierten

---

<sup>882</sup> vgl. **Schulz** (1999:150); **Günther / Otterbein** (1996:401)

<sup>883</sup> vgl. **Schulz** (1999:150)

<sup>884</sup> vgl. **Günther / Otterbein** (1996:401); **Mahoney** (1991:16)

<sup>885</sup> vgl. **IRES** (2001:17); **Rolke / Wolff** (2000b:237)

<sup>886</sup> vgl. **Täubert** (1998:87); **Tiemann** (1997:67)

<sup>887</sup> vgl. **Schulz** (1999:153); **Allendorf** (1996:56); **Drill** (1995:113)

<sup>888</sup> vgl. **Diehl** (2001:401); **Nix** (2000:36); **Siersleben** (1999:194); **Bittner** (1996:24); **Beiertz** (1992:11); **Plaut** (1991:105)

<sup>889</sup> vgl. **Diehl** (1993:178)



Aussagen, die sich aus den Bilanzkennzahlen ableiten lassen, präferieren Finanzanalysten besonders zukunfts- und wertorientierte Informationen für ihre Reports.<sup>890</sup>

Die in den Studien enthaltenen Beurteilungen und Empfehlungen dienen als Basismaterial für Wertpapierhäuser, Banken sowie deren Kunden und schaffen somit die informatorischen Voraussetzungen für eine große Anzahl von Investoren, überhaupt fundierte Anlageentscheidungen treffen zu können.<sup>891</sup> Die Studien werden fortlaufend aktualisiert<sup>892</sup> und in der Regel gegen Bezahlung primär an institutionelle Investoren weitergeleitet.<sup>893</sup> Nix hebt die Relevanz der Analysten als Informationsmittler und als Zielgruppe der Investor Relations hervor:

„Die Meinung der Finanzanalysten hat ausschlaggebende Bedeutung für die Bewertung eines Unternehmens durch Investoren. Durch ihre Empfehlungen kreieren sie eine Marktmeinung über das entsprechende Unternehmen [...]. Analysten haben entscheidenden Einfluß auf die Kauf- und Verkaufsentscheidungen der institutionellen Investoren und damit auch auf die Performance der Aktienkurse und das Kapitalmarktimage einer Aktiengesellschaft.“<sup>894</sup>

Aufgrund ihres großen Multiplikator- und Meinungsbildungseffekts übernehmen Analysten nicht nur eine Schlüsselrolle im Informationsverarbeitungsprozeß, sondern sind geradezu konstituierend für einen funktionierenden Aktienmarkt. Sie erhöhen die Informationseffizienz auf den Kapitalmärkten und ermöglichen dadurch erst eine angemessene Börsenbewertung einer Unternehmung.<sup>895</sup> Teilweise beeinflussen die Meinungen von Analysten zu strategischen Themen auch die Entscheidungen der Unternehmensführung. So räumte der Vorstandsvorsitzende der Metallgesellschaft (mg technologies AG) ein, daß er den profitablen, wenngleich hochvolatilen Metallhandel seines Konzerns nur wegen der „Mentalität der Finanzmärkte“ verkaufe.<sup>896</sup> Der Analyst schlüpft in diesem Zusammenhang zumindest ansatzweise in die Rolle eines Supervisors. Die Diskussion um das Thema „Analysten als Aufsichtsräte neuer Art“ kann hier jedoch nicht aufgegriffen werden.<sup>897</sup>

In der Praxis der Investmentanalyse lassen sich strukturell die Tätigkeitsprofile des Sell-Side-Analysten und des Buy-Side-Analysten unterscheiden.<sup>898</sup> **Sell-Side-Analysten** arbeiten häufig für Investmentbanken, Universalbanken bzw. Brokerhäu-

---

<sup>890</sup> vgl. Nix (2000:35) sowie Täubert (1998:87), die verschiedene quantitative und qualitativen Unternehmensmerkmale anführt.

<sup>891</sup> vgl. Drill (1995:113)

<sup>892</sup> vgl. Schulz (1999:153); Bittner (1996:24)

<sup>893</sup> vgl. Schulz (1999:153); Drill (1995:113)

<sup>894</sup> Nix (2000:36).

<sup>895</sup> vgl. Düsterlho (2000:73); Nix (2000:36); Schulz (1999:152); Drill (1995:113); Diehl (1993:177)

<sup>896</sup> vgl. Wolff / Rolke (2000:12)

<sup>897</sup> vgl. hinweisend Wolff / Rolke (2000:12)

<sup>898</sup> vgl. zur Klassifizierung und zum Firmenranking von Sell-Side- und Buy-Side-Analysten Düsterlho (2000:74f)

ser, die ihr Research an Dritte vertreiben.<sup>899</sup> Zielgruppe sind in der Hauptsache professionelle Portfoliomanager in Kapitalanlagegesellschaften bzw. institutionelle Investoren, die bereits Kunden sind oder als solche akquiriert werden sollen, sowie Vermögens- und Wertpapierkundenberater des eigenen Hauses.<sup>900</sup> Die Publikation und Vermarktung von Studien dient somit primär der Unterstützung der Sales-Aktivitäten.<sup>901</sup>

Sell-Side-Analysten pflegen einen intensiven und kontinuierlichen Kontakt zu den zu observierenden Unternehmungen, beobachten („*covern*“) diese im Normalfall über mehrere Jahre hinweg und entwickeln auf diese Weise ein Expertentum bezüglich der Besonderheiten einer Branche.<sup>902</sup> Aus diesem Grund sind sie in der Lage, die jeweilige Unternehmenssituation differenziert einzuschätzen.

Allerdings stellte Bittner in einer empirischen Untersuchung fest, daß die durchschnittliche Anzahl der in Deutschland von einem Analysten gecoverten Unternehmungen bei 36,6 liegt.<sup>903</sup> Diese vergleichsweise hohe Zahl läßt die Folgerung zu, daß Analysten in ihrer Arbeit einem hohen Zeitdruck unterliegen und sich nicht intensiv um einzelne Unternehmungen kümmern können.<sup>904</sup> Gleichzeitig bedeutet dies, daß Analysten an einer schnellen und effizienten Verarbeitung von Informationen interessiert sind und daher hohe Anforderungen an die Qualität der zur Verfügung gestellten Informationen haben. Ziel der Investor Relations-Aktivitäten einer börsennotierten Aktiengesellschaft muß es daher sein, diese Informationsbedürfnisse in kompakter und aussagefähiger Form vollständig zu erfüllen, um eine sachgerechte und qualifizierte Bewertung der Unternehmung durch den Analysten unter Abwägung aller relevanten Beurteilungskriterien zu ermöglichen.<sup>905</sup>

**Buy-Side-Analysten** arbeiten für einen speziellen institutionellen Anleger, z.B. einen Investmentfond, mit dem Ziel, durch die Analyse von Branchen- und Einzelwerten eine (Performance-)Optimierung der institutseigenen Wertpapierfonds und des Eigenhandels ihres Auftraggebers zu erreichen.<sup>906</sup> Die Multiplikatorfunktion der Buy-Side-Analysten ist damit quantitativ beschränkt. Da aber aufgrund ihrer Research-Ergebnisse zum Teil erhebliche Anlagevolumina bewegt werden, ist die qualitative Wirkung auf den Aktienkurs nicht zu unterschätzen. Der Buy-Side-Analyst stützt seine Entscheidungen zwar auf die gleichen Informationsquellen und greift sogar häufig auf die bereits komprimierten Studien der Sell-Side-Analysten zurück, ist aber in sei-

<sup>899</sup> vgl. **Düsterlho** (2000:74); **Nix** (2000:36); **Schulz** (1999:153)

<sup>900</sup> vgl. **Diehl** (2001:403)

<sup>901</sup> vgl. **Faitz** (2000:173). Die Research Reports sollen Investoren zum Wertpapierkauf bewegen. Die dabei anfallende Wertpapierprovision ist der Gewinn des Brokers. Der Sell-Side-Analyst stellt eine zusätzliche Servicefunktion dar, ohne die der Broker allein über den Preis konkurrieren müßte.

<sup>902</sup> vgl. **Düsterlho** (2000:74); **Schulz** (1999:153); **Siersleben** (1999:195)

<sup>903</sup> vgl. **Bittner** (1996:25)

<sup>904</sup> vgl. **Düsterlho** (2000:75); **Bittner** (1996:25); **Paul** (1993:142)

<sup>905</sup> vgl. **Düsterlho** (2000:75); **Schulz** (1999:154)

<sup>906</sup> vgl. **Diehl** (2001:403); **Faitz** (2000:174); **Rentsch** (2000:182); **Allendorf** (1996:57)

nen Empfehlungen unabhängig von Vertriebsinteressen und (bank-)internen Direktiven, die u.U. von Vertretern der Sell-Side bei der Erstellung ihrer Reports berücksichtigt werden müssen.<sup>907</sup>

Nix faßt die Funktion bzw. die Aufgaben der Finanzanalysten im Kapitalmarkt wie folgt zusammen:<sup>908</sup>

1. Mittler zwischen dem Anleger (Kapitalgeber) und der börsennotierten Gesellschaft (Kapitalnehmer)
2. Informationstechnischer Multiplikator: Informationsversorgung des Kapitalmarktes zur Transparenz- und Effizienzsteigerung
3. Beratung der Investoren, um die Chancen und Risiken der analysierten Unternehmung aufzuzeigen
4. Marketing, d.h. die Vermarktung der eigenen Meinung zu einem bestimmten Börsentitel an die institutionellen Investoren.

Der primäre Aufgabenschwerpunkt der Finanzanalysten liegt im Rahmen ihrer Informationsfunktion auch in einer Selektions-, Interpretations- und Transformationsfunktion,<sup>909</sup> d.h. im Sammeln, Filtern, Analysieren sowie im zielgruppengerechten Aufbereiten vielfältiger Informationen, die komprimiert in Unternehmensanalysen einfließen.<sup>910</sup> Dabei ist die adressatengerechte Aufarbeitung der Informationen von zentraler Bedeutung. So ist der Komplexitäts- und Detaillierungsgrad einer Studie für institutionelle Investoren in der Regel höher als der einer an private Anleger gerichteten Studie, wobei die Qualität des Anlageurteils unbenommen bleibt.<sup>911</sup>

Analysten verfügen aufgrund ihrer Ausbildung über eine hohe professionelle Sachkenntnis<sup>912</sup> und sind daher in der Lage, die Kursrelevanz von Informationen schnell und richtig einzuschätzen.<sup>913</sup> Um die zukünftigen Erfolgspotentiale und die daraus resultierenden strategische Entscheidungen einer Unternehmung nachvollziehen und an den Markt weitervermitteln zu können, ist eine transparente und regelmäßige Informationsversorgung der Analysten notwendig.<sup>914</sup> In der Regel benötigen sie zur Potentialbeurteilung und Chancen- / Risiko-Abwägung erheblich detailliertere Infor-

---

<sup>907</sup> vgl. **Faitz** (2000:174f); **Schulz** (1999:154). **Bittner** (1996:26f) weist sogar darauf hin, daß es zu erheblichen Interessenkollisionen bspw. zwischen einer Bank (Emissionsplazierung) und dem Anlagekunden (objektive Analyse) kommen kann. Die Anlageempfehlungen könnten möglicherweise von den Eigeninteressen der Bank als Emittent, Aktionär oder Kreditgeber geleitet sein; vgl. auch **Täubert** (1998:87).

<sup>908</sup> vgl. **Nix** (2000:36); **Bittner** (1996:26)

<sup>909</sup> vgl. **Peppmeier** (2000:147); **Täubert** (1998:87)

<sup>910</sup> vgl. **Siersleben** (1999:195)

<sup>911</sup> vgl. **Peppmeier** (2000:149)

<sup>912</sup> Die notwendige Sachkenntnis umfaßt sowohl gesamtwirtschaftliche als auch einzelwirtschaftliche Zusammenhänge und deren Wirkung auf die Kursentwicklung eines Wertpapiers. Dazu bedarf es langjähriger Kapitalmarkterfahrung; vgl. **Peppmeier** (2000:148).

<sup>913</sup> vgl. **Tiemann** (1997:67)

<sup>914</sup> vgl. **Siersleben** (1999:195)

mationen als die übrigen Investor Relations-Zielgruppen.<sup>915</sup> Die inhaltliche Auseinandersetzung mit ihnen verläuft auf einem substantiell hohen Niveau.

Um den Informationsbedürfnissen der Analysten weitestmöglich entgegenkommen zu können, ist es hilfreich, deren Informationsverarbeitungs-, Bewertungs- und Entscheidungs-routinen zu kennen. Denn die Vorgehensweise der Analysten im Arbeitsprozeß, d.h. bei der Erstellung einer Studie, determiniert den Umfang und die Art der benötigten Informationen. Diese sind durch die Unternehmung bereitzustellen, wenn die Rahmenbedingungen für eine sachgerechte Bewertung geschaffen werden sollen.

#### 4.2.3.1. Aktienanalyse

Die Börsenbewertung einer Unternehmung ergibt sich aus einem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage. Die Börsenkurse entstehen als Ergebnis der Anlagedispositionen – d.h. der Kauf- und Verkaufsentscheidungen – der Investoren. Als deren primäres Handlungsmotiv ist das Ertragsstreben anzunehmen, das sich an den Dividenden und Kurssteigerungen als Erfolgsparametern orientiert. Es gilt daher für den Investor bzw. für den Analysten als vorgeschalteten Empfehlungsgeber, diese beiden Faktoren systematisch und möglichst präzise abzuschätzen. „Hierbei geht es nicht nur um Fragen des kurzfristig richtigen Zeitpunkts für Kauf und Verkauf, sondern auch um die Einschätzung der langfristigen Perspektive für die Wertentwicklung des einzelnen Titels und die Bewertung seines Beitrags zum Gesamtportfolio des Investors.“<sup>916</sup> In der Praxis geschieht die entscheidungsvorbereitende Auswertung aller relevanten Informationen, die Auswirkungen auf die Vermögensposition des Anlegers haben können, regelmäßig im Rahmen der Aktienanalyse, die als methodische Grundlage zur Prognose von Aktienkursentwicklungen zu verstehen ist.

##### 4.2.3.1.1. Fundamentalanalyse

Die **Fundamentalanalyse** basiert auf dem Grundgedanken, daß sich durch die Auswertung gesamtwirtschaftlicher, branchen- und insbesondere unternehmensspezifischer Daten der innere Wert (*intrinsic value*) einer Aktie bestimmen läßt.<sup>917</sup> Der *intrinsic value* wird als der „wahre“ Unternehmenswert verstanden, der durch die tatsächlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten gerechtfertigt ist und die Ertragskraft der Unternehmung objektiv reflektiert.<sup>918</sup> Während die gesamtwirtschaftliche und die Branchenanalyse externe Faktoren einbezieht, die von der Unternehmung zwar nicht beeinflußt werden können, von denen aber dennoch erhebliche Auswirkungen auf

---

<sup>915</sup> vgl. **Breuer** (1991:74)

<sup>916</sup> **Perridon / Steiner** (1999:210)

<sup>917</sup> vgl. **Hank** (1999:73); **Born** (1995:68); **Drill** (1995:40). Born gibt einen Überblick über die relevanten Informationen, auf deren Grundlage eine Fundamentalanalyse durchgeführt wird.

<sup>918</sup> vgl. **Bittner** (1996:32). **Perridon / Steiner** (1999:211) geben als Bestimmungsgrößen des inneren Wertes den Jahresüberschuß, die Dividende und die zukünftigen Ertragsaussichten an. Weiterführend vgl. **Demming / Scheld** (1993); **Göcken / Schulte** (1990); **Hielscher** (1990); **Kienast** (1976)

den Unternehmenserfolg zu erwarten sind, bewertet die unternehmensspezifische Analyse interne durch die Unternehmensführung gestaltbare Einflußfaktoren.<sup>919</sup>

Ziel der fundamentalanalytischen Vorgehensweise ist es daher, „[...] die Faktoren, die die Ertragskraft des betreffenden Unternehmens bestimmen, aus dem Markt-, Branchen- und Unternehmensgeschehen herauszufiltern und in den Aktienbewertungsmodellen zu verarbeiten“<sup>920</sup>. Die voraussichtliche Kursentwicklung der Unternehmung wird auf Basis der zugänglichen objektiven Informationen<sup>921</sup> prognostiziert, um so den inneren Wert zu eruiieren.<sup>922</sup> Die ertragswertorientierte Fundamentalanalyse<sup>923</sup> orientiert sich dabei am Gegenwartswert zukünftiger, von der Ertragskraft der Unternehmung abhängiger Zahlungsströme. Je nach verwendeter Stromgröße können Dividenden-, Gewinn- und Cash Flow-Modelle unterschieden werden.

In der Praxis kommen dazu nachfolgend dargestellte Kennzahlen der fundamentalen Aktienanalyse zum Einsatz (Abb.29⇒).

### Abbildung 29: Kennzahlen der fundamentalen Aktienbewertung

<b>Dividendenrendite</b>	=	$\frac{\text{Dividende je Aktie}}{\text{Börsenkurs}}$
<b>Price / Earnings-Ratio (PER)</b>	=	$\frac{\text{Börsenkurs}}{\text{Gewinn je Aktie (EPS)}}$
<b>Price / Cash Flow-Ratio (PCFR)</b>	=	$\frac{\text{Börsenkurs}}{\text{Cash Flow je Aktie}}$
<b>Price / Book-Ratio (PBR)</b>	=	$\frac{\text{Börsenkurs}}{\text{Buchwert je Aktie}}$
<b>Unternehmenswert</b> (nach DCF-Methode)	=	$\frac{\text{geschätzte künftige Free Cash Flows}}{\text{gewichteter Kapitalkostensatz}}$

Quelle: Drill (1995:41)<sup>924</sup>

Auf Basis der in der Analysephase kompilierten Daten wird die zukünftige Ertragskraft einer Unternehmung und damit der Wert einer Aktie zum Teil mittels statisti-

<sup>919</sup> vgl. **Hank** (1999:74)

<sup>920</sup> **Eidel** (1999:17)

<sup>921</sup> vgl. zur Definition der objektiven bzw. fundamentalen Faktoren **Drill** (1995:45ff)

<sup>922</sup> vgl. **Eidel** (1999:8). Der innere Wert einer Aktie bildet folglich die Erwartungen der Anleger hinsichtlich der Fähigkeit der Unternehmung ab, zukünftig Gewinne bzw. Cash Flows zu erzielen.

<sup>923</sup> Im Gegensatz zur substanzwertorientierten Bewertung, die von der Wissenschaft jedoch kritisch gesehen wird.

<sup>924</sup> vgl. zur ausführlichen Herleitung und Erläuterung der einzelnen Kennziffern **Drill** (1995: 40ff)

scher Methoden, zum Teil aber auch anhand einer subjektiven und erfahrungsba-  
sierten Bewertung geschätzt.<sup>925</sup>

Allerdings stimmt der Börsenkurs – der effektive Preis – häufig nicht mit dem kenn-  
zahlengestützt ermittelten Unternehmenswert überein, weil Analysten bzw. Investo-  
ren – durch Störeinflüsse induziert<sup>926</sup> – den inneren Wert in der Vergangenheit nicht  
richtig eingeschätzt haben.<sup>927</sup> Deshalb wird der Börsenkurs durch temporäre Über-  
oder Unterbewertungen als um den intrinsischen Wert oszillierend angenommen.<sup>928</sup>  
Liegt der aktuelle Börsenkurs (tatsächlicher Kurs) über dem inneren Wert (prognosti-  
zierter Kurs), gilt die Aktie als überbewertet und sollte abgestossen werden. Eine  
Unterbewertung ist analog als Kaufsignal zu verstehen. Mittel- bis langfristig wird al-  
lerdings davon ausgegangen, daß der errechnete innere Wert und der Börsenkurs  
positiv miteinander korreliert sind.<sup>929</sup>

In der Fundamentalanalyse kommt neben der vorangehend dargestellten Einzelana-  
lyse von Aktien auch die Portfolioanalyse zum Einsatz. Diese auf der normativen  
Theorie der Portfolio Selection beruhende Form der Aktienanalyse berücksichtigt die  
Risiko- und Ertragswirkungen, die aus einer Kombination verschiedener Aktien resul-  
tieren.<sup>930</sup> Als Auswahlkriterien für die Aufnahme einer Aktie in ein Portfolio sind aus-  
schließlich noch der Erwartungswert ihrer Rendite, deren Streuung sowie die Kovari-  
anz mit der Renditestreuung der anderen Aktien relevant.<sup>931</sup> Ausschlaggebend für  
den Erfolg bzw. die Renditestärke eines Portfolios ist die präzise Prognose der  
Wahrscheinlichkeitsverteilungen der Aktienrenditen.

Die Fundamentalanalyse bildet entsprechend der Rendite-, Sicherheits- und Liquidi-  
tätspräferenzen der einzelnen Investoren das Kerninstrument zur Vorbereitung von  
Investmententscheidungen.<sup>932</sup> Allerdings existiert auch Kritik an den fundamentalen  
Bewertungsmethoden, da nicht nur ökonomische Daten den Aktienkurs beeinflussen,  
sondern auch eine Vielzahl z.T. nicht quantifizierbarer, lediglich deskriptiv erfaßbarer  
Faktoren ökonomischer, psychologischer, politischer und sonstiger Art.<sup>933</sup>

<sup>925</sup> vgl. **Hank** (1999:74); **Loistl** (1996:186ff)

<sup>926</sup> vgl. zu Ansätzen nicht-fundamentaler Kursbildung **Eidel** (1999:9ff). Sie betont, daß zwischen  
kursbestimmenden, fundamentalen Faktoren und den tatsächlichen Aktienkursen kein mechanisti-  
sches Ursache-Wirkungs-Verhältnis besteht. Da die Börse ein antizipativer Markt ist, in dem Er-  
wartungen eine erhebliche Rolle spielen, können psychologische und nicht-fundamentale Faktoren  
den Aktienkurs indirekt beeinflussen (z.B. Phänomen des Noise-Trading). Allerdings haben nicht-  
fundamentale Daten eher einen kurzfristigen Einfluß auf den Markt, während fundamentale Daten  
langfristig den Aktienkurs bestimmen. Eine rationale Aktienanalyse bleibt daher weiterhin notwen-  
dig.

<sup>927</sup> Grundsätzlich kann der innere Wert niemals eindeutig und präzise festgelegt werden. Zudem än-  
dert er sich permanent mit den Faktoren, die ihn determinieren; vgl. **Bittner** (1996:32).

<sup>928</sup> vgl. **Eidel** (1999:8); **Perridon / Steiner** (1999:211); **Drill** (1995:40)

<sup>929</sup> vgl. **Bestmann** (2000:362)

<sup>930</sup> vgl. **Eidel** (1999:6); **Bittner** (1996:32)

<sup>931</sup> vgl. **Bittner** (1996:32)

<sup>932</sup> vgl. **Eidel** (1999:17)

<sup>933</sup> vgl. **Perridon / Steiner** (1999:212)

#### 4.2.3.1.2. Technische Analyse

Die **technische Aktienanalyse** (Chartanalyse) greift die Problematik der vermeintlich geringen Aussagekraft fundamentaler Daten auf und verzichtet gänzlich auf die Ermittlung eines inneren Wertes als Indikator eines zukünftigen Aktienkurses. Sie liefert keinen Begründungszusammenhang für den Kursverlauf durch die Ermittlung kursbeeinflussender Faktoren und deren Quantifizierung, sondern orientiert sich vielmehr am tatsächlichen Marktgeschehen durch die Beobachtung des Handelsablaufs und der Transaktionen an der Börse. Als Instrument der technischen Analyse dienen Charts, in denen die Verläufe von Kurs und Umsatz der Aktie abgetragen werden. Aus diesen historischen Kursen und Umsätzen, d.h. den bisherigen Kursverläufen, lassen sich Rückschlüsse auf das Transaktionsverhalten der Kapitalmarktteilnehmer ziehen.

Da die technische Analyse lediglich empirische Sachverhalte graphisch abbildet, existiert kein Risiko der Fehlbewertung fundamentaler Daten. Die Abbildung des real beobachtbaren Marktverhaltens in Charts berücksichtigt automatisch alle rationalen und irrationalen Entscheidungsmuster, psychologische Faktoren sowie andere Störgrößen, die sich der fundamentalen Aktienanalyse entziehen.<sup>934</sup> Ziel der technischen Beobachtung von Kurs- und Indexverläufen ist das frühzeitige Erkennen von Trends und Trendwechseln, die sich durch bestimmte Formationen des Kursverlaufs ankündigen.<sup>935</sup> Anhand der Erkenntnisse, die aus der Chartanalyse gewonnen werden können, lassen sich günstige Zeitpunkte für den Kauf bzw. Verkauf einzelner Finanztitel ableiten.<sup>936</sup> Insbesondere in den USA hat die technische Aktienanalyse einen hohen Popularitätsgrad erreicht.<sup>937</sup>

#### 4.2.4. Wirtschafts- / Finanzjournalisten

Wirtschaftsjournalisten nehmen ebenso wie Analysten als Multiplikatoren und Meinungsbildner eine bedeutende Informationsmittlerrolle zwischen Unternehmung und Investoren ein.<sup>938</sup> Im Rahmen der redaktionellen Arbeit besteht ihre Aufgabe darin, Unternehmensinformationen zu sammeln, zu selektieren, auszuwerten und zu beur-

---

<sup>934</sup> vgl. **Bittner** (1996:33)

<sup>935</sup> vgl. **Eidel** (1999:6); **Perridon / Steiner** (1999:212). Die technische Aktienanalyse beruht u.a. auf der Hypothese, daß charakteristische Kursverläufe der Vergangenheit dazu neigen, sich zu wiederholen, weil sich menschliche Verhaltensmuster unter vergleichbaren Rahmenbedingungen und in wiederkehrenden Situationen ebenfalls wiederholen. Daher können die Kursverläufe der Vergangenheit auch für die Prognose zukünftiger Kurse genutzt werden.

<sup>936</sup> vgl. **Eidel** (1999:6); **Hank** (1999:76)

<sup>937</sup> Kritisiert werden sowohl die technische als auch die fundamentale Aktienanalyse von Verfechtern der Random-Walk-Hypothese, die besagt, daß die Kurse einer Aktie zufällig um deren inneren Wert schwanken und künftige Preisänderungen einer Aktie sich technisch nicht korrekt prognostizieren lassen. Jedes Ereignis ist unabhängig von dem vorangegangenen, so daß die Vergangenheit nicht zur Vorhersage der Zukunft herangezogen werden kann. Die Random-Walk-Hypothese setzt einen informationseffizienten Kapitalmarkt voraus; vgl. **Perridon / Steiner** (1999:213f); **Bittner** (1996:33ff).

<sup>938</sup> vgl. **Hinz / Schmeisser** (2001:126); **Schwarz** (2000:277); **Täubert** (1998:90); **Günther / Otterbein** (1996:402); **Schirmacher** (1991:52)

teilen.<sup>939</sup> Wesentlich ist dabei die kritische Beurteilung und Kommentierung der relevanten Unternehmensmeldungen.<sup>940</sup> Denn die reine Berichterstattung über Unternehmen und Märkte wird immer häufiger durch einen stärker nutzen- bzw. serviceorientierten Wirtschaftsjournalismus ergänzt, der explizite Anlageempfehlungen ausspricht und konkrete Entscheidungshilfen für Investitionen anbietet.<sup>941</sup> Damit übernehmen Wirtschaftsjournalisten neben der Informationsfunktion in verstärktem Maß auch die Rolle des Anlageberaters bzw. Analysten, d.h. sie wirken als Meinungsführer in der (Wirtschafts-)Öffentlichkeit. Diese Erweiterung des Rollenverständnisses geht mit einer Erhöhung des Verantwortungsgrads einher, den der Journalist für seine Berichterstattung übernehmen muß.<sup>942</sup> Denn durch multiplikative Weitergabe falscher Einschätzungen oder nicht sachgerechter Analysen bestimmter Zusammenhänge bzw. Sachverhalte können erratische Börsenreaktionen hervorgerufen werden.<sup>943</sup> „Versagen die Journalisten, ist der Rezipient nicht nur falsch informiert, sondern er verliert auch noch Geld.“<sup>944</sup>

Insbesondere für die individuellen Investoren stellen Wirtschaftsjournalisten eine relevante Informationsquelle dar und können deren Anlagedispositionen entscheidend beeinflussen.<sup>945</sup> Aber auch im allgemeinen reagieren die Finanzmärkte äußerst sensibel auf die Medienberichterstattung. Schweer spricht von der Börsenmacht der Wirtschafts- und Finanzjournalisten,<sup>946</sup> da auch institutionelle Investoren ihre Kaufentscheidungen zu einem erheblichen Teil auf die Informationen und Einschätzungen der Wirtschaftspresse stützen.<sup>947</sup> Täubert konstatiert, daß insbesondere bei positiven Nachrichten schnelle und zum Teil euphorische Reaktionen zu verzeichnen sind.<sup>948</sup>

Durch die mediale Verbreitung<sup>949</sup> der Meldungen, Analysen und Kommentare erreichen Wirtschaftsjournalisten schnell einen großen Kreis institutioneller und individueller Investoren.<sup>950</sup> Die Zeitnähe bei der Informationsweitergabe und der erzielbare hohe Multiplikatoreffekt machen die Medien zum geeigneten Instrument, um beim

<sup>939</sup> vgl. **Döring** (2000b:27); **Drill** (1995:114)

<sup>940</sup> vgl. **Döring** (2000b:27); **Siersleben** (1999:202)

<sup>941</sup> vgl. **Schwarz** (2000:272; 274); ähnlich **Schweer** (2001:172)

<sup>942</sup> vgl. **Schwarz** (2000:276)

<sup>943</sup> vgl. **Siersleben** (1999:203)

<sup>944</sup> vgl. **Wolff** (2000:102)

<sup>945</sup> vgl. **Drill** (1995:114); ähnlich **Schirmacher** (1991:52ff); **Garcia** (1989:100ff)

<sup>946</sup> vgl. **Schweer** (2001:173)

<sup>947</sup> vgl. **Schweer** (2001:173); ähnlich **Wolff** (2000:98f)

<sup>948</sup> vgl. **Täubert** (1998:90)

<sup>949</sup> Neben den klassischen Printmedien (überregionale Tages- und Wochenzeitungen, Wirtschaftszeitungen, Fachzeitschriften) und den Nachrichtenagenturen etablieren sich auch die elektronischen Medien (Radio, TV, Internet) zunehmend als Distributionskanäle und Trägermedien für wirtschaftliche Inhalte und Finanzmarktinformationen. Auch die medienübergreifende Verbreitung von Informationen (*cross media*) wird ausgebaut. Printredaktionen vermitteln ihre Wirtschaftsnachrichten über das Internet; Zeitungsverlage beteiligen sich an Fernsehsendern und produzieren eigene Wirtschaftssendungen; vgl. **Schweer** (2001:172); **Schwarz** (2000:273ff); **Lindner** (1999:212); **Drill** (1995:114).

<sup>950</sup> vgl. **Lindner** (1999:212); **Siersleben** (1999:202)



vorliegen neuer, kursrelevanter Informationen eine informationelle Gleichbehandlung der Investorenöffentlichkeit herbeizuführen.<sup>951</sup> Täubert sieht eine privilegierte Informationsversorgung einzelner Multiplikatoren bzw. Zielgruppen durch eine Unternehmung als unfair an.<sup>952</sup> Spätestens seit der Einführung des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes ist es für die Unternehmungen sogar verpflichtend, die gesamte Öffentlichkeit – insbesondere die Journalisten und die Analysten – über wichtige Geschäftsvorfälle zeitgleich zu informieren (Gleichbehandlungsprinzip).<sup>953</sup> Effizientestes Mittel sind dazu die Medien in Form der großen, internationalen Nachrichtenagenturen.<sup>954</sup> Somit leisten auch die Wirtschaftsjournalisten (bzw. -medien) einen maßgeblichen Beitrag zur Steigerung der Informationseffizienz der Kapitalmärkte und zur Angleichung des Informationsstandes bei allen Marktteilnehmern.<sup>955</sup>

Grundsätzlich sind Wirtschaftsjournalisten und Analysten an denselben Informationen interessiert, sie nutzen weitgehend dieselben Informationsquellen und auch die Art der Informationsbeschaffung ist vergleichbar.<sup>956</sup> Beide verbreiten nicht nur harte Zahlen und Fakten, sondern gehen auch auf nicht-fundamentale Parameter ein, die den Wert einer Aktie mitbestimmen. Häufig ermöglicht erst die richtige Interpretation und Bewertung dieser weichen Faktoren (wie Image, Reputation des Vorstandsvorsitzenden, Unternehmensvision<sup>957</sup>) eine adäquate Einschätzung unternehmensspezifischer Erfolgspotentiale und damit die Erzielung von Überrenditen am Aktienmarkt.<sup>958</sup>

Allerdings werden die Journalisten zumeist weniger Gebrauch von detaillierten Informationen machen, weil ihnen in der Regel nur ein begrenzter Raum für die Wirtschaftsnachrichten zur Verfügung steht.<sup>959</sup> Vor allem bei tagesaktuellen Medien erschweren weitere Produktionszwänge wie der Engpaßfaktor Zeit sowie begrenzte ökonomische Ressourcen zur Recherche eine fundierte Analyse.<sup>960</sup> Auch die Aufarbeitung bestimmter (Börsen-)Themen für die spezifische Zielgruppe, die ein Medium ansprechen will, kann von den Journalisten eine andere Form der inhaltlichen Simplifizierung erfordern, als dies bei den Analysten notwendig ist, da sich die journalisti-

---

<sup>951</sup> vgl. **Drill** (1995:114)

<sup>952</sup> vgl. **Täubert** (1998:91)

<sup>953</sup> vgl. **Täubert** (1998:91). **Gönczöl / Stoffels** (2001:482) weisen in diesem Zusammenhang darauf hin, daß in den USA seit der Einführung des neuen Veröffentlichungsstandards („Regulation Fair Disclosure“) eine lückenlose und zeitgleiche Berichterstattung an die Öffentlichkeit verpflichtend ist. 24 Stunden nachdem kursrelevante Nachrichten der Unternehmung bekannt werden, müssen sie der gesamten Financial Community bekannt gemacht werden.

<sup>954</sup> vgl. dazu die Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität exemplarisch in **Blättchen / Jacquillat** (1999:228ff)

<sup>955</sup> vgl. **Link** (1991:349); **Goldman** (1982:28)

<sup>956</sup> vgl. **Döring** (2000a:119)

<sup>957</sup> vgl. **Rolke / Wolff** (2000b:233f)

<sup>958</sup> vgl. **Schweer** (2001:175)

<sup>959</sup> vgl. **Schwarz** (2000:278); **Täubert** (1998:92)

<sup>960</sup> vgl. **Wolff** (2000:101). **Blohm** (2000:108) verweist darauf, daß kaum ein Wirtschaftsjournalist in der Lage ist, sich vier Wochen lang mit einer Unternehmung oder einer Branche zu befassen.

sche Berichterstattung durchaus an breite Rezipientenschichten wenden kann, die (möglicherweise) nur über ein rudimentär ausgeprägtes, börsenspezifisches Wissen verfügen.<sup>961</sup>

Daher wird von Wirtschaftsjournalisten insbesondere bei stark anlegerorientierten Medien häufig eine vereinfachende Festlegung auf eine klare Kauf- oder Verkaufsempfehlung verlangt, da eine derartige Handlungsanweisung einen konkreten Nutzwert für den Rezipienten hat und daher unter Vermarktungsgesichtspunkten geradezu unabdingbar ist.<sup>962</sup> Aufgrund dieser schwierigen Rahmenbedingungen ist es für die Wirtschaftsjournalisten vorteilhaft, wenn sie Informationen bereits in einer komprimierten Form erhalten.

Im Unterschied zu den Analysten sind Wirtschaftsjournalisten nicht allein am Faktenwissen über ein Unternehmen interessiert, sondern suchen nach einer Story bzw. nach spektakulären „Aufhängern“<sup>963</sup>. Hier erhält der Nachrichtenfaktor „Negativismus“ eine herausragende Bedeutung.<sup>964</sup>

Anders als Finanzanalysten decken Wirtschaftsjournalisten zumeist ein breites Themen- bzw. Aufgabenspektrum ab.<sup>965</sup> Weil sie sich mit mehr Unternehmungen und Branchen beschäftigen müssen, verfügen sie in der Regel nicht über ähnlich fundierte Kenntnisstände.<sup>966</sup> Darüber hinaus verfügen Wirtschaftsjournalisten zumeist über eine weniger spezifische Ausbildung. Döring spricht von einem Gefälle beim betriebswirtschaftlichen Know-how.<sup>967</sup> Analysten, die vielfach ein wirtschaftswissenschaftliches Studium absolviert haben, müssen eine zusätzliche Qualifikation in der Wertpapier- bzw. Portfolioanalyse nachweisen, um diese Berufsbezeichnung führen zu dürfen.<sup>968</sup> In der Medienlandschaft ist dagegen festzustellen, daß aufgrund der hohen Nachfrage während der Hochphase der Aktienmärkte bis zum Frühjahr 2000 verstärkt wirtschaftswissenschaftlich nicht vorgebildete Journalisten in den Markt der Wirtschaftsjournalisten eingetreten sind.<sup>969</sup> Daraus resultiert nicht zwingend eine Minderung der Berichterstattungsqualität, allerdings vergrößert sich Wahrscheinlichkeit oder sogar die Notwendigkeit, daß externes Know-how, z.B. in Form von Analysezitaten, in die mediale Aufbereitung von Unternehmensinformationen einfließt.<sup>970</sup>

---

<sup>961</sup> vgl. **Hidding** (2000:104)

<sup>962</sup> vgl. **Schwarz** (2000:278); **Wolff** (2000:101)

<sup>963</sup> vgl. **Täubert** (1998:92)

<sup>964</sup> vgl. **Schulz** (1989b:236)

<sup>965</sup> vgl. **Döring** (2000a:121); **Lindner** (1999:212)

<sup>966</sup> vgl. **Schwarz** (2000:277)

<sup>967</sup> vgl. **Döring** (2000a:122)

<sup>968</sup> vgl. zur berufsständischen Aus- und Weiterbildung **Diehl** (2001:412); **Blohm** (2000:109). Über 90% der berufsständisch organisierten Kapitalmarktexperten verfügen über ein abgeschlossenes Hochschulstudium, in der Regel kombiniert mit einem zumeist kaufmännischen Lehrabschluß und / oder weiteren Abschlüssen in- und ausländischer Universitäten.

<sup>969</sup> vgl. **Döring** (2000a:122); **Schwarz** (2000:277)

<sup>970</sup> vgl. **Döring** (2000a:122f)

Wolff bestätigt den Trend, daß Wirtschaftsjournalisten neben den Unternehmungen zunehmend auch auf Analysten als Informationsquelle zurückgreifen.<sup>971</sup> Rolke / Wolff stellen fest, daß Wirtschaftsjournalisten und Analysten grundsätzlich beide voneinander profitieren, weil sie Informationen austauschen; tendenziell haben jedoch Journalisten die größeren Vorteile.<sup>972</sup> Die Wirtschaftsjournalisten erhalten sachkundige Bewertungen, die sie in die Berichterstattung einfließen lassen können, während der Analyst die Gelegenheit erhält, sich und seine Studien zu präsentieren und auf diese Weise zu vermarkten.<sup>973</sup> Vor diesem Hintergrund ist mit besonderer Sorgfalt darauf zu achten, welche Interessen der Analyst mit seiner Empfehlung verfolgt. „Das Urteil eines Analysten entbindet den Journalisten deshalb nicht von der Pflicht, seine Hausaufgaben zu machen. Er muß sich bemühen, seine Leser, Zuschauer oder Zuhörer möglichst objektiv darüber aufzuklären, wie die Dinge stehen.“<sup>974</sup> Der Finanzjournalist muß also über ein zunehmendes Maß an analytischem Know-how verfügen, um qualifiziert schreiben zu können.<sup>975</sup> Dennoch ist der Analyst im Rahmen einer Recherche als Themenexperte eine relevante Informationsquelle, um bestimmte Unternehmensinformationen zu verifizieren bzw. einzuordnen.

#### 4.3. Investor Relations-Inhalte

Ein elementarer Konstitutivfaktor im kapitalmarktgerichteten Kommunikationsprozeß sind die zu kommunizierenden Inhalte der Investor Relations. Durch die gesetzlichen Publizitätspflichten<sup>976</sup> sind zwar bestimmte Informationsinhalte vorgegeben, allerdings werden diese heute von der überwiegenden Mehrzahl der Unternehmungen als Mindestregelungen verstanden.<sup>977</sup> Das Ziel einer effektiven Informationspolitik liegt daher in einer bedarfsgerechten, häufig erheblich über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehenden Informationsversorgung der Financial Community mit allen kursrelevanten Daten und Fakten, die aus Investorensicht notwendig sind, um eine Kauf-, Verkaufs- oder Halteentscheidung zu treffen.<sup>978</sup> Merkel führt dazu aus: „Simply defined, investor relations exists to send the proper message to the proper audiences to obtain a desired action that supports progress towards a defined corporate strategic objective.“<sup>979</sup> In der Hauptsache geht es dabei um Informationen, die eine objektive Aktienbewertung und damit eine realistische Einschätzung des inneren Unternehmenswertes ermöglichen.<sup>980</sup> Nur wenn der Investor überzeugt ist, daß die bestehende Informationsasymmetrie zwischen ihm und der Unternehmung auf eine tole-

<sup>971</sup> vgl. **Wolff** (2000:97)

<sup>972</sup> vgl. **Rolke / Wolff** (2000b:239f); in die gleiche Richtung **Hidding** (2000:103f)

<sup>973</sup> vgl. **Täubert** (1998:91)

<sup>974</sup> **Blohm** (2000:110)

<sup>975</sup> vgl. **Döring** (2000b:25f); **Hidding** (2000:103)

<sup>976</sup> vgl. stellvertretend **Schmidt** (2000:45ff); **Schander / Lucas** (1998:75ff)

<sup>977</sup> vgl. **Brandt** (2000:117ff); **Schmidt** (2000:45)

<sup>978</sup> vgl. **Täubert** (1998:166); **Drill** (1995:81)

<sup>979</sup> **Merkel** (1989:64)

rierbar geringe Differenz abgebaut wurde, dürfte er bereit sein, ohne Risikoabschläge einen dem inneren Wert der Unternehmung angemessenen Aktienkurs zu bezahlen. Aus Unternehmenssicht optimiert eine angemessene, langfristig maximale Börsenbewertungshöhe daher den Shareholder Value und unterstützt somit die Unternehmenszielerreichung.

Grundsätzlich sind zu transportierende Informationen immer unternehmensspezifisch und von der individuellen wirtschaftlichen Situation abhängig. Dennoch lassen sich bestimmte Informationsinteressen der Investoren generalisieren, mit denen die durch die Unternehmung angebotenen Informationsinhalte korrespondieren sollten.

#### 4.3.1. Ableitung generalisierbarer Informationsbedürfnisse

Zu einem Teil lassen sich Informationsbedürfnisse aus den Erfordernissen der **Akti-enanalyse** ableiten, die bereits an früherer Stelle ausführlich behandelt wurde. Ein besonderes Informationsinteresse der Investoren im Rahmen der Fundamentalanalyse ist bezüglich gesamtwirtschaftlicher, branchen- und unternehmensbezogener Faktoren zu unterstellen. Bei der technischen Analyse beschränkt sich das Interesse der Anleger auf die Kurse und Umsätze vorangegangener Handelstage.<sup>981</sup>

Darüber hinaus kann die Kritik an den deutschen **Rechnungslegungsvorschriften** als Deduktionsgrundlage für Informationsbedürfnisse der Investoren genutzt werden. Da die deutschen Bilanzierungsregeln auf den Gläubigerschutz ausgerichtet sind, weisen die Jahresabschlüsse deutscher Unternehmungen im internationalen Vergleich einen geringeren Informationsgehalt auf. Kritiker fordern daher die Übernahme der stärker investororientierten, auf dem Prinzip des „true and fair view“ basierenden Bilanzierungsvorschriften US-GAAP bzw. IAS.<sup>982</sup> Bis dahin ist den Investoren daran gelegen, möglichst umfängliche Zusatzinformationen und Erläuterungen zum Jahresabschluß zu erhalten, die eine exaktere Beurteilung der Unternehmenssituation erlauben.<sup>983</sup> Das gilt insbesondere für die Ansatz- und Bewertungswahlrechte.

Im Bereich Ansatz existiert eine Vielzahl von Wahlrechten, z.B. bei Rückstellungen oder derivativen Geschäfts- oder Firmenwerten, die einen erhöhten Erklärungsbedarf in bezug auf die Art und Weise der Ausübung nach sich ziehen. Vor allem bei der Bewertung von Unternehmungen, die am Neuen Markt gelistet sind, haben Ansatzverbote möglicherweise zu Informationsverzerrungen im Hinblick auf die wirtschaftliche Lage geführt. Ökonomisch wertvolle Posten, wie beispielsweise F&E-Kosten,

---

<sup>980</sup> vgl. **Drill** (1995:81). Drill merkt darüber hinaus an, daß auch andere Sachverhalte, bei denen Kursbewegungen zu erwarten sind, unverzüglich publiziert werden müssen.

<sup>981</sup> vgl. **Hank** (1999:76)

<sup>982</sup> vgl. **Hank** (1999:82); **Mandler** (1996:722); **Förschle / Glaum / Mandler** (1995:399ff); **Küting / Hütten / Lorson** (1995a:1809). Zahlreiche weltweit agierende deutsche Konzerne präsentieren ihre Jahresabschlüsse freiwillig nach internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen, um attraktiv für internationale Anleger zu bleiben oder zu werden. Für die Unternehmungen des Neuen Marktes ist der Jahresabschluß US-GAAP bzw. IAS verpflichtend; vgl. **Schäfer** (2000:89).

<sup>983</sup> vgl. **Hank** (1999:82)

Werbeaufwendungen, selbsterstellte immaterielle Vermögenswerte oder originäre Firmenwerte, sind aufgrund handelsrechtlicher Vorschriften nicht bilanzierbar, obwohl sie für die Investorenöffentlichkeit von erheblichem Interesse sind. Daher ist ein zusätzliches Informationsbedürfnis des Anlegers – sowohl in qualitativer als auch in quantitativer Hinsicht – über die Angaben im Jahresabschluß hinaus zu unterstellen.<sup>984</sup> Auch bei den Bewertungswahlrechten verhindern Einzelvorschriften eine dem Prinzip des „true and fair view“ entsprechende Bilanzierung.

Unterschiede zwischen deutschen und internationalen Bilanzierungsrichtlinien beschränken sich nicht nur auf die Art der Bilanzierung, sondern auch auf publikationspflichtige Sachverhalte. So gibt es in den deutschen Bilanzierungsnormen keine verbindliche Verpflichtung zur Erstellung einer Kapitalflußrechnung bzw. einer detaillierten Segmentberichterstattung.<sup>985</sup> Entsprechende Informationslücken sind im Rahmen einer bedarfsgerechten Investor Relations-Politik zu schließen, da diese sich andernfalls in einem globalen Kapitalmarkt als Nachteil im Wettbewerb um Eigenkapital auswirken würden.

Eine weitere Grundlage für die theoretische Deduktion von Informationsbedürfnissen ist die **Erfolgsfaktorenforschung**, da prinzipiell anzunehmen ist, daß Investoren ein hochgradiges Interesse an Informationen haben, die Aufschluß über die Existenz und Ausprägung erfolgsdeterminierender Schlüsselfaktoren in der fokalen Unternehmung geben.<sup>986</sup>

Allerdings existiert eine Vielzahl von Projekten in der Erfolgsfaktorenforschung, die zu abweichenden, zumindest nicht völlig deckungsgleichen Ergebnissen kommen.<sup>987</sup> Einen hohen Bekanntheitsgrad haben das PIMS-Programm<sup>988</sup> sowie die Untersuchung von Peters / Waterman<sup>989</sup> erreicht. Ohne auf die einzelnen Ergebnisse im Rahmen dieser Arbeit eingehen zu können, ist allerdings festzustellen, daß nicht nur finanzwirtschaftliche Aspekte den Erfolg einer Unternehmung determinieren, sondern in starkem Maße realwirtschaftliche Aspekte eine Rolle spielen. Vor allem Peters / Waterman postulieren die Relevanz qualitativer Faktoren und heben im Rahmen ihres 7-S-Modells die *soft facts* – wie z.B. Selbstverständnis, Spezialkenntnisse und Stil – hervor, die einen besonderen Einfluß auf den Unternehmenserfolg ausüben.<sup>990</sup> Tiemann nennt weitere Faktoren wie beispielsweise die Schulung und Ausbildung

<sup>984</sup> vgl. **Hank** (1999:83); **Mandler** (1996:723); **Busse von Colbe** (1993:22ff);

<sup>985</sup> vgl. zur Forderung nach einer Segmentberichterstattung **Drill** (1995:84)

<sup>986</sup> vgl. **Hank** (1999:76; 80f). Hank ist der Meinung, daß auch Mißerfolgskrisen für die Anleger von Interesse sind. Dem ist entgegenzustellen, daß diese Ansicht zwar theoretisch richtig sein mag, aber in der Praxis nicht umsetzbar ist und daher keine Relevanz für die Investor Relations-Arbeit hat, weil keine Unternehmung ihre Fehler und Mißstände proaktiv kommunizieren wird.

<sup>987</sup> vgl. **Fritz** (1990:94ff), der eine Übersicht zum Stand der Erfolgsfaktorenforschung gibt.

<sup>988</sup> vgl. **Barzen / Wahle** (1991:100ff)

<sup>989</sup> vgl. **Peters / Waterman** (1983)

<sup>990</sup> vgl. **Peters / Waterman** (1983:30ff); ergänzend **Schäfer** (1996:43ff)

der Mitarbeiter, Angaben über die Qualifikation der Unternehmensführung sowie das Unternehmensimage.<sup>991</sup>

Ein Reporting über weiche Faktoren ist in den Unternehmungen in der Regel nur unzureichend ausgeprägt, weil zum einen im klassischen Shareholder Value-Ansatz nur finanzwirtschaftliche Kennzahlen als ausschlaggebend betrachtet werden. Zum anderen ist eine valide Messung qualitativer Faktoren schwierig. Vor allem da die Investoren, um einzelne Einflußgrößen und deren Veränderungen konkreter bewerten zu können, an quantitativen Ergebnissen interessiert sind und allgemein qualitative Formulierungen wie z.B. daß „eine Vitalisierung des gelebten Wertesystems festzustellen ist“ als zu unspezifisch betrachtet werden.<sup>992</sup> Darüber hinaus lassen sich bestimmte Sachverhalte nur schwer oder gar nicht überprüfen, so daß die Akzeptanz kommunizierter Informationen gänzlich von der Glaubwürdigkeit des Senders abhängt.<sup>993</sup>

Eine verständliche, nachvollziehbare und überzeugende Informationspolitik, die den breitgefächerten Informationsbedürfnissen der Investoren Rechnung trägt, verlangt ein qualitativ hochwertiges Reporting, das über die ausschließliche Berichterstattung finanzieller Kennzahlen hinausgeht.

#### 4.3.2. Systematik der Kommunikationsinhalte

Einen wesentlichen Teil der kapitalmarktrelevanten Kommunikationsinhalte bilden gesamtwirtschaftliche und branchenspezifische Informationen. Das Unternehmensumfeld wird durch **gesamtwirtschaftliche Faktoren** geprägt, die einzelne Volkswirtschaften, teilweise sogar die Weltwirtschaft nachhaltig beeinflussen. In der Regel werden technologische, politische, wirtschaftliche und gesellschaftliche Faktoren unterschieden.<sup>994</sup> Die Kenntnis dieser Einflußgrößen ermöglicht der Investorenöffentlichkeit eine bessere Einordnung der Geschäftsentwicklung in die allgemeine Makroökonomie; die Dimensionierung der genannten Fakten wird erleichtert.<sup>995</sup>

**Branchenspezifische Einflußfaktoren** haben nur eine auf bestimmte Wirtschaftszweige begrenzte Relevanz und Wirkung. Spezifische Merkmale sind regelmäßig die Wettbewerbsstruktur, die Positionierung der Unternehmung sowie Charakteristika des Absatz- und Beschaffungsmarktes.<sup>996</sup>

Vorrangig ist die Financial Community jedoch an **unternehmensbezogenen Informationen** interessiert. Dabei ist zwischen finanzwirtschaftlichen und realwirtschaftlichen Daten zu differenzieren.

---

<sup>991</sup> vgl. **Tiemann** (1997:71)

<sup>992</sup> vgl. **Hank** (1999:80)

<sup>993</sup> vgl. **Hank** (1999:79); **Täubert** (1998:168)

<sup>994</sup> vgl. **Hank** (1999:85)

<sup>995</sup> vgl. **Brandt** (2000:117)

<sup>996</sup> vgl. **Brandt** (2000:118); **Bittner** (1996:37f); **Link** (1994:368); **Breuer** (1991:70)

#### 4.3.2.1. Finanzwirtschaftliche Unternehmensinformationen

Die finanzielle Berichterstattung über zurückliegende Perioden bildet die Grundlage für die Investorenöffentlichkeit, sich ein umfassendes Bild von der Unternehmung machen zu können. Um hier die größtmögliche Transparenz im Sinne einer investorengerechten Informationspolitik zu erreichen, erscheint die Erfüllung folgender Anforderungen zielführend:<sup>997</sup>

##### 1. Wahl der maßgeblichen Rechnungslegungsnormen

Die Wahl der Rechnungslegungsnormen, die der finanziellen Berichterstattung zugrunde liegen, wird maßgeblich durch die Größe der Unternehmung, die Hauptabatzmärkte, die Kapitalmärkte, auf denen die Investorengewinnung und Finanzierung sichergestellt werden soll, sowie den für das Rechnungswesen vertretbaren Aufwand bestimmt. Insbesondere Unternehmungen mit globaler Orientierung gehen mehr und mehr dazu über, internationale Rechnungslegungsnormen anzuwenden, da sie auf diese Weise weltweit eine gemeinsame Verständigungsbasis für aktuelle und potentielle Investoren schaffen.

##### 2. Erstellung einer Rechnungslegung nach dem „true and fair view“-Prinzip

Die Rechnungslegung muß einen „true and fair view“ der Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage der Gesellschaft vermitteln. Von primärer Relevanz ist dabei die Konzernrechnung, wobei die einzelnen Jahresabschlüsse auf Basis einer ordnungsgemäßen Rechnungslegung zu erstellen sind.<sup>998</sup> Insbesondere sollte von bilanzpolitischen Maßnahmen – einschließlich der „Stille Reserven-Politik“ – Abstand genommen werden.

Die Aussagefähigkeit einer Konzernrechnung wird erheblich gesteigert, wenn eine Cash Flow-Rechnung aufgezeigt wird, die den generierten Mittelfluß der Unternehmung aus der Geschäftstätigkeit und dem Investitions- und Finanzierungsbereich getrennt darstellt.<sup>999</sup>

##### 3. Verbesserung der finanziellen Zwischenberichterstattung

Die Zeitnähe der Informationsversorgung ist ein entscheidungsbeeinflussendes Kriterium für den Anleger. Aufgrund der fortschreitenden Dynamik auf den Absatz- wie auf den Kapitalmärkten ist es für eine realistische Einschätzung des Börsenwertes inzwischen notwendig, unterjährig im Rahmen einer finanziellen Zwischenberichterstattung (Halbjahres- bzw. Vierteljahresberichte) Informationen über die Entwicklung der wichtigsten Finanzkennziffern bereitzustellen.

---

<sup>997</sup> vgl. **Drill** (1995:87ff)

<sup>998</sup> Die Rechnung muß zuverlässig, neutral, vorsichtig, wahrheitsgetreu wiedergebend und verifizierbar sein. Ferner ist den Grundsätzen der Wesentlichkeit, Vergleichbarkeit und Stetigkeit Rechnung zu tragen und einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise zu entsprechen.

<sup>999</sup> vgl. auch **Hank** (1999:86); **Busse von Colbe** (1993:20)

#### 4. Ausbau einer zukunftsbezogenen finanziellen Berichterstattung

Das Management muß klare Aussagen zur künftig erwartbaren Geschäfts- und Ergebnisentwicklung auf Basis der Planerfolgsrechnungen (z.B. Umsätze und Gewinne nach Segmenten differenziert) und der prospektiven Finanzpläne (geplante Free Cash Flow-Entwicklung in den nächsten fünf Jahren) treffen.

Auf eine detaillierte Darstellung, welche Kennziffern im Einzelnen als relevant für eine transparente Berichterstattung zu erachten sind und wie ein dementsprechendes effizientes Rechnungswesen zu gestalten ist, wird an dieser Stelle verzichtet.<sup>1000</sup>

##### 4.3.2.2. Realwirtschaftliche Unternehmensinformationen

Um einer objektiven und dem inneren Wert der Unternehmung entsprechenden Bewertung der Aktie durch den Kapitalmarkt Vorschub zu leisten, muß die finanzielle Berichterstattung – auch wenn sie bereits einen hohen Transparenzgrad erreicht – ergänzt werden. Denn um eine zuverlässige und tragfähige Einschätzung der aktuellen Geschäftslage und der Geschäftsperspektiven zu gewährleisten, ist eine detaillierte Versorgung der Investorenöffentlichkeit mit Informationen über die operativen, d.h. realwirtschaftlichen Vorgänge in der Unternehmung erforderlich.<sup>1001</sup> Nur so sind realistische Aussagen zu künftigen Zahlungsströmen und damit zum Kurspotential der Aktie möglich. Die Weitergabe realwirtschaftlicher Unternehmensinformationen geschieht häufig in Form einer qualitativen Berichterstattung.

Vordringlich ist dabei, daß die Unternehmensführung ausführlich über die Strategien der Gesamtunternehmung und der einzelnen Geschäftsbereiche informiert. Dazu gehört die umfängliche Darstellung sämtlicher interner und externer Erfolgsfaktoren, die künftige Erfolgspotentiale der Gesellschaft und deren Realisierungsgrad determinieren.

Besondere Bedeutung erlangt dabei zum einen die **strategisch-kulturelle Dimension**. Neben der Darstellung der langfristigen Unternehmensziele und der ihnen zugrunde liegenden Geschäftspolitik ist eine kommunikative Präsentation von fundamentalen Unternehmenscharakteristika für die Vermittlung eines umfänglichen Eindrucks des Potentials bzw. der künftig erwartbaren Leistungsfähigkeit der Unternehmung hilfreich. So kann beispielsweise die Thematisierung der unternehmerischen Vision dem Investorenpublikum die Weitsicht des Managements dokumentieren.<sup>1002</sup>

Auch sollten in diesem Zusammenhang die Unternehmensphilosophie, das Selbstverständnis sowie die Werte und Normen der Unternehmung dem Anleger näher gebracht werden. Unter diesem Themenkreis werden verschiedene Indikatoren subsu-

---

<sup>1000</sup> vgl. zu einzelnen Angaben im Rahmen der finanziellen Berichterstattung **Brandt** (2000:117ff); **Schäfer** (2000:87ff); **Lindhorst** (1998:145ff); **Drill** (1995:93ff)

<sup>1001</sup> vgl. **Hank** (1999:86); **Drill** (1995:96)

<sup>1002</sup> vgl. **Drill** (1995:96)



miert wie z.B. die Organisations- und Kommunikationsstruktur, der Führungsstil, aber auch das soziale, kulturelle und ökologische Engagement.<sup>1003</sup>

Eine zentrale Einflußgröße hinsichtlich der Performance einer Unternehmung ist das Management, das in der Regel eine Kontinuität in der Entscheidungsfindung gewährleistet und somit einen Garanten für die zukünftige Ertragskraft darstellt.<sup>1004</sup> Aufgrund des hohen Stellenwerts des Managements für den Unternehmenserfolg können Auskünfte über die Fähigkeiten, die Qualifikation und Motivation der leitenden Mitarbeiter für die Investoren eine entscheidungsrelevante Information darstellen. Die Qualität der eingeschlagenen Unternehmensstrategie korreliert bis zu einem bestimmten Grad mit der Qualität des Managements. Aussagen zu zukünftigen Zielen und den dorthin führenden, geplanten Maßnahmen werden daher von den Investoren häufig an der Güte der Unternehmensführung, die objektiv am Zielerreichungsgrad in der Vergangenheit festmachbar ist, sowie an der subjektiv wahrgenommenen Vertrauenswürdigkeit und Seriösität des Managements gespiegelt.<sup>1005</sup> Informationen zur Ausbildung und zum beruflichen Werdegang des Managements sind für den Anleger folglich Hilfen bei der Urteilsbildung, die zusätzlich durch die tatsächlichen Entscheidungen und durch das mediale Agieren der einzelnen Manager geprägt wird.

Die zweite Ebene qualitativer, zukunftsbezogener Informationen bildet die **leistungswirtschaftliche Dimension**, in der Angaben zur Geschäftstätigkeit und zur Geschäftsentwicklung gemacht werden. Im Mittelpunkt steht eine fundierte Berichterstattung über den produktiven Transformationsprozeß entlang der gesamten Wertschöpfungskette bereit. Der Funktionsbereich der Forschung und Entwicklung nimmt aufgrund seiner besonderen Bedeutung für die zukünftige Unternehmensentwicklung eine herausragende Stellung neben den Gebieten Beschaffung, Produktion und Absatz ein.<sup>1006</sup> Die Unternehmung sollte dementsprechend den Kapitalmarktteilnehmern einen Überblick über den derzeitigen Stand der Produktentwicklung geben, die Nachfrage- und Konkurrenzsituation einzelner Produktinnovationen darstellen, etc.<sup>1007</sup>

Darüber hinaus sind Informationen zum Leistungsprogramm und zur Marketingpolitik der einzelnen Geschäftsbereiche von Interesse für die Aktionäre. Die Stärken und Schwächen der Unternehmung bzw. einzelner Geschäftsbereiche, die Wettbewerbsfähigkeit der Produkte und das Image bzw. die Positionierung auf dem Markt sind Anhaltspunkte, die das Wachstumspotential und damit die Anlageattraktivität der betreffenden Aktie beeinflussen. Diese qualitativen Themen sollten dem Interesse der Anleger entsprechend in der Finanzkommunikation aufgegriffen und ausführlich

---

<sup>1003</sup> vgl. **Hank** (1999:87); **Born** (1995:76f); **Paul** (1991:929); **Ellis** (1985:38)

<sup>1004</sup> vgl. **Hank** (1999:87)

<sup>1005</sup> vgl. **Hank** (1999:87); **Süchting** (1986:659); **Chugh / Meador** (1984:19f)

<sup>1006</sup> vgl. **Hank** (1999:86)

<sup>1007</sup> vgl. **Brandt** (2000:126)

behandelt werden. Zwar werden die Kapitalmarktteilnehmer – und hier insbesondere die Analysten – nicht immer alle Informationen in gleicher Weise beurteilen, so daß Diskrepanzen in der Einschätzung des wahren Unternehmenswertes zu erwarten sind. Aber der Verzicht auf eine Erläuterung der Unternehmensstrategie, die aufzeigt wie der Unternehmenswert gesteigert und wie die Unternehmensentwicklung gesteuert werden soll, kann die Investoren verunsichern, was möglicherweise zu Risikoabschlägen führt bzw. den gänzlichen Rückzug aus dem spezifischen Aktienengagement zur Folge hat.<sup>1008</sup>

**Tabelle 3: Angaben im Rahmen einer realwirtschaftlichen Berichterstattung**

<b>Strategisch-kulturelle Dimension</b>
<b>Allgemeine Angaben zum Unternehmen</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vision, Leitbild, Unternehmenskultur sowie oberste Ziele der Unternehmung</li> <li>▪ Strategische Ausrichtung auf Gesamtunternehmens- und Geschäftsbereichsebene; verfolgte und geplante Geschäftspolitik</li> <li>▪ Unternehmensaufbau (Beteiligungsstammbaum und Verflechtungen) sowie Organisationsstruktur (Organigramm und Zuständigkeitsbereiche)</li> <li>▪ Alter, Ausbildung und beruflicher Werdegang des Managements (Aufsichtsrat und Geschäftsleitung); Veränderungen in diesen Gremien</li> <li>▪ Rahmenbedingungen der Unternehmenstätigkeit (Wettbewerbssituation, Image, Marktstellung, Stärken / Schwächen)</li> </ul>
<b>Leistungswirtschaftliche Dimension</b>
<b>Angaben zur Geschäftstätigkeit</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Leistungsprogramm und Marketingpolitik der Geschäftsbereiche</li> <li>▪ geplante Investitionsvorhaben, Neuentwicklungen sowie Forschungs- und Entwicklungsarbeit</li> <li>▪ Auslandsaktivitäten / Exportengagement</li> <li>▪ Umweltverträglichkeit und -orientierung des Unternehmens (z.B. Ökobilanz)</li> <li>▪ Entwicklung von Mitarbeiterzahl, Lohnkosten und Arbeitsproduktivität</li> <li>▪ Qualifikationsgrad und Altersstruktur des Mitarbeiterbestands; Personalbeschaffungs-, Ausbildungs- und Fortbildungspolitik</li> <li>▪ Sozialpolitik, Führungsstile und -grundsätze, gewerkschaftsbezogene Aktivitäten</li> <li>▪ Kooperationen, strategische Allianzen, Netzwerke mit Unternehmen / Institutionen sowie Akquisitions-, Kooperations- und Desinvestitionsabsichten</li> <li>▪ Beschaffungs- und Vorratspolitik</li> </ul>
<b>Angaben zur aktuellen und zukünftigen Geschäftsentwicklung</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ umfassende und konkrete Ausführungen zur aktuellen Geschäftslage (Kapazitätsauslastung der Produktionsbetriebe und der Beschäftigten, Großaufträge, Produktneuentwicklungen, Wettbewerbssituation, Marktanteile)</li> <li>▪ konkrete und verständliche Angaben zur künftig erwarteten Geschäftsentwicklung (Branchen-, Markt- und Unternehmensentwicklung)</li> </ul>

Quelle: Drill (1995:97) und Diehl (1993:178f)

<sup>1008</sup> vgl. Drill (1995:96); Breuer (1991:77); Merkel (1989:69ff)

### 4.3.3. Charakteristika der Kommunikationsinhalte

Die bei der Informationsvermittlung transportierten Kommunikationsinhalte lassen sich nach der Art ihrer Darstellung wie folgt einteilen:<sup>1009</sup>

#### 1. Vergangenheits-, gegenwarts- und zukunftsorientierte Informationen

Vergangenheitsorientierte Informationen finden sich beispielsweise in Bilanzen, die primär darauf ausgerichtet sind, retrospektiv die bisherige Entwicklung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von Unternehmungen in einem begrenzten Betrachtungszeitraum darzustellen. Für aktuelle oder potentielle Investoren sind genaue Informationen über die gegenwärtige, wirtschaftliche Situation und deren historische Entstehung eine zwingende Voraussetzung, um eine tragfähige Aktienanalyse durchführen zu können.<sup>1010</sup> Zudem dokumentieren die Bilanzkennzahlen den Zielerreichungsgrad der Unternehmung in der Vergangenheit.

Partiell fungieren die aktuellen (Bilanz- bzw. Zwischenberichts-)Daten und Fakten auch als prospektive Indikatoren, da sie als Basis für Prognosen herangezogen werden können.<sup>1011</sup> Aber für eine investorengerechte Informationspolitik sind sie unzureichend, da sich die künftige Ertragsstärke einer Unternehmung nicht in den Ergebnissen vergangener Perioden widerspiegelt, das Informationsbedürfnis der Anleger im wesentlichen jedoch auf Informationen zur Beurteilung künftiger Ausschüttungen gerichtet ist.

Für langfristig orientierte Anleger haben zukunftsgerichtete Informationen daher einen ungleich höheren Stellenwert als aktuelle bzw. vergangenheitsbezogene Informationen.<sup>1012</sup> „Das Interesse an Information über die zukünftige Unternehmensentwicklung ist weitaus größer als das Interesse an Informationen über die aktuellen und zurückliegenden Ereignisse.“<sup>1013</sup> Auf Basis traditioneller Bilanzkennzahlen lassen sich künftige Veränderungen des Unternehmenswertes jedoch nur bedingt prognostizieren, da manche Daten unvollständig oder gar nicht zur Verfügung stehen.<sup>1014</sup> Investoren haben dementsprechend ein Hauptinteresse an Informationen über die zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten sowie das Erfolgspotential einer Unterneh-

<sup>1009</sup> vgl. **Täubert** (1998:169)

<sup>1010</sup> Beim klassischen Jahresabschluß handelt es sich in der Hauptsache um „historische“ Daten, da die zugrunde liegende Datenbasis im gesamten abgelaufenen Geschäftsjahr generiert wurde, so daß beim Erscheinen des Geschäftsberichts (ca. drei Monate nach dem Geschäftsjahresabschluß) die enthaltenen Daten bereits bis zu 15 Monate alt sind. Bei Quartalsberichten verringert sich dieser Zeitraum erheblich, trotzdem ist ein Informationsalter von bis zu fünf Monaten festzustellen; vgl. **Müller** (1998c:126). **Accenture** (2001:33) präzisiert den Zeitpunkt der Datenverfügbarkeit. Unternehmungen die im DAX (Nemax) gelistet sind benötigen im Durchschnitt 51,2 (48,8) Arbeitstage bis zur Veröffentlichung ihres Jahresabschlusses. Zum Vergleich: An der NYSE (NASDAQ) notierte Gesellschaften brauchen 13,2 (13,6) Arbeitstage.

<sup>1011</sup> vgl. **Düsterlho** (2000:75); **Hank** (1999:92); **Drill** (1995:87)

<sup>1012</sup> vgl. **Jansch** (1999:125); **Günther / Otterbein** (1996:394)

<sup>1013</sup> **Jansch** (1999:125)

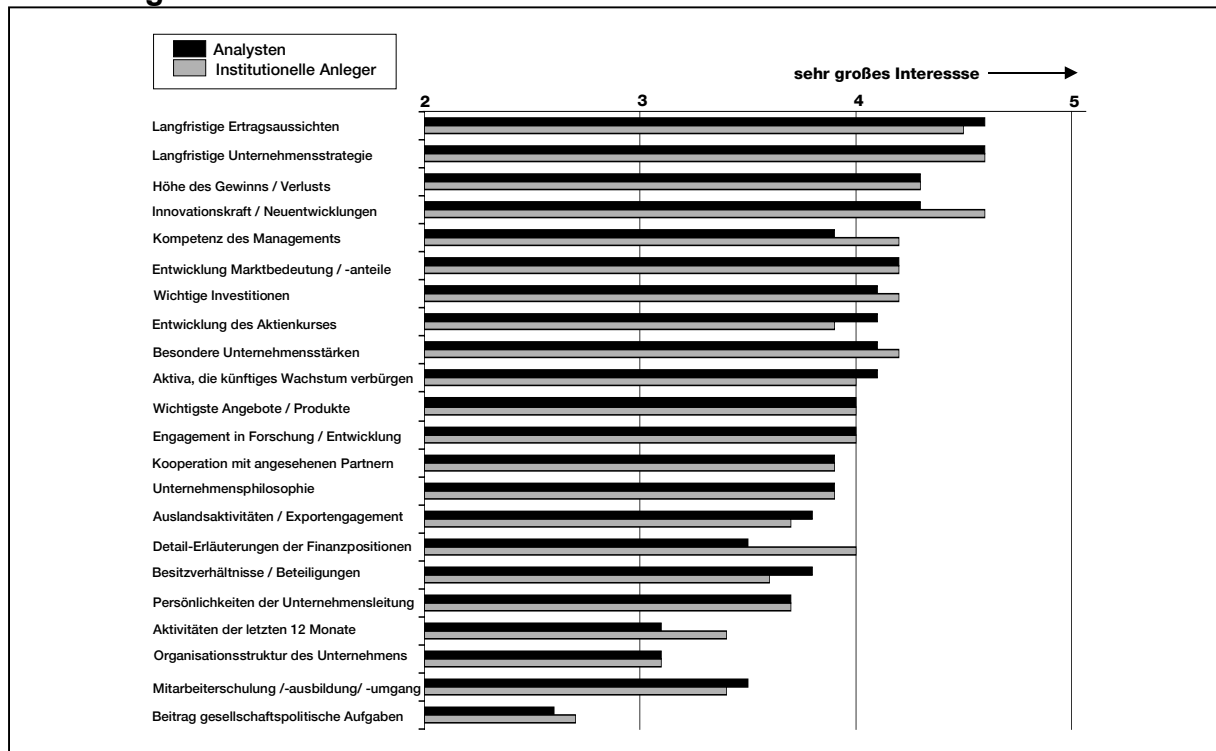
<sup>1014</sup> vgl. **Müller** (1998c:124); **Schlienkamp** (1998:217). Schlienkamp führt exemplarisch an, daß z.B. eine Beurteilung des Managements, der Produkte, der Produktqualität und eine Einordnung der Erzeugnisse im Produktlebenszyklus regelmäßig nicht im Geschäftsbericht zu finden sind.

mung (langfristige Unternehmensstrategie, Marktanteilsentwicklung, langfristige Ertragsaussichten, etc.) und weniger an den Zielgrößen Erfolg und Liquidität.<sup>1015</sup>

Hinsichtlich der Gestaltung der Finanzmarktkommunikation sieht Strenger vor allem aus der Perspektive institutioneller Anleger ein „[...] Interesse an strategischer Orientierung nach vorne statt bemühter Rechtfertigung der Vergangenheit; für letztere wird bekanntlich an der Börse nichts mehr bezahlt“<sup>1016</sup>. Dabei gilt es, die strategischen Zielvorstellungen für einen Zeitraum von fünf Jahren trotz aller Schwierigkeiten bezüglich der Prognosequalität bzw. -genauigkeit zu konkretisieren. Planabweichungen, die nachvollziehbar auf veränderten Rahmenbedingungen basieren, werden durch den Anleger zunehmend akzeptiert und gegenüber einer insuffizienten, nicht-zukunftsorientierten Informationspolitik präferiert.<sup>1017</sup>

Die IRES-Studie 1998 unterstreicht empirisch die Relevanz der Zukunftsgerichtetheit von Informationen in der Kapitalmarktkommunikation (Abb.30⇒).

**Abbildung 30: Interesse an Investor Relations-Informationen**



Quelle: IRES (1998) nach Franke (2000:80)

Ein hohes Informationsinteresse besteht bei Analysten und institutionellen Investoren vor allem an der langfristigen Ausrichtung der Unternehmung sowie an potentialdeterminierenden Parametern wie der Kompetenz des Managements und der Innovationskraft der Unternehmung.<sup>1018</sup> Insbesondere professionelle Kapitalmarktteilnehmer sind daran interessiert, neben der gegenwartsbezogenen Information perspektivische

<sup>1015</sup> vgl. Jansch (1999:125); Günther / Otterbein (1996:394)

<sup>1016</sup> Strenger (1996:468)

<sup>1017</sup> vgl. Strenger (1996:468); Drill (1995:92)

<sup>1018</sup> vgl. auch Jansch (1999:126)

Einblicke in die Unternehmensplanung zu erhalten.<sup>1019</sup> Da an den Kapitalmärkten typischerweise Erwartungen gehandelt werden, fallen den wirtschaftlichen Perspektiven der Gesellschaft – d.h. ihrem Potential, künftig Erträge zu erwirtschaften – eine zentrale Rolle bei der Beurteilung als Investmentobjekt zu. Daraus abzuleiten ist ein gesteigertes Interesse der Financial Community an den wichtigsten Daten der Kurz- und Mittelfristprognose ebenso wie an Informationen über die Realisierungsmöglichkeiten und -wahrscheinlichkeiten von Erfolgspotentialen.

Die gesetzlich kodifizierten Offenlegungspflichten (§325 Abs. 1 HGB) umfassen lediglich den Jahresabschluß (Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Anhang), den Lagebericht und den Bericht des Aufsichtsrats. Diese enthalten in der Regel – mit Ausnahme der Angaben im Lagebericht<sup>1020</sup> – nur vergangenheitsbezogene Informationen.<sup>1021</sup> Über die zukünftige Entwicklung erhält der Investor im Rahmen der publizitätspflichtigen Veröffentlichungen nur geringfügige Informationen.<sup>1022</sup> Um jedoch durch den Aktienkauf zu generierende zukünftige Zahlungsströme abschätzen zu können, benötigt der Anleger über die gesetzlichen Anforderungen hinausgehende, primär zukunftsbezogenen Informationen. Dies kann durch eine Intensivierung der Investor Relations-Aktivitäten und eine genaue Abstimmung der transportierten Angaben auf die Informationsbedürfnisse der Investoren geschehen.<sup>1023</sup> Möglicherweise ist dazu ein neues Berichtswesen bzw. Reportingsystem erforderlich, das nicht nur quantitative, sondern auch qualitative Informationen berücksichtigt (vgl. Kap.5).

## 2. Quantitative und qualitative Informationen

Grundsätzlich vermitteln quantitative Informationen den Anschein größerer Genauigkeit. Sachverhalte, die numerisch auf eine Kennzahl reduziert werden, lassen anders als Formulierungen kaum Interpretationsspielräume offen und konzentrieren Inhalte maximal. Gleichzeitig spiegeln quantitative Daten einen höheren Grad an Objektivität wider. Die Richtigkeit von Zahlenangaben kann vergleichsweise einfach festgestellt werden, Schätzungen auf deren Plausibilität überprüft und Rechenwege nachvollzogen werden.<sup>1024</sup> Darüber hinaus wird die unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit von quantifizierten Angaben erleichtert.

Qualitative Daten bieten nicht denselben Grad an Exaktheit, Überprüf- und Vergleichbarkeit. Neben die sprachinhärenten Interpretationsspielräume tritt die Möglichkeit, Sachverhalte zu manipulieren und die Unternehmenssituation einseitig positiv darzustellen, weil die Überprüfbarkeit qualitativer Aussagen und damit die Sanktionierbarkeit von bewußten Fehlinformationen großenteils nicht gegeben ist.

<sup>1019</sup> vgl. **Schlienkamp** (1998:214)

<sup>1020</sup> vgl. **Müller** (1998c:126)

<sup>1021</sup> Im wesentlichen handelt es sich um Kennzahlen aus dem betrieblichen Rechnungswesen, die sich auf vergangene Geschäftsperioden beziehen.

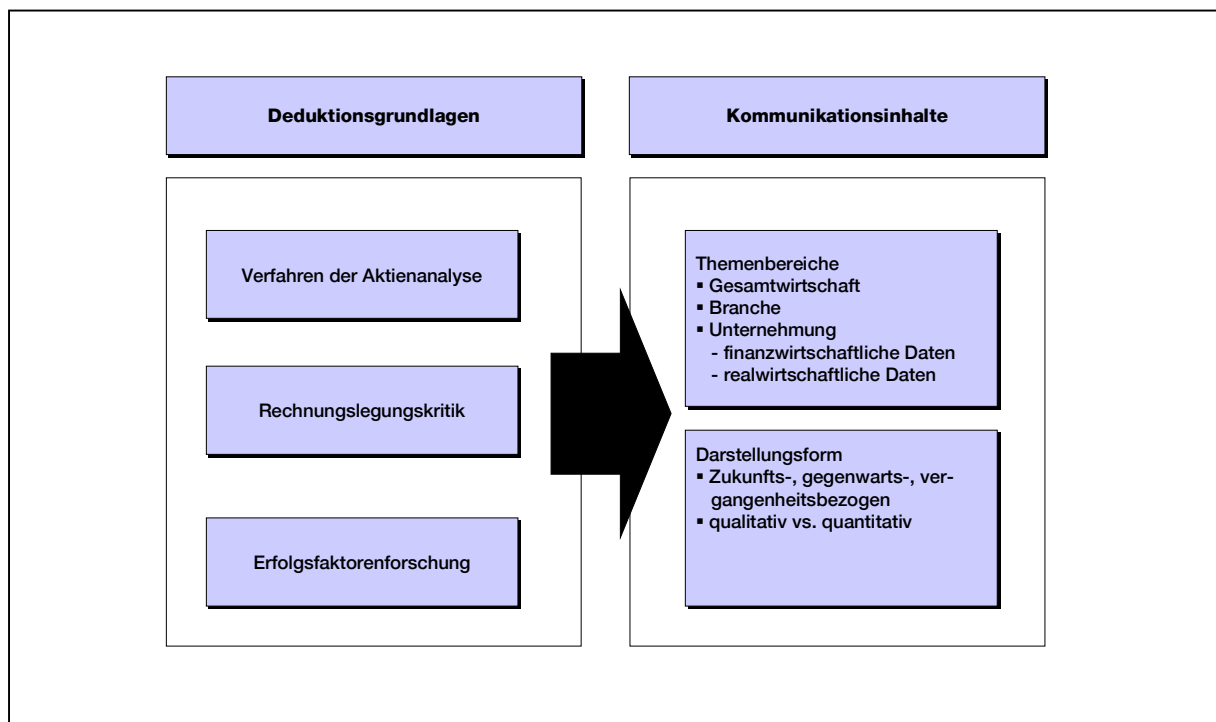
<sup>1022</sup> vgl. **Jansch** (1999:126)

<sup>1023</sup> vgl. **Jansch** (1999:128)

<sup>1024</sup> vgl. **Hank** (1999:75)

Hank befürwortet daher im Sinne einer neutralen und objektiven Informationsvermittlung, die relevanten Sachverhalte soweit wie möglich zu quantifizieren.<sup>1025</sup> Einige Themen – wie z.B. Arbeitszufriedenheit oder Kommunikationskultur – entziehen sich naturgemäß einer quantifizierenden Berichterstattung oder eine Quantifizierung ist aufgrund der Zukunftsgerichtetheit bestimmter Aspekte mit großer Unsicherheit behaftet – wie z.B. beim Thema strategische Planung. Diese möglicherweise entscheidungs- bzw. kursrelevanten Informationsinhalte jedoch in der Kapitalmarktkommunikation zu exkludieren, erscheint nicht sinnvoll. Vielmehr ist in diesem Zusammenhang ein Ausweichen auf qualitative Informationen anzustreben, sofern diese in sachlicher und nüchterner Form präsentiert werden.<sup>1026</sup> Hank schlägt weiter vor, nach Möglichkeit quantifizierbare Indikatoren zu ermitteln, die mit dem jeweiligen qualitativen Themengebiet korrelieren und auf diese Weise Rückschlüsse erlauben.<sup>1027</sup> Beispielsweise könnte für die Arbeitszufriedenheit als quantifizierbarer Indikator die Zahl der Fehltage oder die Fluktuationsrate herangezogen werden.

### Abbildung 31: Kommunikationsinhalte von Investor Relations



Quelle: modifiziert nach Hank (1999:94)

Bei Informationen, die nur mit großer Unsicherheit quantifiziert werden können, ist abzuschätzen, ob eine Quantifizierung mit Berücksichtigung von Eintrittswahrscheinlichkeiten oder ob eine ausführliche verbale Erläuterung zukünftiger Auswirkungen und Konsequenzen, die als Basis eigener Quantifizierungsprozeduren dienen können, für den Informationsadressaten zielführender ist.

<sup>1025</sup> vgl. Hank (1999:90)

<sup>1026</sup> vgl. Hank (1999:91)

<sup>1027</sup> vgl. Hank (1999:91)

## 5. Value Reporting als wertorientierter und investorengerechter Ansatz einer systematischen Kapitalmarktkommunikation

Im Zuge der verstärkten Berücksichtigung des Shareholder Value-Ansatzes als Instrument der Unternehmensführung gewinnt auch die entsprechende Berichterstattung, d.h. die finanzwirtschaftliche Information und Kommunikation<sup>1028</sup> an Bedeutung.<sup>1029</sup> Im allgemeinen fällt dieses Schnittstellenmanagement zwischen Unternehmung und Investorenöffentlichkeit in den Geltungsbereich der Investor Relations. Im neueren Schrifttum wird jedoch die spezielle Berichterstattung bzw. Kommunikation bezüglich der Wertentwicklung einer Unternehmung mit dem Begriff „Value Reporting“ spezifiziert.<sup>1030</sup> Wright / Keegan definieren: „In essence, value reporting focuses on long-term cash – i.e. cash that will come through the company’s door at some future date – and other types of performance information that impact shareholder wealth, the company’s prospects, and the financial markets’ assessment of the company.“<sup>1031</sup> Hervorzuheben ist, daß Wright / Keegan die Ausweitung der Informationsbereitstellung auf zusätzliche (allerdings nicht näher definierte) Meßgrößen postulieren, damit die Prognose des zu erzielenden Shareholder Values erleichtert wird. Die primäre Aufgabe des Value Reporting besteht in der externen Finanzberichterstattung über die betriebliche Wertschaffung.<sup>1032</sup> „Ziel dieser Kommunikation des Unternehmenswertes nach außen ist, die Wertentwicklung am Kapitalmarkt mit der innerbetrieblichen Wertentwicklung in Einklang zu bringen.“<sup>1033</sup>

Um die interne Wertgenerierung, die anhand von DCF- und anderen Konzepten gemessen werden kann, in eine angemessene investorensseitige Bewertung der Unternehmung zu überführen, ist im Rahmen des Value Reporting eine detaillierte Information notwendig, die über die herkömmlichen Angaben der klassischen Finanzpublizität hinausgeht und z.T. neue, ergänzende bzw. veränderte Informationsinhalte erfordert.<sup>1034</sup> Zentrales Kriterium bei der Auswahl, Überarbeitung bzw. Präzisierung einzelner Informationsinhalte sind die **Informationsbedürfnisse der Investoren**, die häufig durch Shareholder Value-Überlegungen motiviert sind.

<sup>1028</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:149), die die finanzielle (Wert-)Kommunikation weiterfassen als die (Wert-)Information, da für die Informationsempfänger zum einen ein möglichst großer Informationsgehalt generiert werden soll und zum anderen auch Feedback-Möglichkeiten einzurichten sind. **Loistl / Mohamed-Bakry** (2001:122) stellen fest, daß Dialogelemente in der Kapitalmarktkommunikation erhebliche Relevanz haben, die bloße Bereitstellung von Informationen reicht nicht aus.

<sup>1029</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:147); **Müller** (1998b:151); **Müller** (1998c:124)

<sup>1030</sup> vgl. **Eccles et al.** (2001:211ff); **Kötzle / Niggemann** (2001:633ff); **PricewaterhouseCoopers** (2000a:8ff); **PricewaterhouseCoopers** (2000b:22); **Volkart / Labhart** (2000:146ff); **Eccles / Fletcher** (1999:2ff); **Eccles / Nelligan** (1999:11ff); **Labhart** (1999:29ff); **Müller** (1998b:151ff); **Müller** (1998c:123ff); **Wright / Keegan** (1997:1). **Kötzle / Niggemann** (2001:634) führen an, daß Begriffe wie „Business Reporting“, „Wertkommunikation“, „Kapitalmarktkommunikation“, „Shareholder Value Reporting“ im Kern identische Sachverhalte bezeichnen. In der vorliegenden Arbeit wird vornehmlich der Begriff Value Reporting verwendet.

<sup>1031</sup> **Wright / Keegan** (1997:1)

<sup>1032</sup> vgl. **Volkart** (1998:85)

<sup>1033</sup> **Kötzle / Niggemann** (2001:634)

<sup>1034</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:147); **Müller** (1998b:151f)

Insbesondere die bislang im Geschäftsbericht und der Gewinn- und Verlustrechnung zur Verfügung gestellten, vergangenheits- und gewinnorientierten Bilanzkennzahlen können auf diese Weise eine sinnvolle Erweiterung durch wertrelevante Daten erfahren, die in einem direkten Zusammenhang mit der Schaffung von Shareholder Value stehen. Allerdings soll das Value Reporting die traditionellen Daten aus dem Rechnungswesen, auf denen der Jahresabschluß basiert, keinesfalls ersetzen, sondern lediglich durch eine Ergänzung der transportierten Inhalte den Investoren eine verbesserte Entscheidungsbasis zur Verfügung stellen.<sup>1035</sup> „Nur wenn über die Shareholder Value Maßnahmen eine transparente Berichterstattung erfolgt, kann sich der Aktienkurs in der gewünschten Weise entwickeln [Kursivdruck im Original; C.Z.]“<sup>1036</sup>

Zu diesem Zweck kommen zwar auch zusätzliche Informationen aus dem Rechnungswesen zum Einsatz, vor allem aber werden qualitative Ergänzungsinformationen bereitgestellt, die bisher nicht erfaßt wurden. Daher hat das Value Reporting auch für Unternehmungen, die bereits nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften bilanzieren, eine Transparenzsteigernde Funktion. Da sich das Value Reporting darüber hinaus in der Hauptsache auf Daten und Angaben stützt, die nicht aus der Rechnungslegung stammen, hat diese Art der Investoreneinformation für die Unternehmung den Vorteil der Steuerneutralität.<sup>1037</sup>

### 5.1. Value Reporting als Zwei-Ebenen-Modell

Generell läßt sich das Value Reporting nach Labhart in zweifacher Hinsicht beschreiben: „Value Reporting ist die offizielle, externe Berichterstattung eines Unternehmens, die (1) geeignet ist, die Informationsasymmetrie zwischen interner und externer Sicht des Value Based Management zu reduzieren und (2) selbst Teil des Value Based Management ist. [Kursivdruck im Original; C.Z.]“<sup>1038</sup> Diese Definition wird nachfolgend weiter erläutert:

1. Value Reporting ist das auf wertrelevante Informationen reduzierte zentrale Element fortschrittlicher Investor Relations,<sup>1039</sup> das die Informationsasymmetrie zwischen interner und externer Sicht der wertorientierten Unternehmensführung vermindert.<sup>1040</sup> Anders ausgedrückt sind lediglich diejenigen Informationen integraler Bestandteil des Value Reporting, die zur Wertmessung und zur Einschätzung der Effizienz einer wertorientierten Unternehmensführung aus Investorensicht notwendig sind. Diese Informationen können im Regelfall durch die Unternehmung mit einem komparativen Vorteil gegenüber anderen Quellen zur Verfü-

<sup>1035</sup> vgl. Müller (1998c:125f)

<sup>1036</sup> Müller (1998b:152)

<sup>1037</sup> vgl. Müller (1998c:126)

<sup>1038</sup> Labhart (1999:30f)

<sup>1039</sup> vgl. Kötzle / Niggemann (2001:634); Volkart / Labhart (2000:149).

<sup>1040</sup> vgl. Labhart (1999:30)



gung gestellt werden, da sie aus dem proprietären Informationssystem stammen und unternehmensextern nur näherungsweise geschätzt werden können.<sup>1041</sup>

2. Value Reporting hat neben der kommunikativ-inhaltlichen Komponente auch eine Wertdimension. Es ist Teil einer wertorientierten Unternehmensführung und wird anhand seines Wertsteigerungsbeitrags beurteilt. Value Reporting erfüllt die Funktion eines eigenständigen Werttreibers.<sup>1042</sup>

Trotz der theoretisch soliden Argumentation (siehe auch Kap. 4.1.2.) ist es schwierig, den Beitrag des Value Reporting als Werttreiber zur Generierung von Shareholder Value zu quantifizieren. Botosan hat diese Quantifizierung des Value Reporting-Einflusses geleistet und in einer komplexen empirischen Studie einen signifikanten Zusammenhang zwischen Reporting-Qualität und Kapitalkosten nachgewiesen.<sup>1043</sup> Bei einer Verbesserung des Value Reporting um einen Qualitätspunkt sinken die Kapitalkosten um 28 Basispunkte.<sup>1044</sup> Botosan belegt damit die Bedeutung des Value Reporting als Werttreiber und zeigt dessen erhebliches Wertsteigerungspotential vor allem für Unternehmungen mit einer geringen Analystenabdeckung. Labhart geht davon aus, daß durch eine umfassende und glaubwürdige Diskussion wichtiger Kennzahlen durch das Management im Geschäftsbericht c.p. die Kapitalkosten um bis zu 150 Basispunkte gesenkt werden können.<sup>1045</sup> Richardson / Welker weisen in einer Studie ebenfalls nach, daß eine signifikante Beziehung zwischen dem Ausmaß der finanziellen Berichterstattung und den Kapitalkosten besteht.<sup>1046</sup> Insbesondere bestätigen sie die Ergebnisse von Botosan, die eine Reduktion der Kapitalkosten durch eine Erweiterung der Finanzberichterstattung vor allem bei denjenigen Unternehmungen feststellen konnte, die nur von wenigen Analysten beobachtet wurden. Value Reporting eröffnet folglich erhebliche Möglichkeiten zur Wertsteigerung.

Zu einem ähnlichen Schluß kommen Loistl / Mohamed-Bakry, die den Zusammenhang zwischen der Qualität der Kapitalmarktkommunikation und der Kursentwicklung der betrachteten Unternehmungen am Neuen Markt analysiert ha-

---

<sup>1041</sup> vgl. **Kötzle / Niggemann** (2001:634); **Labhart** (1999:31)

<sup>1042</sup> vgl. **Labhart** (1999:31)

<sup>1043</sup> vgl. **Botosan** (1997:323ff). Allerdings beziehen sich die Ergebnisse lediglich auf eine Branche (US-Maschinenindustrie) und gelten nur für Unternehmungen, die eine vergleichsweise geringe Analystenabdeckung aufweisen. Ausgangspunkt der Untersuchung war ein Index der Reportingqualität (DSCORE) von 122 Unternehmungen, der auf den in den jeweiligen Geschäftsberichten transportierten Informationen basiert. Die einzelnen Beurteilungskriterien des DSCORE gliedern sich in die Kategorien Background Information, Ten- or Five-Year Summary of Historical Results, Key Non-Financial Statistics, Projected Information, Management Discussion and Analysis.

<sup>1044</sup> vgl. **Botosan** (1997:344). Anders dagegen **Tiemann** (1997:241ff), der empirisch keine Abhängigkeit der im Rahmen des CAPM ermittelten Eigenkapitalkosten von der Investor Relations-Qualität feststellen kann.

<sup>1045</sup> vgl. **Labhart** (1999:107)

<sup>1046</sup> vgl. **Richardson / Welker** (2001:613)

ben.<sup>1047</sup> Unternehmungen mit einer überdurchschnittlich guten Kapitalmarktmarktmarktkommunikation sind auch Outperformer der Kursentwicklung, während Unternehmungen mit einer schlechten Reporting-Qualität auch bezüglich der Aktienkurse Underperformer sind.<sup>1048</sup>

Ebenfalls in die gleiche Richtung deuten die Ergebnisse einer Studie von Neske et al., die Unternehmungen des Neuen Marktes und des SMAX in Investor Relations-aktive und -passive einteilen.<sup>1049</sup> Investor Relations-aktive Unternehmungen weisen danach eine signifikant bessere Entwicklung des Aktienkurses auf als der Referenzindex (CDAX). Sie erreichten im Durchschnitt eine Outperformance von 67 Prozent, während Investor Relations-passive Unternehmungen eine Underperformance von durchschnittlich 31 Prozent zu verzeichnen hatten.<sup>1050</sup>

Mavrincac / Siesfeld zeigen basierend auf den Ergebnissen einer Experimentaluntersuchung, daß bei großen Unternehmungen, die in der pharmazeutischen Industrie tätig sind, eine Verbesserung der Qualität der Investor Relations bzw. der Kapitalmarktmarktkommunikation in der Wahrnehmung der Investoren um eine Einheit zu einer Erhöhung des Aktienkurses um 0,5 Prozent (Computerindustrie: 0,8 Prozent, Öl- und Gasindustrie: 0,9 Prozent) führt.<sup>1051</sup>

Das Value Reporting als kommunikatives und werttreibendes Element übernimmt eine brückenschlagende Funktion zwischen Unternehmenssicht und Marktsicht, d.h. der internen Wertgenerierung im operativen Leistungserstellungsprozeß, der die aktuellen und zukünftigen Zahlungsströme der Unternehmung determiniert, und der Erwartungshaltung der Investoren, die im Marktwert der Unternehmung zum Ausdruck kommen (Abb.32⇒).<sup>1052</sup>

Value Reporting forciert eine verbesserte Informationsvermittlung durch die freiwillige Publizierung spezifischer wert- bzw. kursrelevanter Daten und erhöht in der Folge die Transparenz der Berichterstattung hinsichtlich der für die Fundamentalanalyse benötigten Angaben. Der gesteigerte Transparenzgrad in der Kapitalmarktmarktkommunikation reduziert für die Investoren das Informations- bzw. Schätzungsrisiko („*estimation risk*“) und wird daher in der Regel mit einer entsprechend reduzierten Renditeforderung belohnt (Senkung der Kapitalkosten).<sup>1053</sup>

<sup>1047</sup> vgl. **Loistl / Mohamed-Bakry** (2001:119ff). Der Untersuchung liegt ein anderes Beurteilungsraster der Kapitalmarktmarktkommunikation zugrunde. Es orientiert sich an den Kategorien Zeitnähe, Glaubwürdigkeit und Qualität und ist daher nur eingeschränkt mit den vorgenannten vergleichbar.

<sup>1048</sup> vgl. **Loistl / Mohamed-Bakry** (2001:135)

<sup>1049</sup> vgl. **Neske et al.** (1999:104f; 138ff). Die Kriterien bestanden u.a. in der Anzahl der durchgeführten Roadshows und One-on-One-Meetings, in der Zeit, die der Vorstand auf Investor Relations-Aktivitäten verwendet, etc..

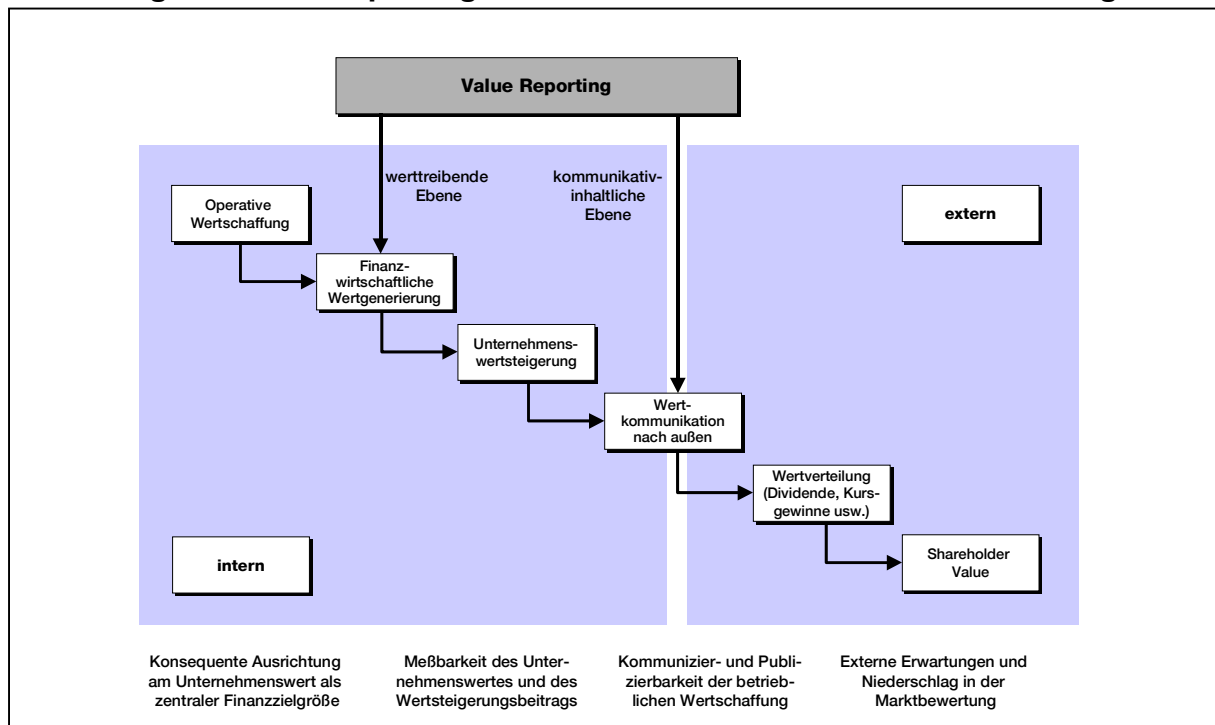
<sup>1050</sup> vgl. **Neske et al.** (1999:143)

<sup>1051</sup> vgl. **Mavrincac / Siesfeld** (1998:17)

<sup>1052</sup> vgl. **Kötzle / Niggemann** (2001:634)

<sup>1053</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:152)

Abbildung 32: Value Reporting im Prozeß der Shareholder Value-Bildung



Quelle: modifiziert nach Volkart (1998:86)

Überdies ist denkbar, daß bereits die Einführung und konsequente Verfolgung eines Value Reporting einen Signalling-Effekt auslöst und positiv auf den Aktienkurs einwirkt.<sup>1054</sup> Denn eine glaubhafte, weil detailliert mit Informationen abgestützte und umfassend kommunizierte Hinwendung zur Shareholder Value-Maximierung als oberstem Unternehmensziel kann eine vorteilhafte Wirkung auf die Investorenmeinung ausüben und zu einer höheren Marktkapitalisierung führen.<sup>1055</sup>

### 5.1.1. Anforderungen an das Value Reporting

Die zusätzlichen Informationen, die im Rahmen des Value Reporting distribuiert werden und die auf eine Verbesserung der Kommunikation zwischen Unternehmung und Financial Community hinzielen, sollten einem bestimmten Anforderungsmuster genügen. Kötzle / Niggemann führen folgende Zielkriterien als normative Parameter an: Anreizverträglichkeit (Objektivität, Zielkongruenz), Analysefähigkeit (Vergleichbarkeit, Relevanz), Kommunikationsfähigkeit (Verständlichkeit, Akzeptanz) und Wirtschaftlichkeit.<sup>1056</sup>

<sup>1054</sup> vgl. Kötzle / Niggemann (2001:634). Labhart (1999:204f) unterstreicht diese Sichtweise mit der Begründung, daß die Aufnahme von Value Reporting-Aktivitäten mit Kosten verbunden ist, die das Management nur dann übernehmen wird, wenn sie eine die Kosten übertreffende Steigerung des Shareholder Value erwartet.

<sup>1055</sup> vgl. Labhart (1999:205)

<sup>1056</sup> vgl. auch für die folgende Detaildarstellung Kötzle / Niggemann (2001:640ff); zurückgehend auf Klein (1999:64)

### **Wirtschaftlichkeit**

Auch für das Value Reporting gelten Wirtschaftlichkeitsmaßstäbe. Darunter ist zu verstehen, daß die Wertkommunikation einen positiven Nettoeffekt in bezug auf die Erzielung eines Shareholder Value generieren muß. Zwar ist dieser Nettoeffekt in der Praxis schwer zu berechnen, theoretisch sind aber „[v]on der aus dem Informationswert einer den Analysten und Investoren zugänglich gemachten Information ableitbaren Bruttowirkung auf die externe Bewertung der Unternehmung [...] Informationskosten zu subtrahieren.“<sup>1057</sup> Als unmittelbare Informationskosten gelten Kosten für die Beschaffung, Bereitstellung, Verarbeitung, Aufbereitung und Distribution von Informationen. Wertschaffend ist die interne Informationsbereitstellung nur, wenn sie einen komparativen Kostenvorteil gegenüber der externen Informationsbeschaffung durch die Financial Community geltend machen kann. Mittelbare (Opportunitäts-) Kosten für Informationen entstehen, wenn aus der Publizierung wettbewerbsrelevanter Angaben (siehe auch Kap. 5.3.) eine kompetitive Benachteiligung der Unternehmung erfolgt.

### **Anreizverträglichkeit**

Anreizverträgliche Informationen erzeugen einen positiven Brutto-Informationswert für die Investorenöffentlichkeit, wenn und solange sie **zielkongruent** sind und das unternehmensspezifische Interdependenzmodell der Einflußgrößen auf den Shareholder Value (Werttreiber, strategische Vorgaben, operative Maßnahmen), welches die Entscheidungen und Handlungen der Unternehmensführung determiniert, vollständig abbilden. Informationen, die aus Managementsicht keinerlei Wertrelevanz haben, werden grundsätzlich exkludiert. Kötzle / Niggemann sprechen sich auch dagegen aus, Informationen zu veröffentlichen, die nur aus Sicht der Analysten und Investoren, aber nicht aus Unternehmenssicht (potentielle) Wertgeneratoren darstellen.<sup>1058</sup> Als Grund wird der Rückgang an Präzision und Eindeutigkeit der Informationen angeführt, der nach Auffassung von Kötzle / Niggemann insbesondere dann auftritt, wenn sich das Reporting an Trend-Werttreibern, wie z.B. der Cash Burn-Rate<sup>1059</sup> oder dem dynamischen Kurs-Gewinn-Verhältnis<sup>1060</sup>, orientiert. Die Aussagekraft derartiger Erfolgskennzahlen ist umstritten und das Marktinteresse an solchen Werttreibern unterliegt erheblichen Schwankungen. Dennoch reduzieren auch diese Kennzahlen zumindest während bestimmter Börsenzyklen das subjektiv empfundene Schätzungsrisiko der Investoren und können auf diese Weise zur Vermeidung von Risikoabschlägen beitragen.<sup>1061</sup> Hier ist unternehmensspezifisch zu entscheiden, inwiefern aktuelle, aber möglicherweise nur phasenweise auftretende Informations-

<sup>1057</sup> Kötzle / Niggemann (2001:640)

<sup>1058</sup> vgl. Kötzle / Niggemann (2001:642)

<sup>1059</sup> Verhältnis liquider Mittel und liquiditätsnaher Titel zum negativen Cash Flow

<sup>1060</sup> KGV geteilt durch die in Prozent angegebene Gewinnwachstumsrate

<sup>1061</sup> vgl. Volkart / Labhart (2000:151)

bedürfnisse aufgegriffen werden oder ob dies nicht anreizverträglich ist. Generell ist sicherlich ein kohärentes und zeitlich stabiles Reportingsystem funktional, da es eine lineare Fortschreibung der Unternehmensentwicklung im Zeitverlauf ermöglicht (siehe auch „Analysierbarkeit“).

Auch eine verbesserte **Objektivität** des Value Reporting im Sinne einer vereinfachten Überprüfbarkeit steigert c.p. die Anreizverträglichkeit und damit den Wert der Informationen. Zudem signalisieren objektivierte und somit nachvollziehbare Angaben gegenüber der Financial Community die Glaubwürdigkeit des Value Reporting und schaffen Vertrauen in die Informationspolitik der Unternehmensführung.

Die Objektivität des Value Reporting kann darüber hinaus durch eine externe Auditierung testiert werden, was jedoch mit Informationskosten verbunden ist. Die Auditierung erzeugt einen ambivalenten Signalling-Effekt. Zum einen kann eine Testierung positiv als Offenheit und Lauterkeit interpretiert werden. Zum anderen kann in einer Testierung auch eine Kompensation von Vertrauensdefiziten ggü. dem Management gesehen werden. In jedem Fall aber signalisiert die Wahl eines renommierten Auditors von hoher Qualität einen reduzierten Spielraum für die Interpretation von Informationen durch das Management.<sup>1062</sup>

Gerade in diesem Zusammenhang birgt der Umgang mit der Objektivitätsanforderung an das Value Reporting Schwierigkeiten, da vor allem am Neuen Markt langfristig wirkende und daher nur mit Unsicherheit prognostizierbare Erfolgsfaktoren und eine Vielzahl nicht monetärer, teilweise schwer quantifizierbarer, immaterieller Erfolgspotentiale und Werttreiber den Unternehmenswert bestimmen. Eine dogmatische Objektivitätsanforderung ist hier sicherlich nicht zielführend, vielmehr erscheint eine Annäherung an qualitative Sachverhalte über indikative, quantifizierbare Ersatzgrößen sinnvoll.

### **Analysierbarkeit**

Analyseorientierte Investoren benötigen vergleichbare Informationen; das gilt sowohl für den chronologischen als auch für den intra- und interunternehmensbezogenen Datenabgleich. In bezug auf die Art der veröffentlichten Kennzahlen und der ihnen zugrunde liegenden Wertansätze erscheint eine Stetigkeit (Zeitvergleich) und Standardisierung (Unternehmensvergleich) des Reporting zweckgerichtet, um die Arbeit der Analysten weitestmöglich zu erleichtern.

### **Kommunikationsfähigkeit**

Die Effizienz des Value Reporting bestimmt maßgeblich die externen Informationskosten. Zentrale Parameter für eine effiziente (Kapitalmarkt-)Kommunikation sind die Verständlichkeit und Akzeptanz der transportierten Informationen. Die Informationsverarbeitung auf seiten der Adressaten verläuft aufgrund unterschiedlicher individu-

---

<sup>1062</sup> vgl. **Becker et al.** (1998:19)

eller Prädispositionen sowohl auf kognitiv / syntaktischer Ebene als auch auf der semantischen Ebene der Interpretation und Wahrnehmung unterschiedlich.<sup>1063</sup> Auch die optimale Orchestrierung der Kommunikationsinstrumente sowie die richtige Qualität und Quantität der Informationen sind situativ und unternehmensspezifisch festzulegen.<sup>1064</sup>

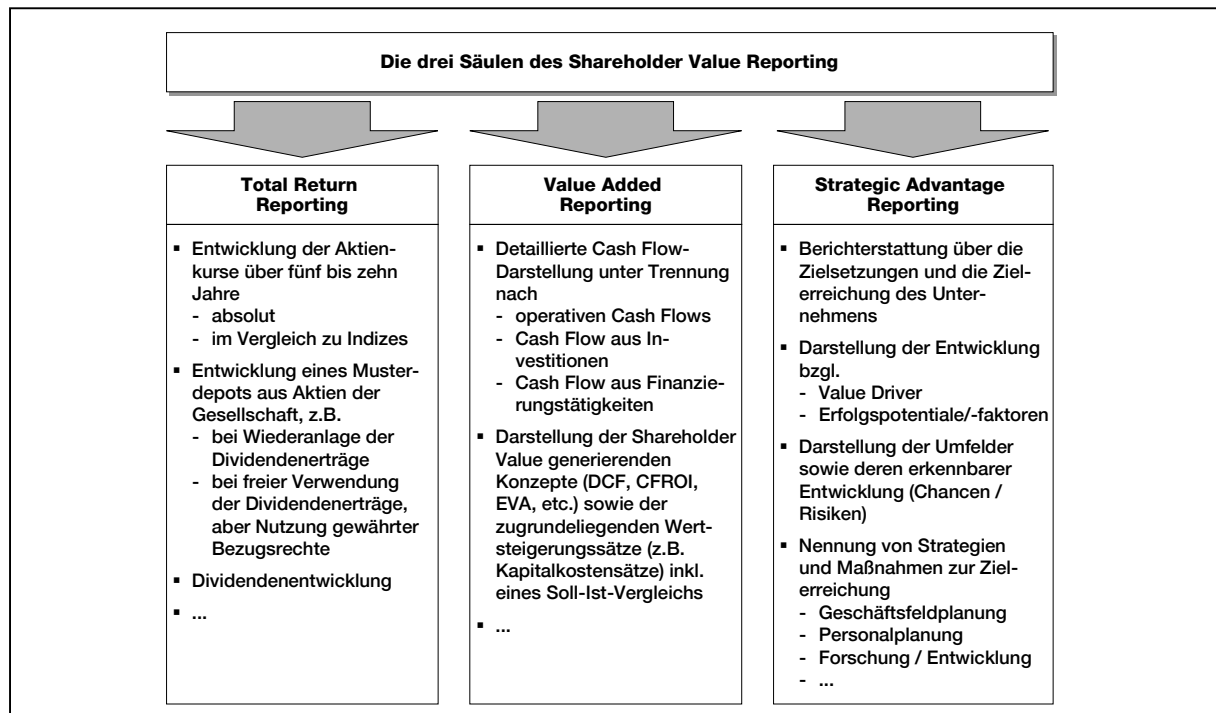
## 5.2. Value Reporting-Modelle als strukturgebende Bestimmungsgrößen der Wertkommunikation

Nachdem vorstehend die Notwendigkeit sowie die allgemeinen Anforderungen an ein Value Reporting erläutert wurden, soll im folgenden auf die Systematik und die konkreten Inhalte der Wertkommunikation eingegangen werden. Trotz der Bemühung um Verallgemeinerbarkeit können sich bei den vorgestellten Modellen je nach Branche unterschiedliche Schwerpunktsetzungen im Reporting als zielführend erweisen.

### 5.2.1. Shareholder Value Reporting nach Müller

Müller entwickelt ein Modell des Value Reporting, das auf den bislang im Geschäftsbericht zur Verfügung gestellten Informationen aufbaut, aber darüber hinaus verstärkt qualitative und zukunftsgerichtete Angaben in die Kapitalmarktcommunication integriert.<sup>1065</sup> Das Value Reporting wird in drei Säulen untergliedert (Abb.33⇒):

**Abbildung 33: Shareholder Value Reporting nach Müller**



Quelle: modifiziert nach Müller (1998b:153) und Müller (1998c:125)

<sup>1063</sup> vgl. hierzu ausführlich **Bittner** (1996:189ff)

<sup>1064</sup> vgl. stellvertretend **Schumacher / Schwartz / Lüke** (2001); **Hansen** (2000); **Kirchhoff** (2000:44f); **Dürr** (1994)

<sup>1065</sup> vgl. **Müller** (1998b:152ff); **Müller** (1998c:129ff). Müller benutzt den Begriff des Shareholder Value Reporting, der in dieser Arbeit lediglich verkürzt als Value Reporting Verwendung findet. Zur branchenspezifischen Ausformung des Value Reporting-Modells nach Müller; vgl. **Faitz** (1998:165ff); **Geiberger** (1998:187ff); **Schinnerl** (1998:155ff)

### 5.2.1.1. Total Return Reporting

Insbesondere aus der Perspektive der aktuellen Anteilseigner stellt die Berichterstattung über die Wertschaffung für den Aktionär, das Total Return Reporting, ein zentrales Element des Value Reporting dar, da es die Summe aller Erträge (Aktienkurssteigerung, Dividenden und gewährte Bezugsrechte) abbildet, die aufgrund der Investition in das Anlageobjekt erzielt werden konnten. Das Total Return Reporting ist hauptsächlich retrospektiv, hat aber einen Bezug zur Gegenwart, da einzelne Informationen wie z.B. Kursdaten mittlerweile tagesaktuell abgefragt werden können. Da diese (Kurs-)Daten nicht mit einem komparativen Informationskostenvorteil durch die Unternehmung zur Verfügung gestellt werden können, übernimmt das Total Return Reporting in dieser Hinsicht eine eher dokumentarische Aufgabe bzw. eine Servicefunktion.

Die einzelnen Informationsbausteine des Total Return Reporting sollten folgendes beinhalten:

1. Die Kurs- und Umsatzentwicklung der Aktie innerhalb der betreffenden Periode sowie über einen längeren Zeitraum (10 Jahre). Dabei sollte die Wertentwicklung nicht nur in absoluten Zahlen angegeben werden, sondern auch im Vergleich zu ausgewählten Indizes (z.B. dem DAX). Eine erklärende Kommentierung der Kursentwicklung im Hinblick auf außergewöhnliche Ereignisse kann das Verständnis der Investoren für bestimmte Kursverläufe erhöhen. Die Angabe der Marktkapitalisierung und der Umsätze der betreffenden Aktien verbessern ebenfalls die Informationsbasis für die Bewertungs- und Entscheidungsprozesse der Anleger.
2. Die Darstellung eines Musterdepots, das exemplarisch die Wertentwicklung einer investierten Anlagesumme über unterschiedliche Zeiträume abbildet. Der Wertverlauf des Depots könnte bei alleiniger Berücksichtigung der Kurssteigerung der Aktien, bei reinvestierter Dividende sowie bei ausgeschütteter und alternativ verwendeter Dividende aufgezeigt werden. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, die Berechnungsgrundlagen zu spezifizieren, um eine Vergleichbarkeit mit Angaben anderer Unternehmungen herzustellen.
3. Die Entwicklung der Dividende und der Dividendenrendite inklusive und exklusive der Steuergutschrift im Zeitverlauf.

Die Integration von Informationen zum Total Return in das Value Reporting zielt auch auf eine verstärkte Bindung aktueller Aktionäre an das Unternehmen. Denn durch eine kontinuierliche Steigerung der jährlichen Zuwachsraten beim Total Return wird häufig eine Loyalitätsbeziehung etabliert, so daß der Anleger auch in schwierigen Phasen und bei nachgebenden Kursen seine einmal getroffene Investitionsentscheidung nicht sofort revidiert.

### 5.2.1.2. Value Added Reporting

Anders als das Total Return Reporting, das auf die externe Wertschaffung für den Aktionär fokussiert ist, stellt das Value Added Reporting die Konzepte und Maßnahmen der internen Wertgenerierung in den Vordergrund.

Die wertorientierte Unternehmensführung basiert in der Regel auf einem Shareholder Value-Rahmenkonzept, das dem Management eine Anzahl von umsetzungsorientierten Handlungsoptionen eröffnet. Die eingesetzten Steuerungs- und Lenkungsinstrumente sollten angegeben, spezifiziert und erläutert werden. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang Verfahren wie der Discounted Cash Flow (DCF), der Cash Flow Return on Investment (CFROI), der Economic Value Added (EVA), etc. Obwohl insbesondere das DCF-Verfahren eine gängige Methode der wertorientierten Unternehmensführung darstellt, sollte es ausführlich erklärt werden, da häufig unternehmensspezifische Modifikationen vorgenommen werden, die ohne aufschlüsselnde Hinweise zu Mißverständnissen führen können.

Auch die Methoden, die bei der Ermittlung des basalen, den o.g. Verfahren zugrunde gelegten Zahlenmaterials angewendet wurden, sind transparent zu machen. Als Beispiel sei hier die Ermittlung der Eigenkapitalkosten angeführt, die anhand unterschiedlicher Methoden durchgeführt werden kann.<sup>1066</sup> Ohne Kenntnis der eingesetzten, vorgeschalteten Verfahren und der methodischen Berechnungsgrundlage läßt sich die Aussagequalität der angewendeten Shareholder Value-Konzepte kaum zutreffend beurteilen.

Als zweiten, wichtigen Aspekt des Value Added Reporting neben der Darstellung der Steuerungs- und Lenkungsinstrumente fordert Müller eine detaillierte Cash Flow-Rechnung. Diese wird von Unternehmungen, die sich internationalen Bilanzierungsvorschriften unterworfen haben, ohnehin publiziert. Aus einer informativen Cash Flow-Rechnung sollte einzeln die Entwicklung der Mittelzu- und -abflüsse aus der laufenden Geschäftstätigkeit, der Investitions- und Finanzierungstätigkeit ersichtlich sein. Darüber hinaus wäre im Rahmen einer Segmentberichterstattung ein separater Ausweis der Cash Flow-Rechnungen für einzelne Strategische Geschäftseinheiten wünschenswert.

Generell erfordert ein zielführendes und transparentes Value Added Reporting die Veröffentlichung von Informationen über alle wertrelevanten Maßnahmen in der Unternehmung. Exemplarisch ist hier die Einführung von Aktienoptionsplänen<sup>1067</sup> zu nennen, über die zwar prinzipiell berichtet wird, weil eine Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich ist, aber zumeist sind Umfang und Art der bereitgestellten In-

---

<sup>1066</sup> Die bekanntesten Methoden sind das Capital Asset Pricing Model (CAPM), die Arbitrage Pricing Theory (APT), das Optionspreis-Modell (OPM) und das Dividendenwachstums-Modell.

<sup>1067</sup> vgl. **Leven** (1998b:185ff)



formationen suboptimal und zur hinreichenden Beurteilung der Aktienoptionspläne ungenügend.<sup>1068</sup>

Insgesamt berichtet das Value Added Reporting vergangenheitsorientiert, z.B. über die Cash Flows der abgelaufenen Periode. Allerdings besteht ebenfalls ein ausgeprägter Gegenwartsbezug, da eine Auseinandersetzung mit den aktuell im Einsatz befindlichen Methoden und Berechnungsgrundlagen stattfindet.

### 5.2.1.3. Strategic Advantage Reporting

Das Strategic Advantage Reporting als dritte Säule des Value Reporting soll durch eine bedarfsgerechte Information über die Erfolgspotentiale der Unternehmung die Prognose der zukünftige Wertentwicklung für die Investoren erleichtern bzw. präzisieren. Damit würde das Strategic Advantage Reporting einer Entwicklung Rechnung tragen, die Küting knapp wie folgt voraussagt: „In Deutschland [...] [werden] zukunftsgerichtete, qualitative Daten [...] in den Mittelpunkt der Betrachtung rücken.“<sup>1069</sup>

Im wesentlichen hängt der Shareholder Value von der Höhe der zukünftig zu erwartenden, abgezinsten Cash Flows ab. Letztere können aber nur valide prognostiziert werden, wenn eine umfangreiche Berichterstattung über die existenten oder zu schaffenden Erfolgspotentiale vorliegt, die eine vorsteuernde Funktion für den Erfolg künftiger Perioden haben. Das Strategic Advantage Reporting ist primär auf die langfristig wirkenden, potentialbestimmenden Maßnahmen und Entscheidungen fokussiert. Es ist darauf ausgerichtet, Auskunft über Art, Umfang und erwarteten Wirkungsgrad der verfügbaren Ressourcen für die zukünftige Wertgenerierung zu geben. Allerdings vermittelt das Strategic Advantage Reporting nur die „Roh-Information“ – auch wenn (objektivierte) Interpretationen und Bewertungen übermittelt werden –, die daraus abzuleitenden Schlußfolgerungen bleiben allein dem Entscheidungsbereich des Informationsnutzers vorbehalten.

Dabei läßt sich – wie bei allen die Zukunft betreffenden Aussagen – eine gewisse Prognoseunsicherheit nicht ausschließen, jedoch wird diese durch ein qualitativ hochwertiges und umfangreiches Strategic Advantage Reporting reduziert. Denn eine weitgehend transparente Berichterstattung über die aus Unternehmenssicht erwartete Entwicklung der maßgeblich erfolgsbestimmenden Faktoren beeinflusst die externe Beurteilung der Unternehmung durch den Markt. Die Bandbreite, innerhalb derer potentielle positive oder negative Szenarien der Unternehmensentwicklung eingeschätzt werden, verringert sich. Es ist zu erwarten, daß die Prognosen der Analysten und anderer Kapitalmarktteilnehmer an Genauigkeit gewinnen und in ge-

---

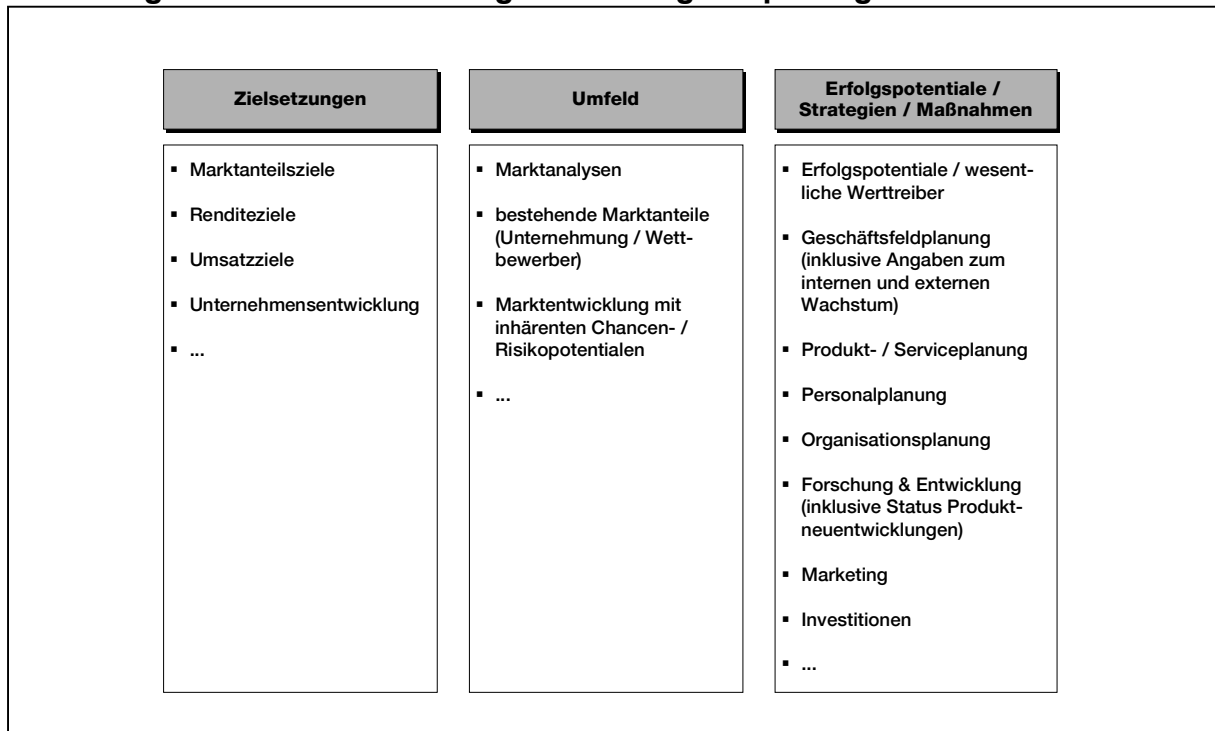
<sup>1068</sup> Als minimale Angaben sieht Müller (1998c:134) den Kreis der Empfänger, den Umfang des Optionspakets, den Preis, zu dem die Optionen bezogen werden können, die Bedingungen der Optionsausübung, die Laufzeit der Vereinbarung, vorhandene Sperrperioden und die Einbindung des Aktienoptionsplans in das Gesamteinkommensgefüge des beteiligten Personenkreises.

<sup>1069</sup> vgl. o.V. (2001:60)

ringerem Maße um den ex post feststellbaren tatsächlichen Verlauf der Unternehmensentwicklung schwanken.

Grundsätzlich umfaßt das Strategic Advantage Reporting nach Müller drei Bereiche (Abb.34⇒): die Zielsetzungen, das mikroökonomische Umfeld sowie die Strategien, Maßnahmen und Erfolgsfaktoren, die einen Beitrag zur Zielerreichung leisten oder leisten werden. Für das Erkenntnisinteresse dieser Arbeit ist vor allem der dritte Teil des Strategic Advantage Reporting wichtig, der sich u.a. mit der Kommunikation strategischer Erfolgspotentiale beschäftigt.

**Abbildung 34: Inhalte des Strategic Advantage Reporting**



Quelle: leicht modifiziert nach Müller (1998c:137)

Geiberger spezifiziert das Strategic Advantage Reporting für die Versicherungsbranche und listet die relevanten Erfolgspotentiale auf: Produkte, Service und Kundenorientierung, Vertriebswege, Mitarbeiter, verbundene Unternehmungen, Medienberichterstattung, neue Märkte, Wettbewerbspositionierung.<sup>1070</sup> Ohne detailliert auf die Bedeutung der einzelnen Potentiale einzugehen, ist bemerkenswert, daß die Erfolgspotentiale in hohem Maße auf intangible bzw. immaterielle Faktoren referieren.

Der zukünftige Erfolg einer Unternehmung hängt demzufolge erheblich von teilweise schwer zu quantifizierenden oder gänzlich qualitativen Einflußgrößen ab. Für das Strategic Advantage Reporting resultiert aus dieser Betonung qualitativer Komponenten die Gefahr, daß ein durch Verbalisierung entstehender Interpretationsspielraum die Präzision der Aussagen konterkariert und der Eindruck von Beliebigkeit entsteht.<sup>1071</sup> Daher erscheint es notwendig, auch für diesen Teil des Value Reporting

<sup>1070</sup> vgl. Geiberger (1998:199ff)

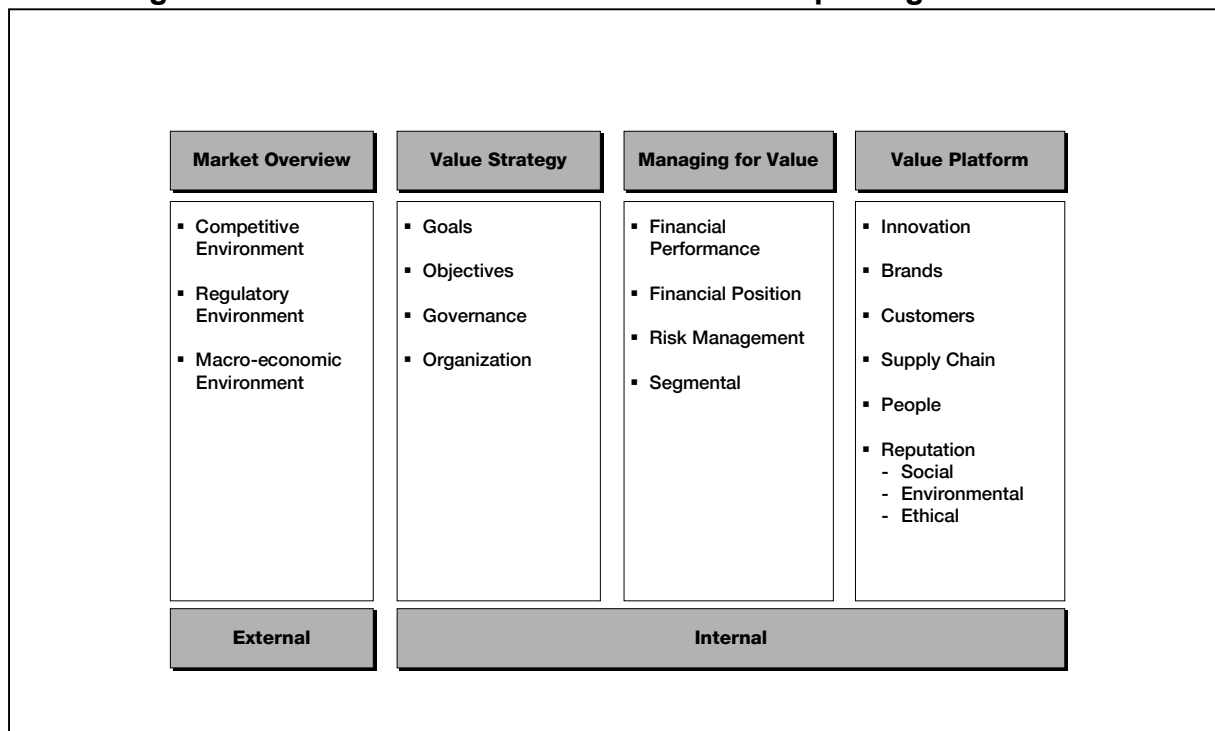
<sup>1071</sup> vgl. Geiberger (1998:201)

eine Systematik zu entwickeln, die eine hinreichende Aussagekraft der Reporting-Inhalte gewährleistet und insbesondere die objektive Überprüfung der Zielerreichung („goal accounting“) ermöglicht (siehe Kap.7.4.1.).

### 5.2.2. ValueReporting™ nach PricewaterhouseCoopers

Die Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PricewaterhouseCoopers hat ein Value Reporting-Modell entwickelt, dessen Struktur aus vier wesentlichen Elementen besteht, die das informatorische Grundgerüst für alle kommunikativen Aktivitäten gegenüber dem Kapitalmarkt darstellen sollen (Abb.35⇨).<sup>1072</sup>

**Abbildung 35: Das Best Practice-Modell des ValueReporting™**



Quelle: PricewaterhouseCoopers (2000a:8)

Das Modell zielt darauf ab, die mittelfristigen Zukunftsaussichten der Unternehmung abzubilden, indem wertorientierte Zielgrößen definiert, gemessen und kommuniziert werden. Das erste Element, der *market overview*, soll dem Informationsadressaten einen Überblick über die Marktsituation geben. Neben den Branchentrends und -entwicklungen (Chancen / Risiken) sind die volkswirtschaftlichen, regulatorischen und wettbewerblichen Rahmenbedingungen wichtige erfolgskritische Einflußgrößen. Vor allem der Marktanteil und das Marktwachstum sind aus Investorensicht zentrale Maßzahlen, um die zukünftige Performance einer Unternehmung abzuschätzen. Nach der Skizzierung des Marktumfeldes kann die Gesellschaft nachfolgend ihre auf die marktlichen Gegebenheiten abgestimmte strategische Ausrichtung darlegen und begründen. Bei der Vorstellung der *value strategy* geht es darum, die Vorgehensweise zur Wertschaffung für den Anteilseigner zu präsentieren und klar zu machen, wie die einzelnen Maßnahmen einen langfristigen Wertzuwachs generieren können. Im

<sup>1072</sup> vgl. PricewaterhouseCoopers (2000a:9)

dritten Element des Modells, *managing for value*, wird die Unternehmung dazu angehalten, die unternehmensspezifische Umsetzung des Shareholder Value-Konzepts sowie die eingesetzten Verfahrensweisen (DCF, EVA, CFROI, etc.) darzulegen. „To be convincing management needs to disclose the metrics they use to **measure overall financial performance and risk and the value created by individual business segments and group operations** [Hervorhebungen im Original; C.Z.].“<sup>1073</sup>

Zudem sollte die Frage beantwortet werden, inwiefern das Management zu einer wertorientierten Unternehmensführung angehalten und motiviert wird. Das kann beispielsweise durch die Veröffentlichung der Ausgestaltung von Aktienoptionsplänen für leitende Mitarbeiter geschehen. Der Fokus der *value platform* als viertes Modell-element ist auf die spezifischen Maßnahmen und Maßnahmenprogramme gerichtet, die in bestimmten Bereichen die Wertschaffung forcieren sollen. Um die Überprüfung der Zielerreichung zu ermöglichen, sollten nach Möglichkeit quantifizierbare Vorgaben sowohl für die tangiblen als auch für die intangiblen Aspekte in das Meßsystem integriert werden. Eine Quantifizierung sämtlicher Informationen ist jedoch unrealistisch und auch unter Kosten-Nutzen-Aspekten nicht anzustreben.<sup>1074</sup> Zumindest aber müssen transparente Evaluationskriterien für alle Einzelmaßnahmen vorliegen, so daß Fortschritt und Verbesserungsgrad deutlich zu erkennen und nachzuvollziehen sind.

Für das ValueReporting<sup>TM</sup>-Modell gilt ebenfalls, daß die erfolgsvorsteuernden Elemente, die die *value platform* konstituieren, in der Hauptsache immaterieller Natur sind. Für das Value Reporting ist die Kommunikation von immateriellen (Erfolgs-) Potentialen ebenso wie die notwendigerweise vorgeschaltete Frage der Auswahl, korrekten Messung und Aufbereitung dieser Faktoren von erheblicher Bedeutung.

### 5.3. Chancen und Risiken des Value Reporting

Ein informativ erweitertes Value Reporting eröffnet börsennotierten Unternehmungen die Möglichkeit, die konsequente Shareholder Value-Orientierung des Managements zu dokumentieren und sich auf diese Weise langfristig am Kapitalmarkt zu profilieren. Allerdings geht mit der gesteigerten Transparenz auch ein erhöhtes Risiko für die Unternehmung einher, da nicht nur die Stärken, sondern auch die Schwächen offener kommuniziert werden.<sup>1075</sup> Die Zweckmäßigkeit einer transparenten Berichterstattung wird daher kontrovers diskutiert.<sup>1076</sup>

Die **Vorteile des Value Reporting** sollen an dieser Stelle nur kurz aufgegriffen werden, da diese bereits in Kap. 5.1. begründet wurden. Primär ist der Einfluß des Value

<sup>1073</sup> vgl. **PricewaterhouseCoopers** (2000a:10)

<sup>1074</sup> vgl. **Labhart** (1999:200), der Meßprobleme sowohl bei den Kosten als auch insbesondere beim Nutzen finanzieller Informationen konstatiert.

<sup>1075</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:153); **Müller** (1998c:138)

<sup>1076</sup> vgl. **Drill** (1995:98) und die dort angegebene Literatur

Reporting auf die Senkung der Kapitalkosten zu nennen, den Botosan 1997 in einer Studie quantifizieren konnte. Darüber hinaus werden die Informationskosten für den Investor gesenkt, wenn die Unternehmung die benötigten Informationen mit einem komparativen Kostenvorteil bereitstellen kann.

Weiter weisen Wright / Keegan darauf hin, daß durch die Einführung des Value Reporting die Annäherung von interner und externer Berichterstattung forciert werden kann.<sup>1077</sup> Aus der Konvergenz der Systeme resultieren Synergieeffekte, die zu einer Steigerung des Shareholder Value führen können.<sup>1078</sup> Die Unternehmensberatung Accenture hat in diesem Zusammenhang in einer Untersuchung eine Verkürzung der Abschlußzeiten (bei der Bilanzerstellung) von 40 bis 50 Prozent und eine Kostenreduktion der Informationsbeschaffung um mehr als 25 Prozent bei gesteigerter Qualität nachgewiesen.<sup>1079</sup> Auch unter dem Gesichtspunkt der Corporate Governance ist Value Reporting ein zentrales Element der Investor Relations, weil Informationsasymmetrien zwischen Eigentümern und Management abgebaut werden. Das Value Reporting als informationsoptimierende und asymmetriereduzierende Maßnahme führt damit zu einer Senkung der Agency-Kosten (siehe Kap. 3.2.2.2.1., S. 80). Deutliche Informationssignale der Unternehmung mit einem geringen Interpretationsspielraum ermöglichen der Investorenöffentlichkeit eine effiziente Beurteilung der Managementleistung. So werden u.a. Monitoring-Kosten für anreizschaffende Strukturen und Kontrakte verringert, weil beispielsweise bei einer transparenten Berichterstattung keine unnötig komplizierten und auf alle Eventualitäten eingehenden Optionsprogramme formuliert werden müssen.<sup>1080</sup>

Die **Nachteile des Value Reporting** können möglicherweise zu einer Verminderung des Shareholder Value führen. Als transparenzfeindliches Argument wird an erster Stelle eine **Beeinträchtigung der kompetitiven Situation** der Unternehmung angeführt.<sup>1081</sup> „Bei transparenter Informationspolitik erhalten gegenwärtige und potentielle Konkurrenten einen ungehinderten und kostengünstigen Zugang zu Unternehmensdaten, was zu einer Verschlechterung der Wettbewerbsposition der publizierenden Gesellschaft führt.“<sup>1082</sup> Insbesondere ein aktives Veröffentlichungsverhalten bezüglich neuer Produkte und der Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten erleichtert der Konkurrenz, schnell zu reagieren und Gegenmaßnahmen zu initiieren. Unter

---

<sup>1077</sup> vgl. **Wright / Keegan** (1997:7f)

<sup>1078</sup> vgl. **Labhart** (1999:226).

<sup>1079</sup> vgl. **Accenture** (2001:17). Diesen Angaben zur Effizienzsteigerung hinsichtlich Kostensenkung, Zeiteinsparungen und Qualitätserhöhungen liegt neben der Integration von interner und externer Berichterstattung auch die Nutzung einer sogenannten eArchitektur, d.h. eines Informationssystems, das einen gemeinsamen Konzerndatenpool aufweist und dabei auf ein Inter- / Intranet-Backbone gestützt ist, zugrunde. Die Untersuchung basiert auf einer empirischen Befragung der DAX 100-Unternehmungen.

<sup>1080</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:155); **Labhart** (1999:228)

<sup>1081</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:154); **Labhart** (1999:206); **Drill** (1995:98)

<sup>1082</sup> **Drill** (1995:102)

Rückgriff auf das Wettbewerbsmodell von Porter<sup>1083</sup> systematisiert Labhart die Konkurrenzproblematik.<sup>1084</sup>

1. Neue Konkurrenten: Der Eintritt neuer Wettbewerber in den Markt kann durch ein extensives Value Reporting begünstigt werden, da die branchenspezifischen Informationsbeschaffungskosten niedriger ausfallen als bei Märkten, die eine restriktivere Informationspolitik pflegen. Grundsätzlich dürfte dieser Kostenblock im Vergleich zu anderen Eintrittsbarrieren allerdings eine nachrangige Rolle spielen.
2. Substitute<sup>1085</sup>: Die Bedrohung durch Substitute manifestiert sich in deren Preis- / Leistungsverhältnis, den Kosten für die Umstellung auf diese Produkte und der Affinität der Konsumenten zu den neuen Produkten. Das Value Reporting tangiert diese Faktoren marginal.<sup>1086</sup>
3. Lieferanten und Kunden: Prinzipiell erhöht Value Reporting die Verhandlungsmacht von Kunden und Lieferanten. Die Marktpartner könnten gegenüber einer offensichtlich gut verdienenden Gesellschaft erheblich druckvoller bei Verhandlungen und Vertragsabschlüssen auftreten.<sup>1087</sup> Lieferanten könnten den Einfluß des von ihnen gelieferten Inputfaktors auf die Wertschaffung genauer bestimmen und so ihre Verhandlungsposition stärken. Allerdings erscheint fraglich, ob die im Reporting zur Verfügung gestellten Daten an Quantität und Qualität diejenigen Daten übertreffen, die im regulären Informationsfluß zwischen Unternehmung und Lieferanten transportiert werden und ob daher überhaupt durch das Reporting ein zusätzlicher Informationswert für den Lieferanten entsteht.

Für den Kunden bedeutet die Kenntnis der Margen einen Vorteil bezüglich seiner Verhandlungsposition. Allerdings wird die Geschäftsbeziehung auch von weiteren Parametern beeinflusst, wie z.B. dem Preis- / Leistungsverhältnis oder der Marke, die nicht im Wirkungsbereich des Value Reporting liegen und häufig ausschlaggebend für die Kaufentscheidung sind.<sup>1088</sup>

Überdies können auch weitere Stakeholder – z.B. die Investoren – aufgrund der offeneren Finanzpublizität ihre Interessen potentiell besser durchsetzen.<sup>1089</sup> So wird durch ein transparentes Reporting die Gewinnverschleierung, u.a. durch die Bildung stiller Reserven, erschwert. Die Investoren können die Dividendenforde-

<sup>1083</sup> vgl. **Porter** (1988)

<sup>1084</sup> vgl. **Labhart** (1999:207ff). Das Themenfeld „*shareholder litigation*“ wird ausgespart, welches in den USA zwar ein erhebliches Gewicht hat, aber in der Bundesrepublik bisher noch keine vergleichbar dominante Rolle spielt; vgl. auch **Labhart** (1999:216ff).

<sup>1085</sup> Substitute sind Produkte oder Dienstleistungen, die das gleiche Bedürfnis mit neuer Technologie erfüllen.

<sup>1086</sup> **Labhart** (1999:207) führt als Argument an, daß eine hohe Reportingtransparenz den Kapitalfluß in andere Branchen forcieren und damit zu einer Kapitalallokation führen kann, die dem Substitut förderlich ist.

<sup>1087</sup> vgl. **Drill** (1995:103)

<sup>1088</sup> vgl. **Drill** (1995:103)

<sup>1089</sup> vgl. **Drill** (1995:103)

rungen relativ genau aus dem vorgelegten Zahlenmaterial ableiten. Dadurch wird für die Unternehmen der Spielraum bei der Festlegung der Dividendenhöhe eingeschränkt und das Selbstfinanzierungspotential möglicherweise beeinträchtigt. Allerdings obliegt es der Unternehmensführung, den Investoren glaubhaft darzustellen, daß eine geplante Gewinnthesaurierung zur Erwirtschaftung einer überkompensierenden Verzinsung in der Zukunft genutzt wird.

4. Konkurrenten innerhalb der Branche: Ein umfangreiches Reporting über Innovationen im technologischen und Management-Bereich, über Strategien und operative Maßnahmen kann durchaus kontraproduktiv sein, zu einer Schwächung des komparativen Wettbewerbsvorteils führen und damit negative Implikationen auf die Wertgenerierung zur Folge haben. Allerdings weisen Volkart / Labhart darauf hin, daß der Informationsgehalt zunächst eine gewisse Schwelle überschreiten muß, bevor sich Wettbewerber zum Handeln entschließen.<sup>1090</sup> Zudem sollte die Unternehmensführung der veröffentlichenden Unternehmung in der Regel durchaus in der Lage sein, die Wettbewerbssituation so einzuschätzen, daß Informationen, die zu einer realen Verschlechterung der kompetitiven Position führen würden, nicht publiziert werden. Volkart / Labhart berichten, daß die Zunahme der Transparenz durch extensives Reporting von Firmenvertretern als kontrollierbares Risiko betrachtet wird.<sup>1091</sup> Labhart zeigt modellhaft, daß ein aktives Veröffentlichungsverhalten des Managements, den Shareholder Value nie unter seinen Ausgangswert ohne Value Reporting sinken läßt.<sup>1092</sup> Bei einem unterstellten Mindestmaß an Kenntnis der Wettbewerber und deren typischer Verhaltensmuster kann Value Reporting auch in einer Konkurrenzsituation die Generierung von Shareholder Value befördern.

Ein wichtiger Einflußfaktor auf den Shareholder Value sind die **Kosten für die Bereitstellung, Verarbeitung, Zertifizierung und Veröffentlichung** der im Rahmen des Value Reporting benötigten Informationen, die in jedem Fall zu einer Verminderung des Free Cash Flow führen.<sup>1093</sup> Zwar ist ein qualitativ hochwertiges Value Reporting mit zusätzlichen Kosten verbunden, aber diese relativieren sich vor dem Hintergrund einer zunehmenden Integration interner und externer Berichterstattung. Da sich der Informationsbedarf von Management und Investoren aufgrund des deckungsgleichen Interesses an der Wertgenerierung durch die Unternehmung zunehmend synchronisiert, dürften die Ausbaustufen von internem und externem Informationssystem immer geringere Unterschiede aufweisen. Die Ergebnisse einer Befragung der DAX 100-Unternehmungen in Deutschland zeigen, daß bereits 62 Prozent der Unternehmungen über einen gemeinsamen konzernweiten Kontenplan für die

<sup>1090</sup> vgl. Volkart / Labhart (2000:154)

<sup>1091</sup> vgl. Volkart / Labhart (2000:154)

<sup>1092</sup> vgl. Labhart (1999:209ff)

<sup>1093</sup> vgl. Volkart / Labhart (2000:156f); Labhart (1999:226)

interne und externe Berichterstattung verfügen und weitere 16 Prozent die Einführung planen.<sup>1094</sup> 28 Prozent aller befragten Unternehmungen haben die klassischerweise getrennten Abteilungen der internen und externen Rechnungslegung sogar bereits organisatorisch zusammengeführt.<sup>1095</sup> Dies zeigt, daß erhebliche Synergieeffekte realisierbar sind und nicht die gesamten Kosten der Informationsbereitstellung und -verarbeitung dem Value Reporting angelastet werden können.<sup>1096</sup>

Allerdings sind insbesondere die Kosten für die Auditierung der Information originär dem Value Reporting zuzuschreiben. Bislang gibt es keine obligatorische Prüfpflicht für die im Rahmen des Value Reporting kommunizierten Informationen durch eine unabhängige Auditing-Gesellschaft. Diese Form der offiziellen Zertifizierung könnte sich zu einem erheblichen Kostenfaktor entwickeln. Solange das Value Reporting jedoch seinen fakultativen Charakter beibehält, unterstreicht allein die Reputation der Unternehmung und die Tatsache, daß überhaupt Aufwand für die Bereitstellung der Informationen getrieben wird, die Verlässlichkeit der Informationen.

Auch die Distribution der Information bedeutet einen Kostenfaktor, sofern sie nicht mit der üblichen Art und Frequenz der finanziellen Berichterstattung in Einklang zu bringen ist. Allerdings weisen Volkart / Labhart darauf hin, daß sich das Internet als nahezu ideale Plattform für das Value Reporting anbietet, so daß auch hier der zu treibende Aufwand begrenzt ist.<sup>1097</sup>

Potentiell läßt ein transparentes und zeitnahes Reporting eine **Beeinträchtigung der wertorientierten Unternehmensführung** erwarten.<sup>1098</sup> Vor allem die unterjährige (Quartals-)Berichterstattung könnte das Management dazu verleiten, das unternehmerische Handeln auf kurzfristige Erfolge auszurichten und dabei den langfristigen und nachhaltigen Wertzuwachs zu vernachlässigen („*short termism*“).<sup>1099</sup> Dem ist zu entgegen, daß eine transparente Informationspolitik im Gegenteil die Kontrolle der Unternehmensführung durch die Investorenöffentlichkeit verbessert und diese daher viel stärker an die Direktive der Wertschaffung für den Aktionär gebunden ist.

Abschließend ist festzustellen, daß die Implementierung progressiver, primär anleger- und nicht gläubigerorientierter Rechnungslegungsstandards (IAS, US-GAAP) bereits in den letzten Jahren zu einer deutlichen Transparenzsteigerung hinsichtlich der Kapitalmarktkommunikation in Deutschland geführt hat, „[...] die kaum zum Schaden der betroffenen Unternehmen war“<sup>1100</sup>. Mit diesem Umbruch wird der Gläubigerschutz von einer klaren Vorherrschaft der Informationsfunktion abgelöst.<sup>1101</sup> An-

<sup>1094</sup> vgl. **Accenture** (2001:30)

<sup>1095</sup> vgl. **Accenture** (2001:26)

<sup>1096</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:157)

<sup>1097</sup> vgl. **Volkart / Labhart** (2000:157)

<sup>1098</sup> vgl. **Drill** (1995:103)

<sup>1099</sup> vgl. **Eccles et al.** (2001:95); **Brancato** (1997:29ff); **Eccles / Mavrinac** (1995:12)

<sup>1100</sup> **Volkart / Labhart** (2000:154)

<sup>1101</sup> vgl. **o.V.** (2001:54)



ders wäre es auch kaum zu erklären, daß 48 Prozent der DAX 100-Unternehmungen ihre Konzernrechnungslegung bereits auf IAS bzw. US-GAAP umgestellt haben und weitere 31 Prozent dies in den nächsten ein bis zwei Jahren planen.<sup>1102</sup> Auf Basis dieser Ergebnisse erscheint die Annahme plausibel, daß eine transparente Informationspolitik in Form des Value Reporting bei den wichtigsten Publikumsgesellschaften in Deutschland im Grundsatz als wertsteigernd angesehen wird. Der Jahresabschluß soll „[...] die Anleger auf dem Markt in die Lage versetzen, die aus einem Unternehmen in Zukunft zu erwartenden Zahlungen nach Umfang, zeitlicher Struktur und Sicherheit abzuschätzen“<sup>1103</sup>. Gleichzeitig ist der Jahresabschluß nur noch eines der zahlreichen Instrumente der Investor Relations, auf die im Rahmen der Informationsvermittlung an die Kapitalmärkte zurückgegriffen wird.

Coleman / Eccles formulieren resümierend: „The research data conclusively demonstrate a clear need for deeper disclosure of future-oriented business information. Those well-performing companies brave enough to embrace this new financial reporting model will be rewarded by the capital markets' greater understanding of their business and, over time, with sustainably higher market values.“<sup>1104</sup>

---

<sup>1102</sup> vgl. **Accenture** (2001:49)

<sup>1103</sup> vgl. **o.V.** (2001:54)

<sup>1104</sup> vgl. **Coleman / Eccles** (1997:16). Die Autoren nehmen dabei nicht auf die Accenture-Studie Bezug, sondern referieren auf eine eigene Untersuchung der Reporting-Qualität in Großbritannien.

## 6. Immaterielle Vermögenswerte / Intangible Assets

Die Funktion des Value Reporting als offizielle externe Berichterstattung der Unternehmung besteht primär darin, wertrelevante Informationen zu transportieren und damit die Informationsasymmetrie zwischen der internen Unternehmens- und der externen Kapitalmarktperspektive hinsichtlich der Wertschaffung in der Unternehmung zu reduzieren. Dabei ist das Value Reporting nicht auf das traditionelle Reporting limitiert, welches die finanzielle Berichterstattung entsprechend der anerkannten Bilanzierungsvorschriften bzw. Accounting-Standards umfaßt,<sup>1105</sup> sondern es ergänzt und erweitert die Finanzberichterstattung um neue Kennzahlen, welche erfolgsdeterminierende Faktoren im Rahmen einer wertorientierten Unternehmensführung abbilden. Diese freiwillige Informationsleistung wird in der Regel als „*voluntary disclosure*“<sup>1106</sup> bezeichnet. Nachfolgend wird die Notwendigkeit der *voluntary disclosure* dargelegt, indem die Schwachstellen des traditionellen Reporting in Hinsicht auf die Behandlung von intangiblen Assets als Erfolgsfaktoren aufgezeigt werden.

### 6.1. Defizite des traditionellen Accounting

Insbesondere vor dem Hintergrund des Paradigmenwechsels vom industriellen Zeitalter zur Informationsgesellschaft<sup>1107</sup> wird der *voluntary disclosure* als wertpräzisierender Zusatzinformation ein zunehmender Stellenwert eingeräumt, da im Schrifttum vielfach die Ansicht vertreten wird, daß das traditionelle Accounting den Erfordernissen, „[...] die strategischen Erfolgsfaktoren der vernetzten Informationsgesellschaft abzubilden [...]“<sup>1108</sup>, nicht ausreichend Rechnung trägt. Die Orientierung an den klassischen Produktivgrößen, den tangiblen Vermögenswerten (Maschinen, Grundstücke, Gebäude, etc.), sowie an diskreten, transaktionsbasierten Geschäftsvorfällen, wie Käufen, Verkäufen und Investitionen, indiziert nicht mehr die tatsächliche Wertgenerierungsfähigkeit einer Unternehmung.

Brancato statuiert, daß „[c]urrent accounting systems do not square with economic reality and are not doing the job of accurately measuring performance [...]“<sup>1109</sup>. Barsky / Marchant ergänzen, daß „[t]raditional financial measures like return on capital and earnings per share [...] tell investors and management little about the true performance of the company“<sup>1110</sup>. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, daß die im

<sup>1105</sup> vgl. **Boemle** (2000:58)

<sup>1106</sup> Der Begriff *voluntary disclosure* bezeichnet eine über die gesetzlichen Vorschriften hinausgehende Publikation von bilanziellen und anderen Informationen seitens der Unternehmung, die eine Entscheidungsrelevanz für die Investorenöffentlichkeit haben; vgl. hierzu auch **Labhart** (1999:31f).

<sup>1107</sup> Das Konzept der Informationsgesellschaft ist zunächst eng mit der Entwicklung der Informationstechnologie verbunden und der damit einhergehenden Verringerung der Kosten für die Datenverarbeitung und -übertragung. Darüber hinaus ist die Informationsgesellschaft in Abhängigkeit davon, ob man sie aus einer ökonomischen, soziologischen oder technologischen Perspektive betrachtet, ebenfalls als „knowledge-based economy“, „network society“ oder „innovation“ zu bezeichnen; vgl. **Mortensen** (2000:3).

<sup>1108</sup> **Labhart** (1999:167)

<sup>1109</sup> **Brancato** (1997:41)

<sup>1110</sup> **Barsky / Marchant** (2000:60)

Accounting erfaßten und in der Bilanz veröffentlichten Kennzahlen den Wert immaterieller Vermögenswerte nicht oder nur unzureichend widerspiegeln.<sup>1111</sup> Intangible Assets<sup>1112</sup> sind aber – insbesondere in der New Economy<sup>1113</sup> – in zunehmendem Maße erfolgskritisch, weil die Wirtschaft eine Neuausrichtung der Wertschöpfungsprozesse durchläuft. „Intangible investment appears to be increasingly important as economies shift from being based on production using resource-intensive physical capital towards being more technology and knowledge-intensive.“<sup>1114</sup> Immaterielle Vermögenswerte treten demnach verstärkt an die Stelle von materiellen Vermögenswerten, da erstere verstärkt die eigentliche Produktionsfunktion der Unternehmung darstellen und in vielen Unternehmungen intangible Assets mehr Zukunftswert generieren bzw. Wachstum erzeugen als tangible Vermögenswerte.<sup>1115</sup> „Intangible assets surpass physical assets in most business enterprises, both in value and contribution to growth, yet they are routinely expensed in the financial reports, hence remain absent from corporate balance sheets.“<sup>1116</sup>

Umso unverständlicher ist es, daß die immateriellen anders als die materiellen Vermögenswerte nur in geringem Umfang oder gar nicht in der Bilanz berücksichtigt werden, obwohl sie häufig ein Kernelement des Unternehmenserfolgs darstellen.<sup>1117</sup> „This asymmetric treatment of capitalizing (considering as assets) physical and financial investments, while expensing intangibles, leads to biased and deficient reporting of firms' performance and value.“<sup>1118</sup>

Diese Nichtberücksichtigung (bzw. Nichtaktivierung) zentraler Erfolgsdeterminanten einer Unternehmung im Accounting und in der finanziellen Berichterstattung führt dazu, daß (im Zeitraum von 1978 bis 1996) Aktienkursänderungen zunehmend schlechter anhand klassischer Bilanzkennziffern, wie z.B. dem veröffentlichten Gewinn, erklärt werden können.<sup>1119</sup> In ihrer Studie belegen Lev / Zarowin, daß die Nützlichkeit von klassischen Finanzinformationen für den Investor in dem o.g. Zeitraum systematisch zurückgegangen ist und eine sich abschwächende Beziehung zwischen dem Börsenwert von Unternehmungen und zentralen finanziellen (Bilanz-) Kennziffern (Gewinn, Cash Flow und Buchwert) festzustellen war.<sup>1120</sup>

---

<sup>1111</sup> vgl. **Barsky / Marchant** (2000:60); **Rennie** (1999:648). Eine ausführlichere Thematisierung der bilanztechnischen Behandlung von immateriellen Vermögenswerten geschieht in Kap. 7.1..

<sup>1112</sup> In dieser Arbeit werden die Termini „immaterielle Vermögenswerte“, „intangible Assets“ und „Intangibles“ synonym benutzt, für eine Definition der Begriffe siehe Kap. 6.2.1..

<sup>1113</sup> vgl. zum Konzept der New Economy **Mortensen** (2000:3)

<sup>1114</sup> **Vickery** (2000:73)

<sup>1115</sup> vgl. **Boulton / Libert / Samek** (2001:36); **Skyrme** (1998:13). **Eliasson** (2000:42) verweist zusätzlich darauf, daß intangible Assets auch für die Wettbewerbsfähigkeit erhebliche Relevanz haben.

<sup>1116</sup> vgl. **Lev** (2000a:15)

<sup>1117</sup> vgl. **Lev** (2000a:15); **Labhart** (1999:167); **Rennie** (1999:648)

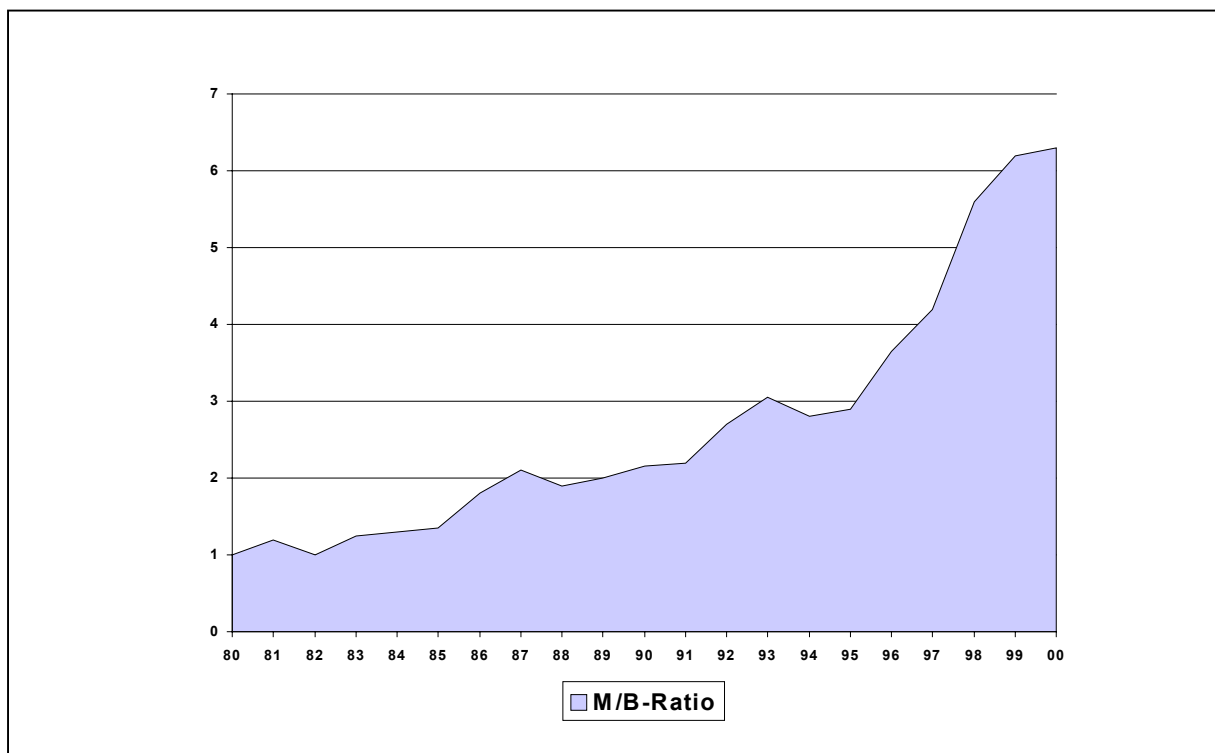
<sup>1118</sup> **Lev** (2000a:15); in die gleiche Richtung argumentierend **Eccles et al.** (2001:55f)

<sup>1119</sup> vgl. **Lev / Zarowin** (1999:2ff)

<sup>1120</sup> vgl. **Lev / Zarowin** (1999:43)

Als weiterer Indikator für die Unzulänglichkeit des traditionellen Accountingssystems werden die zum Teil erheblichen Abweichungen der Markt- und Buchwerte von Unternehmen angeführt.<sup>1121</sup> Denn gerade das Market-to-Book-Ratio (M/B-Ratio) wird erheblich durch die Schwächen des Accountingssystems im Hinblick auf die Integration von immateriellen Vermögenswerten beeinträchtigt. Das M/B-Ratio bezeichnet die Diskrepanz zwischen dem Marktwert einer Unternehmung, der sich aus ihrer Marktkapitalisierung ableitet, und dem Buchwert, der den Wert der in der Bilanz aufgeführten Vermögenswerte repräsentiert. Grund für die erhebliche Abweichung von Markt- und Buchwerten ist das bilanzielle Aktivierungsverbot für einen Großteil der intangiblen Assets, die in hohem Maße die Wertgenerierungsfähigkeit und Ertragskraft der Unternehmen prägen. Besonders technologie- und wissensintensive Unternehmen weisen daher regelmäßig hohe M/B-Ratios auf,<sup>1122</sup> da ihre Fähigkeit zur Wertschaffung durch die Entwicklung und Nutzung von immateriellen Vermögenswerten vom Kapitalmarkt honoriert und in den Kursen reflektiert wird, obwohl die wertschaffenden Assets nicht in der Bilanz aufgeführt werden dürfen.

**Abbildung 36: Durchschnittliche M/B-Ratio der S&P 500 Unternehmungen**



Quelle: Lev (2000a:17)

<sup>1121</sup> vgl. Mouritsen / Larsen / Bukh (2001:735); Barsky / Marchant (2000:59); Cap Gemini Ernst & Young (2000:2); Lev (2000a:15); Lev (2000b:2); Skyrme (1998:15)

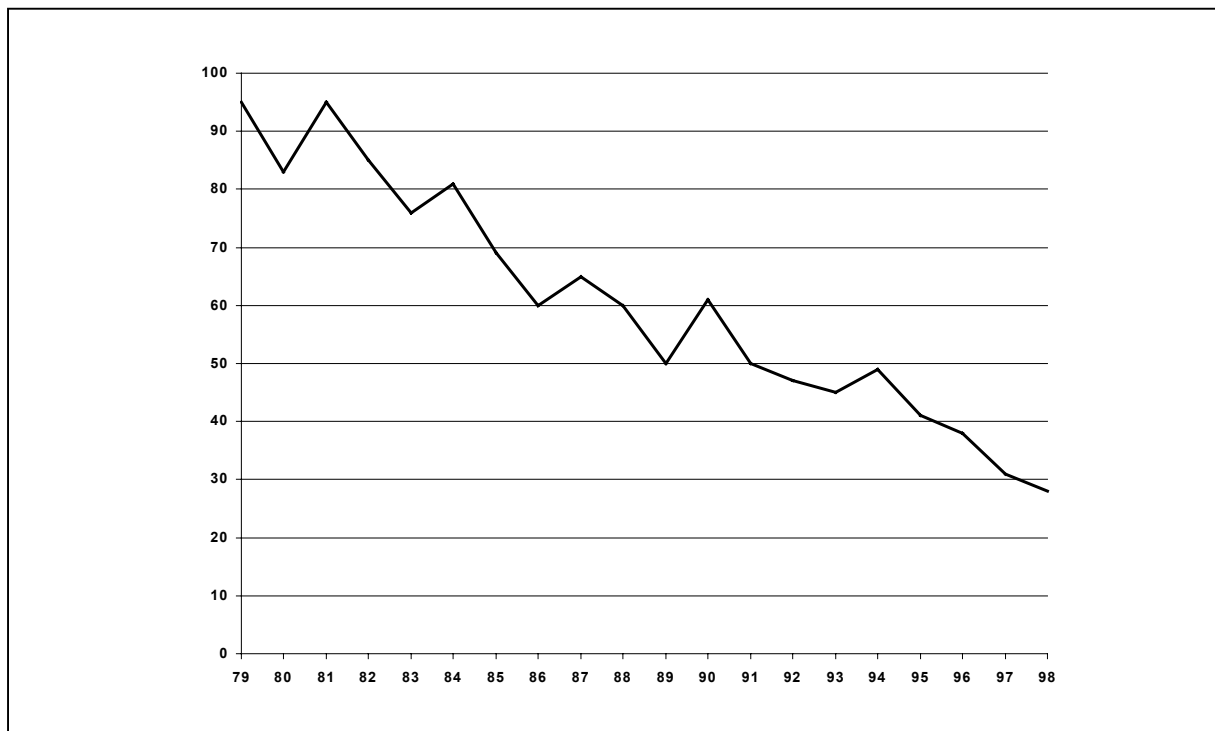
<sup>1122</sup> vgl. Cap Gemini Ernst & Young (2000:2), die davon ausgehen, daß in Einzelfällen bis zu 90 Prozent des Unternehmenswertes (in Form der Marktkapitalisierung) durch intangible Assets bestimmt werden.

Lev zeigt, daß das durchschnittliche M/B-Ratio seit den frühen 80er Jahren kontinuierlich ansteigt und im März 2000 einen Wert von 6,3 erreicht.<sup>1123</sup> Im Equilibrium sollte die M/B-Ratio theoretisch im Bereich von eins liegen, in der Praxis liegt der Wert allerdings deutlich darüber (Abb.36⇐).<sup>1124</sup>

Demzufolge sind fünf Sechstel des Marktwertes einer Unternehmung nicht in der Bilanz abgebildet.<sup>1125</sup> In der Differenz zwischen Markt- und Buchwert kommt der kapitalmarktseitige Wertansatz für die immateriellen Vermögenswerte einer Unternehmung zum Ausdruck.

Auch Boulton / Libert / Samek konstatieren, daß immaterielle Vermögenswerte einen zunehmend wichtigen Faktor bei der Schaffung von Wert darstellen.<sup>1126</sup> Im Zeitraum von 1978 bis 1998 sank der Buchwert der börsennotierten Gesellschaften in den USA von 95 Prozent des Marktwerts auf 28 Prozent (Abb.37⇒).

**Abbildung 37: Entwicklung des Buchwerts in Prozent vom Marktwert**



Quelle: modifiziert nach Boulton / Libert / Samek (2001:37)

<sup>1123</sup> vgl. Lev (2000a:15ff). Lev (2000b:2) führt an, daß einige Technologieunternehmen der New Economy, wie z.B. Cisco und Dell, M/B-Ratios im zwei- und dreistelligen Bereich aufweisen.

<sup>1124</sup> vgl. Labhart (1999:180); Skyrme (1998:15)

<sup>1125</sup> vgl. Lev (2000a:16), der allerdings darauf hinweist, daß häufig physische sowie einige finanzielle Vermögenswerte zu historischen (Anschaffungs-)Kosten in der Bilanz geführt werden. Berechnet man Tobin's q, das den Kurswert der Unternehmung in Relation zu den Wiederbeschaffungskosten des Anlagevermögens setzt, übersteigt der Wert der nicht bilanzierten, intangiblen Assets den Wert der bilanzierten, tangiblen Assets um das dreifache (bezogen auf das Jahr 2000).

<sup>1126</sup> vgl. Boulton / Libert / Samek (2001:37)

Bei einer Analyse von 390 Unternehmensübernahmen in den USA zwischen 1981-1993 stellt Bradley fest, daß im Durchschnitt die Preise für die übernommene Gesellschaft das 4,4fache des Wertes der in der Bilanz erfaßten Assets betrug.<sup>1127</sup>

Alle angeführten Untersuchungen zeigen den außerordentlichen Stellenwert, der immateriellen Vermögenswerten bei der Einschätzung der Ertragskraft einer Unternehmung und ihrer Fähigkeit, künftig Zahlungsströme zu generieren, beigemessen wird.<sup>1128</sup> Der Kapitalmarkt sieht diese intangiblen Assets als „[...] primary contributors to a company's future earnings potential“<sup>1129</sup>. Die Abweichung zwischen Markt- und Buchwert einer börsennotierten Gesellschaft ist also nicht lediglich ein Phänomen, das auf allgemeinen Konjunkturzyklen, Gerüchten, der Stimmung unter den Anlegern, Insider-Informationen und subjektiv-intuitiven Einschätzungen der zukünftigen Ertragskraft einer Unternehmung basiert.<sup>1130</sup> Vielmehr stellt diese Diskrepanz die investorenseitige Bewertung der immateriellen Vermögenswerte und der darin verborgenen Potentiale einer neuen Wertschöpfung dar.<sup>1131</sup>

Da das traditionelle Accounting nur in sehr begrenztem Maße geeignet erscheint, die Wertrelevanz von immateriellen Vermögenswerten adäquat abzubilden, werden im weiteren Verlauf der Arbeit Methoden zur Identifikation, Messung und Bewertung von Intangibles vorgestellt, die die Ausgangsbasis für eine angemessene Repräsentation dieser wertbeeinflussenden Faktoren im Rahmen des Value Reporting schaffen.

## 6.2. Begriffliche Grundlagen

Nachdem bereits im vorangehenden Kapitel die Begriffe immaterielle Vermögenswerte und intangible Assets verschiedentlich verwendet wurden, soll nun eine Definition eingeführt werden. Neben der begrifflichen Vielfalt<sup>1132</sup> erschweren auch unterschiedliche Sichtweisen der Thematik (nationale / internationale<sup>1133</sup>, handels- und steuerrechtliche Implikationen<sup>1134</sup>, Know-how-Management<sup>1135</sup>) die Festlegung einer alle Erscheinungsformen umfassenden und allen Aspekten Rechnung tragenden De-

<sup>1127</sup> vgl. **Bradley** (1997) zitiert nach **Skyrme** (1998:15)

<sup>1128</sup> vgl. für weitere Beispiele **Sveiby** (1998:22ff)

<sup>1129</sup> **Skyrme** (1998:15)

<sup>1130</sup> vgl. **Sveiby** (1998:21)

<sup>1131</sup> vgl. **Edvinsson / Brüning** (2000:20); **Sveiby** (1998:25f)

<sup>1132</sup> vgl. **Edvinsson / Brüning** (2000:21). Sie führen beispielsweise folgende Begriffe als Synonyme ein: Wissenskapital („knowledge assets“), intellektuelles Kapital („intellectual capital“), intangible Vermögenswerte („intangible assets“; „intangibles“), nicht-finanzielle Vermögenswerte („non-financials“), immaterielle Vermögens- bzw. Anlagewerte, verborgene Vermögenswerte („hidden assets“), unsichtbare Vermögenswerte („invisible assets“), Q-Verhältnis (J. Tobin).

<sup>1133</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:49ff); **Reilly / Schweih** (1998:4ff); **Keitz** (1997:5ff); **Brockington** (1996:12); **Reilly** (1996:27)

<sup>1134</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:19ff); **Glade** (1990:11ff)

<sup>1135</sup> vgl. **Dimmeler / Sauer** (2000:39ff); **Edvinsson / Brüning** (2000:13ff); **Edvinsson / Malone** (1997:3ff); **Probst / Raub / Romhardt** (1997:15ff); **Skyrme / Amidon** (1997:45ff); **Wiig** (1997:400ff)

inition.<sup>1136</sup> Im folgenden soll versucht werden, einen möglichst breiten, nicht auf einen Einzelzweck gerichteten Definitionsansatz zu verfolgen.

### 6.2.1. Definition „immaterielle Vermögenswerte“ bzw. „intangible Assets“

Das deutsche Handelsrecht (§266 Abs. 2 HGB) unterscheidet drei Vermögensarten (materielle, finanzielle und immaterielle Werte), die sich insbesondere durch ihre Substanz unterscheiden.<sup>1137</sup>

1. **Materielle Werte** haben im Gegensatz zu den anderen o.g. Vermögensarten körperliche Substanz (bspw. Maschinen, Anlagen, Gebäude).
2. **Finanzielle Werte** haben keine körperliche Substanz, sondern sind monetär (z.B. Geldforderungen, Beteiligungen, Wertpapiere, etc.)<sup>1138</sup>
3. **Immaterielle Werte** sind weder körperlich faßbar noch monetär. „These [intangible assets; C.Z.] we shall define as assets that have no physical substance and that are not of a monetary nature [...]“.<sup>1139</sup> Im allgemeinen sollen sie dauerhaft dem Geschäftsbetrieb dienen und einen wirtschaftlichen Vorteil für die Unternehmung darstellen.<sup>1140</sup>

Die Abgrenzung zwischen immateriellen und materiellen Werten ist nicht immer eindeutig leistbar, da partiell Vermögensgegenstände existieren, deren eigentlicher Wertschöpfungsbeitrag in der Kombination einer materiellen und einer immateriellen Komponente besteht und die Nutzenstiftung erst durch deren Integration generiert wird. Im Schrifttum werden einige Kriterien angeführt, welche ökonomischen Phänomene als immaterielle Vermögenswerte qualifiziert werden können bzw. wie sich eine Abgrenzung zwischen materiellen und immateriellen Assets manifestiert.<sup>1141</sup> Kriegbaum benennt folgende Unterscheidungskriterien, die allerdings weder Umfassendheit noch eine absolute Trennschärfe für sich beanspruchen können:<sup>1142</sup>

1. Abgrenzung nach der Funktion der körperlichen Komponente: Ein Vermögensgegenstand wird als immateriell eingestuft, sofern der körperliche Bestandteil lediglich eine Dokumentations- bzw. Verdinglichungsfunktion für den immateriellen Wert einnimmt und nicht die eigentliche Leistung darstellt. So übernimmt beispielsweise eine Diskette oder CD-rom ausschließlich eine Trägereigenschaft für die darauf gespeicherte Software als dem eigentlichen, allerdings nicht-körperlichen Wert.

<sup>1136</sup> vgl. **Labhart** (1999:189); **Glade** (1990:1)

<sup>1137</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:19); **Keitz** (1997:5f); **Kählert / Lange** (1993:614)

<sup>1138</sup> Einige Autoren zählen finanzielle Werte i.w.S. zu den immateriellen Werten, da sie ebenfalls un-körperliche wirtschaftliche Werte darstellen; vgl. **Glade** (1990:8) und die dort angegebene Literatur.

<sup>1139</sup> **Brockington** (1996:12)

<sup>1140</sup> vgl. **Keitz** (1997:5f); **Glade** (1990:6)

<sup>1141</sup> vgl. **Reilly / Schwehs** (1998:5); **Reilly** (1996:27); **Brockington** (1996:13); **Kählert / Lange** (1993:615ff)

<sup>1142</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:20)

2. Abgrenzung nach dem wirtschaftlichen Interesse: Falls sich das wirtschaftliche Interesse auf die immaterielle Komponente des Vermögensgegenstandes richtet, gilt dieser als immateriell.
3. Abgrenzung nach der Wertrelation: Überwiegt der Wert des immateriellen Bestandteils, dann wird der ganze Vermögensgegenstand als immateriell klassifiziert.
4. Abgrenzung nach der Vervielfältigung des Vermögensgegenstandes: Wenn eine immaterielle Leistung vervielfältigt wird, geht die immaterielle Eigenschaft verloren und sie wird zu einem körperlichen Vermögensgegenstand.

Die hier vorgeschlagene Definition durch Abgrenzung läßt erhebliche Interpretationsspielräume zu und erscheint nicht in allen Fällen konsistent. Wenn z.B. eine Unternehmung plant, den Coca-Cola-Konzern aufgrund seines erheblichen Markenwertes zu übernehmen, dürfte damit nicht notwendigerweise eine Einstufung aller tangiblen Vermögensgegenstände als immateriell verbunden sein – auch wenn sich das primäre wirtschaftliche Interesse auf die Marke richtet.

In einem weiteren Definitionsansatz immaterieller Vermögenswerte („*intangible assets*“) legt Reilly eine juristische Sichtweise zugrunde:<sup>1143</sup>

1. It should be subject to specific identification and recognizable description.
2. It must be subject to legal existence and protection.
3. It must be subject to the right of private ownership, and this private ownership must be legally transferable.
4. There must be some tangible evidence or manifestation of the existence of the intangible asset (e.g. a contract or a license or a registration document).
5. It must have been created or have come into existence at an identifiable time or as the result of an identifiable event.
6. It must be subject to being destroyed or to a termination of existence at an identifiable time or as the result of an identifiable event.

Diese Definition von Reilly greift m.E. zu kurz, da einige ausgesprochen wichtige immaterielle Vermögensgegenstände nicht erfaßt werden. Reilly fokussiert seinen Ansatz auf rechtsfähige Vermögenswerte, wie beispielsweise Patente, Lizenzen u.ä., und läßt dabei allerdings intangible Assets wie u.a. das (tazite) Know-how und die Erfahrung von Mitarbeitern unberücksichtigt. Gerade in diesem Bereich ist jedoch ein erheblicher immaterieller Wert, der in der Literatur regelmäßig als Human Capital bezeichnet wird, lokalisierbar.<sup>1144</sup>

---

<sup>1143</sup> Reilly (1996:27)

<sup>1144</sup> vgl. Sullivan (2000:55f); Sveiby (1998:27f); Edvinsson / Malone (1997:34f); Skyrme / Amidon (1997:134f); Stewart (1997:79)



Brockington nähert sich dem Begriff intangible Assets aus einer Accounting-Perspektive:<sup>1145</sup>

1. It cannot be bought and sold in an organized market. Its realization depends either on the continuation of business operations or on the ability to find a specialized buyer.
2. It is likely to be very specific to the business that owns it, sometimes to the extent that it may have no value at all to anyone else.
3. Disposal of the asset will affect and may prevent the continuance of all or a substantial part of the activities of the business.
4. Direct verification of its existence may be impossible. It may merely manifest itself in conferring trading advantages over those not possessing the asset.
5. It may not have a finite life. Its life may be indefinite but nevertheless subject, at the whim of fortune, to abrupt curtailment.
6. Its value may fluctuate in an unpredictable way.

Auch diese Definition skizziert eher graduelle Unterschiede und zeigt keine eindeutigen klassifikatorischen Abgrenzungsmerkmale auf.<sup>1146</sup> Beispielhaft sei erwähnt, daß auch materielle Vermögenswerte (Grundstücke) über einen unbegrenzten Zeitraum existieren können; die infinite Lebenszeit ist daher kein eindeutiges Abgrenzungsmerkmal für immaterielle Vermögenswerte. Dies gilt ebenso für die Abwesenheit von organisierten bzw. liquiden Märkten. Denn auch für bestimmte materielle Vermögensgegenstände, z.B. Atomkraftwerke als Gebäude mit einem sehr spezifischen Zweck, existiert kein organisierter Markt. Labhart konstatiert, daß für das tangible operative Vermögen in vielen Fällen aufgrund der zunehmenden Spezialisierung ein Rückgang der Liquidität bzw. der Marktgängigkeit festzustellen ist.<sup>1147</sup> Folglich ist dieses Abgrenzungsmerkmal ebenfalls nicht uneingeschränkt anwendbar, da umgekehrt Transfers von Humankapital oder Markennamen durchaus von einer Marktfähigkeit der Intangibles zeugen.<sup>1148</sup>

Allen angeführten Versuchen, den Begriff der immateriellen Vermögenswerte bzw. der intangiblen Assets zu konkretisieren, gelingt dies nur näherungsweise. Eine eindeutige und uneingeschränkt anerkannte Definition existiert zur Zeit nicht.<sup>1149</sup> Dies ist u.a. auf die Tatsache zurückzuführen, daß zielgruppenspezifisch Unterschiede in der Beurteilung des Sachverhalts zu erwarten sind. „Each definition is consistent with the perspective and interests of its users and understandably often neglects or ignores

---

<sup>1145</sup> Brockington (1996:13)

<sup>1146</sup> vgl. Brockington (1996:14)

<sup>1147</sup> vgl. Labhart (1999:190)

<sup>1148</sup> vgl. Labhart (1999:190); Brockington (1996:14)

<sup>1149</sup> vgl. Labhart (1999:189)

the interest or perspective of others.“<sup>1150</sup> Da in dieser Arbeit primär die Beziehung zwischen dem Kapitalmarkt (Eigentümer, Shareholder) und der Unternehmung thematisiert wird, soll nachfolgend die ökonomische Perspektive vertiefend behandelt werden.<sup>1151</sup>

Die Kapitalmärkte betrachten Intangibles als in der Unternehmung vorhandene Vermögenswerte, die zur Verbesserung der Profitabilität und der strategischen Positionierung eingesetzt bzw. genutzt werden und somit einen wesentlichen Beitrag zur Wertgenerierung leisten.<sup>1152</sup> In diesem Zusammenhang steht weniger der ohnehin häufig nur schwer bestimmbare Wert als vielmehr der künftig zu erwartende Wertbeitrag der intangiblen Assets im Vordergrund, da die Investoren zukunftsorientiert agieren und entscheiden. Reilly definiert daher ein zusätzliches Attribut, welches aus Kapitalmarktsicht eine hohe Relevanz für die Bedeutung von intangiblen Assets besitzt, und das ist die (quantifizierbare) Wertdimension:<sup>1153</sup>

1. It [an intangible asset; C.Z.] must generate some measurable amount of economic benefit to its owner; this economic benefit could be in form of an increment or of a cost decrement [...]
2. It must enhance the value of other assets with which it is associated; the other assets may include tangible personal property and tangible real estate.

Erst diese Erweiterung um die Wertbeitragsdimension vervollständigt den Definitionsansatz aus der Kapitalmarktsicht. Zusammenfassend werden im Rahmen der vorliegenden Arbeit immaterielle Vermögenswerte unter Bezugnahme auf einen Vorschlag des Intangibles Research-Projekts in einer weiteren und in einer engeren Begriffsfassung definiert:<sup>1154</sup>

**Broad Definition** – Intangibles are nonphysical sources of probable future economic benefits to an entity or alternatively all the elements of a business enterprise that exists in addition to monetary tangible assets.

**Narrow Definition** – Intangibles are nonphysical sources of probable future economic benefits to an entity that have been acquired in an exchange or developed internally from identifiable costs, have a finite life, have market value apart from the entity, and are owned or controlled by the entity.

Lev fügt an, daß „[i]ntangibles often interact with tangible and financial assets to create corporate value and economic growth“<sup>1155</sup> und weist damit auf die Interaktivität

<sup>1150</sup> Sullivan (2000:5)

<sup>1151</sup> vgl. darüber hinausgehend Sullivan (2000:5f), der weitere Gebiete (Knowledge-Management, Innovations-Management, Unternehmensführung / Performance Measurement) anführt, bei denen intangible Assets sowie deren Identifikation, Messung und Bewertung eine wichtige Rolle spielen.

<sup>1152</sup> vgl. Sullivan (2000:6)

<sup>1153</sup> Zum folgenden Reilly (1996:27)

<sup>1154</sup> <http://www.stern.nyu.edu/ross/ProjectInt/i/intangibles.html>, 17.09.1998

<sup>1155</sup> vgl. Lev (2000a:14)

von intangiblen Assets hin sowie deren schwierige Abgrenzbarkeit von anderen Vermögenswerten.<sup>1156</sup>

Insbesondere die „*broad definition*“ erscheint aufgrund ihrer Dehnbarkeit geeignet intangible Assets, die in sehr unterschiedlichen Erscheinungsformen auftreten, hinreichend zu beschreiben. Im folgenden Kapitel wird auf die diversen Typologien immaterieller Vermögenswerte eingegangen.

### 6.2.2. Typologisierung immaterieller Vermögenswerte

Immaterielle Werte lassen sich zunächst in schützbar und nicht schützbar Werte untergliedern. Rechtmäßig geschützte Werte sind z.B. Markenzeichen, Patent-, Gebrauchs-, Geschmacksmuster-, Urheberrechte, Verträge, Lizenzen, patentierte Designs.<sup>1157</sup> Dabei handelt es sich überwiegend um Werke, deren wirtschaftlicher Wert aus dem zugrunde liegenden Gedanken- und Ideengut resultiert.<sup>1158</sup> Dagegen stellen beispielsweise die Reputation einer Unternehmung, organisationale und personelle Netzwerke keine schützbar Werte dar.<sup>1159</sup> Als weiteres Unterscheidungskriterium bietet sich die Klassifizierung in identifizierbar und nicht identifizierbar immaterielle Vermögenswerte an.

**Identifizierbar immaterielle Vermögenswerte** definieren sich über ihre individuelle Bestimm- und Abgrenzbarkeit. Zum einen sind dies Rechte (wirtschaftliche Vorteile), die vertraglich oder rechtlich geschützt sind und dem Eigentümer u.a. Nutzungs-, Leistungs- und Duldungsrechte einräumen, z.B. Konzessionen, Vertriebsrechte, Abbaurechte, gewerbliche Schutzrechte, Leistungsschutzrechte für Software, Filme, Tonträger, Wettbewerbsverbote.<sup>1160</sup> Rechtlich geschützte immaterielle Werte werden auch als „*intellectual property*“ bezeichnet.<sup>1161</sup> Zum anderen zählen zu den identifizierbaren immateriellen Werten auch wirtschaftliche Werte (wirtschaftliche Vorteile), die zwar nicht rechtlich geschützt sind, aber dennoch Objekte von Rechtsgeschäften sein können, z.B. ungeschützte Erfindungen, ungeschützte Software, Kundstamm.<sup>1162</sup>

**Nicht identifizierbar immaterielle Vermögenswerte** (rein wirtschaftliche Vorteile, sofern sie selbständig bewert- und nachweisbar sind<sup>1163</sup>) sind weder rechtlich schützbar noch können sie Objekte von Rechtsgeschäften sein. Dabei handelt es sich beispielsweise um das Know-how und die Erfahrungen der Mitarbeiter.<sup>1164</sup> Obwohl an diesen speziellen Vermögenswerten kein Eigentum erworben werden kann

<sup>1156</sup> vgl. auch Skyrme (1998:20)

<sup>1157</sup> vgl. Kriegbaum (2001:21); Glade (1990:7)

<sup>1158</sup> vgl. Glade (1990:7)

<sup>1159</sup> vgl. Hall (1994:152); Hall (1991:42)

<sup>1160</sup> vgl. Kriegbaum (2001:21); Glade (1990:7)

<sup>1161</sup> vgl. Lev (2000a:12); Reilly (1996:28)

<sup>1162</sup> vgl. Keitz (1997:7); Rütte / Hoenes (1995:39)

<sup>1163</sup> vgl. Glade (1990:7)

<sup>1164</sup> vgl. Kriegbaum (2001:21); Keitz (1997:7); Rütte / Hoenes (1995:39)

und sie folglich nicht marktfähig bzw. handelbar sind, haben diese Intangibles einen wirtschaftlichen Wert, da sie einen Beitrag zur künftigen Nutzengenerierung für die Unternehmung leisten.<sup>1165</sup>

Ebenfalls einen erheblichen immateriellen Bestandteil hat der Marktwert einer Unternehmung, da dieser häufig den bilanziellen Wert des Eigenkapitals übersteigt. „Der Unterschiedsbetrag zwischen dem Marktwert des Unternehmens und dem Wert aller separat identifizierbaren, aktivierten Vermögensgegenstände, der sog. **Goodwill**, resultiert aus wirtschaftlichen Vorteilen, die auf immateriellen Vermögensgegenständen basieren [Hervorhebung im Original; C.Z.]“<sup>1166</sup> Diese geschäftswertbildenden Faktoren<sup>1167</sup>, die im Goodwill zum Ausdruck kommen, lassen sich hinsichtlich des Bereichs untergliedern, in dem sie wirtschaftliche Vorteile generieren. So ist zwischen dem *consumers goodwill* (Vorteil aufgrund des Kundenstamms), dem *industrial goodwill* (unternehmensspezifische Vorteile durch die Qualität des Managements, Belegschaftsqualität) oder dem *financial goodwill* (Vorteile u.a. durch günstige Konditionen am Kapitalmarkt) zu unterscheiden.<sup>1168</sup>

Diese Klassifizierung vor allem der immateriellen Bestandteile des Unternehmenswerts (Abb.38⇒) folgt einer handelsrechtlich orientierten und am traditionellen Accounting ausgerichteten Betrachtungsweise. Für eine basale Begriffseinordnung mag dies ausreichen. In der Literatur sind allerdings weitere Ansätze zu finden, in denen Intangibles eher unter Performance Measurement- bzw. Performance Reporting-Aspekten (internes Berichtswesen / Management Accounting<sup>1169</sup>) kategorisiert werden.<sup>1170</sup> Nachdem die Kritik an den geltenden Accountingrichtlinien bezüglich der unzureichenden Berücksichtigung von immateriellen Vermögenswerten bereits vorstehend angesprochen wurde, erscheint es sinnvoll, andere Vorgehensweisen insbesondere zur Kategorisierung, Messung und Bewertung von intangiblen Assets als

<sup>1165</sup> Allerdings ist diese Einschätzung in der Literatur nicht unumstritten. **Reilly / Schweih** (1998:5) formulieren „[...] there should be a specific bundle of legal property rights associated with the existence of any intangible asset.“ **Arthur Andersen & Co.** (1992:16) definieren immaterielle Güter ebenfalls als „[...] protected legally or through a de facto right.“ Demnach würden nur rechtlich bzw. vertraglich geschützte Werte tatsächlich den Status eines (intangiblen) Assets erhalten. Dieser Ansicht soll in dieser Arbeit widersprochen werden, da insbesondere aus der Kapitalmarktsicht nicht identifizierbare immaterielle Vermögensgegenstände von erheblichem Interesse für die Erwirtschaftung zukünftiger Zahlungsströme sein können und daher durchaus einen Vermögenswert darstellen.

<sup>1166</sup> **Kriegbaum** (2001:2). Der Goodwill ist die Differenz zwischen dem Ertragswert (Barwert der zukünftig erwarteten Ausschüttungen) und dem Substanzwert der einzelnen Vermögensbestandteile; vgl. ausführlich zum Goodwill **Brockington** (1996:119ff).

<sup>1167</sup> vgl. **Glade** (1990:7)

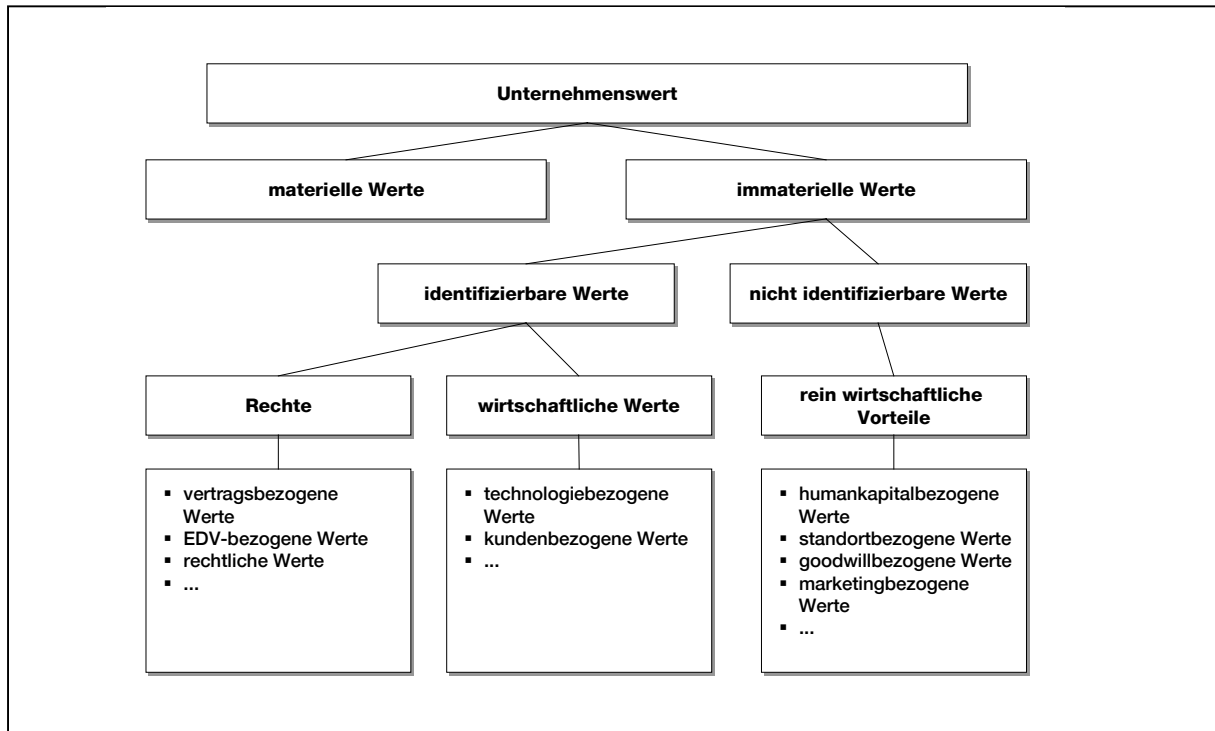
<sup>1168</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:22); zu einer differenzierteren Kategorisierung **Reilly** (1996:28)

<sup>1169</sup> Im Management Accounting werden Kennziffern erfaßt, die nicht den traditionellen Accountingstandards entsprechen, die aber als Steuerungsgrößen für die Leistungserstellung und Wertschaffung relevant sind.

<sup>1170</sup> vgl. zur Neuausrichtung des internen Berichtswesens und zur kapitalmarktorientierten Konversion von internem und externem Berichtswesen **Klingebiel** (2001:1ff); **Klingebiel** (2000a:24ff); **Klingebiel** (2000b:175ff)

Steuerungsgrößen für die Wertschaffung innerhalb einer Unternehmung zu prüfen (siehe Kap. 7.4.).

**Abbildung 38: Aufgliederung des Unternehmenswerts (materiell / immateriell)**



Quelle: Kriegbaum (2001:24)

### 6.3. Wertrelevanz von immateriellen Vermögenswerten

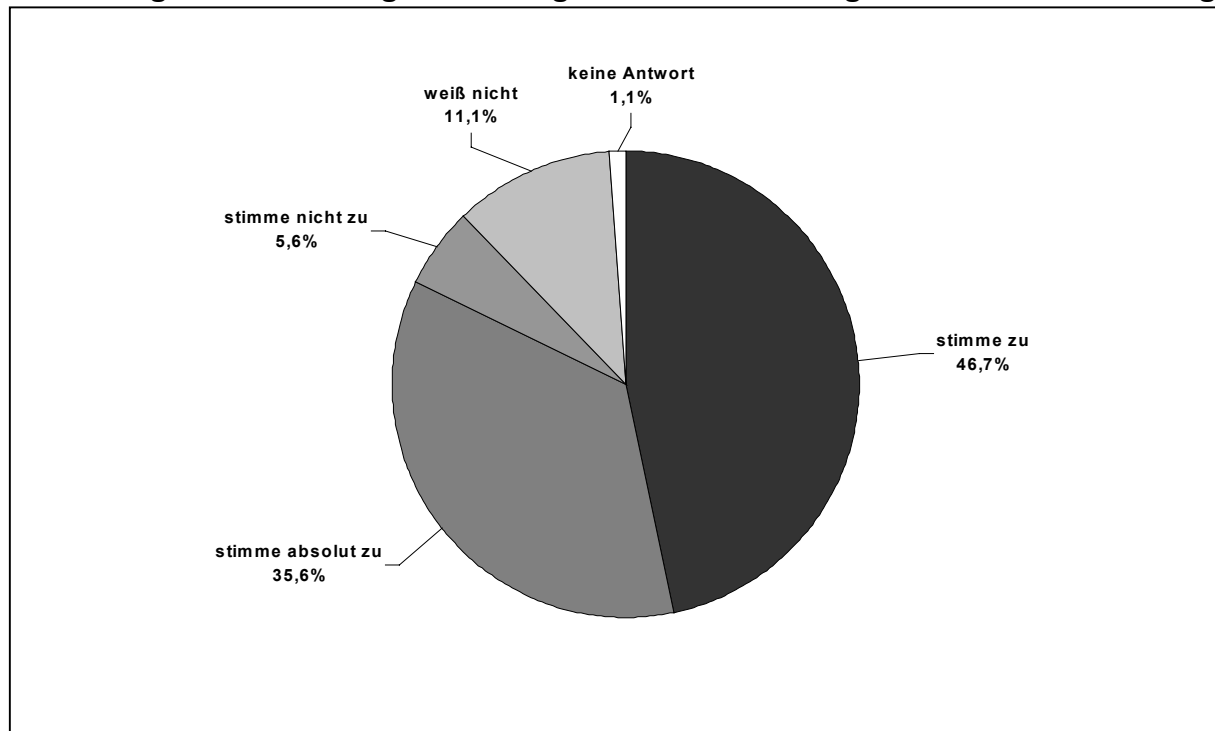
Obwohl in der Praxis, d.h. am Kapitalmarkt, anhand des Unterschieds zwischen Marktwert und Buchwert einer börsennotierten Gesellschaft bereits die Bedeutung von immateriellen Vermögenswerten in ihrer Gesamtheit für die Wertschaffung einer Unternehmung abzulesen ist, erscheint dieser Indikator zu undifferenziert, um die kausalen Zusammenhänge zwischen intangiblen Assets und ihrem Einfluß auf den Unternehmenserfolg herauszuarbeiten. Insbesondere aus der Sicht des Managements ist es allerdings erforderlich, diese Wirkungsrelationen in Art und Umfang genau zu kennen, da hier die Stellhebel angesetzt werden müssen, um eine performanceorientierte Steuerung der Unternehmung gewährleisten zu können. Daher soll im folgenden exemplarisch aufgezeigt werden, ob und in welcher Form spezifische Intangibles eine Wertrelevanz für eine Unternehmung besitzen.

Grundsätzlich besteht eine breite, unternehmensseitige Übereinstimmung, daß immaterielle Vermögenswerte (deren Messung und Bewertung) einen erfolgskritischen Faktor für den zukünftigen Unternehmenserfolg darstellen (Abb.39⇒).<sup>1171</sup> 82,3 Pro-

<sup>1171</sup> vgl. Edvinsson / Brüning (2000:136)

zent der Befragten einer Studie des Fraunhofer Instituts für Arbeitswirtschaft und Organisation aus dem Jahr 1999 stimmten dieser Aussage zu.<sup>1172</sup>

**Abbildung 39: Bedeutung von Intangibles für den künftigen Unternehmenserfolg**



Quelle: modifiziert nach Edvinsson / Brüning (2000:136)<sup>1173</sup>

Im weiteren soll dieses allgemeine und lediglich die subjektive Einschätzung der Befragten wiedergebende Ergebnis anhand konkreter Untersuchungsbeispiele objektiviert werden. Dabei soll die empirische Fundierung der Zusammenhänge zwischen *inputs* (z. B. Investitionen in Forschung und Entwicklung, Informationstechnologie, Kundenakquise) und den erzielten *outputs* (z. B. Gewinne, Produktivität, Shareholder Value) im Vordergrund stehen, um den tatsächlichen Werteinfluß der immateriellen Vermögenswerte auf den Unternehmenswert bzw. das Unternehmenswachstum belegen zu können.<sup>1174</sup>

Insbesondere bei innovations- und technologiegetriebenen Unternehmungen stellen **Investitionen in Forschung und Entwicklung** einen erheblichen Beitrag zur internen Generierung von immateriellen Vermögenswerten dar. Allerdings ist die bilanzielle Aktivierung dieser Investitionen umstritten. In der Regel werden Investitionen in Intangibles nicht kapitalisiert, sondern als Ausgaben betrachtet.<sup>1175</sup> „Traditionally, resources spent on intangible assets have not been treated as valuable investments

<sup>1172</sup> In der Studie im Rahmen des EU-Projekts MAGIC (Measuring and Accounting Intellectual Capital) wurden 1.300 Unternehmungen unterschiedlichster Branchen in Europa, Nordamerika und Asien befragt; vgl. **Edvinsson / Brüning** (2000:133).

<sup>1173</sup> **Edvinsson / Brüning** (2000) verwenden in diesem Zusammenhang den Begriff intellektuelles Kapital, welcher aber inhaltlich den gleichen Sachverhalt wie Intangibles bezeichnet. Es wird lediglich ein besonderer Schwerpunkt auf das erfolgskritische Wissen, das die Wettbewerbsfähigkeit einer Unternehmung sichert, gelegt.

<sup>1174</sup> vgl. hierzu auch **Lev** (2000a:8)

and capitalized in the balance sheet. Instead, they have been expensed and thus reported as costs [...].<sup>1176</sup>

Auf die Behandlung von immateriellen Vermögenswerten innerhalb des Rechnungswesens soll an dieser Stelle nicht weiter eingegangen werden, sondern es soll fokussiert die Wertrelevanz von Investitionen in Forschung und Entwicklung – als Beispiel für eine Investition in intangible Assets – betrachtet werden.

Ben Zion zeigt auf, daß Ausgaben für R&D und Werbung mit dem Unternehmenswert (in Form der Differenz zwischen Marktwert und Buchwert) korreliert.<sup>1177</sup> Hirschey / Weygandt kommen ebenfalls zu dem Schluß, daß eine Korrelation zwischen Tobin's q und dem Verhältnis von R&D-Ausgaben zum Umsatz, d.h. der R&D-Intensität, besteht.<sup>1178</sup> Woolridge und Chan / Martin / Kensinger dokumentieren in zwei unabhängigen Arbeiten positive Marktreaktionen auf R&D-Ankündigungen.<sup>1179</sup>

Eindrücklich belegt Sougiannis einen signifikanten Zusammenhang zwischen R&D-Investitionen und dem Marktwert einer Unternehmung.<sup>1180</sup> Bei einer Erhöhung der Ausgaben für R&D um US\$ 1 erfolgt eine Erhöhung des Gewinns in einem Zeitraum von sieben Jahren um US\$ 2. Der Marktwert steigt um US\$ 5.<sup>1181</sup>

Lev / Sougiannis untersuchen fünf typische R&D-intensive Branchen und erzielen tendenziell vergleichbare Ergebnisse.<sup>1182</sup> Während die tangiblen Assets einen Beitrag zum operativen Gewinn im Rahmen der branchenüblichen ROA-Werte leisten, führt eine Marketinginvestition, die eine Investition in Intangibles darstellt, von US\$ 1 zu einer Erhöhung des operativen Gewinns – abhängig von der betrachteten Branche – um US\$ 0,9 bis US\$ 1,6. Die Beiträge der R&D-Investitionen zum operativen Gewinn liegen sogar zwischen US\$ 1,7 bis US\$ 2,6, was ein deutlich höheres Signifikanzniveau darstellt.<sup>1183</sup>

Eine Rentabilität (nach Steuern) von 16,5 Prozent zeigt überdies den erheblichen Beitrag, den Forschung und Entwicklung in der Chemiebranche zum Unternehmenswert leistet; vor allem da die gewichteten Kapitalkosten in der Regel bei den meisten Chemieunternehmen zwischen 10 und 12 Prozent betragen. R&D stellt demzufolge einen wichtigen Werttreiber für Chemieunternehmen dar.<sup>1184</sup>

---

<sup>1175</sup> vgl. exemplarisch **Eccles et al.** (2001:55); **Lev** (2000a:8); **Labhart** (1999:183)

<sup>1176</sup> **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:243)

<sup>1177</sup> vgl. **Ben Zion** (1978:224ff)

<sup>1178</sup> vgl. **Hirschey / Weygandt** (1985:326ff); ausführlich zu Tobin's q **Stewart** (1997:226)

<sup>1179</sup> vgl. **Woolridge** (1988:26ff); **Chan / Martin / Kensinger** (1990:255ff)

<sup>1180</sup> vgl. **Sougiannis** (1994:44ff)

<sup>1181</sup> vgl. **Sougiannis** (1994:65f)

<sup>1182</sup> vgl. **Lev / Sougiannis** (1996:107ff)

<sup>1183</sup> vgl. **Lev / Sougiannis** (1996:120ff)

<sup>1184</sup> vgl. **Lev** (2000a:74), der gleichzeitig feststellt, daß die Rentabilität von materiellen Vermögenswerten („*physical assets*“) lediglich bei 10 Prozent nach Steuern liegt und damit keine Wertsteigerung erzielt wird.

Gambardella / García-Fontes / Petit stellen fest, daß R&D und Innovation signifikant die Performance von großen Unternehmungen in der Chemiebranche beeinflussen.<sup>1185</sup> Die Rentabilität von R&D ist um das 4,15fache höher als die Rentabilität von materiellen Assets.<sup>1186</sup> Dabei schwankt die Profitabilität in Abhängigkeit vom Betätigungsfeld innerhalb der Branche; das High-Tech-Segment weist eine höhere Profitabilität auf.

Alle angeführten Untersuchungen zeigen, daß Investitionen in Forschung und Entwicklung sowohl eine Wirkung auf die Gewinnsituation der Unternehmung als auch auf deren Einschätzung am Kapitalmarkt<sup>1187</sup> haben und daher eine hochgradige Wertrelevanz zu konstatieren ist.

In einem engen Zusammenhang mit der R&D-Thematik stehen empirische Untersuchungen, die sich mit **Patenten** auseinandersetzen. Denn Deng / Lev / Narin kritisieren, daß die im Geschäftsbericht veröffentlichten (Pflicht-)Informationen über die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten einer Unternehmung für die Investmentanalyse unzureichend sind.<sup>1188</sup> Die dort publizierten Daten über die periodischen R&D-Ausgaben repräsentieren lediglich die Kostenseite und lassen keine Aufschlüsse über die innovativen Fähigkeiten einer Unternehmung, d.h. die Art, Qualität und den erwarteten Wertbeitrag der wissenschaftlichen Aktivitäten, zu. Detaillierte Informationen zur Grundlagen- und anwendungsbezogenen Forschung fehlen in der Regel generell im externen Reporting. Um dennoch Rückschlüsse von den R&D-Aktivitäten auf den Unternehmenserfolg ziehen zu können, verwenden Deng / Lev / Narin Hilfsgrößen.

Dabei fungiert vor allem die Anzahl der Patente als Zwischenindikator für den Output, der durch die Forschungs- und Entwicklungsabteilung generiert wird.<sup>1189</sup> Als finale Meßgröße für den Output, d.h. den eigentlichen Erfolg eines R&D-Projekts, werden weiterhin finanzielle Kennzahlen wie Umsätze oder Kosteneinsparungen herangezogen.<sup>1190</sup> Es zeigt sich, daß die Anzahl der registrierten Patente als mittelbarer Indikator der Effizienz der R&D-Ausgaben in Relation zum Unternehmenserfolg steht. „[P]atent counts and the number of innovations emerging from a company's R&D program were found to be associated with [...] firm's market values (the larger the

---

<sup>1185</sup> vgl. **Gambardella / García-Fontes / Petit** (2000:228ff)

<sup>1186</sup> vgl. **Gambardella / García-Fontes / Petit** (2000:248f)

<sup>1187</sup> vgl. **Lev** (2000a:80). Die Einschätzung von R&D-Aktivitäten durch den Kapitalmarkt hängt zum einen von der Informationslage ab und zum anderen differenzieren die Investoren zwischen unterschiedlichen Forschungs- und Entwicklungsstadien vom Projektstart bis zur letztendlichen Kommerzialisierung, wobei fortgeschrittene Projekte bzw. Produkte, die kurz vor der Markteinführung stehen, stärker berücksichtigt werden.

<sup>1188</sup> vgl. **Deng / Lev / Narin** (1999:20); **Lev** (2000c:5)

<sup>1189</sup> Sicherlich kann die Patentanzahl nur eine Näherungs- oder Hilfsgröße sein, da nicht jedes Projekt oder dessen Ergebnis zu einer Patentierung führt.

<sup>1190</sup> vgl. **Lev** (2000a:81) und die dort angegebene Literatur



number of patents and innovations, the higher the market value, on average).“<sup>1191</sup> Deng / Lev / Narin testen beispielsweise die Zitationshäufigkeit von Patenten als Wertindikator und stellen fest, daß verschiedene patent- bzw. zitierungsbezogene Meßgrößen<sup>1192</sup> einen statistisch relevanten Bezug zu Aktienrenditen und M/B-Ratios haben.<sup>1193</sup> Dabei weisen die Indikatoren *citation impact* und *science link* eine höhere Korrelation mit Aktienrenditen und M/B-Ratios auf als *patent count* und *technology cycle time*.<sup>1194</sup> Die Ergebnisse belegen einen grundsätzlichen Zusammenhang zwischen R&D-Aktivitäten und einer positiven Entwicklung von Produktivität, Gewinnsituation und Aktienkursen einer Unternehmung.

Einen weiteren Wertindikator stellen die **Investitionen in Informationstechnologie** dar. Gemäß einer Studie von Brynjolfsson / Yang wird ein Investment von einem US\$ in materielle Vermögenswerte vom Kapitalmarkt mit etwa einem US\$ bewertet, während jeder US\$, der in Informationstechnologie („*computer capital*“) investiert wurde, einen Marktwert von nahezu zehn US\$ repräsentierte.<sup>1195</sup>

Ohne Zweifel ist dieses Untersuchungsergebnis nicht als triviale Handlungsanweisung zu verstehen, um durch massive Investitionen in Informationstechnologie (IT) den Marktwert einer Unternehmung überproportional zu steigern. Vielmehr werden IT-Investitionen vom Kapitalmarkt als Indikator für das Ausmaß und den Umfang des unternehmerischen Wandels begriffen. Denn die Notwendigkeit zur Implementierung neuer Informationstechnologien (Computer, Intranet, etc.) resultiert häufig aus der Einführung neuer Geschäftsprozesse, einer geänderten Organisationsstruktur oder einer neuen Marktstrategie.<sup>1196</sup> Die hohe Marktbewertung von IT-Investitionen läßt sich dann rechtfertigen, wenn angenommen wird, daß mit der neuen Technologie eine organisationale Strukturveränderung einhergeht, die als intangibles Asset die Wertschöpfungsprozesse innerhalb der Unternehmung optimiert und damit letztlich deren Wettbewerbsfähigkeit und Ertragskraft steigert. Der rein materielle Wert der Computer ist in der Regel dagegen als nachrangig zu betrachten. Die Qualität der IT-Infrastruktur – abgeleitet aus der Höhe der getätigten Investitionen – reflektiert die Adäquanz der Organisationsstruktur im Hinblick auf endogene und exogene Veränderungsprozesse.<sup>1197</sup> Die Organisationsstruktur als intangibles Asset einer Unternehmung besitzt demzufolge ebenfalls eine Wertrelevanz, die sich im Marktwert niederschlägt.

---

<sup>1191</sup> Lev (2000a:81)

<sup>1192</sup> a) Zahl der gewährten Patente einer Unternehmung im Untersuchungsjahr („*patent count*“); b) Häufigkeit, in der Patente aus dem Unternehmensportfolio in nachfolgenden Patenten zitiert werden („*citation impact*“); c) Zahl der Referenzen auf wissenschaftliche Arbeiten in den Patenten einer Unternehmung („*science link*“); d) Alter der U.S.-Patente (Median), die in Unternehmenspatenten zitiert werden („*technology cycle time*“)

<sup>1193</sup> vgl. Deng / Lev / Narin (1999:28)

<sup>1194</sup> vgl. Deng / Lev / Narin (1999:24)

<sup>1195</sup> vgl. Brynjolfsson / Yang (1999) zitiert nach Lev (2001:63)

<sup>1196</sup> vgl. Brynjolfsson / Yang (1999) zitiert nach Lev (2001:64)

<sup>1197</sup> vgl. zu organisationalen Assets die Ausführungen von Boulton / Libert / Samek (2001:66f)

Auch absatzmarkt- bzw. kundenbezogene Intangibles haben einen empirisch belegten Einfluß auf die Performance einer Unternehmung. Amir / Lev argumentieren beispielsweise für die Mobiltelefonbranche in den USA, daß die **Akquisitionskosten** für einen Kunden nicht als Marketingaufwendung, sondern als Investition in ein intangibles Asset zu verstehen sind.<sup>1198</sup> Die für die Kundenakquisition gezahlten Provisionen sind signifikant mit den Aktienrenditen bzw. mit Aktienkursänderungen korreliert.<sup>1199</sup> Es wird gezeigt, daß bestimmte nicht-finanzielle Kennzahlen, wie die Marktpenetration und das Marktwachstumspotential, wertrelevant sind.<sup>1200</sup> Zu ähnlichen Ergebnissen bezüglich der Kosten für die Kundenakquisition kommen Demers / Lev für die Internetbranche, die eine positive Korrelation zwischen den Akquisitionskosten und dem Marktwert von Internetunternehmen (M/B-Ratio) feststellen konnten.<sup>1201</sup> Demers / Lev identifizieren ebenfalls nicht-finanzielle Performance-Kennziffern („*reach*, *stickiness*, *customer loyalty*“<sup>1202</sup>), die eine Wertrelevanz aufweisen und das Rendite- bzw. Wachstumspotential einer Unternehmung reflektieren.<sup>1203</sup> Der Kapitalmarkt betrachtet die Kundenbasis als immateriellen Vermögenswert und sieht demnach die Kosten für den Ausbau des Kundenstamms als Investitionen in intangible Assets an.

<sup>1198</sup> vgl. Amir / Lev (1996:5); siehe auch Lev (2000a:92f). Branchenstatistiken zeigen, daß Mobiltelefonkunden durchschnittlich 3,5 Jahre an einen Provider gebunden bleiben, bevor sie den Anbieter wechseln. Daher sind die Provisionen, die für die Kundenakquisition gezahlt werden, als Investitionen in intangible Assets zu betrachten, die sich über einen mehrjährigen Zeitraum amortisieren. Lev (2000a:92): „[A] single year is a common accounting cut off between an expense and an asset.“

<sup>1199</sup> vgl. Lev (2000a:93)

<sup>1200</sup> vgl. Amir / Lev (1996:3, 22ff)

<sup>1201</sup> vgl. Demers / Lev (2000:2); Lev (2000a:94)

<sup>1202</sup> a) *Reach* bezeichnet die Anzahl der Individuen, die eine Internetsite besuchen; b) *Stickiness* beschreibt die Fähigkeit einer Internetsite, den Kunden zeitlich zu binden bzw. auf der Seite zu halten; c) *Customer loyalty* ist ein Kennzahl, die die Fähigkeit einer Internetsite anzeigt, wiederholte Besuche eines Kunden zu generieren; vgl. Demers / Lev (2000:7f).

<sup>1203</sup> vgl. Demers / Lev (2000:2f) und die dort angegebene Literatur. Die Aussagen gelten zumindest für den Zeitraum bis zum ersten Quartal 2000, d.h. bevor in der sogenannten *shakeout*-Phase im März und April 2000 die Aktienkurse kollabierten. Danach wurden die Kosten für die Kundenakquisition vom Kapitalmarkt nicht mehr als Investition in (intangible) Assets betrachtet.

An diesem Beispiel zeigt sich nicht nur die Gefahr der Beliebigkeit „moderner“ Meßgrößen. Es zeigt sich auch, daß man insbesondere bei nicht-traditionellen Kennzahlen einem Zirkelschluß unterliegen kann. Wird die Wertrelevanz bestimmter nicht-finanzieller Kennziffern bzw. der durch sie repräsentierten Intangibles an ihrem Einfluß auf den Marktwert abgelesen, kann dann ein verzerrender Effekt eintreten, wenn die Einschätzung des Marktwertes durch die Financial Community auf eben diesen Kennzahlen basiert. Die Wertrelevanz bestimmter nicht-finanzieller Kennzahlen resultierte dann lediglich aus der Tatsache, daß diese Kennzahlen bei der Investmentanalyse zum Einsatz kommen und über sie folglich der Marktpreis bestimmt wird, aber nicht weil sie eine Indikatorfunktion für die substantielle Wertschaffung inne haben.

Wenn die Wertgenerierung nicht anhand klassischer Erfolgskennzahlen (Gewinn, Cash Flow, etc.) gemessen wird, sondern anhand temporär konsentierter Ersatzgrößen, aus denen sich allerdings eine substantielle Wertschaffung i.S. der Steigerung des inneren Wertes einer Unternehmung häufig nicht ablesen läßt, besteht die Gefahr, daß psychologische Effekte die fundamentale Wertgenerierung überlagern. Zwar wurde durch die zeitweise hohe Marktbewertung kurzfristig Shareholder Value geschaffen, der aber auf einer systematischen Fehleinschätzung der Ertragspotentiale zahlreicher (New Economy-)Unternehmungen durch den Markt beruhte und daher Ausdruck einer Marktineffizienz war.

Zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen beschäftigen sich mit dem Faktor **Kundenzufriedenheit** und dessen Beziehung zu bilanziellen Kennzahlen bzw. zu Aktienrenditen. Anderson / Fornell / Lehmann weisen nach, daß bei 77 schwedischen Unternehmungen die Kundenzufriedenheit mit dem Return on Investment korreliert.<sup>1204</sup> Banker / Potter / Srinivasan konnten ebenfalls eine positive Beziehung zwischen Kennzahlen zur Kundenzufriedenheit und der zukünftigen finanziellen Performance von 18 Hotels feststellen.<sup>1205</sup> Zu ähnlichen Ergebnissen kommen Ittner / Larcker bei ihrer Untersuchung. Sie zeigen, daß spezifische Kennzahlen, die die Kundenzufriedenheit abbilden, maßgebliche Indikatoren für das zukünftige Kaufverhalten der Kunden, das Wachstum des Kundenstamms, die finanzielle Performance und den Börsenwert der Unternehmung sind.<sup>1206</sup> Obwohl die Kundenzufriedenheit erst bestimmte Grenzwerte überschreiten muß, bevor ein Einfluß auf die finanziellen Ergebnisse und damit eine Wertrelevanz festzustellen ist, postulieren Ittner / Larcker die Integration von Indikatoren für die Kundenzufriedenheit in die internen Management Accounting- bzw. Performance Measurement-Systeme.<sup>1207</sup> Lev kritisiert in diesem Zusammenhang allerdings die fehlende Einheitlichkeit bzw. Standardisierung bestehender Kundenzufriedenheitskennziffern, was eine unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit der Zahlen (und damit eine sinnvolle Verwendung im Value Reporting) einschränkt oder gar unmöglich macht.<sup>1208</sup>

Unternehmungen investieren erhebliche Summen in ihre Mitarbeiter. Deren individuelle Fähigkeiten und Erfahrungen, deren Wissen und Know-how werden im Begriff **Humankapital** zusammengefaßt.<sup>1209</sup> Eine Extension des Humankapitals bzw. dessen effiziente Nutzung innerhalb einer Unternehmung kann beispielsweise durch eine forcierte Aus- und Weiterbildung, durch spezifische Entlohnungsschemata (Aktienoptionspläne) oder durch Einführung von Wissensmanagementsystemen befördert werden.<sup>1210</sup> Übersteigen die Vorteile – z.B. in Form von gesteigerter Produktivität – die Kosten, kann von einem intangiblen Asset gesprochen werden. Allerdings ist die Beweisführung schwierig, da eine Produktivitätssteigerung häufig nicht unzweifelhaft auf Investitionen in das Humankapital zurückgeführt werden kann, sondern möglicherweise auch auf der Veränderung von anderen Produktionsfaktoren beruht. Dennoch beschäftigen sich einige wissenschaftliche Untersuchungen mit dieser Thematik.

---

<sup>1204</sup> vgl. **Anderson / Fornell / Lehmann** (1994:53ff)

<sup>1205</sup> vgl. **Banker / Potter / Srinivasan** (1998) zitiert nach **Ittner / Larcker** (1998a:220)

<sup>1206</sup> vgl. **Ittner / Larcker** (1998b:32); **Ittner / Larcker** (1998a:220)

<sup>1207</sup> vgl. **Ittner / Larcker** (1998b:33)

<sup>1208</sup> vgl. **Lev** (2000a:96)

<sup>1209</sup> vgl. **Edvinsson / Brüning** (2000:28); **Sullivan** (2000:4f;173ff); **Bassi / Van Buren** (1999:416); **Edvinsson / Malone** (1997:11); **Stewart** (1997:79ff)

<sup>1210</sup> vgl. **Lev** (2000a:101)

Tepstra / Rozell belegen eine signifikante Beziehung zwischen Bewerbungs- und Auswahlverfahren und Unternehmensprofiten.<sup>1211</sup> Russell / Terborg / Powers fokussieren ihre Untersuchung auf das Training der Mitarbeiter und zeigen eine Beziehung zwischen Training und Performance der Unternehmung.<sup>1212</sup>

In einer neueren Studie untersuchen Bassi / Van Buren eine ähnliche Fragestellung und weisen eine Beziehung zwischen den Investitionen einer Unternehmung in Training und Ausbildung der Mitarbeiter und dem M/B-Ratio nach.<sup>1213</sup> Damit wird gezeigt, daß der Kapitalmarkt und die Shareholder den Wert des Humankapitals in ihrer Einschätzung des Unternehmenswerts berücksichtigen. Allerdings schlägt sich dieser Wert nicht unbedingt kurzfristig in den finanziellen Ergebnissen nieder. Vielmehr trägt hochwertiges Humankapital zum langfristigen Erfolg der Unternehmung durch eine kontinuierliche und nachhaltige Qualitätsverbesserung der Produkte und Dienstleistungen bei.<sup>1214</sup>

Boon analysiert den Einfluß von arbeitgeberfinanzierten, formalen Trainingsprogrammen auf die Arbeitsleistung („*output*“) von holländischen Unternehmungen, die im Industriesektor tätig sind.<sup>1215</sup> Das Untersuchungsdesign berücksichtigt, daß kontinuierliche Investitionen in die Mitarbeiterfortbildung sich im Humankapital akkumulieren und keine Einmaleffekte darstellen. Die Ergebnisse der Studie belegen empirisch eine signifikante Korrelation zwischen Investitionen in Humankapital und dem Mehrwert („*value added*“) für die untersuchten Industrieunternehmungen.<sup>1216</sup> „[W]ith a depreciation rate of 5 percent (15 percent) the private rate of return to human capital is [...] 23 percent (50 percent) for value added.“<sup>1217</sup> Ein Vergleich mit einer Studie von Bartelsman / Van Leeuwen / Nieuwenhuijsen / Zeelenborg zeigt, daß in den Niederlanden die *rate of return* für Humankapital damit in derselben Größenordnung liegt wie die für R&D-Kapital, was die Bedeutung des Humankapitals für die Wertgenerierung in Unternehmungen unterstreicht.<sup>1218</sup>

Generell ist festzustellen, daß die intangiblen Assets und die sie repräsentierenden nicht-finanziellen (Performance-)Kennzahlen einen wichtigen Einfluß auf die Einschätzung der Unternehmung durch die Aktionäre und deren Investitionsentscheidungen haben. Mavrillac / Siesfeld belegen, daß institutionelle Investoren den nicht-finanziellen Kennzahlen substantielle Aufmerksamkeit schenken. „[I]t appears that

<sup>1211</sup> vgl. **Tepstra / Rozell** (1993:27ff)

<sup>1212</sup> vgl. **Russell / Terborg / Powers** (1985:849ff)

<sup>1213</sup> vgl. **Bassi / Van Buren** (1999:430)

<sup>1214</sup> vgl. **Bassi / Van Buren** (1999:430)

<sup>1215</sup> vgl. **Boon** (2000:259ff)

<sup>1216</sup> vgl. **Boon** (2000:271)

<sup>1217</sup> **Boon** (2000:271)

<sup>1218</sup> vgl. **Bartelsman / Van Leeuwen / Nieuwenhuijsen / Zeelenborg** (1996:52ff)

approximately 35 per cent of the investment decision is driven by the investor's evaluation of non-financial data."<sup>1219</sup>

Darüber hinaus kommt die Studie zu dem Ergebnis, daß Analysten, die häufiger auf nicht-finanzielle Daten in ihren Prognosen zurückgreifen, genauere Gewinnvorhersagen produzieren. „[T]he forecast error is decreasing with the frequency of non-financial performance review.“<sup>1220</sup>

Aus der aktiven Nutzung nicht-finanzieller Kennzahlen zur Unternehmensbewertung – insbesondere durch professionelle Kapitalmarktteilnehmer – sowie der zuvor dargelegten empirischen Evidenz zur Wertrelevanz intangibler Assets ist abzulesen, daß „[...] non-financial performance indicators can be used productively as leading indicators of future financial performance.“<sup>1221</sup>

### **Exkurs: Nicht-finanzielle Kennzahlen / Nonfinancials**<sup>1222</sup>

An dieser Stelle soll kurz der Zusammenhang zwischen intangiblen Assets und nicht-finanziellen Kennzahlen illuminiert werden. Denn insbesondere seit der verstärkten Diskussion um die Einführung und Verwendung der Balanced Scorecard nehmen Nonfinancials eine zunehmend wichtige Rolle in der Unternehmensführung ein.<sup>1223</sup>

Nonfinancials sind Meßgrößen mit nicht-finanziellem Inhalt, die eine quantitative und qualitative Beurteilung zulassen.<sup>1224</sup> Zwar hat eine Vielzahl von progressiven Unternehmungen bereits seit Jahren spezifische nicht-finanzielle Kennzahlen (z.B. Kundenzufriedenheit, Marktanteile, etc.) gemessen und in die Entscheidungsfindung integriert.<sup>1225</sup> Aber erst die Aufnahme in Kennzahlensysteme wie die Balanced Scorecard (siehe Kap. 7.4.1.) zeigt den veränderten Stellenwert von Nonfinancials und ihre Entwicklung von der Controllinggröße zum Führungsinstrument.<sup>1226</sup>

Diese Entwicklung ist eng an die stetig wachsende Anerkennung von intangiblen Assets als relevante Faktoren im Wertschaffungsprozeß gekoppelt. Da Intangibles im Rahmen eines (konservativen) Accounting mittels finanzieller Kennzahlen nur schwer erfaß- und meßbar sind und folglich nur in begrenztem Maße oder gar nicht in der Bilanz abgebildet werden,<sup>1227</sup> sind alternative und quantifizierbare Erfolgsmeßgrößen erforderlich, um eine Steuerung und Kommunikation der Unternehmensergebnisse gewährleisten zu können. Zu diesem Zweck kommen nicht-finanzielle Kennzahlen als Hilfsgrößen zur Quantifizierung und numerischen Präzisierung von intangiblen Assets zum Einsatz. „Nonfinancial measures can help equity investors (and creditors)

<sup>1219</sup> **Mavrinac / Siesfeld** (1998:4)

<sup>1220</sup> **Mavrinac / Siesfeld** (1998:8); vgl. auch **Cap Gemini Ernst & Young** (2000:3)

<sup>1221</sup> **Mavrinac / Siesfeld** (1998:5)

<sup>1222</sup> Beide Begriffe werden synonym gebraucht.

<sup>1223</sup> vgl. zur Balanced Scorecard exemplarisch **Kaplan / Norton** (1997); zudem **Kappler** (2000:34ff); **Weber / Schäffer** (1998:341ff)

<sup>1224</sup> vgl. **Labhart** (1999:32)

<sup>1225</sup> vgl. **Eccles** (1991:27)

<sup>1226</sup> vgl. **Labhart** (1999:238)

value intangible assets that are not recognized in historical cost-based accounting reports.“<sup>1228</sup> Sie operationalisieren Intangibles und machen sie für Prozesse der Unternehmensführung handhabbar. „[Nonfinancial measures are] metrics that can be integrated into management reporting and evaluation systems.“<sup>1229</sup> Sie stellen beobachtbare Größen dar, die stellvertretend für nichtbeobachtbare Variablen stehen.<sup>1230</sup> Prinzipiell ist nicht ausgeschlossen, daß immaterielle Vermögenswerte ebenso wie tangible Assets durch finanzielle Kennzahlen ausgedrückt werden können. Daher bildet ein ausgewogenes Kennzahlensystem die Grundvoraussetzung, um den Umsetzungsfortschritt von langfristig orientierten Strategien zu überwachen und zu steuern. Das gilt vor allem, wenn der Kapitalmarkt vorwiegend kurzfristig orientiert ist. „An increasing number of academics have advocated the disclosure of nonfinancial performance measurement as a way to transform the markets' alleged ‚short term‘ focus and to provide investors with greater insight into the returns to research and development and process improvement investments.“<sup>1231</sup>

Investitionen in immaterielle Vermögenswerte sind regelmäßig langfristig ausgerichtet, so daß nicht zwingend eine unmittelbare Verbesserung der Ertragssituation feststellbar sein muß, sondern sich dieser Effekt erst nach einem bestimmten Zeitraum einstellt. Daher ist eine intensive Kommunikation von Nonfinancials gegenüber der Investorenöffentlichkeit notwendig, um den aktuellen Entwicklungs- oder Ausprägungsstand bezüglich spezifischer immaterieller Vermögenswerte abzubilden, bevor sich konkret finanzielle Auswirkungen in der Bilanz manifestieren. Dem Kapitalmarkt wird auf diese Weise ermöglicht, Schätzungsrisiken zu verringern. Labhart spricht daher im Hinblick auf Nonfinancials von proaktiven Kennzahlen, welche die Schätzung von Zukunftsszenarien erleichtern.<sup>1232</sup> In die gleiche Richtung argumentieren Ittner / Larcker: „[N]onfinancial indicators of investments in ‚intangible‘ assets may be better predictors of future financial (i.e., accounting or stock price) performance than historical accounting measures, and should supplement financial measures in internal accounting systems [...]“.“<sup>1233</sup> Zumindest hinsichtlich der intangiblen Assets bilden nicht-finanzielle Kennzahlen eine Vorsteuergröße, die der *bottom line* (z.B. einer Verbesserung des Betriebsergebnisses als finanzieller Kennziffer) vorgeschaltet ist.<sup>1234</sup>

<sup>1227</sup> vgl. Mouritsen / Larsen / Bukh (2001:740)

<sup>1228</sup> Hughes (2000:210)

<sup>1229</sup> Barsky / Marchant (2000:60)

<sup>1230</sup> vgl. Sveiby (1998:214)

<sup>1231</sup> Eccles / Mavrinac (1995:18)

<sup>1232</sup> vgl. Labhart (1999:239)

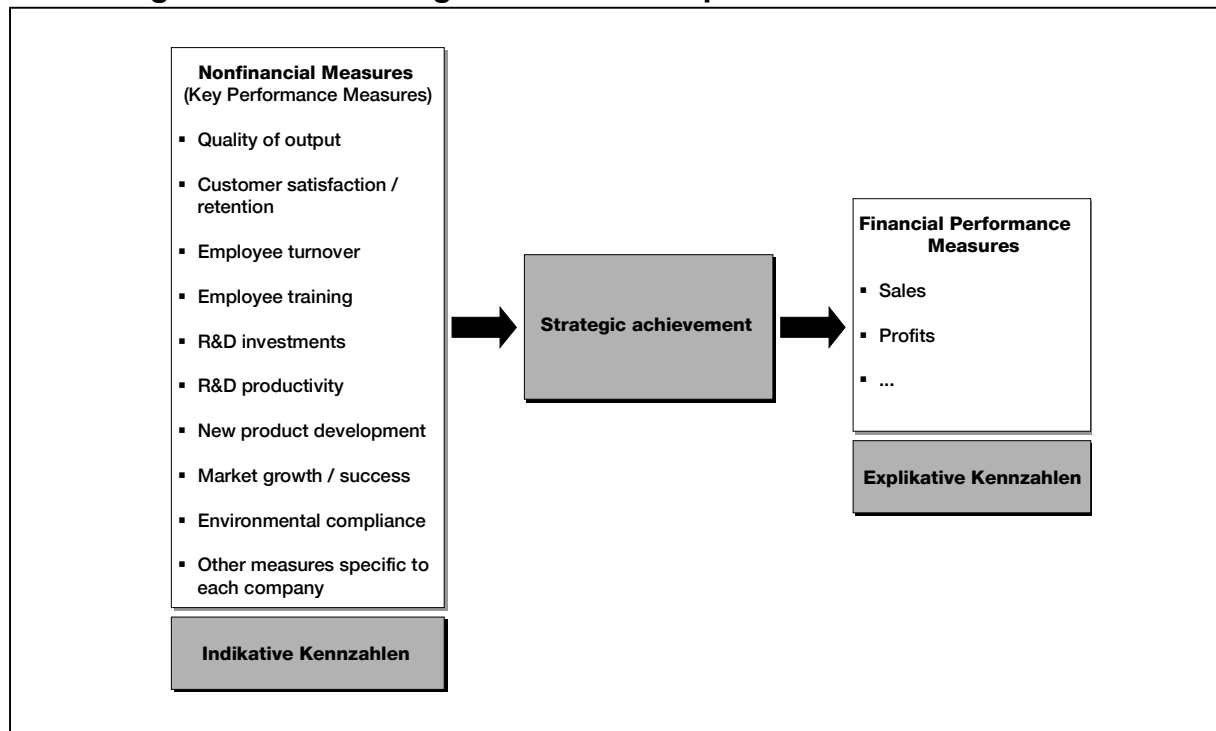
<sup>1233</sup> Ittner / Larcker (1998b:1)

<sup>1234</sup> vgl. dazu Kaplan / Norton (1997:30), die zwischen Ergebniskennzahlen (lagging indicators) und Leistungstreibern (leading indicators) unterscheiden. Sie postulieren, daß Ergebniskennzahlen ohne Leistungstreiber nicht erkennen lassen, wie das Ergebnis zustande gekommen ist. Dagegen liefern Leistungstreiber – wie z.B. Durchlaufzeiten, Fehlerquoten, etc. als Indikatoren für Pro-

Auch Brancato sieht nicht-finanzielle Kennziffern als „[...] outcome-based metric[s] that provid[e] direct feedback on process execution and indicative feedback about key performance results“<sup>1235</sup>. Sie bezeichnet diese nicht-finanziellen Kennziffern als *key performance measures* und hebt insbesondere deren indikative Funktion hervor, d.h. die Fähigkeit aufgrund von Zwischenevaluationen der aktuellen Prozeßexekution bestimmte Ergebnisse prospektiv beurteilen zu können. Denn anders als finanzielle Kennzahlen, die das Erreichte abbilden und explikativ den Geschäftsverlauf rückblickend darstellen, sind nicht-finanzielle Kennzahlen indikativ und zeigen die Potentiale der Leistungserbringung in der Zukunft an.<sup>1236</sup>

Die indikativen, nicht-finanziellen Kennzahlen fungieren als numerische Manifestation von immateriellen Vermögenswerten und quantifizieren den Status des unternehmerischen Leistungserstellungs- und Zielerreichungsprozesses, der sich zuletzt in explikativen, finanziellen Kennzahlen niederschlägt, die im Rahmen des traditionellen externen Rechnungswesens in der Bilanz berücksichtigt werden können (Abb.40⇨).

#### Abbildung 40: Konvertierung indikativer in explikative Kennzahlen



Quelle: modifiziert nach Brancato (1997:45)

zeßqualität – ohne Ergebniskennzahlen keinen Hinweis, ob Verbesserungen der operativen Prozesse tatsächlich zu Ergebnisverbesserungen geführt haben.

<sup>1235</sup> Brancato (1997:44)

<sup>1236</sup> vgl. Brancato (1997:44)

## 7. Framework zur wertadäquaten Erfassung von Intangibles

Im vorherigen Kapitel ist die Wertrelevanz von intangiblen Assets empirisch an einigen Beispielen belegt worden. „Intangible Assets such as brand names, intellectual capital, patents, copyrights, expenditures for research and development, human resources, etc. are generating an increasing amount of our overall wealth.“<sup>1237</sup> Insbesondere die Entwicklung des M/B-Ratios läßt in den vergangenen Jahren auf eine zunehmende Bedeutung der Intangibles schließen, wobei sich dieser Trend mit der Etablierung der Informations- bzw. Wissensgesellschaft weiter fortsetzen und intensivieren wird.<sup>1238</sup> Aufgrund dieser nachhaltigen Veränderung des Wertbeitrags materieller und immaterieller Vermögenswerte erscheint auch eine Überarbeitung des bisher angewendeten Standards der Finanzpublizität bzw. der Kapitalmarktkommunikation angebracht. Da das traditionelle Accounting-Framework (siehe Kap. 6.1.) Defizite in der Behandlung immaterieller Vermögenswerte aufweist, ist es das Ziel dieses Kapitels, ein geeignetes Framework zur Systematisierung von intangiblen Assets vorzustellen.<sup>1239</sup>

Eine Systematisierung immaterieller Vermögenswerte und damit einhergehend deren Beschreibung durch indikative, im Regelfall nicht-finanzielle Kennzahlen ist erforderlich, um eine Integration von Intangibles in die Kapitalmarktkommunikation bzw. das Value-Reporting einer Unternehmung zu ermöglichen. Intangible Assets haben eine erhebliche Wertrelevanz, daher muß die Financial Community über das Vorhandensein und die Ausprägung von immateriellen Vermögenswerten ausführlich informiert werden, um fundierte Investitionsentscheidungen treffen zu können. Ein hoher, durch Kapitalmarktkommunikation erzeugter Informationsgrad bildet die Basis einer effektiven Kapitalallokation innerhalb einer Volkswirtschaft und im globalen Zusammenhang. „An effective allocation process is critical to a healthy economy that promotes productivity, encourages innovation, and provides an efficient and liquid market for buying and selling securities [...].“<sup>1240</sup> Umgekehrt unterminiert eine ineffiziente Kapitalallokation den Finanzmarkt und erschwert innovativen Unternehmungen den Zugang zu kostengünstigem Kapital. Ohne adäquate Informationen können Investoren Chancen und Risiken eines Engagements nur unzureichend abschätzen, so daß regelmäßig suboptimale Entscheidungen hinsichtlich der Kapitalallokation getroffen werden.<sup>1241</sup> Durch die systematische Integration von Kennzahlen, die auf intangible Assets referieren, in die Kapitalmarktkommunikation sollen entscheidungsrelevante Informationsasymmetrien abgebaut und Fehlallokationen von finanziellen Ressourcen vermindert werden.

---

<sup>1237</sup> Wallman (1996:141)

<sup>1238</sup> vgl. auch Labhart (1999:188)

<sup>1239</sup> vgl. hierzu auch Wallman (1996:142)

<sup>1240</sup> vgl. AICPA (<http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/chap1.htm>; 03.08.2000)

<sup>1241</sup> vgl. Rennie (1999:653)



Im Fortgang der Arbeit sollen alternative Möglichkeiten zur Messung und Kommunikation von intangiblen Assets vorgestellt und kritisch analysiert werden. Dabei werden primär zwei inhaltliche Stoßrichtungen verfolgt.

Zum einen sollen trotz aller bereits thematisierten Defizite das traditionelle Accounting-Framework dargestellt und Ansätze zu einer verstärkten Berücksichtigung von immateriellen Vermögenswerten im Rahmen einer modifizierten Auslegung des klassischen Systems aufgezeigt werden. Grundsätzlich geht es aber lediglich um Vorschläge bezüglich einer evolutionären Verbesserung der bestehenden Finanzpublizität und des externen Berichtswesens.

Zum anderen soll ein Ansatz vorgestellt werden, der weniger aus der **finanziellen Accounting-Perspektive** argumentiert, sondern eher eine **performanceorientierte Management-Perspektive** reflektiert. Dabei sollen diejenigen nicht-finanziellen Kennzahlen in die Kapitalmarktkommunikation eingesteuert werden, die das Management zur Führung der Unternehmung benutzt. „Disclosure of such value-relevant nonfinancial information could provide the accounting profession one means of moving from „financial“ to „business“ reporting [...]“<sup>1242</sup>

Neben dieser internen Betrachtungsweise zur Steuerung wertrelevanter Unternehmensassets wird zudem die externe Kapitalmarktsicht miteinbezogen, um insbesondere auch die unter kommunikativen Aspekten relevante Empfängerperspektive berücksichtigen zu können. Mit dem zweiten vorgestellten Ansatz wird eine grundsätzliche Veränderung, zumindest aber eine sehr weitgehende Erweiterung des traditionellen Accounting-Ansatzes (inklusive der korrespondierenden Finanzpublizität) propagiert.

### 7.1. Accounting-Ansatz

Wertrelevante intangible Assets stellen für den Eigentümer Vermögenswerte dar. Im Regelfall werden Vermögenswerte einer Unternehmung in der Bilanz aktiviert. Allerdings gilt das für Bilanzen deutscher Unternehmungen nur in begrenztem Maße, da dort nicht alle (immateriellen) Vermögenswerte aufgeführt werden (siehe auch Kap. 6.1.). Das externe Rechnungswesen steht vor der Herausforderung, eine angemessene Behandlung von Intangibles zu gewährleisten. „Since knowledge, research and development (R&D), advertising, and other intangible resources constitute an increasingly important part of modern economies, accounting for intangibles has become an increasingly important problem facing the accounting profession, especially standard-setting organizations.“<sup>1243</sup>

---

<sup>1242</sup> Hughes (2000:226)

<sup>1243</sup> Hoegh-Krohn / Knivsfla (2000:243)

Im folgenden soll die bilanzielle Behandlung von immateriellen Vermögenswerten<sup>1244</sup> dargestellt und ein Überblick über die rechtlichen Regelungen gegeben werden.

### 7.1.1. Bilanzierungsgrundsätze Deutschland

Die Bilanz ist eine stichtagsbezogene Vermögensübersicht, die auf ihrer Aktivseite die Vermögensbestandteile sowie deren Wert auflistet.<sup>1245</sup> Bei der Ermittlung der bilanzierbaren Vermögensbestandteile einer Unternehmung ist auch im Sinne einer kapitalmarktorientierten Finanzpublizität zu klären:

1. Was ist zu aktivieren?
2. Mit welchem Wert ist zu aktivieren?
3. Wie ist der Vermögensbestandteil in der Bilanz auszuweisen?

Insbesondere für die Bilanzierung von immateriellen Werten ist die Einhaltung dieser Reihenfolge wichtig, da häufig nicht feststeht, ob überhaupt ein Vermögensbestandteil im rechtlichen Sinne vorliegt.

Immaterielle Vermögenswerte werden im traditionellen Accounting als mit Unsicherheit behaftet angesehen, da die Wahrscheinlichkeit unbekannt ist, mit der ein immaterieller Wert zu einem wirtschaftlichen Wert wird. Diesbezüglich lassen sich nur vernünftige Schätzungen aufgrund von Wahrscheinlichkeiten anstellen. Glade stellt fest, daß immaterielle Werte, deren wirtschaftlicher Wert feststeht, als Ausnahme anzusehen sein dürften.<sup>1246</sup>

Daher ist bei der **Bilanzierung dem Grunde nach** festzustellen, ob einzelne (immaterielle) Sachverhalte überhaupt eine Werteigenschaft besitzen.<sup>1247</sup> Nur dann sind sie aktivierungsfähig und können als Vermögensbestandteil in eine Bilanz im Rechtssinne aufgenommen werden.<sup>1248</sup>

<sup>1244</sup> Die Begriffe „immaterielle Vermögenswerte“, „intangible Assets“ und „Intangibles“ stellen in dieser Arbeit Oberbegriffe dar, unter die die Gesetzesbegriffe des immateriellen Vermögensgegenstandes aus dem Handelsrecht, des immateriellen Wirtschaftsguts aus dem Steuerrecht und des Geschäfts- und Firmenwertes sowohl aus dem Handels- als auch aus dem Steuerrecht gefaßt werden; vgl. **Glade** (1990:10).

<sup>1245</sup> vgl. **Glade** (1990:16)

<sup>1246</sup> vgl. **Glade** (1990:24f)

<sup>1247</sup> Eine Werteigenschaft liegt vor, wenn bei einem Objekt bestimmte Anforderungen erfüllt sind: 1.) Gewinnwirksamkeit, d.h. es muß der Unternehmung von Nutzen sein und einen Beitrag zur Gewinnerzielung leisten 2.) Vermögenswirksamkeit, d.h. den getätigten Ausgaben muß ein hinreichend konkretisierter Ausgabegegenstand mit konkreter Gegenstandseigenschaft gegenüberstehen. Es muß also ein Gegenstand existieren, ein Nachweis getätigter Aufwendungen ist nicht ausreichend 3.) Dauerhaftigkeit, d.h. daß immaterielle Anlagegüter der Unternehmung durch mehrfache Nutzung dienen; vgl. **Glade** (1990:29ff). Für intangible Assets ist Punkt 2 ein Abschlußkriterium.

Die Werteigenschaft materieller Anlagewerte wird regelmäßig an das Vorhandensein von greifbarer materieller Vermögenssubstanz geknüpft. Die Bilanzierung materieller Anlagewerte dem Grunde nach basiert auf der Vermutung der Gewinnwirksamkeit von Vermögenssubstanz; vgl. **Glade** (1990:33). Um hier Sicherheit bezüglich einer tatsächlichen Gewinnwirkung zu erlangen, müßte allerdings für jeden Anlagewert eine Ertragsberechnung durchgeführt werden. Erst ein Nachweis, daß die zukünftigen Einnahmen die Ausgaben für den materiellen Anlagewert übersteigen, wäre ein echter Beweis für dessen Gewinnwirksamkeit.

<sup>1248</sup> vgl. **Glade** (1990:17)

Die Werteigenschaft leitet sich aus den Ansatzgrundsätzen des Handels- und Steuerrechts ab. Immaterielle Vermögenswerte sind im **Steuerrecht** als Wirtschaftsgüter zu klassifizieren, wenn sie Aufwendungen verursacht haben, einen über das Wirtschaftsjahr hinausgehenden Nutzen (langfristige Generierung von zukünftigen Cash Flows) darstellen und bei einem Verkauf der Unternehmung den Gesamtkaufpreis erhöhen würden.<sup>1249</sup>

Im deutschen **Handelsrecht** bezeichnet ein Vermögensgegenstand dann einen wirtschaftlichen Wert, wenn er selbständig bewertbar und selbständig verkehrsfähig, d.h. übertragbar, umsatzfähig und handelbar, ist.<sup>1250</sup>

Die Werteigenschaft von Intangibles ist nicht vermögenswirksam, da ihnen die körperliche Substanz fehlt. Denn ein Objekt ist nur dann ein aktivierungsfähiger Vermögensgegenstand, wenn er zur Deckung bestehender Schulden veräußert werden kann.<sup>1251</sup> Die unterschiedlichen Typologien intangibler Assets erfüllen in der Mehrzahl der Fälle nicht sämtliche der genannten Kriterien.

**Originäre immaterielle Vermögenswerte**, die intern in der Unternehmung selbst erstellt wurden, d.h. für die lediglich Herstellungskosten entstanden sind, verfügen über keinen ausreichenden Nachweis einer Werteigenschaft und sind demnach nicht aktivierungsfähig.<sup>1252</sup> Diese strikten Vorschriften werden im Schrifttum durchaus kritisch gesehen.

So stellt beispielsweise eine Marke einen wirtschaftlichen Wert dar, der selbständig verkehrsfähig ist und damit bereits ein relevantes Aktivierungskriterium erfüllt. Allerdings sieht Kriegbaum die selbständige Bewertbarkeit von Marken als fraglich an, da zweifelhaft ist, ob ihnen bestimmte Ausgaben bzw. Aufwendungen zugerechnet werden können.<sup>1253</sup> Da insbesondere bei selbstgeschaffenen Marken die Herstellungskosten in der Regel nicht genau quantifizierbar sind und damit eine objektive Bewertbarkeit äußerst schwierig sein dürfte, darf eine Marke als immaterieller, originär geschaffener Anlagewert gemäß §248 Abs. 2 HGB 1986 und steuerrechtlich gemäß §5 Abs. 2 EStG nicht aktiviert werden.

„Dadurch soll der Ansatz unsicherer Werte, bei denen der greifbare Nachweis ihrer Existenz und ihres Wertes fehlt, in der Bilanz verhindert werden, insbesondere auch deshalb, weil nicht vorhergesagt werden kann, wann der Erfolg durch immaterielle Werte eintritt und ein Wert nur willkürlich und nach subjektiver Schätzung bestimm-

---

<sup>1249</sup> vgl. **Coenenberg** (1997:71)

<sup>1250</sup> vgl. **Coenenberg** (1997:71)

<sup>1251</sup> vgl. **Stein / Ortman** (1996:787); **Glade** (1990:46) spricht von einer konkursorientierten Bilanzierung: nur was im Konkursfall veräußert werden kann, hat Werteigenschaft.

<sup>1252</sup> vgl. **Glade** (1990:38) und die dort angegebene Literatur

<sup>1253</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:49f)

bar wäre.“<sup>1254</sup> Gleichzeitig hat dieser Vorbehalt zur Konsequenz, daß ein intangibles Asset mit erheblicher Wertrelevanz nicht in der Bilanz aktiviert werden kann. Die traditionellen Bilanzierungsgrundsätze erschweren daher eine adäquate Abbildung der wertschaffenden Faktoren im unternehmerischen Prozeß, was zu einer Informationsverzerrung gegenüber dem Kapitalmarkt führt.

In der Hauptsache gilt das Aktivierungsverbot für selbsterstellte Patente, Gebrauchsmuster, ähnliche gewerbliche Schutzrechte (Marken-, Urheber-, Verlagsrechte) sowie sonstige selbstgeschaffene (originäre) Werte des Anlagevermögens (Know-how, Software, etc.)<sup>1255</sup> sowie Forschungs- und Entwicklungskosten.<sup>1256</sup> Auch Werbeausgaben dürfen nicht als Investitionsausgaben, die einen zukünftigen Nutzen erwarten lassen, betrachtet und entsprechend aktiviert werden, da sie nicht selbständig verwertbar sind. Werbeausgaben schmälern daher als Aufwand das Ergebnis in der Gewinn- und Verlustrechnung.<sup>1257</sup>

Entgeltlich von Dritten erworbene **derivative immaterielle Vermögensgegenstände** erscheinen dagegen als Anlagevermögen in der Bilanz, da sie selbständig bewertbare vermögenswerte Rechte und Werte, darauf geleistete Anzahlungen oder den Geschäfts- bzw. Firmenwert darstellen.<sup>1258</sup> Immaterielle Anlagewerte, für die Anschaffungskosten angefallen sind, besitzen eine nachweisbare Marktgängigkeit und verfügen damit per definitionem über eine Werteigenschaft.<sup>1259</sup>

Nach Glade werden die Ausgaben einer Unternehmung in einer Geschäftsperiode hinsichtlich ihrer Werteigenschaft in drei Kategorien unterteilt:<sup>1260</sup>

1. Eine Werteigenschaft wird diagnostiziert. Das Wirtschaftsgut bzw. der Vermögensgegenstand ist demnach grundsätzlich (bei Einhaltung o.g. Nebenbedingungen) aktivierungsfähig und kann in der Bilanz kapitalisiert werden.
2. Es kann keine Werteigenschaft festgestellt werden. Dann stellen die Ausgaben den Aufwand des Geschäftsjahres dar und belasten das Periodenergebnis.
3. Bei der Übernahme einer Unternehmung übersteigt der Kaufpreis den Wert der einzelnen Wirtschaftsgüter / Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden. Der Unterschiedsbetrag kann als Geschäfts- oder Firmenwert in der Bilanz aktiviert werden.

<sup>1254</sup> **Kriegbaum** (2001:50). **King / Henry** (1999:35) greifen die Kritik an der Reliabilität der Bewertung intangibler Assets auf und geben zu bedenken, daß auch bei tangiblen Assets Bewertungsspielräume und Wertbandbreiten existieren.

<sup>1255</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:50); **Buchner** (1998:344)

<sup>1256</sup> vgl. **Probst** (2000:172)

<sup>1257</sup> vgl. **Keitz** (1997:81)

<sup>1258</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:50f); **Buchner** (1998:344); **Coenenberg** (1997:106)

<sup>1259</sup> vgl. **Glade** (1990:38)

Nachdem die Werteigenschaft, d.h. die generelle Aktivierungsfähigkeit, eines Sachverhalts konstatiert worden ist, gilt es – im Rahmen der **Bilanzierung der Höhe nach** –, den Wert zu ermitteln, mit dem die aktivierungsfähigen Vermögensgegenstände / Wirtschaftsgüter bilanziert werden sollen. Dabei wird die Werthaltigkeit der Objekte mit Werteigenschaft anhand bestimmter Bewertungsmethoden ermittelt und in Geldeinheiten ausgedrückt. Für die Handels- und Steuerbilanzen gilt als Bewertungsgrundsatz das Nominalwertprinzip, bei dem Wirtschaftsgüter / Vermögensgegenstände zu Anschaffungskosten bzw. Herstellungskosten bewertet werden.<sup>1261</sup> In Deutschland ist eine Bewertung zu über den Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten liegenden Wiederbeschaffungskosten ausgeschlossen, da dies gegen das Realisationsprinzip verstoßen würde. Danach dürfen Gewinne erst dann als Vermögensmehrung berücksichtigt werden, wenn sie durch einen Umsatzvorgang („*transaction-based accounting*“) realisiert worden sind.<sup>1262</sup>

Die **Ausweisgrundsätze** bestimmen in einem dritten Schritt, in welcher Reihenfolge die Aktivseite der Bilanz gegliedert wird. Dazu enthält das Handelsrecht (§266 ff. HGB 1986) detaillierte Vorschriften: die Gliederung nach der Verweildauer in das dauerhaft in der Unternehmung gebundene Anlagevermögen und das zum kurzfristigen Verbrauch bestimmte Umlaufvermögen sowie die Gliederung nach der Art der Vermögensgegenstände / Wirtschaftsgüter. Das Anlagevermögen wird in materielle, immaterielle und finanzielle Werte gegliedert, das Umlaufvermögen erfährt eine Unterteilung nach Liquiditätsaspekten.

Da aufgrund der Globalisierung der Kapitalmärkte zunehmend auch in Deutschland internationale Rechnungslegungsvorschriften angewendet werden, um eine investorenfreundlichere Vergleichbarkeit der Jahresabschlüsse herzustellen, soll im folgenden kurz auf die bilanzielle Behandlung von immateriellen Vermögenswerten in anderen Ländern bzw. im Rahmen internationaler Rechnungslegungsnormen eingegangen werden.

### 7.1.2. Bilanzierungsgrundsätze USA

Die für die Vereinigten Staaten geltenden Regelungen zur Bilanzierung immaterieller Vermögenswerte (APB 17<sup>1263</sup>) bestimmen, daß individuell definierbare, abgrenzbare und einzeln veräußerbare immaterielle Vermögenswerte (u.a. Patente, Rezepte, Geheimverfahren, Lizenzen, Urheberrechte, Copyrights, Konzessionen, Warenzeichen, Marken) zu aktivieren sind, sofern sie isoliert oder als Bestandteil an anderen Vermögensgütern oder einer gesamten Unternehmung entgeltlich erworben wurden (Ak-

---

<sup>1260</sup> vgl. **Glade** (1990:17f)

<sup>1261</sup> vgl. **Glade** (1990:18); zu weiteren Bewertungsverfahren, die den Erfordernissen der Bewertung von intangiblen Assets stärker entsprechen; vgl. Kap. 7.2.1.

<sup>1262</sup> vgl. **Glade** (1990:19)

<sup>1263</sup> Das APB 17 umfaßt sowohl intern als auch extern generierte Intangibles, Forschungs- und Entwicklungskosten werden allerdings von der SFAS 2 abgedeckt.

tivierungsgebot).<sup>1264</sup> „[I]dentifiable intangible assets, irrespective of whether they are externally acquired or internally developed, should be capitalized at costs and amortized over their estimated useful lives.“<sup>1265</sup> Allerdings besteht für intern entwickelte immaterielle Vermögenswerte ein Ansatzwahlrecht, sofern sie identifizierbar sind, eine bestimmte Nutzungsdauer haben und zur Eigennutzung bestimmt sind.<sup>1266</sup> Eine Bewertung originärer, d.h. selbstgeschaffener, immaterieller Vermögenswerte ist auf Basis der Anschaffungs- oder Herstellungskosten durchzuführen.

Festzuhalten bleibt, daß in den amerikanischen Bilanzierungsvorschriften anders als in Deutschland selbstgeschaffene intangible Assets unter bestimmten Voraussetzungen aktiviert werden dürfen.

Goodwill – als Geschäfts- bzw. Firmenwert – darf aktiviert werden, wenn er im Rahmen einer Unternehmensakquisition extern erworben wird. Die Abschreibung auf entgeltlich erworbenen Goodwill erfolgt wie bei allen extern erworbenen Intangibles grundsätzlich linear und ist auf höchstens 40 Jahre begrenzt.

Für unbestimmte, nicht klar abgrenzbare, einer bestehenden Unternehmung inhärente immaterielle Vermögenswerte, deren Lebensdauer nicht determiniert ist (Unidentifiables), besteht ein Ansatzverbot.<sup>1267</sup> „The costs of developing, maintaining, or restoring intangible assets that are not specially identifiable [...] should be deducted from income when incurred.“<sup>1268</sup>

### 7.1.3. Bilanzierungsgrundsätze IASC

Das International Accounting Standards Committee (IASC) wurde 1973 gegründet, um die Rechnungslegungsvorschriften weltweit zu harmonisieren und eine stärkere Vereinheitlichung herbeizuführen. Über 133 *accounting organizations* in 103 Ländern sind dem IASC als Mitglieder verbunden. Im Hinblick auf immaterielle Vermögenswerte hat das IASC den Standard IAS 38 verabschiedet, dessen Einhaltung das IASC jedoch nicht erzwingen kann.<sup>1269</sup>

Das IASC definiert einen immateriellen Vermögensgegenstand als „[...] an identifiable non-monetary asset without physical substance held for the use in production or supply of goods or services, for rentals to others, or for administrative purposes. An asset is a resource: (a) controlled by an enterprise as a result of past events; and (b) from which future economic benefits are expected to flow to the enterprise.“<sup>1270</sup>

<sup>1264</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:53f)

<sup>1265</sup> **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:247)

<sup>1266</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:54); **Keitz** (1997:120)

<sup>1267</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:54); **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:247); **Buchner** (1998:345)

<sup>1268</sup> **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:247)

<sup>1269</sup> vgl. **Keitz** (1997:176)

<sup>1270</sup> **International Accounting Standards Committee** (1998:3); vgl. auch **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:245). Im Vergleich zum IAS sind Assets im Rahmen der Grundsätze des US-GAAP „[...] probable future economic benefits obtained or controlled by a particular entity as a result of past transactions or events.“; vgl. SFAC 6, Paragraph 25. **Delaney / Epstein / Adler / Foran** (1998:31) fordern, daß ein Asset folgende Bedingungen kumulativ erfüllen muß: 1. The asset must provide

Gemäß dem IAS 38 müssen immaterielle Vermögenswerte, einschließlich der Ausgaben für Werbung, Training, R&D-Aktivitäten und Start-up-Ausgaben, zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten aktiviert werden.<sup>1271</sup> Zwingende Voraussetzung dafür ist, daß der immaterielle Vermögenswert identifizierbar ist und eine Wahrscheinlichkeit besteht, daß zukünftig ein ökonomischer Nutzen generiert wird, der dem spezifischen Vermögensgegenstand attribuiert werden kann. Außerdem müssen die Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten mit hoher Reliabilität ermittelt werden können.

Prohibitiv argumentiert das IASC bezüglich der Aktivierung von intern generierten immateriellen Vermögenswerten,<sup>1272</sup> wie z. B. „[...] goodwill, brands, mastheads, publishing titles, customer lists and items of similar substance“<sup>1273</sup>. Investitionen in Intangibles, die weder der Definition als solcher noch den Aktivierungskriterien für intangible Asset entsprechen, sind sofort als Aufwand der Periode zu behandeln.<sup>1274</sup>

Dagegen sind erworbene immaterielle Vermögenswerte aktivierungsfähig, da von einem objektiv ermittelbaren Kaufpreis ausgegangen wird.<sup>1275</sup>

In den vorangegangenen Kapiteln ist deutlich geworden, daß die Behandlung von intangiblen Assets im traditionellen Accounting große Unterschiede aufweist. Das gilt sowohl für die Regelungen zur Aktivierungsfähigkeit wertrelevanter Intangibles und damit deren faktischer Anerkennung als Vermögenswert innerhalb der einzelnen Bilanzierungsrichtlinien als auch im internationalen Vergleich der verschiedenen Bilanzierungsgrundsätze. Im Rahmen der spezifischen Bestimmungen sind einzelne Intangibles aktivierungsfähig und andere sind es nicht. „This situation has resulted in a patchwork of intangible recognition – some intangibles are included in the balance sheet; portions of other intangibles are included; and some intangibles are left out altogether.“<sup>1276</sup>

Als Resultat dieser Inkonsistenz der Behandlung von immateriellen Vermögenswerten im traditionellen Accounting verlieren die Bilanzen vielfach an Aussagekraft, da zukunftsorientierte Investitionen vor allem in den originären Aufbau intangibler Assets, die nicht aktivierungsfähig sind, die Gewinn- und Verlustrechnung („*income statement*“) der Unternehmungen belasten und die Gewinne im Vergleich zu nicht investierenden Unternehmungen schmälern.<sup>1277</sup> „The problem occurs because if an expenditure is not capitalized as an asset during the period of the expenditure, the

---

probable future economic benefit which enables it to provide future net cash inflows. 2. The entity is able to receive the benefit and restrict other entities' access to that benefit. 3. The event which provides the entity with the right to the benefit has occurred.

<sup>1271</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:56); **Hoegh-Kroehn / Knivsfla** (2000:249)

<sup>1272</sup> vgl. **International Accounting Standards Committee** (1998:3)

<sup>1273</sup> **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:249)

<sup>1274</sup> vgl. **International Accounting Standards Committee** (1998:4); siehe auch **Kriegbaum** (2001:56); **Hoegh-Kroehn / Knivsfla** (2000:249)

<sup>1275</sup> vgl. **International Accounting Standards Committee** (1998:19)

<sup>1276</sup> vgl. **Rennie**(1999:651)

<sup>1277</sup> vgl. **Rennie** (1999:651)

accountant has no other choice but to recognize it as an expense on the income statement.“<sup>1278</sup>

Die Unsicherheit bei der Einschätzung der Werteigenschaften intangibler Assets führt häufig unternehmensseitig zur Notwendigkeit, frühzeitig – in der Periode, in der die Kosten angefallen sind – eine Investition als Asset oder Aufwand klassifizieren zu müssen, ohne die tatsächliche ökonomische Nutzengenerierung absehen zu können.<sup>1279</sup> Ist dies erst einmal geschehen, kann keine Reevaluation der Investition vorgenommen werden, auch wenn sich im Nutzungsverlauf klar herausgestellt hat, daß entgegen der ursprünglichen Beurteilung ein (intangibles) Asset generiert wurde.

Zudem werden die in der Gewinn- und Verlustrechnung nach US-GAAP erfaßten immateriellen Vermögenswerte („*knowledge-related expenditures*“) in der Regel nicht separat ausgewiesen, so daß es für den Investor nahezu unmöglich wird, aus den Angaben im Jahresbericht zu extrahieren, ob eine Unternehmung in intangible Assets investiert (hat) oder nicht.

Wenn aber den Kapitalmarktteilnehmern die erforderlichen Informationen über die immateriellen Vermögensgegenstände einer Unternehmung größtenteils nicht zur Verfügung stehen, können die Aktienkurse den intrinsischen Unternehmenswert nicht adäquat reflektieren. Vielmehr zeigt sich, daß insbesondere die Kursverläufe von Unternehmungen, die hohe Investitionen in immaterielle Vermögenswerte tätigen, erheblichen Schwankungen ausgesetzt sind.<sup>1280</sup> Daher erscheint es sinnvoll, um die Kapitalmarktkommunikation zu verbessern, ein Auflistung intangibler Assets in die externe, rechnungswesenbasierte Finanzberichterstattung zu integrieren. Ein Modell dazu hat Rennie entworfen.<sup>1281</sup>

## 7.2. Erweiterung der Finanzberichterstattung nach Rennie

Sowohl die Bilanz als auch die Gewinn- und Verlustrechnung geben nur eine unvollständige Übersicht über die wirtschaftliche Situation einer Unternehmung. Zwar geben sie an, mittels welcher Vermögenswerte in der Betrachtungsperiode Renditen erwirtschaftet wurden. Allerdings ist aus den klassischen Angaben im Jahresabschlußbericht nur schwer zu erkennen, welche Investitionen aktuell vor allem in intangible Assets getätigt wurden, um auch zukünftig die Erwirtschaftung von Renditen gewährleisten zu können.

Rennie entwickelt zu diesem Zweck ein Modell, welches leicht modifiziert in dieser Arbeit als „Intangible Investment Statement“ bezeichnet werden soll.<sup>1282</sup> Ansatzpunkt

---

<sup>1278</sup> Rennie (1999:651)

<sup>1279</sup> vgl. Rennie (1999:655); sowie allgemein zu den Unsicherheiten bei der Bilanzierung immaterieller Vermögenswerte Glade (1990:27ff)

<sup>1280</sup> vgl. Sveiby (1997:4)

<sup>1281</sup> vgl. Rennie (1999:654ff)

<sup>1282</sup> vgl. Rennie (1999:654ff). Sie bezeichnet ihren Modellentwurf als „Knowledge Investment Statement“.



des Modells ist nicht eine Integration der Intangibles in die Bilanz, sondern vielmehr die Erschaffung einer Zusatzbilanz für Intangibles als „neutraler Zone“, in der die Ausgaben einer Unternehmung aufgelistet werden, solange diese noch nicht als intangible Assets bzw. als Aufwand klassifiziert worden sind. Die Vorteile eines „Intangible Investment Statement“ beschreibt Rennie wie folgt:<sup>1283</sup>

Mit dem Modell wird der Unsicherheit bezüglich der Werteschätzung von Intangibles Rechnung getragen. Eine objektivere Bewertung der Investitionen und der daraus resultierenden Ergebnisse wird ermöglicht, weil die Statuszuweisung nicht unter Zeitdruck innerhalb der Entstehungsperiode geschehen muß. „The items on this statement are neither an asset nor an expense.“<sup>1284</sup> Sobald die Unsicherheit bezüglich des Ergebnisses („outcomes“) einer Investition auf ein akzeptables Niveau reduziert ist, kann der in Frage stehende Posten des Intangible Investment Statements entweder als intangibles Asset in die Bilanz aufgenommen oder in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht werden.<sup>1285</sup>

Eine derartig verbesserte Bilanz dürfte darüber hinaus effektivere Bilanzanalysen ermöglichen (ROI, ROE, etc.) sowie unter Einbeziehung der Informationen aus dem „Intangibles Investment Statement“ die Einführung neuer intangiblesbezogener Kennzahlen vereinfachen.

Im folgenden soll nun exemplarisch ein „Intangibles Investment Statement“ als Ergänzung der Bilanz bzw. Gewinn- und Verlustrechnung eines Jahresabschlusses dargestellt werden.<sup>1286</sup> Als Beispiel dient die Unternehmung Know-it-all Ltd, die im

---

<sup>1283</sup> vgl. **Rennie** (1999:655)

<sup>1284</sup> **Rennie** (1999:655)

<sup>1285</sup> vgl. zu einer an die Erfordernisse der Wissens- und Informationsgesellschaft angepaßten, modifizierten Behandlung von Intangibles **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:256ff), die davon ausgehen, daß intangible Assets ebenso wie tangible Asset einen Wert darstellen, wenn sie einen zukünftigen Nutzen für eine Unternehmung stiften. Daher sollten beide auch im Accounting die gleiche Behandlung erfahren. Somit sollte ein immaterieller Vermögenswert als Asset in der Bilanz erscheinen, wenn er a) der Definition der Nutzengenerierung entspricht, b) meßbar, c) relevant und d) reliabel ist; vgl. zu den Definitionskriterien auch **Brockington** (1996:176f); **Wallman** (1996:143). Grundsätzlich folgt daraus, daß extern und entgeltlich erworbene Intangibles aktiviert und über ihre Nutzungsdauer abgeschrieben werden. Bei selbstgeschaffenen immateriellen Vermögenswerten ist eine genaue Überprüfung notwendig, ob o.g. Kriterien zutreffen oder nicht.

Anders als Rennie favorisieren **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:259) allerdings ein „expensing with conditional reversion“, d.h. bei inakzeptabler Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Nutzengenerierung wird ein Intangible zunächst in der Gewinn- und Verlustrechnung verbucht. Es besteht jedoch die Möglichkeit, in einer nachfolgenden Periode, wenn eine ökonomische Nutzenstiftung deutlich wird, das Intangible nachträglich zu aktivieren. Vgl. zu diesem Thema auch **Lev / Zarowin** (1999:39ff), die in diesem Zusammenhang ebenfalls eine verstärkte Aktivierung von Intangibles im US-GAAP fordern. Um der Unsicherheit bezüglich der Intangibles Rechnung zu tragen, schlagen sie ein systematisches „*restatement of financial reports*“ nach einem bestimmten Zeitraum vor, um quasi rückwirkend eine genaue und sichere Abbildung der Unternehmensperformance in der Vergangenheit vorzunehmen. Zwar bewegen sich die Vorschläge von Hoegh-Krohn / Knivsfla und Lev / Zarowin weitestgehend im Rahmen bestehender Bilanzierungsregeln und erfordern nur geringe Anpassungen der Accounting-Standards, aber die Klarheit und prozedurale Stringenz des Vorschlags von Rennie, der ohne eine Revision einmal getroffener Entscheidungen auskommt, erscheint insgesamt überzeugender.

<sup>1286</sup> vgl. **Rennie** (1999:656ff)

Verlauf des Geschäftsjahres 20x5 in R&D sowie Patententwicklungen US\$ 2.480.000 investiert hat. Da hinsichtlich dieser Investitionen die Unsicherheit besteht, ob sie in Zukunft zu einer ökonomischen Nutzengenerierung führen, können diese Posten nicht in die Bilanz als Assets aufgenommen werden.

Am Ende des Vorjahres (20x4) konnte das Intangibles Investment Statement ein Bestand von immateriellen Vermögenswerten in Höhe von US\$ 3.930.000 ausweisen. In 20x5 konnten US\$ 1.500.000 an Investitionen vom Intangibles Investment Statement als Assets in die Bilanz überführt werden, da die Unsicherheiten in der Einschätzung der Wertschaffungsfähigkeit in ausreichendem Maße reduziert werden konnten. Dagegen erwiesen sich Investitionen in Höhe von US\$ 560.000 als nicht erfolgreich und wurden als Aufwand („loss“) in die Gewinn- und Verlustrechnung transferiert. Das gesamte Investitionsvolumen für Intangibles beläuft sich im Jahr 20x5 auf US\$ 4.350.000 (Tab.4⇨).

**Tabelle 4: Intangibles Investment Statement**

Know-it-all Ltd / Knowledge Statement / December 31, 20x5			
Expenditure	Amount	Year of Expenditure	Expected Year of Resolution
Project A: development	\$ 460.000	20x3	20x6
Project A: development	290.000	20x4	20x6
Project B: research	305.000	20x3	20x7
Project B: research	815.000	20x4	20x7
Project B: development	950.000	20x5	20x7
Project B: patents	30.000	20x5	20x7
Project C: development	1.500.000	20x5	20x9
Total investment	<b>\$ 4.350.000</b>		
<b>Equity in knowledge investments</b>			
Beginning equity	3.930.000		
Less:			
Amounts transferred to balance sheet as asset	(1.500.000)		
Amounts transferred to income statement as loss	(560.000)		
Add:			
New investment during year	2.480.000		
Ending equity	<b>\$ 4.350.000</b>		

Quelle: Rennie (1999:656)

In der nachfolgend dargestellten Bilanz der Know-it-all Ltd. (Tab.5⇨) sind die normalerweise dort aufgeführten materiellen Vermögensgegenstände zusammengefaßt dargestellt, um den Fokus auf die intangiblen Assets zu richten. Im Gegensatz zu einer traditionellen Bilanz wird ein zusätzlicher Posten eingeführt („*investment in potential intangible assets*“), der auf die im „Intangible Investment Statement“ verzeichneten Investitionen referiert.

**Tabelle 5: Balance Sheet**

Know-it-all Ltd / Balance sheet / December 31, 20x5			
<b>Current assets</b>	\$ 270.000	<b>Current liabilities</b>	\$ 135.000
<b>Non-current assets:</b>		<b>Non-current liabilities</b>	4.200.000
Capital tangible assets	3.390.000	<b>Shareholders' equity:</b>	
Intangible assets	3.020.000	Share capital	4.734.400
Other assets	62.000	Retained earnings	2.022.600
	<b>\$ 6.742.000</b>	Total shareholders' equity	6.757.000
		Total liabilities and shareholders' equity	11.092.000
		<b>Investment in potential intangible assets</b>	(4.350.000)
			<b>\$ 6.742.000</b>

Quelle: Rennie (1999:657)

Die Gewinn- und Verlustrechnung (Tab.6⇒) enthält die traditionellen Elemente, sie unterscheidet sich aber in der Tatsache, daß die im Jahr 20x5 getätigten Investitionen in Intangibles nicht als Aufwand aufgeführt sind. Allerdings ist eine Investition in ein Forschungsprojekt aus dem Jahr 20x3 als Verlust verzeichnet, da im aktuellen Geschäftsjahr eine ausreichende Sicherheit erlangt wurde, daß von dieser Investition keine Zukunftserträge zu erwarten sind.

**Tabelle 6: Income Statement**

Know-it-all Ltd / Income Statement / December 31, 20x5	
<b>Revenue</b>	\$ 9.520.000
<b>Expenses:</b>	
Cost of sales	5.140.000
Selling and administration expenses	1.687.400
Amortization	860.000
Interest on long-term debt	252.000
	<b>7.939.400</b>
Operating income	1.580.000
Loss on 20x3 research expenditure	560.000
Income before tax	1.020.000
Income tax expense	392.000
<b>Net income</b>	<b>\$ 628.600</b>

Quelle: Rennie (1999:657)

Für dieses Vorgehen der gesonderten Ausweisung von Investitionen in Intangibles und deren Integration in den offiziellen Jahresabschluß ist es seitens der standardentwickelnden Organisationen erforderlich, bestimmte verbindliche Regelungen vorzugeben. Insbesondere müßten z.B. Abweichungen vom erwarteten Zeitpunkt der Realisierung einer Investition („*expected year of resolution*“) von der Unternehmensführung erklärt werden. Generell muß die Investorenöffentlichkeit davon ausgehen können, daß die einzelnen Posten des Intangible Investment Statements zu den angekündigten Zeitpunkten entweder in die Bilanz oder die Gewinn- und Verlustrechnung transferiert werden.

### 7.2.1. Bewertungsmethoden von Intangibles

Die Defizite der traditionellen Finanzberichterstattung liegen in der fehlenden Differenzierung, d.h. dem separaten Ausweis, der einzelnen Intangibles-Positionen im Jahresabschluß sowie in der inkonsistenten Behandlung. Auch die Fähigkeit durch die Generierung von Cash Flows zum zukünftigen Unternehmenserfolg beizutragen, wird nicht ersichtlich. Der ökonomische Wert eines Intangibles wird dem Kapitalmarkt nicht ausreichend transparent gemacht. Zur Bewertung von immateriellen Vermögenswerten kommen verschiedene Verfahren in Betracht, deren Funktionsweise nachstehend skizziert wird.

Problematisch bei der einer Bewertung von immateriellen Vermögenswerten in Geldeinheiten sind die anzuwendenden Bewertungsmaßstäbe. Im Handelsrecht sind dies die Anschaffungs- und Herstellungskosten.<sup>1287</sup> Entsprechend dem Vorsichtsprinzip werden Vermögensgegenstände dort nur mit den tatsächlich und nachweisbar entstandenen Aufwendungen bewertet. Stärker als bei materiellen Vermögenswerten ist die Bestimmung der Werthaltigkeit von immateriellen Vermögenswerten jedoch mit Unsicherheiten behaftet. In der Folge gestaltet sich die Bewertung intangibler Assets schwieriger. Auch die traditionellen Bewertungsmaßstäbe gelten nicht im selben Umfang. „Herstellungskosten sind beispielsweise kein Bewertungsmaßstab, der auf immaterielle Anlagewerte angewendet werden kann.“<sup>1288</sup> Vielfach fallen keine, vernachlässigbar geringe oder schwer zuzuordnende (Herstellungs-) Kosten an, z.B. bei der Entwicklung von Ideen als nutzbringend selbstgeschaffener Vermögenswerte.

Dennoch ist trotz aller Schwierigkeiten eine Bewertung der Intangibles zielführend, wobei nicht die Werthöhe eine primäre Rolle spielt, sondern die Tatsache, die zu bilanzierenden Vermögensbestandteile durch eine Zuordnung von Geldeinheiten vergleichbar zu machen. Das gilt für die Vergleichbarkeit innerhalb einer Unternehmung, im Zeitverlauf und zwischen verschiedenen Unternehmungen.<sup>1289</sup> Bei einer Bewertung, die sich nicht an den Anschaffungs- oder Herstellungskosten orientiert, entsteht ein Subjektivitätskonflikt, da anhand eines subjektiven Bewertungsvorgangs ein objektives Bewertungsergebnis erzielt werden soll.<sup>1290</sup> Daher ist sicherlich – auch im Hinblick auf die Akzeptanz am Kapitalmarkt – der Einsatz externer, unabhängiger Sachverständiger oder Gutachter sinnvoll.<sup>1291</sup>

---

<sup>1287</sup> vgl. **Glade** (1990:51); auch in der Steuerbilanz finden primär die Anschaffungs- und Herstellungskosten Anwendung. Auf diesen Sachverhalt soll aber wegen der marginalen Bedeutung im folgenden nicht weiter eingegangen werden.

<sup>1288</sup> **Glade** (1990:53)

<sup>1289</sup> vgl. **Glade** (1990:55)

<sup>1290</sup> Vielfach wird die Meinung vertreten, daß subjektiv ermittelte Werte im Geschäftsbericht deplaziert sind und bei existierender Unsicherheit in bezug auf einen Bewertungsgegenstand besser ein Wert von Null anzunehmen sei; vgl. **Scicluna** (1994:101) und ähnlich **Sherwood** (1990:83f). Ein derartig konservatives Vorgehen verringert den Aussagegehalt von Bilanzen aus der Investorenperspektive allerdings nachhaltig.

<sup>1291</sup> vgl. **King / Henry** (1999:35); **Rennie** (1999:658)

Den Gutachtern stehen grundsätzlich drei unterschiedliche Methoden zur Bewertung von intangiblen Assets zur Verfügung: der Kostenansatz, der Marktansatz und der Ertragswertansatz.<sup>1292</sup>

Die **kostenbasierte Methode** geht primär von den Reproduktions- bzw. Wiederbeschaffungskosten aus. Dabei beschreiben die Reproduktionskosten („*reproduction cost*“) diejenigen Kosten, die entstehen, wenn ein exaktes Replika des fokalen intangiblen Assets erstellt wird. Die Wiederbeschaffungskosten („*replacement cost*“) dagegen beinhalten die Kosten für den Erwerb eines Ersatzes, der zwar über die Gebrauchsfähigkeit bzw. Funktionalität des fokalen Intangibles verfügt, aber darüber hinaus abweichende Merkmale aufweisen kann.<sup>1293</sup>

Der prinzipielle Nachteil des Kostenansatzes liegt darin, daß eine Korrelation zwischen Kosten und Wert unterstellt wird, die nicht zwingend vorhanden ist.<sup>1294</sup> Reilly / Schweihls beziehen sich in ihrer Kritik auf funktionale, technologische und ökonomische Alterungsprozesse, die einen Einfluß auf den Wert eines Intangibles haben können und daher von den Kosten subtrahiert werden müssen.<sup>1295</sup> Brooking geht in ihrer Kritik weiter und führt aus, daß es Projekte geben kann, deren Kosten präzise quantifizierbar sind, die aber einen Mißerfolg darstellen und daher u.U. gar keinen Wert repräsentieren.<sup>1296</sup> Generell erscheint der Kostenansatz als wenig geeignet, um intangible Assets zu bewerten.<sup>1297</sup> Er wird daher oft nur als Benchmark zum Vergleich mit den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden verwendet.<sup>1298</sup>

Der **marktbasierte Ansatz** bestimmt den Wert eines intangiblen Assets anhand des auf Basis von Transaktionen entstandenen Marktpreises, der beispielsweise im Rahmen einer Übernahme oder einer Fusion für einen vergleichbaren immateriellen Vermögenswert gezahlt wurde.<sup>1299</sup> Diese Methode kommt häufig im Zusammenhang mit Patenten, Warenzeichen und Copyrights zum Einsatz.<sup>1300</sup>

Problematisch ist die Tatsache, daß ein öffentlicher Markt, auf dem aktiv gehandelt wird und über den bereits vergleichbare Intangibles veräußert wurden, häufig nicht

<sup>1292</sup> vgl. King / Henry (1999:36); Labhart (1999:192f); Reilly / Schweihls (1998:96ff); Skyrme (1998:20); Brockington (1996:177ff); Brooking (1996: 181ff); Reilly / Schweihls (1996:28ff); Glade (1990:56ff)

<sup>1293</sup> vgl. Reilly / Schweihls (1996:29). Reilly / Schweihls subsumieren auch Herstellungs- und Wiederherstellungskosten unter dem Kostenansatz. Erstere definieren die Kosten der Erstherstellung eines Intangibles, während Zweitere die Kosten angeben, die bei einer Duplizierung unter Anwendung bereits vorhandenen Know-hows entstehen.

<sup>1294</sup> vgl. Brooking (1996:181); Reilly / Schweihls (1996:29)

<sup>1295</sup> vgl. Reilly / Schweihls (1996:29f)

<sup>1296</sup> vgl. Brooking (1996:181)

<sup>1297</sup> vgl. auch Labhart (1999:193)

<sup>1298</sup> vgl. Brockington (1996:178)

<sup>1299</sup> vgl. Brockington (1996:178); Brooking (1996:181). Kritisch zum Unterschied zwischen Wert und Preis sowie zwischen Marktpreis und Kaufpreis; vgl. Glade (1990:59ff)

<sup>1300</sup> vgl. Labhart (1999:193)

existiert.<sup>1301</sup> Zudem sind intangible Assets oft einzigartig, so daß ein wertmäßiges Vergleichsobjekt, das in den wesentlichen Merkmalen Übereinstimmungen aufweist, schwer zu finden sein könnte.

In der Regel kompiliert der Gutachter daher eine Vielzahl von Marktdaten und versucht, näherungsweise eine Vergleichbarkeit herzustellen. Letztlich wird er kaum einen exakten Wert angeben (können), sondern vielmehr eine Wertbandbreite fixieren. Beim **ertragswertbasierten Ansatz** als dritter Methode richtet sich der Wert eines immateriellen Vermögenswertes nach seiner Fähigkeit, Nutzen zu stiften. Unter der Prämisse einer Gewinnerzielungsabsicht sind darunter primär in der Zukunft liegende Einnahmeüberschüsse zu verstehen. Obwohl auch andere Meßgrößen verwendbar sind,<sup>1302</sup> wird der zukünftige ökonomische Nutzen häufig in Form der diskontierten (Netto-)Cash Flows, die von den fokalen Intangibles generiert werden, berechnet.<sup>1303</sup> Dabei sind zwei Schwierigkeiten zu beachten.<sup>1304</sup> Zum einen müssen die generierten Cash Flows identifiziert und von anderen Cash Flows separiert werden, so daß eine genau quantifizierte Zurechnung erfolgen kann. Zum anderen muß die Abzinsung auf den Gegenwartswert mit einem angemessenen Satz geschehen, der zumeist in der Höhe den Renditeforderungen der Investoren, d.h. den risikogerechten Kapitalkosten, entspricht.<sup>1305</sup> Die Projektion der Cash Flows ermöglicht es, dem Intangible einen inkrementellen Ertrag zu attribuieren.

Dieses Vorgehen ist sicherlich am stärksten auf die Informationsbedürfnisse des Kapitalmarkts zugeschnitten, da der generierte zukünftige Zahlungsstrom über den gesamten Nutzungszeitraum (evtl. mit einem Residual- bzw. Terminalwert) und nicht nur über einen finiten Zeitraum (z. B. die nächste Nutzungsperiode) betrachtet wird.<sup>1306</sup> Die ertragswertbasierte Methode ist zukunftsorientiert und zeigt die Fähigkeit einer Unternehmung auf, auch mittels intangibler Assets künftig Cash Flows und daraus resultierend Unternehmenswert zu generieren.

Klar ist aufgrund der handelsrechtlichen Vorgaben,<sup>1307</sup> daß die anhand der drei o.g. Methoden determinierten Werte der intangiblen Assets nicht in der Bilanz aktiviert werden dürfen, sondern deren Einbringung lediglich in einem ergänzenden State-

---

<sup>1301</sup> vgl. **King / Henry** (1999:36); **Brooking** (1996:181). Zum genauen Vorgehen bei einer markt-basierten Bewertung vgl. **Reilly / Schweih**s (1998:101ff,147); **Reilly / Schweih**s (1996:38f)

<sup>1302</sup> vgl. **Reilly / Schweih**s (1996:39); die z.B. „gross or net revenues, gross income, net operating income, net income before tax, net income after tax, etc.“ anführen.

<sup>1303</sup> vgl. **Brockington** (1996:179); **Brooking** (1996:181f)

<sup>1304</sup> vgl. **Brockington** (1996:179)

<sup>1305</sup> vgl. **Labhart** (1999:193); **Reilly / Schweih**s (1996:40)

<sup>1306</sup> vgl. **Reilly / Schweih**s (1996:40)

<sup>1307</sup> Die Aktivierung zu Kosten wird auch im US-GAAP und den IAS-Richtlinien zugrunde gelegt; vgl. **Hoegh-Krohn / Knivsfla** (2000:247,249).

ment als zusätzliche und keinesfalls unbedingt testierte Information für den Kapitalmarkt erlaubt ist.<sup>1308</sup>

### 7.3. Kritik am Accounting-Ansatz

Aufgrund der bereits eingehend erörterten Wertrelevanz immaterieller Vermögenswerte (siehe Kap. 6.3.) und dem signifikanten Zusammenhang mit der Marktkapitalisierung, wäre eine konsequente Kapitalisierung von Intangibles im Geschäftsbericht zielführend, da auf diese Weise wirtschaftliche Tatbestände ökonomisch korrekter und vor allem investorengerecht abgebildet würden.<sup>1309</sup>

Geht man davon aus, daß in der Bilanz einer Unternehmung alle wertdeterminierenden Vermögenswerte enthalten sein sollen, so sind nicht nur die materiellen, sondern auch die immateriellen Vermögenswerte zu integrieren.<sup>1310</sup> Obwohl – wie gezeigt – der Unternehmenswert bzw. das zukünftige Erfolgspotential häufig durch immaterielle Vermögenswerte bestimmt wird, sind zumindest originäre Intangibles gemäß HBG und auch gemäß IASC mit einem Aktivierungsverbot belegt, d.h. sie dürfen nicht in der Bilanz als Vermögenswerte erscheinen. Eine formale Aktivierung wertrelevanter Intangibles ist also in den meisten Accounting-Standards verboten.<sup>1311</sup> Die in der Bilanz angesetzten Werte bzw. die dort genutzten finanziellen Kennziffern bilden daher den intrinsischen Unternehmenswert nur unzureichend und mit abnehmender Aussagekraft ab.<sup>1312</sup>

Das Aktivierungsverbot wird von Rasche als bilanzielles Paradoxon dargestellt, da „[...] doch die Zielgröße des externen Rechnungswesens in der möglichst wahrheitsgetreuen Abbildung der Wettbewerbsfähigkeit einer Unternehmung [besteht]. Gerade dieses Ziel wird aber durch die Nichtberücksichtigung von unternehmensspezifischen Kompetenzen in sein Gegenteil verkehrt“<sup>1313</sup>. Edvinsson / Malone beleuchten den gleichen Sachverhalt aus einem anderen Blickwinkel.<sup>1314</sup> Wenn eine Unternehmung erheblich in die interne Entwicklung immaterieller Vermögenswerte investiert, muß in der Regel diese Investition sofort erfolgswirksam auf der Kostenseite ausgewiesen werden. Die Gewinne reduzieren sich, der Buchwert der Unternehmung nimmt in der Folge ab. Je mehr die Unternehmung investiert, desto geringer wird ihr Buchwert. Die Unternehmung wird für die Investorenöffentlichkeit zunehmend unattraktiver, da Investitionen in die Zukunftsfähigkeit und die langfristige Ertragskraft einer Unterneh-

<sup>1308</sup> vgl. **King / Henry** (1999:36), die z.B. vorschlagen, derartige Informationen in den Fußnoten bzw. in der Management Discussion and Analysis (MD&A) zu plazieren. Im Rahmen der geltenden Bilanzierungsrichtlinien dürfen derartig festgestellte Werte auch nicht in das vorgeschlagene „Intangibles Investment Statement“ integriert werden, weil früher oder später ein Transfer der einzelnen Positionen in die Bilanz bzw. die Gewinn- und Verlustrechnung stattfindet.

<sup>1309</sup> vgl. **Labhart** (1999:191); **Lev / Zarowin** (1999:35f)

<sup>1310</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:57)

<sup>1311</sup> vgl. exemplarisch zur Kritik an dieser Behandlung von Intangibles **Skyrme** (1998:129)

<sup>1312</sup> vgl. **Lev / Zarowin** (1999:43), die empirisch eine systematische Abnahme der Nützlichkeit finanzieller Informationen für den Investor in den letzten 20 Jahren nachweisen.

<sup>1313</sup> **Rasche** (1994:145)

mung dem Kapitalmarkt anhand der traditionellen Rechnungslegungsnormen nicht transparent gemacht werden können. Im Gegenteil sie wirken sich sogar kontraproduktiv auf die Unternehmung aus.

Aktuelle und potentielle Investoren benötigen möglichst zukunftsgerichtete und vollständige Informationen, um optimale Entscheidungen zur Kapitalallokation treffen zu können.<sup>1315</sup> Solange aber die immateriellen Vermögenswerte in der Bilanz weitgehend ignoriert werden, ist eine „*true and fair view*“-Einschätzung der Unternehmung durch den Kapitalmarkt nur sehr begrenzt möglich.<sup>1316</sup> „Je wichtiger immaterielle Werte für Unternehmen bzw. für den Wert von Unternehmen sind, um so verzerter und unrealistischer ist die Information des Geschäftsberichtes zur Unternehmenssituation.“<sup>1317</sup>

Eine Revision der geltenden Rechnungslegungsnormen würde das bestehende Dilemma allerdings nicht lösen. Denn würde die Aktivierung originärer immaterieller Vermögenswerte erlaubt, müßte sie zu vergangenheitsorientierten Anschaffungs- oder Herstellungskosten erfolgen, um eine Vergleichbarkeit mit den materiellen Bilanzwerten gewährleisten zu können. Der qualitative Informationszugewinn für die Investorenöffentlichkeit ist dabei gering, da es mehr als fraglich erscheint, ob der Wert einer Kundenbeziehung mit den Kosten der Kontaktherstellung und -pflege gleichzusetzen ist.<sup>1318</sup> An diesem Defizit krankt auch das vorgestellte Modell von Rennie, da sie zwar einen separaten Ausweis von intangiblen Assets postuliert und eine nachvollziehbare Lösung für das den immateriellen Vermögenswerten inhärente Unsicherheitsproblem des bilanziellen Bewertungs- bzw. Realisierungszeitpunkts vorschlägt, aber dennoch weiterhin an die realitätsferne Bewertung der Intangibles zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten gebunden bleibt.

Ein weiterer, weniger schwerwiegender Kritikpunkt am Modell nach Rennie ist, daß die Einzelaufzählung und -bewertung von Intangibles nicht ausreichend deren Bündelung und Verflechtung berücksichtigt, die häufig erst den eigentlichen Wertbeitrag ausmachen.<sup>1319</sup>

Ein grundsätzlicher Fortschritt in der Investorenfreundlichkeit der Bilanzierungsrichtlinien wäre die Zulassung einer zukunftsorientierten Bewertung von Erfolgspotentialen, d.h. einer Bewertung aller Vermögenswerte (materiell / immateriell) im Hinblick auf deren Fähigkeit, ob und in welcher Höhe sie zukünftig Zahlungsströme generieren können. Kriegbaum fordert: „[S]ämtliche Posten in der Bilanz [müßten] anhand

---

<sup>1314</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:42)

<sup>1315</sup> vgl. **Brockington** (1996:220)

<sup>1316</sup> vgl. **Keitz** (1997:246)

<sup>1317</sup> **Kriegbaum** (2001:59)

<sup>1318</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:59); **Labhart** (1999:193)

<sup>1319</sup> vgl. **Labhart** (1999:192). Gleichzeitig wird in diesem Zusammenhang auch die Schwierigkeit deutlich, immaterielle „Strukturen“ zu dekomponieren, ihren Werteeinfluß zu separieren und einzeln zu bewerten.



ihres **zukünftigen Erfolgspotentials** [Hervorhebungen im Original; C.Z.] bewertet werden, denn das macht im Gegensatz zum historischen Wert von Vermögensgütern den Wert für das Unternehmen aus.“<sup>1320</sup> Der Nutzen eines Assets liegt in der Generierung zukünftiger Einnahmen. „[D]ie Substanz der immateriellen Anlagewerte [ist] ihre Ertragskraft [...]“<sup>1321</sup> Power geht noch weiter und behauptet, daß sobald ein Asset als meßbarer Strom zukünftigen Nutzens verstanden wird, die Tangibilität, d.h. die Unterscheidung von tangiblen und intangiblen Assets, als Accounting-Konzept überflüssig ist, da die Bewertungsparameter nicht mehr auf die Substanz als Indikator für die Werthaltigkeit eines Assets referieren.<sup>1322</sup>

Eine Bewertung sollte daher auf das zentrale ökonomische Charakteristikum des Wertbeitrags abstellen und nicht auf eine inventarisierende Summierung der Anschaffungskosten, deren zukunftsgerichtete Aussagekraft als gering einzustufen ist.

Damit würde ein Paradigmenwechsel im Accounting vollzogen, der den Fokus vom Kostenansatz zum Wertansatz und von der Vergangenheitsorientierung zur Zukunftsorientierung verschieben würde.<sup>1323</sup> Eccles / Pyburn unterstützen diesen Wandel und kritisieren die Rückwärtsgerichtetheit des Rechnungswesens: „One of the most important limitations is that accounting measures are lagging indicators; that is, they are the result of management action and organizational performance, not the cause of it. They tell managers the consequences of decisions that already have been made but do little to predict future performance. As a result, they do not provide much guidance for what must be done differently.“<sup>1324</sup>

Allerdings ist der Vorschlag einer verstärkten Wert- und Zukunftsorientierung nicht unumstritten. Denn zweifelsohne entstehen durch die Anwendung von Cash Flow-Projektionen bei der Bewertung von Assets zusätzliche Unsicherheiten, weil deren Bestimmungsfaktoren und die zukünftigen Entwicklungen prognostiziert werden müssen, d.h. häufig auf extrapolierten Schätzungen beruhen.

Zudem erschwert die Subjektivität der Bewerter eine objektive Ergebnisfindung.<sup>1325</sup> Der Wertansatz differiert in Abhängigkeit von den subjektiven Nutzenerwartungen und dem Informationsstand des Bilanzierenden. Die angenommenen Schätzungsgrundlagen unterschiedlicher Bewerter können für sich plausibel sein und dennoch zu stark voneinander abweichenden Ergebnissen führen. Beispielsweise können die Nutzungsdauer, Kosten- und Risikoabschläge oder die Zukunftsfähigkeit von Know-how unterschiedlich beurteilt in die Bewertungsrechnung eingehen, so daß keine gesicherten, sondern im Zweifel interessegeleitete Werte abgebildet werden. „The pri-

---

<sup>1320</sup> **Kriegbaum** (2001:59)

<sup>1321</sup> **Glade** (1990:56)

<sup>1322</sup> vgl. **Power** (2001:691)

<sup>1323</sup> vgl. **Brockington** (1996:196)

<sup>1324</sup> **Eccles / Pyburn** (1992:41)

<sup>1325</sup> vgl. **Kriegbaum** (2001:59f); **Glade** (1990:54ff).

mary obstacles relate to valuation difficulties, the inherent uncertainty of any value ultimately determined, and the resulting potential to fraud.“<sup>1326</sup> Um Bewertungsunschärfen zu vermeiden, werden in der Regel die dokumentierten und geradezu axiomatisch geltenden Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten als Bewertungsmaßstab angewendet.<sup>1327</sup>

Teilweise wird daher die Meinung geäußert, daß die zukunftsorientierte Quantifizierung finanzieller Effekte asset-induzierter Wettbewerbsvorteile nicht in das Aufgabenfeld der Unternehmung fällt, sondern durch die externe Finanzanalyse zu leisten ist.<sup>1328</sup> Denn weder eine dem Gläubigerschutz Rechnung tragende Bewertung zu Kosten in der Bilanz noch eine subjektiv geprägte und nicht detailliert aufgeschlüsselte Einschätzung immaterieller Vermögenswerte (im nicht testierten Teil der Bilanz) sind für die externe Finanzanalyse, d.h. für den Kapitalmarkt, hilfreich.

Da augenscheinlich keine Einigkeit über die Verwendung einer geeigneten, konsistenten Bewertungsmethode für immaterielle Vermögenswerte besteht, kommt derzeit für die externe Rechnungslegung eine Cash Flow-orientierte Bewertung von immateriellen Vermögenswerten nicht in Betracht.<sup>1329</sup> Eine zeitgemäße Berücksichtigung von intangiblen Assets und deren Wertbeitrag ist daher im traditionellen Accounting-Framework nicht zu leisten. „[A]dequate accounting for knowledge-based business would ultimately require a new accounting model.“<sup>1330</sup> Denn im bestehenden Accounting-Regelwerk steht zumindest in Deutschland die Integrität und Reliabilität der Daten im Vordergrund und nicht ihre zukunftsgerichtete Aussagekraft hinsichtlich des Wertschaffungspotentials einer Unternehmung. Die Spezifika intangibler Assets und der von ihnen ausgehenden Wettbewerbsvorteile lassen sich – wie gezeigt – nicht mittels überkommener Maßgrößen und Meßinstrumente erfassen oder zumindest nur sehr unzulänglich. Das traditionelle Accounting-Framework wird der Abbildung der Wertrelevanz von tangiblen und intangiblen Assets nicht gleichermaßen gerecht, da kein konsistenter Ansatz zur Nutzenquantifizierung der Intangibles

<sup>1326</sup> Wallman (1996:142)

<sup>1327</sup> Die Tatsache, daß sich die Unsicherheiten aufgrund der Subjektivität in der Bewertung von intangiblen Assets mit ihrem Ertragswertbeitrag methodisch und strukturell nicht auflösen lassen, führt zu der Forderung im Accounting, immaterielle Anlagewerte zu Kosten zu bewerten. Das entspricht wiederum der grundsätzlichen informatorischen Zielrichtung, die mit der Veröffentlichung der Jahresabschlußdaten in Deutschland verfolgt wird. Die deutschen Regelungen sind primär auf den Gläubigerschutz und die vorsichtige Bewertung von Vermögensgegenständen zur Kapitalerhaltung ausgerichtet. Anders als im US-amerikanischen Raum, wo die Informationsfunktion und die Relevanz der Informationen für die Anteilseigner im Vordergrund der Rechnungslegungsnormen steht, ist in Deutschland die Zuverlässigkeit ausschlaggebend; vgl. Hommel (1997:363); Mandler (1997:137f).

<sup>1328</sup> vgl. AICPA (<http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/chap6.htm>;08.08.00); und zusätzlich King / Henry (1999:35), die vorrangig externe, unabhängige Gutachter („appraiser“) als prädestiniert für die (kapitalmarktgerichtete) Wertbestimmung von intangiblen Assets erachten.

<sup>1329</sup> vgl. Kriegbaum (2001:60)

<sup>1330</sup> Society of Management Accountants in Canada (1995) zitiert nach Skyrme (1998:131)

existiert.<sup>1331</sup> In diesem Zusammenhang wird offensichtlich, daß „[...] recognized information is a subset of financial reporting and the goal is to present information that users find useful.“<sup>1332</sup> Da die Kapitalmarktkommunikation nicht ausschließlich auf die Pflichtpublizität begrenzt ist, kann jede Unternehmung auf freiwilliger Basis weitere, intangiblesbezogene Informationen mit einem Nutzwert für die Investoren veröffentlichen („*voluntary disclosure*“). Inwiefern nicht-finanzielle Kennzahlen aus der internen Steuerung bzw. dem Performance-Measurement dazu beitragen können, nachfragegerecht Informationsbedürfnisse des Kapitalmarkts zu befriedigen, wird im folgenden Kapitel eruiert.

#### 7.4. Performance-Ansatz

Im vorstehenden Kapitel ist deutlich geworden, daß das traditionelle Accounting-Framework den Informationserwartungen der Financial Community nur unzureichend gerecht wird. Häufig konstatierte Kritikpunkte sind die Vergangenheitsorientierung, die vorwiegend finanzielle Prägung, die mangelnde Strategieweise Ausrichtung sowie die defizitäre Behandlung bzw. Integration von intangiblen Assets als den zentralen Wertgeneratoren. Auch für das Management reichen bilanzorientierte, rein finanzielle Kennzahlen allein als Steuerungsgrößen der strategischen Unternehmensführung nicht mehr aus,<sup>1333</sup> sie sind in der Regel zu stark aggregiert und daher nicht ausreichend operativ ausgerichtet.<sup>1334</sup> Das klassische Berichtswesen erreicht demnach weder extern noch intern den notwendigen Transparenzgrad, um das gegenwärtige und zukünftig erwartbare Leistungspotential einer Unternehmung sichtbar zu machen. In der Folge können aus den zur Verfügung gestellten Daten nur begrenzt entscheidungsunterstützende Informationen deriviert werden.

Wenn man nun sowohl die internen Stakeholder (Management) als auch die externen Stakeholder (Investoren) verstärkt als Kunden begreifen<sup>1335</sup> und daher in Zukunft eine verbesserte Berücksichtigung ihrer Informationsinteressen gewährleisten will, ist eine systematische Anpassung und Erweiterung der Meß- und Steuerinstrumente aller unternehmensrelevanten Performanceindikatoren erforderlich. Das umschließt sowohl finanzielle als auch nicht-finanzielle Faktoren. „[P]erformance-Measurement and reward systems should incorporate any financial or nonfinancial measure that provides incremental information on managerial effort (subject to its cost).“<sup>1336</sup>

Vor allem muß dieses adjustierte Performance Measurement-Instrumentarium, das zunächst als unternehmensinternes Informations- und Controllingssystem zu verstehen ist, geeignet sein, nicht nur den Wert der aktuellen tangiblen und intangiblen

<sup>1331</sup> vgl. Labhart (1999:195)

<sup>1332</sup> Wallman (1996:147)

<sup>1333</sup> vgl. Ittner / Larcker (1998:206)

<sup>1334</sup> vgl. Kappler (2000:34); Kaum (2000:293)

<sup>1335</sup> vgl. AICPA ((<http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/chap1.htm>; 03.08.2000); Kaum (2000:293); ergänzend Klingebiel (2000a:24)

<sup>1336</sup> Ittner / Larcker (1998:206)

Assets widerzuspiegeln, sondern auch deren Fähigkeit zur zukünftigen Wertgenerierung angemessen abzubilden.<sup>1337</sup>

Der Kapitalmarkt agiert zukunftsorientiert und ist daher vorwiegend an denjenigen Kennzahlen interessiert, die das Management nutzt, um die Erreichung gesetzter Ziele und strategischer Vorgaben bereits im Prozeßverlauf, d.h. bevor die eigentlichen Ergebnisse erzielt worden sind, prognostizieren zu können. „Measuring performance must entail measurement of the potential for performance, not last year's performance, but the potential for performance in the future. This involves accounting for capability, in order systematically to understand a company's value adding activities, then using this performance measurement system as a tool for constructive oversight.“<sup>1338</sup> Anhand dieser prozeßorientierten, im Rahmen eines Performance Measurement-Systems implementierten Kennzahlen kann die Unternehmensführung die Effektivität und Effizienz der Leistungserstellung in der Unternehmung gegenwärtig und zukunftsgerichtet beurteilen und ggf. nach außen kommunizieren.<sup>1339</sup>

Klingebiel weist darauf hin, daß entgegen der Praxis in der Vergangenheit, die Divergenz zwischen interner und externer Berichterstattung aufgelöst werden sollte, da „[...] das beste interne Steuerungsinstrument wenig nützt, wenn es sich extern nicht kommunizieren lässt“<sup>1340</sup>.

Eine möglichst umfassende Konvergenz zwischen der externen Berichterstattung und der internen Steuerung ermöglicht nach innen und nach außen eine Präsentation der unternehmensbezogenen Leistungsentwicklung, die auf den gleichen monetären bzw. nicht-monetären Größen basiert.<sup>1341</sup> Diese „[...] externalization of managerial decisionmaking processes [...]“<sup>1342</sup> erhöht die Transparenz gegenüber der Investorenöffentlichkeit und damit die Prognosefähigkeit der Kapitalmarktpartizipanten.

Bei einer Annäherung der externen Rechnungslegung an das interne Berichtswesen sind überdies Kosteneinsparungen zu erwarten.<sup>1343</sup> Dieser Kosteneffekt ist nicht unwesentlich, da die Erfüllung der gesteigerten externen Informationserwartungen durch die Unternehmung immer auch Kosten für die Informationsbereitstellung zur Folge hat. Diese dürfen aber nicht höher ausfallen als die Einsparungen, die durch die Kapitalkostenreduktion aufgrund einer transparenteren Informationspolitik herbeigeführt werden. Andernfalls würde das Ziel der Schaffung von Shareholder Value konterkariert, die Balance zwischen Kosten und Nutzen würde destabilisiert.<sup>1344</sup>

<sup>1337</sup> vgl. **Lev** (2001:107); **Lev** (2000a:142); **Brancato** (1997:42)

<sup>1338</sup> **Brancato** (1997:42)

<sup>1339</sup> vgl. **Schmelzer** (2000:332); **Skyrme** (1998:44)

<sup>1340</sup> **Klingebiel** (2000a:26)

<sup>1341</sup> vgl. **Klingebiel** (2001:9); **Klingebiel** (2000a:26)

<sup>1342</sup> **Lev** (2001:108)

<sup>1343</sup> vgl. **Klingebiel** (2000b:178)

<sup>1344</sup> vgl. **AICPA** (<http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/chap1.htm>; 03.08.2000)

Der Rückgriff der Kapitalmarktkommunikation (Value Reporting) auf Kennzahlen eines konvergenten Performance Measurement, das sowohl die interne Steuerungsfähigkeit berücksichtigt als auch häufig damit inhaltlich kongruierende externe Interessenlagen einbezieht,<sup>1345</sup> würde der Kostensensibilität Rechnung tragen und gleichzeitig die Informationsdefizite bezüglich der Wert- und Zukunftsorientierung des unternehmerischen Handelns reduzieren.

Das traditionelle Accounting kann derartige Angaben regelmäßig nicht zur Verfügung stellen. Ein weithin beachtetes Konzept des Performance Measurement, das grundsätzlich auch als Instrument zur Erfassung intangibler Assets eingesetzt werden kann, ist die Balanced Scorecard.

#### 7.4.1. Balanced Scorecard als Instrument des Performance Measurement

Die Balanced Scorecard wurde von Kaplan / Norton Anfang der neunziger Jahre als strategisches Führungsinstrument zur internen Performance-Messung entwickelt.<sup>1346</sup>

Grundprinzip der Balanced Scorecard ist, daß aus den strategischen Zielen einer Unternehmung spezifische Maßgrößen bzw. Indikatoren, Zielvorgaben und konkrete Maßnahmen stringent abgeleitet werden, so daß eine starke Zielkongruenz des unternehmerischen Handelns auf allen Ebenen gesichert ist („*alignment*“).<sup>1347</sup>

Ein prinzipiell neuer Gedanke ist die Balanced Scorecard zwar nicht.<sup>1348</sup> Aber der Ansatz erweitert die traditionell retrospektiv ausgerichtete, finanzielle Perspektive um Kennzahlen, die die zukünftige finanzielle Performance determinieren.<sup>1349</sup> Charakteristisch für die Balanced Scorecard ist eine integrale und ausgewogene Darstellung quantitativer und qualitativer sowie strategischer und operativer Kennzahlen.<sup>1350</sup>

Als mehrdimensionales Konstrukt unterscheidet die Balanced Scorecard vier Zielkategorien, die Einfluß auf die Umsetzung, Kontrolle und potentielle Revision der Unternehmensstrategie ausüben (Abb.41⇨):<sup>1351</sup>

<sup>1345</sup> vgl. **AICPA** (<http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/chap5.htm>; 08.08.2000). Die standardentwickelnde Organisation AICPA lehnt es ab, daß für die kapitalmarktorientierte externe Berichterstattung zusätzlich Informationen gesammelt werden, die keine Relevanz für die Unternehmensführung bzw. die interne Steuerung haben. „[M]anagement should be under no obligation to gather information it does not have, or need, to manage the business.“ Einer freiwilligen, nicht in den Standards verankerten Informationsweitergabe steht jedoch nichts entgegen.

<sup>1346</sup> vgl. **Kaplan / Norton** (1997) und ursprünglich **Kaplan / Norton** (1992:71ff)

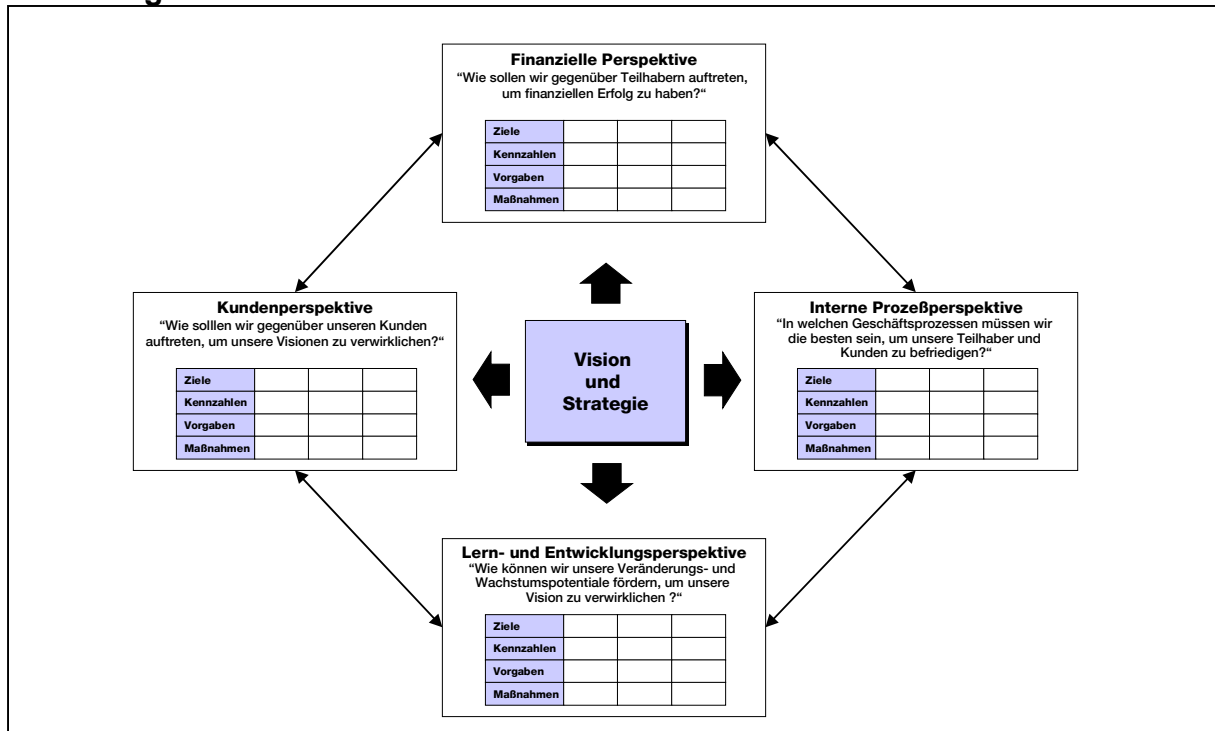
<sup>1347</sup> vgl. **Kötzle / Niggemann** (2001:645); **Skyrme** (1998:55). Nach einer Studie der Unternehmensberatung **Cap Gemini, Ernst & Young** (2000:8) ist in der Unternehmenswirklichkeit das *alignment* zwischen dem verwendeten Performance Measurement-System und der Unternehmensstrategie unzureichend ausgeprägt. „81% of respondents stated that their performance measurement system is not well aligned with their corporate strategies. [...] 45% of respondents said that the alignment between their performance measurements and strategies is very poor.“

<sup>1348</sup> vgl. zur Theorieverwandtschaft der Balanced Scorecard **Weber / Schäffer** (1998:347ff)

<sup>1349</sup> vgl. **Labhart** (1999:253)

<sup>1350</sup> vgl. **Kappler** (2000:34)

<sup>1351</sup> vgl. **Kaplan / Norton** (1997:24ff); und zusätzlich **Kötzle / Niggemann** (2001:644); **Labhart** (1999:254); **Weber / Schäffer** (1998:343);

**Abbildung 41: Die Balanced Scorecard als Performance Measurement-Instrument**

Quelle: modifiziert nach Kaplan / Norton (1997:9)

1. **Finanzielle Perspektive:** Sie zeigt auf, ob die Implementierung der gewählten Unternehmensstrategie zu einer Ergebnisverbesserung führt.<sup>1352</sup> Die finanzwirtschaftlichen Kennzahlen definieren zum einen die finanzielle Leistung als Zielvorgaben der Strategie.<sup>1353</sup> In der Regel unterscheiden sich diese Ziele – zumindest innerhalb einer Branche – nur unwesentlich, weshalb man von generischen Zielen spricht. Dazu zählen Umsatzsteigerungen, Erreichung vorgegebener Renditeziele oder die Schaffung von Unternehmenswert.<sup>1354</sup> Zum anderen fungieren sie als Richtschnur für die anderen Perspektiven der Balanced Scorecard, die über Ursache-Wirkungsrelationen mit der finanziellen Perspektive verbunden sind.
2. **Kundenperspektive:** Diese Perspektive bezieht sich auf die Ziele hinsichtlich der Kunden- und Marktsegmente, in denen die Unternehmung tätig sein will. Als typische Kennzahlen, die die Kundenperspektive abbilden, werden im Schrifttum die segmentspezifischen Gewinn- und Marktanteile, die Kundenzufriedenheit, die Kundenbindung, die Neukundengewinnung und die Kundenprofitabilität ge-

<sup>1352</sup> Häufig werden als finanzielle Kennzahlen die erzielte Eigenkapitalrendite (ROE) bzw. die Steigerung des Unternehmenswerts herangezogen; vgl. **Kaplan / Norton** (1997:24).

<sup>1353</sup> Die finanzielle Perspektive ist auch die Schnittstelle zwischen der Balanced Scorecard und dem Shareholder Value-Netzwerk (siehe Kap. 2.1.). Die Wertsteigerung als Primärziel der Unternehmung sollte in dieser Perspektive zum Ausdruck kommen, d.h. sie sollte zumindest Kennzahlen der Wertsteigerung, aber auch eine Auswahl klassischer Werttreiber abbilden; vgl. **Labhart** (1999:256).

<sup>1354</sup> vgl. **Kaum** (2000:294)

nannt.<sup>1355</sup> In die Kundenperspektive einzuordnen sind ebenfalls Image und Reputation als intangible Assets einer Unternehmung, die die Kundenwahrnehmung in bezug auf die Werthaltigkeit bzw. die Qualitätsanmutung nachhaltig beeinflussen können.<sup>1356</sup>

3. Interne Prozeßperspektive: Zur (Über-)Erfüllung der Ziele der beiden vorgenannten Perspektiven müssen intern die kritischen Prozesse identifiziert oder ggf. neu eingeführt werden, in denen die Unternehmung den größten Optimierungsbedarf bzw. das größte Verbesserungspotential hat.<sup>1357</sup> „Diese Perspektive sollte daher Messgrößen für diejenigen Prozesse enthalten, die vom Management als kritisch zur Optimierung der Wertsteigerung identifiziert wurden.“<sup>1358</sup> Die Prozeßperspektive ist integral und deckt den gesamten Wertkettenansatz nach Porter ab<sup>1359</sup>, so daß der Innovations-, Herstellungs- und Serviceprozeß („*after-sales-service*“) gesamthaft erfaßt wird.

Insbesondere die Innovationsanstrengungen, die sich vor allem bei technologiedominierten Unternehmungen in Form von R&D-Aktivitäten darstellen, sind in der Prozeßperspektive einzuordnen, da sie als initiales Element der Wertgenerierung und nicht als Unterstützungsfunktion zu kategorisieren sind.<sup>1360</sup> Die in dieser Perspektive zur Anwendung kommenden Kennzahlen dokumentieren die Forschungs- und Entwicklungstätigkeit sehr detailliert und tätigkeitsnah.<sup>1361</sup> Typische Kennzahlen – vor allem für R&D-Tätigkeiten – sind der Anteil neuer Produkte am Umsatz, der Umsatzanteil patentgeschützter Produkte, neue Produkteinführungen im Vergleich zur Konkurrenz, etc.<sup>1362</sup>

4. Lern- und Entwicklungsperspektive: Die vierte Perspektive identifiziert die Infrastruktur, welche die Unternehmung schaffen muß, um ein langfristiges Wachstum und ein permanentes Streben nach Verbesserung zu gewährleisten.<sup>1363</sup> Wichtige infrastrukturelle Faktoren sind in diesem Zusammenhang die Qualifikation und Motivation der Mitarbeiter sowie die Leistungsfähigkeit der Informationssysteme. An dieser Stelle soll beispielhaft auf die Mitarbeiterqualifikation eingegangen werden.

Labhart führt aus, daß kontinuierliche Investitionen in die Fähigkeiten der Mitarbeiter eine wesentliche Prämisse für die Wertsteigerung darstellen und daher in der Entwicklungsperspektive der Balanced Scorecard abgebildet und entspre-

<sup>1355</sup> vgl. exemplarisch Labhart (1999:257); Kaplan / Norton (1997:25)

<sup>1356</sup> vgl. Labhart (1999:257) und die dort angegebene Literatur

<sup>1357</sup> vgl. Kaplan / Norton (1997:25)

<sup>1358</sup> Labhart (1999:257)

<sup>1359</sup> vgl. Porter (1989:59ff)

<sup>1360</sup> vgl. Labhart (1999:257)

<sup>1361</sup> vgl. Schmelzer (2000:332ff)

<sup>1362</sup> vgl. Labhart (1999:258)

<sup>1363</sup> vgl. Kaplan / Norton (1997:27)

chend kontrolliert und gesteuert werden sollten. Zentrale Kennzahlen sind die Mitarbeiterzufriedenheit, die in regelmäßigen Umfragen indexiert werden kann, die Bindung sowie die Produktivität der Mitarbeiter. Der Ausbildungsstand der Mitarbeiter als weiterer Indikator kann aufgrund von Ausbildungsinvestitionen, die durch die Unternehmung veranlaßt wurden, oder anhand von eigeninitiativ wahrgenommenen Weiterbildungsmaßnahmen gemessen werden.<sup>1364</sup>

Die Anzahl der Perspektiven ist nicht normativ vorgeschrieben. Vielmehr divergiert die Architektur der Balanced Scorecard in Abhängigkeit von der zugrunde liegenden Unternehmensstrategie. Für die Bankenbranche führt Kaum sog. „Erweiterungs“-Perspektiven ein – Öffentlichkeit, IT, Risiko und Servicequalität.<sup>1365</sup>

Ohne die Trennschärfe der einzelnen Kategorien gegenüber den klassischen Perspektiven beurteilen zu wollen, wird deutlich, daß die Balanced Scorecard ein flexibel und unternehmensindividuell erweiterbares Instrument des Performance Measurement ist,<sup>1366</sup> das insbesondere geeignet erscheint, nicht-finanzielle Kennzahlen (zur Quantifizierung intangibler Assets) zu integrieren.<sup>1367</sup>

Die Funktionalität und Reliabilität einer Balanced Scorecard basiert auf ihrer Stringenz, d.h. der analytisch richtigen Ableitung tragfähiger Ursache-Wirkungsbeziehungen zwischen den einzelnen Kennzahlen. Denn die Balanced Scorecard erreicht nur eine ausreichende Robustheit, wenn die Kennzahlen aller Perspektiven in Wirkungsketten (Kausalketten) zusammenhängen und in letzter Konsequenz zu Veränderungen in der finanziellen Perspektive führen. „Eine richtig konstruierte BSC [Balanced Scorecard; C.Z.] sollte die Strategie einer Unternehmenseinheit durch solch eine Kette von Ursache-Wirkungsbeziehungen ausdrücken. Das Kennzahlensystem sollte die Beziehungen (Hypothesen) zwischen den Zielen (und Kennzahlen) in den verschiedenen Perspektiven explizit machen, so daß sie gesteuert und überprüft werden können.“<sup>1368</sup> Die Balanced Scorecard bildet folglich einen (vermuteten) Ursache-Wirkungs-Verbund zwischen einzelnen Steuerungsgrößen und den finanziellen Zielgrößen ab.

Die Modellierung von Ursachen- und Wirkungszusammenhängen geschieht auf Basis von in der Unternehmensführung gebildeten Hypothesen, die im Anschluß durch umfassende und proprietäre Korrelationsanalysen bestätigt werden sollten.<sup>1369</sup> Lab-

<sup>1364</sup> vgl. **Labhart** (1999:259)

<sup>1365</sup> vgl. **Kaum** (2000:295); generell zur Anzahl der Perspektiven **Kaplan / Norton** (1997:33)

<sup>1366</sup> vgl. **Chow / Haddad / Williamson** (1997:25)

<sup>1367</sup> Die konkrete Modellierung einer Balanced Scorecard für eine bestimmte Branche, die in dieser Arbeit nicht geleistet werden soll, da die Verdeutlichung struktureller Aspekte im Vordergrund steht, ist nachzulesen u.a. für E-Commerce-Unternehmungen bei **Kötzle / Niggemann** (2001:645ff); für kleine und mittelständische Unternehmungen bei **Chow / Haddad / Williamson** (1997:23ff).

<sup>1368</sup> **Kaplan / Norton** (1997:144)

<sup>1369</sup> vgl. **Weber / Schäffer** (1998:350,360), die auf die immanente Gefahr verweisen, daß präzise, quantifizierte Geschäftsmodelle, die auf Ursache-Wirkungsrelationen fußen, regelmäßig lediglich



hart sieht ebenfalls eine zwingende Notwendigkeit, die Relevanz der strategischen Hypothesen zu testen, um vermutete, aus subjektiver Erfahrung abgeleitete Zusammenhänge anhand empirischen Evidenz zu validieren.<sup>1370</sup>

Der effektive Nutzwert einer Balanced Scorecard hängt von der konkreten Komposition der Kausalketten ab, da nur über die stringente Verknüpfung der Kunden-, Prozeß- und Entwicklungsperspektive mit der finanziellen Perspektive eine wertorientierte Unternehmensführung gewährleistet ist. Die Verwendung verifizierter Kausalketten und der entsprechenden Meßgrößen unterstützt die Ausrichtung einer Unternehmung auf die Generierung von Shareholder Value. Grundsätzlich ist die Balanced Scorecard als mehrdimensionales Konstrukt ein geeignetes Instrument, um das systematische Management von intangiblen Assets zu institutionalisieren und „[...] scheint [...] für eine Bewirtschaftung der heute kritischen Erfolgsfaktoren prädestiniert“<sup>1371</sup>.

Diese Eignung als internes Steuerungsinstrument, das mittels eines selektiven Sets von Kennzahlen die langfristige Wertgenerierung durch die Unternehmung aus der Managementperspektive aufzeigt, läßt die Balanced Scorecard ebenfalls als probate Plattform für die Kapitalmarktkommunikation im Rahmen eines Value Reporting erscheinen.

Kaplan / Norton kritisieren zwar die fehlende Aggregierbarkeit der Kennzahlen über einzelne Geschäftsbereiche hinweg, die kompetitive Sensitivität der gesammelten Daten sowie die Tatsache, daß die Balanced Scorecard erst durch einen iterativen und im Zweifel langjährigen Erfahrungsprozeß die notwendige Präzision und Aussagekraft erlangt, die für die externe Kommunikation notwendig ist.<sup>1372</sup> Aber aufgrund des wachsenden Interesses an prospektiven und performanceorientierten Unternehmensinformationen seitens der Investoren würde die Verbindung des internen mit dem externen Reporting oder zumindest eine weitgehende Annäherung beider Informationssysteme nicht nur unter Synergieaspekten sinnvoll erscheinen, sondern

---

Hypothesen über die Wechselbeziehungen zwischen bestimmten Kennzahlen bzw. Perspektiven reflektieren und kein validiertes Wissen darstellen. Dennoch werden sophistische Geschäftsmodelle häufig unkritisch akzeptiert und neue Einsichten und Orientierungen nur zurückhaltend oder gar nicht eingebracht. Dies ist im Sinne einer iterativen Modifikation des Modells kontraproduktiv. **Drtna** (1999:49) argumentiert ähnlich und stellt fest, daß „[...] measures aren't 'written in stone' but will evolve to reflect the changing work environment“. **Dimmeler / Sauer** (2000:43) halten ebenfalls eine „lebende“ Balanced Scorecard für zielführend, da ein nomothetisches Klima den Balanced Scorecard-Prozeß erstarren lassen würde.

<sup>1370</sup> vgl. **Labhart** (1999:255). Kappler sieht in der schwierigen Identifikation der Ursachen-Wirkungsketten zwischen den einzelnen Maßgrößen ein Defizit des Balanced Scorecard-Ansatzes, da der Planungsprozeß vielfach unstrukturiert und auf einer unzureichenden Datengrundlage vollzogen wird; vgl. **Kappler** (2000:37)

<sup>1371</sup> **Labhart** (1999:260)

<sup>1372</sup> vgl. **Kaplan / Norton** (1993:141). Darüber hinaus wird auch das Problem einer größeren Angreifbarkeit der Unternehmensführung („*shareholder litigation*“) angeführt, wenn durch eine transparente Kommunikation den Anteilseignern Managementfehler leichter ersichtlich gemacht werden.

auch einen erheblichen Beitrag zur Reduktion von Informationsasymmetrien leisten.<sup>1373</sup>

Die externen Informationserwartungen bezüglich nicht-finanzieller Leistungsindikatoren nehmen zu, da der Kapitalmarkt möglichst zeitnah und umfassend über die Vorsteuergößen des Unternehmenserfolgs Kenntnis erlangen will, um sie in die eigenen Prognosen integrieren zu können. Denn in der Fundamentalanalyse verwenden (professionelle) Kapitalmarktteilnehmer häufig Indikatoren und Kennzahlen, die strukturell mit denen korrespondieren, die bei der internen Unternehmenssteuerung per Balanced Scorecard zum Einsatz kommen.<sup>1374</sup> Zumindest zeigen die Ergebnisse dreier Studien von Low / Siesfeld, Coleman / Eccles und Dempsey et al., daß der Kapitalmarkt ein erhebliches Interesse an nicht-finanziellen Kennzahlen (Tab.7⇒) aufweist. Insbesondere Sell-Side-Analysten halten Nonfinancials für relevant, sie sind häufig das ausschlaggebende Moment für Kauf- oder Verkaufsempfehlungen.<sup>1375</sup>

Den hohen Korrespondenzgrad zwischen den Informationserwartungen der Investorenöffentlichkeit und den in der Balanced Scorecard akkumulierten Informationen macht Labhart deutlich, indem er die extern nachgefragten nicht-finanziellen Leistungsindikatoren den Nonfinancial-Perspektiven der Balanced Scorecard (Kunden, Prozesse, Lernen und Entwicklung) zuordnet (Tab. 7⇒).<sup>1376</sup> Allerdings erweitert er die „klassischen“ Balanced Scorecard-Perspektiven um die Managementperspektive, welche die Qualität des Managements und der Strategie spezifiziert.<sup>1377</sup>

Es zeigt sich, daß die Balanced Scorecard als Instrument der internen Unternehmenssteuerung durchaus die Grundlage eines externen Value Reporting bilden kann, welches zum einen die Informationsinteressen des Kapitalmarkts bedient und zum anderen keine erheblichen Mehrkosten verursacht, da es auf ohnehin zu erfassende (nicht-finanzielle) Kennzahlen zurückgreift. Kötzle / Niggemann sehen darüber hinaus, daß sich mit der zunehmenden Akzeptanz der Balanced Scorecard als Controllinginstrument auch deren Eignung als Informationsbasis der Kapitalmarktcommunication verbessert. „Hinsichtlich der Analyse- und Kommunikationsfähigkeit weist die Balanced Scorecard insofern Vorteile auf, als mit deren zunehmender Verbreitung zu erwarten ist, dass ein Balanced-Scorecard-gestütztes Value Reporting standardisierte und vergleichbare Informationen mit hoher Akzeptanz bereitstellen kann.“<sup>1378</sup> Einschränkend ist allerdings zu bemerken, daß trotz der sicherlich möglichen Vereinheitlichung vieler Parameter eine umfassende Standardisierung nicht

<sup>1373</sup> vgl. **Klingebiel** (2000b:179); **Labhart** (1999:263)

<sup>1374</sup> vgl. **Low / Siesfeld** (1999:7); **Coleman / Eccles** (1997:6); **Dempsey et al.** (1997:61)

<sup>1375</sup> vgl. **Labhart** (1999:239)

<sup>1376</sup> vgl. **Kötzle / Niggemann** (2001:645); **Labhart** (1999:264)

<sup>1377</sup> vgl. abweichend **Kötzle / Niggemann** (2001:644), die die Balanced Scorecard nicht um die Managementperspektive erweitern, sondern die nicht-finanziellen Kennzahlen den klassischen Perspektiven zuordnen.

<sup>1378</sup> **Kötzle / Niggemann** (2001:645)

wahrscheinlich ist. Vielmehr dürfte aufgrund der unternehmensindividuellen Unterschiede lediglich eine segmentspezifische oder bestenfalls branchenspezifische Übereinstimmung erreicht werden.

**Tabelle 7: Informationsbedeutung nicht-finanzieller Leistungsindikatoren**

Rang	Low / Siesfeld	Coleman / Eccles	Dempsey et al.
1	Umsetzung der Unternehmensstrategie	Marktanteil	Potentielle Konkurrenz
2	Glaubwürdigkeit des Managements	Produktivität der Mitarbeiter	Ethische Grundsätze
3	Qualität der Unternehmensstrategie	Entwicklung neuer Produkte	Prozentanteil der Wiederholungskäufe
4	Innovationsfähigkeit	Kundenbindung	Kundenumfragen
5	Fähigkeit, talentierte Mitarbeiter zu attrahieren und zu binden	Produktqualität	Kunden-Reklamationen
6	Marktanteil	R&D-Produktivität	Prozentanteil des Umsatzes aus neuen Produkten
7	Erfahrungen des Managements	Intellektuelles Eigentum	Service-Antwortzeit
8	Gestaltung der Kompensation im Interesse der Aktionäre	Prozeßqualität	Defektrate
9	Führungspositionen in der Forschung	Ausbildungsgrad der Mitarbeiter und Ausbildungsinvestitionen	Marktanteil
10	Qualität der wesentlichen Business-Prozesse	Kundenzufriedenheit	Mitarbeiterfluktuation

	Managementperspektive
	Kundenperspektive
	Prozeßperspektive
	Lern- / Entwicklungsperspektive

Quelle: Labhart (1999:264)

Im folgenden sollen nun auf der strukturellen Basis des Balanced Scorecard-Ansatzes Modelle aufgezeigt werden, die insbesondere die Messung und kennzahlengestützte Darstellung von intangiblen Assets thematisieren.

## 8. Scorecardbasierte Kennzahlenmodelle zur Erfassung von Intangibles

Um die Architektur eines Modells zur Erfassung von intangiblen Assets konkret definieren zu können, sind in der Literatur unterschiedliche Versuche unternommen worden, immateriellen Vermögenswerte unabhängig von ihrer Behandlung und Einordnung im Accounting zu klassifizieren und trennscharf zu gliedern.<sup>1379</sup> Im Anschluß daran sind Metriken entwickelt worden, die ein Performance Measurement auf dem Gebiet immaterieller Vermögenswerte sinnvoll zulassen. Zumeist haben die in diesem Kapitel vorzustellenden Ansätze ihren Ursprung im Knowledge-Management bzw. im Konzept des Intellektuellen Kapitals.<sup>1380</sup>

### 8.1. Modell nach Edvinsson / Malone (Skandia-Modell)

Ausgehend von der Kritik an der unzureichenden Aussagefähigkeit traditioneller Bilanzposten, die die gegenwärtige Wettbewerbsfähigkeit und die zukünftige Ertragskraft einer Unternehmung nur äußerst rudimentär wiedergeben, entwickeln Edvinsson / Malone den Ansatz des „Intellectual Capital“.<sup>1381</sup> Dieses Wissenskapital<sup>1382</sup> wird von Edvinsson / Malone als *leading indicator* für die Leistungsfähigkeit von Unternehmungen angesehen. „[It] is the Intellectual Capital that keeps a company attractive and sustainable in its value creation.“<sup>1383</sup> Im Rahmen des Konzepts von Edvinsson / Malone wird das Wissenskapital als Vorsteuergröße des Unternehmenserfolgs verstanden, womit eine starke Zukunftsorientierung des Ansatzes und damit eine gute Eignung für die Kapitalmarktkommunikation zum Ausdruck kommt.

#### 8.1.1. Modellgemäße Systematisierung der Intangibles

Auf Basis einer Studie, die der größte skandinavische Versicherungs- und Finanzdienstleistungskonzern Skandia durchführen ließ, ist ein Schema entwickelt worden, das den Marktwert der Unternehmung dekomponiert und insbesondere das Wissenskapital weiter untergliedert (Abb. 42 ⇨).

Das in Abb. 42 dargestellte Schema zergliedert zunächst den Marktwert der Unternehmung in Finanzkapital<sup>1384</sup> und **Wissenskapital**, wobei letzteres wiederum eine Zweiteilung erfährt.

Die Kategorie **Humankapital** umfaßt das Wissen, die Fähigkeiten und die Erfahrung der Mitarbeiter einer Unternehmung, die zur effektiven und effizienten Bewältigung der aktuellen Aufgaben und zur kundengerechten Lösung von Problemen beitra-

<sup>1379</sup> vgl. den Überblick bei **Roos / Roos / Edvinsson / Dragonetti** (1998:32ff)

<sup>1380</sup> vgl. **Edvinsson / Brüning** (2000:13ff); **Sullivan** (2000:4ff); **Sveiby** (2000:207ff); **Labhart** (1999:193ff); **Roos / Roos / Edvinsson / Dragonetti** (1998:32ff); **Skyrme** (1998: 58ff); **Edvinsson** (1997:366); **Edvinsson / Malone** (1997:65); **Stewart** (1997:53ff); **Brooking** (1996:12ff)

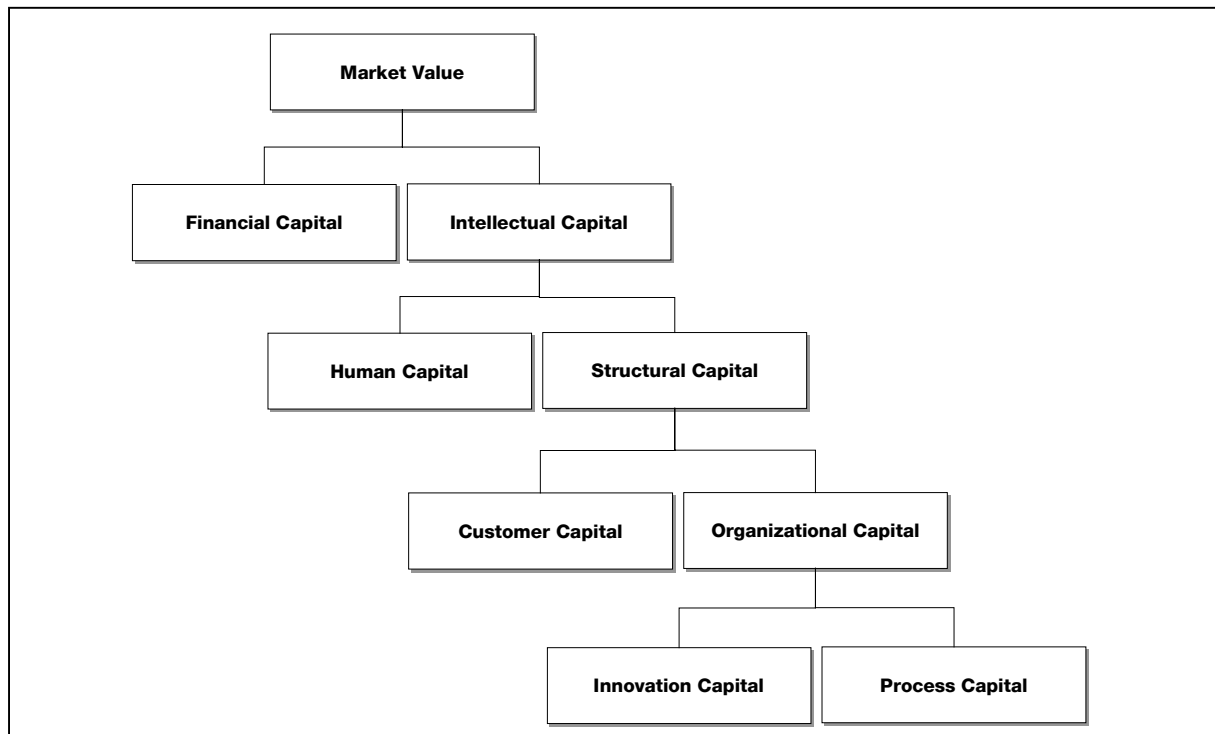
<sup>1381</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:10ff)

<sup>1382</sup> Die Diktion ist von **Edvinsson / Brüning** (2000) entlehnt. Generell stellt natürlich auch das „Intellectual Capital“ bzw. Wissenskapital ein intangibles Asset dar. Beide Begriffe sind im folgenden als deckungsgleich zu verstehen.

<sup>1383</sup> **Edvinsson / Malone** (1997:10)

gen.<sup>1385</sup> Dabei repräsentiert das Humankapital ein dynamisches Konzept, das nicht nur das latent vorhandene sowie das aktiv genutzte Potential der Mitarbeiter einbezieht, sondern sich als Ausdruck einer intelligenten Organisation flexibel auf die Veränderungen der Markt- und Wettbewerbssituation einstellt.<sup>1386</sup>

**Abbildung 42: Dekomposition des Marktwerts<sup>1387</sup> in intangible Assets**



Quelle: modifiziert nach Edvinsson / Malone (1997:52); Edvinsson / Brüning (2000:44)

Stichworte im Hinblick auf das Humankapital sind die Investitionen in die Aus- und Fortbildung sowie in die Bindung von relevanten Erfahrungen und Know-how an die Unternehmung. Das kann beispielsweise in Form von Incentives, die für den Mitarbeiter ein langfristiges Arbeitsverhältnis attraktiv erscheinen lassen, geschehen.<sup>1388</sup>

Das Management bestehender Kenntnisse und Fähigkeiten und die Integration neuen Wissens in die Organisation ist ein zentraler Erfolgsfaktor für Unternehmungen im Wettbewerb um globale Märkte und zukunftsweisende Technologien.

Sullivan unterscheidet zwei Typologien von Wissen: tazites und kodifiziertes (Abb. 43⇨).<sup>1389</sup> **Tazites Wissen** ist trägergebunden, d.h. nur einzelne Individuen verfügen über bestimmtes Wissen oder Know-how – beispielsweise durch ihren persönlichen

<sup>1384</sup> Auf das Finanzkapital wird an dieser Stelle nicht näher eingegangen, da es nicht operativ mit der Leistungserstellung in Zusammenhang steht; vgl. Labhart (1999:196).

<sup>1385</sup> vgl. Edvinsson / Malone (1997:11) sowie Kriegbaum (2001:23); Edvinsson / Brüning (2000:19); Sullivan (2000:229); Stewart (1997:79ff)

<sup>1386</sup> vgl. Edvinsson / Brüning (2000:28)

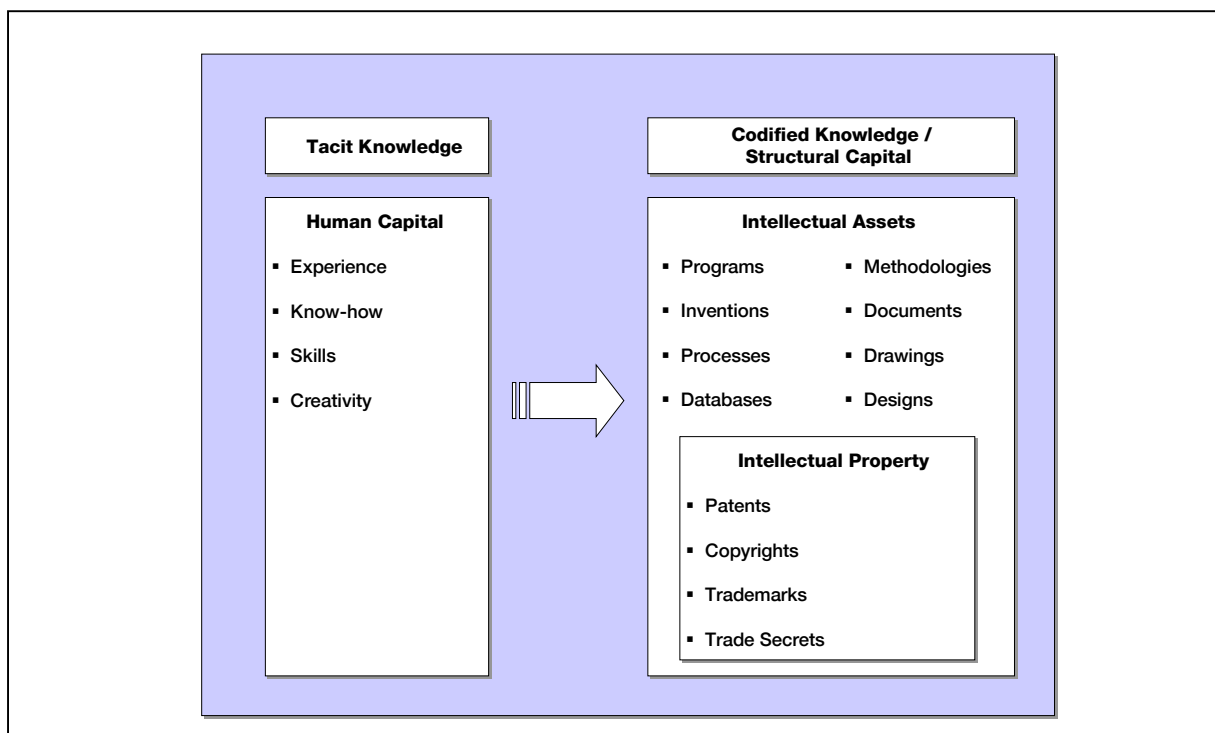
<sup>1387</sup> Um die Problematik von Marktineffizienzen zu umgehen, schlägt Labhart (1999:194) vor, den Unternehmenswert anstelle des Marktwertes einzusetzen. Obwohl dieser Hinweis richtig ist, soll hier an der originalen Schematik festgehalten werden.

<sup>1388</sup> vgl. Labhart (1999:196)

<sup>1389</sup> vgl. Sullivan (2000:227f) und zur Entwicklung des Konzepts Nonaka / Takeuchi (1995); Nonaka (1994:14ff); Nonaka (1991:96ff); Polanyi (1985); Polanyi (1962)

Erfahrungsschatz. Historisch ist dieser Typ von Wissen zumeist durch Demonstration im Rahmen eines Meister-Schüler-Verhältnisses weitergegeben worden.<sup>1390</sup> Bis heute ist der Transfer von tazitem Wissen bzw. dessen Duplikation mit Schwierigkeiten verbunden, da es sehr zeit- und kostenintensiv sein kann, spezifische Fähigkeiten und Kenntnisse medial zu fixieren. Problematisch bei tazitem Wissen ist darüber hinaus, daß die Unternehmung vielfach gar nicht explizit weiß bzw. wissen kann, über welche Kenntnisse und Fähigkeiten sie in Form von mitarbeitergebundenem Wissen verfügt.<sup>1391</sup> „As companies grow and become more complex, and the size of the human capital pool increases, such information is less widely shared and becomes more compartmentalized.“<sup>1392</sup>

### Abbildung 43: Tazites und kodifiziertes Wissen



Quelle: modifiziert nach Sullivan (2000:18)

Trotz der diffusen Qualität und Verteilung weist Sullivan darauf hin, daß tazites Wissen reputations- und imagebildend sein kann, da oftmals für den externen Stakeholder lediglich die wahrgenommene Kompetenzanmutung den Ausschlag zur Meinungsbildung gibt, unabhängig davon, ob das Wissen in taziter Form vorliegt oder nicht.

**Kodifiziertes Wissen** ist dagegen mediengebunden, d.h. die relevanten Know-how-Bausteine sind beispielsweise in Dokumenten, Computerprogrammen oder Datenbanken niedergelegt. Sobald in der Unternehmung vorhandenes Wissen kodifiziert

<sup>1390</sup> vgl. zur Tradierung als Prozeß der Weitergabe von Fähigkeiten **Sveiby** (1998:74f). Learning by doing ist ein Beispiel für Wissenstransfer durch Tradierung.

<sup>1391</sup> vgl. **Sullivan** (2000:57)

<sup>1392</sup> **Sullivan** (2000:230)

vorliegt, spricht Sullivan von „Intellectual Assets“. Mit dem Vorhandensein von kodifiziertem Wissen sind zwei Vorteile verbunden. Zum einen kann kodifiziertes Wissen einfacher distribuiert werden und auf diese Weise den durchschnittlichen Wissensstand der Mitarbeiter anheben. Vor allem aber kann kodifiziertes Wissen besser rechtlich geschützt werden. „Intellectual assets that are legally protected are referred to by the legal term ‚intellectual property‘.“<sup>1393</sup> Auf diese Weise kann sich eine Unternehmung die exklusive Nutzung von Wissen und Fähigkeiten vorbehalten und Wettbewerbsvorteile realisieren.

Neben den Fähigkeiten und Kenntnissen subsumieren Edvinsson / Malone unter dem Begriff Humankapital auch Werte und Normen sowie die Unternehmenskultur und -philosophie, da diese ebenfalls nur aufgrund ihrer Trägerschaft durch die Mitarbeiter einen Effekt auf die Leistungserstellung haben. Kennzeichnend für das Humankapital ist die Tatsache, daß die Unternehmung es nicht besitzen kann.

Hingegen wird die organisationale Infrastruktur, die die Produktivität der Mitarbeiter auf institutionalisierter Basis fördert, als **Strukturkapital** bezeichnet.<sup>1394</sup> Diese unternehmensindividuelle Infrastruktur, die zu einem erheblichen Teil aus kodifiziertem Wissen besteht (siehe Abb.43), bildet die Voraussetzungen für die Erstellung und Distribution der Produkte und Dienstleistungen.<sup>1395</sup> Ohne den *leveraging effect* des Strukturkapitals als unterstützender Funktion wäre die Wertgenerierung durch das Humankapital deutlich schwieriger. Gemeinhin werden unter Strukturkapital z. B. Hardware, Software, Datenbanken, Organisationsstrukturen und -konzepte, Firmenimages, Marken, Patente, Warenzeichen, etc. verstanden.<sup>1396</sup> „[I]n a word, everything left at the office when the employees go home.“<sup>1397</sup>

Da das Strukturkapital zahlreiche heterogene Komponenten enthält, kann es weiter in Organisations-, Innovations- und Prozeßkapital sowie das Kundenkapital unterteilt werden. Im Unterschied zum Humankapital befindet sich das Strukturkapital allerdings im Besitz der Unternehmung und kann dementsprechend gehandelt oder veräußert werden.

Das **Organisationskapital** resultiert aus dem Innovations- und dem Prozeßkapital. Es umfaßt alle Investitionen in Systeme, die eine effektive („das richtige Wissen am richtigen Ort“) und effiziente („schnell und kostengünstig“) Distribution von Wissen entlang der gesamten Wertschöpfungskette (inklusive externer Kooperationspartner

<sup>1393</sup> Sullivan (2000:18)

<sup>1394</sup> vgl. Edvinsson / Malone (1997:11); Stewart (1997:107ff)

<sup>1395</sup> vgl. Labhart (1999:196)

<sup>1396</sup> vgl. Edvinsson / Malone (1997:11) sowie Sullivan (2000:231f); Roos / Roos / Edvinsson / Dragonetti (1998:31). Insbesondere die Marke stellt die Relevanz und Bewertungsnotwendigkeit von immateriellen Vermögensgegenständen dar; vgl. zur Thematik der Markenbewertung Kriegbaum (2001); Aders / Wiedemann (2000:469); Klingebiel (2000:111ff); Bekmeier-Feuerhahn (1998); Sattler (1997:46ff); Sattler (1995:663ff)

<sup>1397</sup> Edvinsson / Malone (1997:11)

wie z.B. Lieferanten) gewährleisten bzw. optimieren. Grundsätzlich wird die systematische Fähigkeit, intangible Assets effektiv und effizient in der Entwicklung und Herstellung von Dienstleistungen und Produkten als Werthebel einzusetzen, als Organisationskapital bezeichnet.<sup>1398</sup> Das **Innovationskapital** beinhaltet immaterielle Vermögenswerte, die zum einen bereits als Ergebnisse des Innovationsprozesses vorliegen („intellectual property“) und die zum anderen die Entwicklung und Markteinführung von neuen Produkten und Dienstleistungen fördern (Investitionen in R&D).<sup>1399</sup> Als **Prozeßkapital** wird das Know-how über bestimmte effizienzsteigernde Prozeßabläufe, Umsetzungstechniken oder Mitarbeiterprogramme bezeichnet, aber auch Investitionen in diese Prozesse, z.B. Beratungen und Incentives zur Prozeßverbesserung, werden darunter subsumiert.<sup>1400</sup>

Neben Organisationskapital besteht das Strukturkapital aus dem **Kundenkapital**, das von zentraler Bedeutung für den Wert einer Unternehmung sein kann. Denn über dem Buchwert liegende Kaufpreise lassen sich in der Regel zumindest partiell auf das zukünftige Ertragspotential eines starken und loyalen Kundenstamms zurückführen.<sup>1401</sup> Unter Kundenkapital sind alle Investitionen in die Kundenloyalität und die Distributionskanäle zu verstehen. Labhart führt als wesentliche Intangibles in diesem Zusammenhang Image, Markenrechte, Kundenservice, Verbundeffekte einer Multi-channel-Strategie, etc. an.<sup>1402</sup>

Edvinsson / Malone kommen resümierend und leicht simplifizierend zu folgender Definition<sup>1403</sup>:

Humankapital + Strukturkapital = Wissenskapital („intellectual capital“)

### 8.1.2. Entwicklung von Metriken zur Messung der Intangibles

Nachdem bisher die strukturelle Systematik des Wissenskapitals nach Edvinsson / Malone theoretisch entwickelt wurde, soll nun der praktische Ansatz zur Messung dieser immateriellen Faktoren vorgestellt werden.

Da das traditionelle Accounting keine geeigneten Instrumente zur Messung von Wissenskapital bzw. intangiblen Assets zur Verfügung stellen konnte, ist bei Skandia notwendigerweise ein neues Bewertungsmodell sowie ein korrespondierendes Berichtswesen innoviert worden, das sich stark am Aufbau und der Struktur einer Balanced Scorecard orientiert (Abb.44⇒).

<sup>1398</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:35)

<sup>1399</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:36)

<sup>1400</sup> vgl. **Labhart** (1999:196)

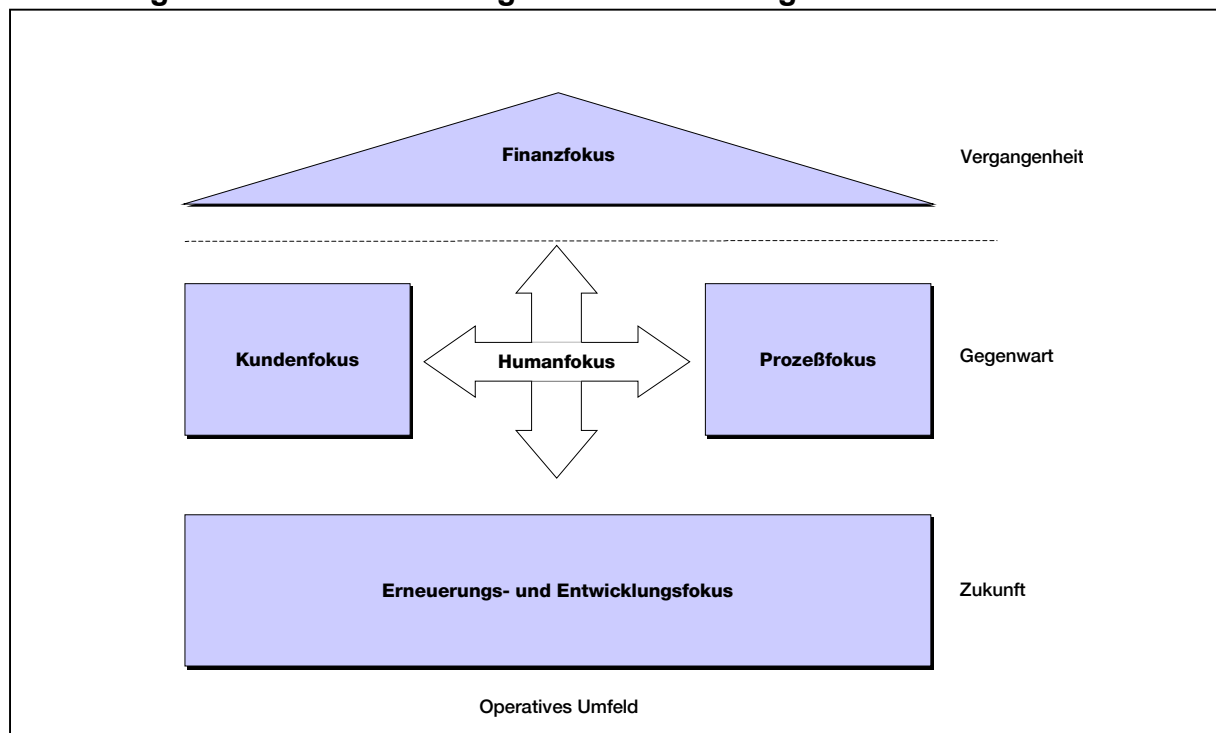
<sup>1401</sup> vgl. **Edvinsson / Brüning** (2000:31)

<sup>1402</sup> vgl. **Labhart** (1999:196)

<sup>1403</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:45)



Abbildung 44: Der Skandia-Navigator als Steuerungs- und Meßinstrument



Quelle: modifiziert nach Edvinsson / Malone (1997:68)

Als klassischer Ausgangspunkt wird der **Finanzfokus** gewählt, da er die Basis allen unternehmerischen Handelns bildet. Denn auch die Investitionen in intangible Assets, wie Innovationsfähigkeit, Kundenzufriedenheit oder Mitarbeitermotivation, müssen sich im Zeitverlauf in höheren Erträgen, geringeren Overhead-Kosten oder höheren Gewinnen niederschlagen.<sup>1404</sup> Die finanziellen Kennzahlen bilden die finale Instanz zur Messung des Wertbeitrags von immateriellen Vermögenswerten. Dieser Prozeß der finanziellen Manifestation von intangiblen Assets kann über deren Nachweis zunächst im Bereich „Erneuerung und Entwicklung“, dann bei „Kunden und Prozessen“ und zuletzt „Umsätzen und Gewinnen“ nachvollzogen werden, so daß die symbiotische Beziehung zwischen finanziellen und nicht-finanziellen Kennzahlen deutlich wird.<sup>1405</sup>

Nachstehend (Tab.8⇒) wird eine Systematik von Indices und Indikatoren vorgestellt, welche die finanziellen Aktivitäten einer Unternehmung unter dem Blickwinkel der immateriellen Vermögenswerte, d.h. vor allem des Wissenskapitals, abbilden.<sup>1406</sup> Grundsätzlich sind vier unterschiedliche Kategorien von Indices zu unterscheiden:<sup>1407</sup>

<sup>1404</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:76)

<sup>1405</sup> vgl. **Edvinsson / Brüning** (2000:64)

<sup>1406</sup> Grundsätzlich besteht die Möglichkeit bei den skizzierten scorecardbasierten Modellen, die einzelnen Indikatoren als Meilensteine in der Valcor-Matrix zu benutzen, um auf diese Weise zumindest qualitativ den Einfluß der gemessenen Intangibles auf die Wertgeneratoren im Rahmen des Shareholder Value-Netzwerks zu dokumentieren; vgl. Kap. 2.3.1.. Dieses Vorgehen würde ein hohes Integrationspotential zwischen der nicht-finanziellen, performance-orientierten und der finanziellen, accounting-orientierten Sichtweise eröffnen und in der Praxis möglicherweise vor dem Hintergrund psychologisch begründeter Umstellungsschwierigkeiten die Akzeptanz der scorecardbasierten Kennzahlenmodelle erhöhen.

<sup>1407</sup> vgl. **Edvinsson / Brüning** (2000:69); **Edvinsson / Malone** (1997:82)

1. Kumulativ: Direkte Meßgrößen finanzbezogener Geschäftsaktivitäten, die normalerweise in Geldeinheiten ausgedrückt werden. Vor allem in der traditionellen Buchführung kommen kumulative Indikatoren zur Anwendung.
2. Kompetitiv: Ein Maß, das einen fokalen Ausschnitt des Leistungsspektrums der Unternehmung mit einer branchenbezogenen Vergleichsgröße in Beziehung setzt und daher oft eine Benchmarkingfunktion übernimmt. Kompetitive Meßwerte werden zumeist als Prozentsatz oder Index ausgedrückt.
3. Komparativ: Eine Verhältniszahl, die zwei unternehmensspezifische Variablen umfaßt, wie z.B. „Wertschöpfung pro Mitarbeiter“. Komparative Kennzahlen geben Aufschluß über die Dynamik einer Unternehmung.
4. Kombiniert: Ein hybrider Quotient, der mehr als zwei unternehmensspezifische Variablen kombiniert. Kombinierte Meßgrößen werden häufig in Geldwerten oder als Verhältniszahlen ausgedrückt.

Edvinsson / Malone gehen davon aus, daß die aggregierten Meßgrößen der drei letzten Kategorien den größten Nutzen für das operative Management einer Unternehmung bietet. „[T]he more complex, far-reaching and multivariable the index, the more likely it is to capture information of immediate use by the company in its daily activities.“<sup>1408</sup>

**Tabelle 8: Kennzahlenbasierte Darstellung des Finanzfokus**

Nr.	Kennzahl	Einheit
1.	Gesamtvermögen	€
2.	Gesamtvermögen / Mitarbeiter	€
3.	Einnahmen / Gesamtvermögen	%
4.	Gewinne / Gesamtvermögen	€
5.	Einnahmen aus neuen Geschäftsfeldern	€
6.	Gewinne aus neuen Geschäftsfeldern	€
7.	Einnahmen / Mitarbeiter	€
8.	Kundenzeit / Mitarbeiteranwesenheit	%
9.	Gewinne / Mitarbeiter	€
10.	Verlorene Einnahmen im Vergleich zum Marktdurchschnitt	%
11.	Einnahmen durch Neukunden / Gesamteinnahmen	%
12.	Marktwert	€
13.	Rendite auf Nettovermögen	%
14.	Rendite auf Nettovermögen aus neuen Geschäftsfeldern	€
15.	Wertschöpfung / Mitarbeiter	€
16.	Wertschöpfung / IT-Mitarbeiter	€
17.	Investitionen in IT	€
18.	Wertschöpfung / Kunde	€

Quelle: Edvinsson / Brüning (2000:120)

<sup>1408</sup> Edvinsson / Malone (1997:84)

Im Zuge der zunehmenden Ausrichtung von Unternehmungen auf eine umfassende Kundenorientierung spielt der **Kundenfokus** bei Messung von Intangibles eine bedeutende Rolle. Eine effektive und intelligente Zusammenarbeit mit dem Kunden (im Rahmen eines Customer Relationship-Managements) eröffnet neue Möglichkeiten einer gemeinsamen Wertgenerierung (Tab.9⇒).<sup>1409</sup>

**Tabelle 9: Kennzahlenbasierte Darstellung des Kundenfokus**

Nr.	Kennzahl	Einheit
1.	Marktanteil	%
2.	Kunden	#
3.	Jahresumsatz / Kunde	€
4.	Verlorene Kunden	#
5.	Durchschnittliche Dauer der Kundenbeziehung	# (Zeit)
6.	Durchschnittliche Umsatzgröße des Kunden	€
7.	Kundenbewertung	%
8.	Besuche im Kundenunternehmen	#
9.	Tage auf Kundenbesuch	#
10.	Kunden / Mitarbeiter	€
11.	Mitarbeiter mit Umsatzverantwortung	#
12.	Durchschnittliche Zeit vom Kundenkontakt zur Vertriebsbearbeitung	# (Zeit)
13.	Vertriebskontakte / abgeschlossene Verträge	%
14.	Index zufriedener Kunden	%
15.	IT-Investitionen / Vertriebsmitarbeiter	€
16.	IT-Investitionen / Service- und Support-Mitarbeiter	€
17.	IT-Kennntnis der Kunden	%
18.	Supportkosten / Kunde	€
19.	Servicekosten / Kunde / Jahr	€
20.	Servicekosten / Kunde / Kontakt	€

Quelle: Edvinsson / Brüning (2000:120f)

<sup>1409</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:94f). Eine Kundenbeziehung kann unter verschiedenen Aspekten analysiert werden. 1. *Customer type*: Kunden sollten auch nach ihrem Nutzenprofil für die langfristige Entwicklung einer Unternehmung klassifiziert werden. Welches Potential haben einzelne Kunden, um auch zukünftig neue Produkte und Dienstleistungen der Unternehmung zu kaufen? 2. *Customer duration*: Ein wichtiges Charakteristikum einer Kundenbeziehung ist die Kundentreue, da es um ein Vielfaches teurer ist, Neukunden zu gewinnen als Altkunden zu pflegen und zum Wiederkauf zu animieren. 3. *Customer role*: Ein guter Kunde kann einen erheblichen Wertschöpfungsbeitrag zu Prozeßoptimierungen von der Entwicklung über die Herstellung bis zum Vertrieb und zum Service leisten, wenn er angemessen in die Strukturen und Abläufe integriert wird. 4. *Customer support*: Für einen langfristigen Unternehmenserfolg ist es notwendig, geeignete Instrumente zur Gewährleistung von Kundenzufriedenheit und Kundenbindung zu implementieren. Dazu müssen Prozesse in der Unternehmung bzgl. der Service- und Kundenorientierung (re-)organisiert werden. 5. *Customer success*: Auch die Kundenbindung, d.h. der Erfolg o.g. Maßnahmen und Instrumente, sollte anhand bestimmter Metriken gemessen werden.

Der **Prozeßfokus** beschäftigt sich mit Art und Umfang der Integration von technologiegestützten Systemen und Instrumenten in die betrieblichen Abläufe. Allerdings ist eine Investition in Informationstechnologie nicht unbedingt gleichzusetzen mit einem Zuwachs an intangiblen Assets – beispielsweise dann nicht, wenn die Implementierung der neuen EDV-gestützten Prozesse nicht funktioniert oder diese nur in geringem Maße von den Mitarbeitern akzeptiert und genutzt werden. Daher ist es erforderlich, daß ausschließlich Prozeßtechnologie in die Messung einfließt und bewertet wird, die auch einen Wertbeitrag für die gesamte Unternehmung leistet. Die Validität der Meßgrößen muß gewährleisten, daß nicht die Prozeßspezifikationen bzw. -verbesserungen abgebildet werden, sondern die erzielten Produktivitätssteigerungen (Tab.10⇒).<sup>1410</sup>

**Tabelle 10: Kennzahlenbasierte Darstellung des Prozeßfokus**

Nr.	Kennzahl	Einheit
1.	Verwaltungskosten / Gesamtumsatz	#
2.	Kosten für Verwaltungsfehler / Managementeinnahmen	%
3.	Bearbeitungszeit für Auszahlungen	# (Zeit)
4.	Verträge, die fehlerlos archiviert wurden	#
5.	Funktionspunkte / Mitarbeitermonat	#
6.	PCs und Laptop / Mitarbeiter	#
7.	Netzwerkcapazität / Mitarbeiter	#
8.	Verwaltungskosten / Mitarbeiter	€
9.	IT-Kosten / Mitarbeiter	€
10.	IT-Kosten / Verwaltungskosten	%
11.	Verwaltungskosten / Bruttoprämien	%
12.	IT-Kapazität	#
13.	Neuinvestition in IT	€
14.	Qualitätsleistung der Firma (z.B. ISO 9000)	
15.	Unternehmensleistung / Qualitätsziel	%
16.	IT-Mitarbeiter / Gesamtzahl Mitarbeiter	%
17.	IT-Kapazität / Mitarbeiter	#
18.	IT-Leistung / Mitarbeiter	#
19.	Anzahl Mitarbeiter mit IT-Kenntnissen / IT-Inventar	#

Quelle: modifiziert Edvinsson / Brüning (2000:121); Edvinsson / Malone (1997:108f)

Der **Erneuerungs- und Entwicklungsfokus** ist stark zukunftsgerichtet und beschreibt Maßnahmen und Strategien, die die Unternehmung zum zeitstabilen Erhalt und Ausbau ihrer Wettbewerbsfähigkeit und Ertragskraft initiiert (Tab.11⇒).

<sup>1410</sup> vgl. Edvinsson / Malone (1997:108)

**Tabelle 11: Kennzahlenbasierte Darstellung des Erneuerungs- und Entwicklungsfokus**

Nr.	Kennzahl	Einheit
1.	Kosten für Weiterqualifikation / Mitarbeiter	€
2.	Index zufriedener Mitarbeiter	#
3.	Marketingausgaben / Kunde	€
4.	Anteil an Fortbildungs- / Trainingsstunden	%
5.	R&D-Kosten / Verwaltungskosten	%
6.	Fortbildungskosten / Mitarbeiter	€
7.	Fortbildungskosten / Verwaltungskosten	%
8.	Investitionen in Geschäftsentwicklung / Verwaltungskosten	%
9.	Anteil an Mitarbeitern unter 40 Jahren	%
10.	IT-Entwicklungskosten / IT-Kosten	%
11.	IT-Kosten für Training / IT-Kosten	%
12.	R&D-Ressourcen / Gesamtressourcen	%
13.	Durchschnittliches Kundenalter, -einkommen, -ausbildung	#
14.	Durchschnittliche Kundentreue zum Unternehmen in Monaten	# (Zeit)
15.	Investitionen in Weiterbildung / Kunden	€
16.	Direktkommunikation zum Kunden / Jahr	#
17.	Nicht-produktbezogene Kosten / Kunde / Jahr	€
18.	Investitionen in die Erschließung neuer Märkte	€
19.	Neue Produkte (unter zwei Jahren) / Gesamtproduktspektrum	%
20.	R&D-Investitionen in Grundlagenforschung	%
21.	R&D-Investitionen in Produktdesign	%
22.	R&D-Investitionen in Anwendungen	%
23.	Investitionen in Schulungen und Support für neue Produkte	€
24.	Patente der Unternehmung	#
25.	Durchschnittliches Alter der Patente	#
26.	Patente im Anmeldeprozeß	#

Quelle: modifiziert nach Edvinsson / Brüning (2000:121f); Edvinsson / Malone (1997:117ff)

Als letzter Faktor soll der **Humanfokus** in einzelne Kennzahlen differenziert werden (Tab.12⇔). Er besitzt eine besondere Relevanz, da sämtliche wertschöpfenden Aktivitäten in einer Unternehmung nicht unabhängig von der Personaldimension gedacht werden können. Der Faktor Personal penetriert alle anderen unternehmerischen Dimensionen und fungiert als Bindeglied zwischen den einzelnen Foki bzw. den Perspektiven einer klassischen Balanced Scorecard.

**Tabelle 12: Kennzahlenbasiere Darstellung des Humanfokus**

Nr.	Kennzahl	Einheit
1.	Index Führungskräfte	%
2.	Index Motivation	%
3.	Index <i>Empowerment</i>	#
4.	Anzahl Mitarbeiter	#
5.	Mitarbeiterfluktuation	%
6.	Durchschnittliche Dienstjahre im Unternehmen	#
7.	Anzahl Manager	#
8.	Anzahl weiblicher Manager	#
9.	Durchschnittsalter Mitarbeiter	#
10.	Fortbildungs- und Schulungszeiten (in Tagen pro Jahr)	#
11.	IT-Kenntnis des Personals	
12.	Anzahl festangestellter Vollzeitkräfte	#
13.	Durchschnittsalter der festangestellten Vollzeitkräfte	#
14.	Durchschnittliche Dienstjahre festangestellter Vollzeitkräfte in Unternehmung	# (Zeit)
15.	Fluktuation bei festangestellten Vollzeitkräften	%
16.	Jährliche Pro-Kopf-Kosten für Schulungs-, Kommunikations- und Supportprogramme für festangestellte Vollzeitkräfte	€
17.	Anzahl Teilzeitkräfte	#
18.	Prozentsatz der Manager mit höheren Abschlüssen (nach Fachrichtung)	%

Quelle: modifiziert nach Edvinsson / Brüning (2000:122f); Edvinsson / Malone (1997:154ff)

Dem von Edvinsson / Malone dargestellten und für den Versicherungskonzern Skandia entwickelten Modell gelingt es zwar, auf Basis der Balanced Scorecard-Systematik nach Kaplan / Norton<sup>1411</sup> im Rahmen einer mehrdimensionalen Betrachtungsweise die intangiblen Assets durch Etablierung von nicht-finanziellen (und z.T. finanziellen) Kennzahlen zu umschreiben.<sup>1412</sup> Allerdings werden keine Hypothesen über den Einfluß der verwendeten nicht-finanziellen Kennzahlen auf den Unternehmenswert expliziert, so daß die finanzielle bzw. wertsteigernde Nutzenstiftung der Intangibles nicht unmittelbar ersichtlich wird.

Da das Kennzahlensystem in der Praxis und gemeinsam mit späteren Anwendern entwickelt wurde, ist eine intuitive Relevanz der selektierten Kennzahlen anzunehmen. Dennoch vermittelt sich die Stringenz der bei Skandia implementierten Meßgrößen nur unzureichend. Aufgrund der Vielzahl der verwendeten Parameter wird der Eindruck der Beliebigkeit erweckt.<sup>1413</sup>

<sup>1411</sup> vgl. Kaplan / Norton (1997); Kaplan / Norton (1992:71ff)

<sup>1412</sup> vgl. Skandia (1996:10f)

<sup>1413</sup> Insbesondere wenn zusätzlich die Veränderungen des Systems in Edvinsson / Brüning (2000:63ff) in Betracht gezogen werden, die im Vergleich zu Edvinsson / Malone (1997) einige Kennzahlen kommentarlos ergänzen andere dagegen nicht mehr verwenden. Sicherlich verweisen Edvinsson / Brüning (2000:123) darauf, daß sie keinen Standard vorgeben können und wollen, sondern vielmehr zur konstruktiven Diskussion aufrufen in der Hoffnung, daß sich im Zeitverlauf ein Standard auf der praktischen Anwendung basierend entwickelt. Dennoch wäre eine größere Stringenz in der Verwendung eigener Kennzahlen für das Verständnis nicht unerheblich.

Studien zum *information overload* zeigen, daß ein zu umfangreicher Satz von Kennzahlen für das Performance Measurement kontraproduktiv sein kann, da die Vielzahl transportierter Informationen die Verarbeitungskapazität der Manager im Entscheidungsfindungsprozeß übersteigen kann bzw. eine leistungsmindernde Multifokussierung der Kapazitäten erfordert.<sup>1414</sup>

Darüber hinaus sind einige Kennzahlen als Indices gekennzeichnet (z.B. Index Motivation, Index zufriedener Mitarbeiter, etc.), ohne daß die zugrunde liegende Meßmethodik skizziert wird. Insbesondere wenn man derartige Indices auch als komparative Kennzahlen begreift, ist die Gewährleistung einer unternehmensübergreifenden Vergleichbarkeit notwendig. Dazu muß zumindest die Vorgehensweise bei der Messung und Komposition der Indices nachvollziehbar sein. Zudem ist die Anbindung der nicht-finanziellen Kennzahlen an die Strategie zu intransparent,<sup>1415</sup> da das *alignment* der einzelnen Kennzahlen bzw. Indikatoren und die Ausrichtung auf die strategischen Unternehmensziele teleologisch unzureichend ist.

## 8.2. Modell nach Sveiby (Intangible Asset Monitor)

Im Intangible Asset Monitor nach Sveiby werden die immateriellen Vermögenswerte in drei Kategorien klassifiziert.<sup>1416</sup> Da dieses Modell lediglich in der Detailumsetzung von dem Modell nach Edvinsson / Malone abweicht, soll der Intangible Asset Monitor nur kurz skizziert werden.

Die erste Kategorie **Kompetenz der Mitarbeiter** weist einen hohen Übereinstimmungsgrad mit dem Konzept des Humankapitals bei Edvinsson / Malone auf. Sie umfaßt primär die Ausbildung und Erfahrung der Mitarbeiter. Ihre Fähigkeiten und Kenntnisse sind die unverzichtbare Basis, damit materielle und immaterielle Vermögenswerte geschaffen werden können. Als Handlungs- und Kompetenzträger konstituieren die Mitarbeiter die Wertschaffungsfähigkeit einer Unternehmung und damit die Unternehmung als „lebendiges“ System.<sup>1417</sup>

Die **Interne Struktur** als zweite Kategorie beinhaltet die organisationale und infrastrukturelle Dimension einer Unternehmung. Sie umfaßt Prozesse, Systeme, Unternehmenskultur sowie Patente, Konzepte und Modelle, welche intern entwickelt oder extern erworben werden können. Investitionen in die Interne Struktur sind relativ sicher, weil ein großer Teil der potentiell bei der Realisierung der Investitionen auftretenden Unsicherheiten im unmittelbaren Einflußbereich der Unternehmung liegen. Grundsätzlich – obwohl die Entwicklung, der Erwerb oder der aktive Betrieb dieser

<sup>1414</sup> vgl. **Schick / Gordon / Haka** (1990:199ff) für eine Übersicht über Studien zum *information overload*. **Lipe / Salterio** (1998) zitiert nach **Ittner / Larcker** (1998a:226) führen überdies Ergebnisse ihrer experimentellen Forschung an, die besagen, daß eine beliebige Erhöhung der Anzahl an Meßgrößen keinen genauigkeitssteigernden Effekt auf die Leistungsevaluation hat, sofern die Meßgrößen den vier Balanced Scorecard-Perspektiven zugeordnet werden.

<sup>1415</sup> vgl. auch **Labhart** (1999:195)

<sup>1416</sup> vgl. **Sveiby** (1998:26ff)

<sup>1417</sup> vgl. auch **Skyrme** (1998:64)

Internen Strukturen von Mitarbeitern abhängig ist – bleibt die Interne Struktur im Regelfall auch ohne Mitarbeiter intakt.<sup>1418</sup>

Als dritte Kategorie führt Sveiby die **Externen Strukturen** an, die sowohl die Kunden- und Lieferantenbeziehungen als auch den Markennamen, Warenzeichen, Image und Reputation der Unternehmung umfassen.<sup>1419</sup> Investitionen in Externe Strukturen sind mit einem deutlich höheren Unsicherheitsgrad behaftet als Investitionen in die Internen Strukturen, da sie nicht vollständig im Einflußbereich der Unternehmung liegen.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Interne und Externe Struktur nach Sveiby weitgehend deckungsgleich mit dem Organisationskapital bei Edvinsson / Malone ist, die allerdings die Kundenbeziehungen in eine separate Kategorie einordnen.

In bezug auf die konkrete Messung der drei Intangibleskategorien verfolgt Sveiby im Gegensatz zu Edvinsson / Malone einen stärker fokussierten Ansatz. Die Kennzahlen werden in die drei Indikatorenklassen Wachstum / Erneuerung, Effizienz und Stabilität unterteilt, für die jeweils durch das Management ca. zwei Kennzahlen ausgewählt werden. Durch diese quantitative Reduzierung der Kennzahlen wird eine klare Fokussierung auf bestimmte Kerngrößen erreicht, die primär das Ziel verfolgt, die Verständlichkeit der transportierten Information gegenüber den externen Stakeholdern zu erhöhen und das strategische *alignment* zu verdeutlichen.<sup>1420</sup> Die schwedische Unternehmung Celemi verwendete in ihrem Geschäftsbericht 1995 erstmals ein auf dem Intangible Asset Monitor basierendes Modell, um immaterielle Vermögenswerte zu veröffentlichen (Tab.13⇨).

Im Geschäftsbericht ist die dargestellte Scorecard mit Fußnoten versehen, die einzelne Kennzahlen und ihre Ableitung explizieren, um vor allem den Finanzanalysten den Zugang zu diesen Indikatoren zu erleichtern und den Verständnis- und daraus resultierend den Akzeptanzgrad der nicht-finanziellen Kennzahlen zu erhöhen.<sup>1421</sup>

Sveiby stellt beispielsweise bei der Kennzahl „Wertschöpfung pro Experte“ deren genaue theoretische Herleitung und Berechnung dar.<sup>1422</sup> Darüber hinaus erfolgt eine Einbettung der Scorecard in narrative Strukturen<sup>1423</sup>, so daß der Informationstrans-

---

<sup>1418</sup> vgl. **Skyrme** (1998:64)

<sup>1419</sup> vgl. **Sveiby** (1998:29)

<sup>1420</sup> vgl. **Sveiby** (1998:224f)

<sup>1421</sup> vgl. **Sveiby** (1998:264f)

<sup>1422</sup> vgl. **Sveiby** (1998:234f), der die Wertschöpfung pro Experten (in Wissensunternehmungen) als einen ausgesprochen validen Maßstab für die Fähigkeit einer Unternehmung betrachtet, Wert zu generieren. Da die Experten per definitionem die Umsatzträger sind, muß der Umsatz alle Kosten, die bei ihrer Tätigkeit entstehen (d.h. Reisekosten, Büro, Sekretariat, Management, Verwaltung, etc.), sowie die eigenen Gehälter und Pensionsansprüche abdecken. Zusätzlich fallen Kosten für Investitionen in tangible Assets, Abschreibungen und für intangible Assets (Kosten für Training, Weiterbildung, etc.) an. Die verbleibende Restgröße ist der Gewinn, der als Dividende ausgeschüttet oder thesauriert werden kann.

<sup>1423</sup> vgl. zur Bedeutung von Narration und Visualisierung im Rahmen des Wissensmanagements **Mouritsen / Larsen / Bukh** (2001:735ff)



port nicht allein zahlengestützt abläuft, sondern gleichzeitig eine verbale Vermittlungsform genutzt wird, um die immateriellen Vermögenswerte einer Unternehmung darzustellen bzw. um die Bedeutung einzelner Kennzahlen zu plausibilisieren.

**Tabelle 13: Die Celemi-Scorecard als Beispiel eines Intangible Asset Monitor**

	Externe Struktur		Interne Struktur		Mitarbeiterkompetenz	
<b>Wachstum/ Erneuerung</b>	Umsatzsteigerung	44%	IT-Investitionen in % der Wertschöpfung	11%	ØBerufserfahrung / 7,8 Jahre	-25%
	Imageverbessernde Kunden	40%	Organisationsverbessernde Kunden	44%	Kompetenzverbessernde Kunden	43%
			F&E in % der Wertschöpfung	18%	Gesamtkompetenz Experten/298Jahre	43%
			Gesamtinvestitionen in % der Wertschöpfung	33%	ØAusbildungsstand (2,3)	0%
<b>Effizienz</b>	Veränderung des Durchschnittsumsatzes pro Kunde	4%	Veränderung des Anteils der Verwaltungsmitarbeiter	4%	Wertschöpfung pro Experte (867.000 Skr)	-13%
			Veränderung des Pro-Kopf-Umsatzes pro Verwaltungsmitarbeiter	-20%	Wertschöpfung pro Mitarbeiter (665.000 Skr)	-13%
<b>Stabilität</b>	Wiederholungsaufträge	66%	Fluktuation der Verwaltungsmitarbeiter	0%	Fluktuation der Experten	10%
	Umsatzanteil der fünf größten Kunden	41%	Betriebszugehörigkeit der Verwaltungsmitarbeiter / 3 Jahre		Betriebszugehörigkeit der Experten / 2,3 Jahre	79%
			Anteil neuer Mitarbeiter	64%	ØAlter aller Mitarbeiter	-12%

Quelle: Sveiby (1998:263)

Obwohl Sveiby – ebenso wie Evinsson / Malone – die Relevanz von nicht-finanziellen Kennzahlen und die Notwendigkeit der Ausrichtung aller operativen Indikatoren an der Unternehmensstrategie hervorhebt, gibt es dennoch Unterschiede zwischen beiden Modellen. Der Intangible Asset Monitor (IAM) basiert auf der Prämisse, daß allein die Mitarbeiter die Wertgenerierung innerhalb einer Organisation leisten. Das Modell ist damit sehr mitarbeiterzentriert<sup>1424</sup> und verfolgt entsprechend den Ansatz, daß Mitarbeiter nicht als Kosten, sondern vielmehr als Umsatzträger zu betrachten sind. Dieses vom klassischen Verständnis abweichende Modell ist besonders für wissensintensive Unternehmungen geeignet, die einer mitarbeiterzentrierten Sichtweise des Performance Measurement offener gegenüberstehen dürften, da in derartigen Unternehmungen die fast ausschließlich bei den Mitarbeitern liegende Wertgenerierungsfähigkeit durch die unmittelbare Erfahrung plausibel ist.

Das scorecardbasierte Modell von Edvinsson / Malone läßt dagegen mehrere Perspektiven zu, die vor allem in einem industriell geprägten Umfeld auf größeres Verständnis der Nutzer stoßen dürften, da hier die Wertgenerierung nicht ausschließlich

<sup>1424</sup> vgl. Skyrme (1998:66)

an die Mitarbeiter gebunden ist, sondern z.B. maschinelle Fertigungsprozesse noch immer eine wichtige Funktion übernehmen.

Aufgrund seines reduzierten Umfangs und der größeren Präzision und Plausibilität in der Ableitung der Kennzahlen erscheint der Intangible Asset Monitor für den Praxisgebrauch besonders geeignet zu sein, da vor allem das Kriterium der Kommunikationsfähigkeit, das sowohl die Verständlichkeit als auch die Akzeptanz der im Value Reporting distribuierten Informationen abbildet, funktionaler ausgeprägt ist.<sup>1425</sup> Durch die Reduktion der Anzahl verwendeter Kennziffern erscheint ebenfalls die Anreizverträglichkeit als Anforderungsmuster des Value Reporting besser erfüllt. Insbesondere die Zielkongruenz der Kennzahlen ist zudem wegen der stärkeren Fokussierung prägnanter.<sup>1426</sup>

### 8.3. Modell nach Roos / Roos (Intellectual Capital Index)

Das Modell von Roos / Roos orientiert sich ebenfalls an Performance Measurement-Konzepten wie der Balanced Scorecard und dem Skandia-Navigator. Auf Basis ihrer theoretisch und empirisch fundierten Forschungsarbeit stellen Roos / Roos fest, daß „[i]ntellectual performance, that is the growth / decline of the intellectual capital of the company, is increasingly interpreted as an early warning signal of subsequent financial performance.“<sup>1427</sup> Um diesen Zusammenhang genauer messen, steuern und kommunizieren zu können, entwickelten Roos / Roos zunächst den „*intellectual capital distinction tree*“<sup>1428</sup>, der das Wissenskapital hierarchisch in unterschiedliche Kategorien differenziert (Abb.45⇒). Alle Kategorien sollten vor dem Hintergrund unternehmensstrategischer und branchenspezifischer Überlegungen horizontal gewichtet werden, d.h. die Bedeutung der Hauptkategorien zueinander sollte in Relation gesetzt werden.<sup>1429</sup> Auch vertikal sollte der Beitrag der einzelnen Nebenkategorien zur Hauptkategorie gewichtet werden.

---

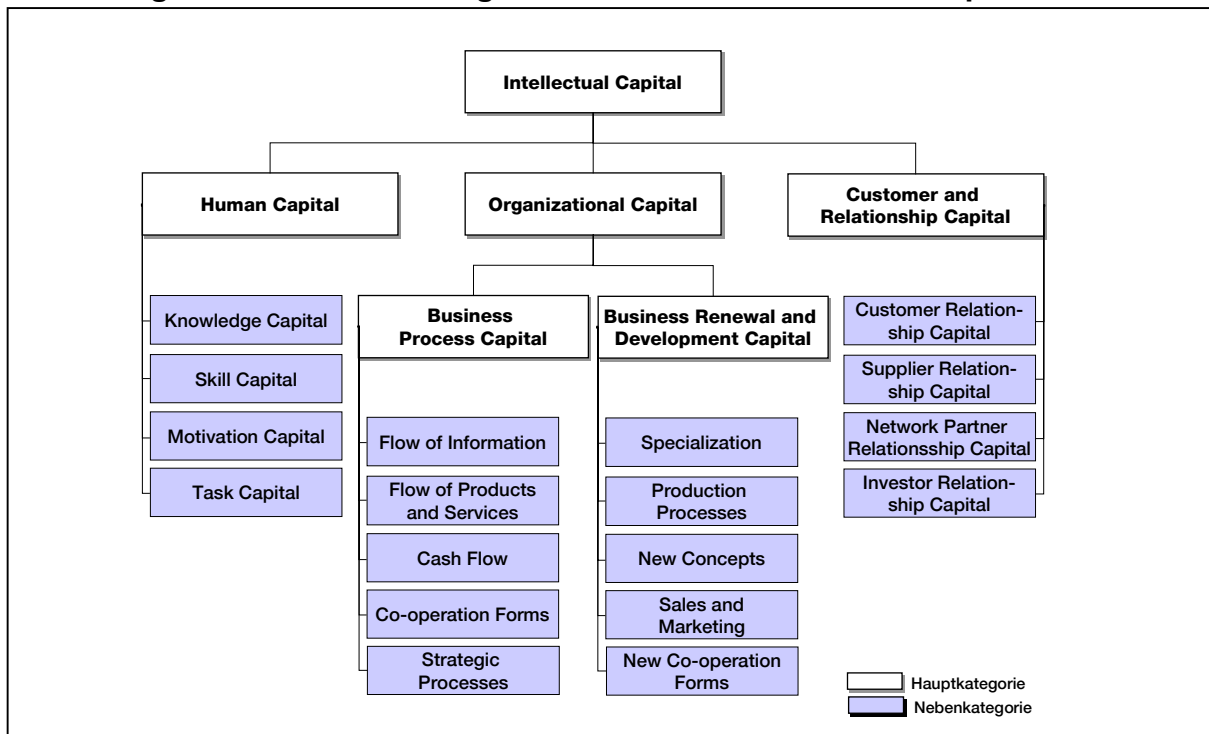
<sup>1425</sup> vgl. Kap. 5.1.1. und **Kötzle / Niggemann** (2001:643)

<sup>1426</sup> vgl. Kap. 5.1.1. und **Kötzle / Niggemann** (2001:642f)

<sup>1427</sup> **Roos / Roos** (1997:417)

<sup>1428</sup> vgl. **Roos / Roos** (1997:416)

<sup>1429</sup> vgl. **Skyrme** (1998:68)

**Abbildung 45: Detaillierte Kategorienhierarchie des Wissenskapitals**

Quelle: Roos / Roos (1997:416)

Allerdings differiert die Bedeutung der einzelnen Kategorien von Unternehmung zu Unternehmung, so daß die innerhalb einzelner Kategorien benutzten Meßgrößen und Indikatoren unternehmensindividuell definiert werden müssen. Dies geschieht in einem deduktiven Prozeß, bei dem zunächst die Strategie der Unternehmung durch (operationalisierte) Ziele, Richtungsvorgaben und strategische Konzepte (beispielsweise durch die Implementierung generischer Strategien i.S. von Porter<sup>1430</sup>) konkretisiert wird. Anschließend werden erfolgskritische Faktoren für die Umsetzung der Strategie benannt und mit einzelnen Indikatoren unterlegt.<sup>1431</sup> Die Indikatoren wiederum lassen sich den übergeordneten, unternehmensindividuell jedoch unterschiedlichen Wissenskapitalkategorien zuordnen (Abb.46⇨).

Durch die Konsolidierung der einzelnen Indikatoren entlang der einzelnen Hierarchiestufen zu aggregierten Kategorien entsteht der Intellectual Capital Index, der die subjektiven Einschätzungen des Potentials der Unternehmung strukturiert und weitestmöglich objektiviert. Der Intellectual Capital Index stellt die höchste Aggregationsstufe dar und verdichtet die Indizes der einzelnen Kategorien.

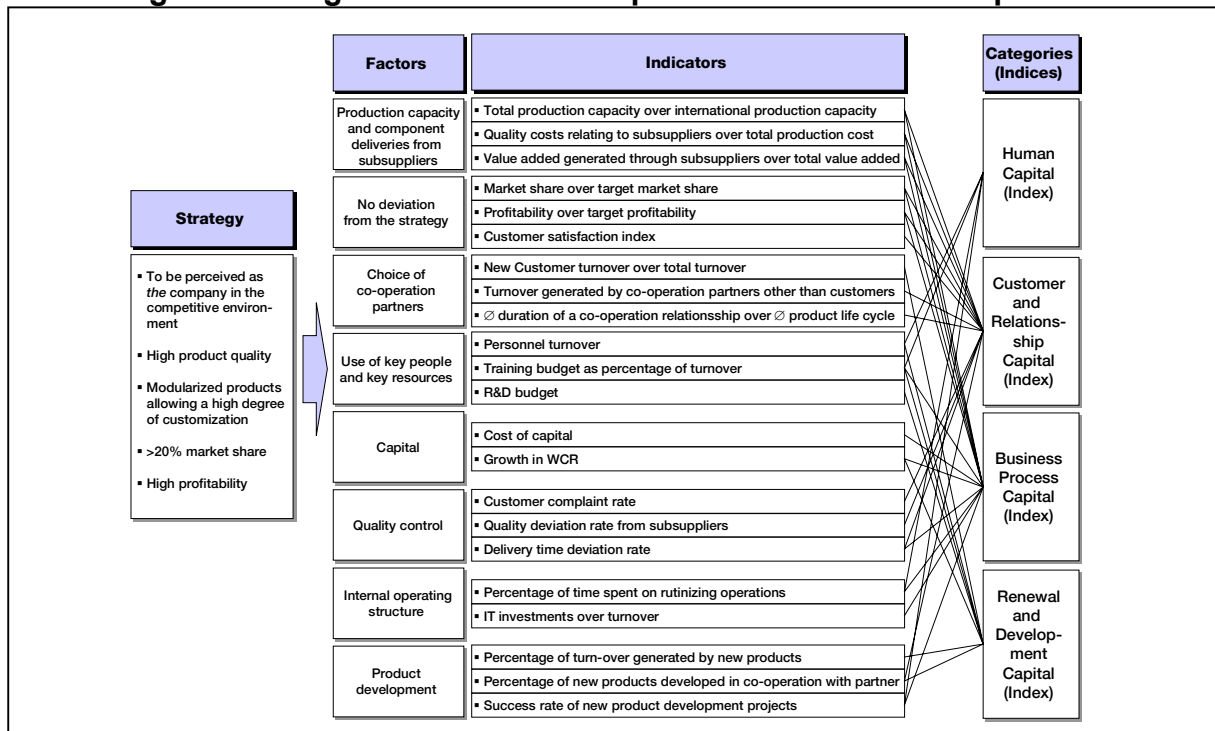
Obwohl der Intellectual Capital Index eine nonlineare, dimensionslose Zahl ist und dementsprechend nicht den monetären Wert des Wissenskapitals quantifiziert, zeigt er dennoch als relative Maßgröße die Entwicklung der intangiblen Assets im Zeitver-

<sup>1430</sup> vgl. Kap. 5.3. und ursprünglich **Porter** (1990:62ff)

<sup>1431</sup> vgl. zum genauen Vorgehen bei der Ableitung der Indikatoren **Roos / Roos** (1997:417). Auch im vorliegenden Modell werden die Faktoren und Indikatoren im Rahmen von Management-Workshops intuitiv, d.h. erfahrungsbasiert, abgeleitet. Der tatsächliche Effekt der Indikatoren auf die Faktoren bzw. die finanzielle Dimension wird nicht analytisch bestimmt.

lauf an und fungiert als *lead indicator* für die finanzielle Performance der Unternehmung.<sup>1432</sup>

**Abbildung 46: Strategiekonforme Dekomposition des Wissenskaptals**



Quelle: modifiziert nach Roos / Roos (1997:418)

Als Hauptproblem des Intellectual Capital Index adressieren Roos / Roos die Selektion der Indikatoren.<sup>1433</sup> Sowohl die Auswahl der richtigen aus der Gesamtzahl möglicher Indikatoren als auch deren Gewichtung sowie die Gewährleistung der Präzision und Reliabilität stellen sich als schwierig dar. Zudem muß die deduktive Logik bei der Ableitung der Indikatoren zweifelsfrei und plausibel sein, da ansonsten falsche oder irrelevante Indikatoren zum Einsatz kommen. Als ebenfalls problematisch ist die Multikollinearität bestimmter Indikatoren anzusehen, da wechselseitige Interdependenzen die Festlegung einer isolierten Ursache-Wirkungsrelation erschwert. So führt beispielsweise eine gestiegene Kundenzufriedenheit zu einer Ausweitung des Marktanteils, was in der Regel wiederum eine sinkende Kundenzufriedenheit zur Folge hat.

Der Intellectual Capital Index fußt methodisch auf einer erfahrungsbasierten „Augenscheinvalidität“. Er ist somit praxisorientiert und anwenderfreundlich.<sup>1434</sup> Allerdings fehlen kausalanalytische Beweise für die Zusammenhänge und Beeinflussungsmagnituden der einzelnen Indikatoren hinsichtlich der aggregierten Kategorien bzw. Indices. Die Deduktion der Kategorien und deren Dekomposition basiert auf individu-

<sup>1432</sup> vgl. Skyrme (1998:69f) mit einem Beispiel für die Darstellung der Entwicklung von intangiblen Assets im Zeitverlauf anhand eines Intellectual Capital Index'.

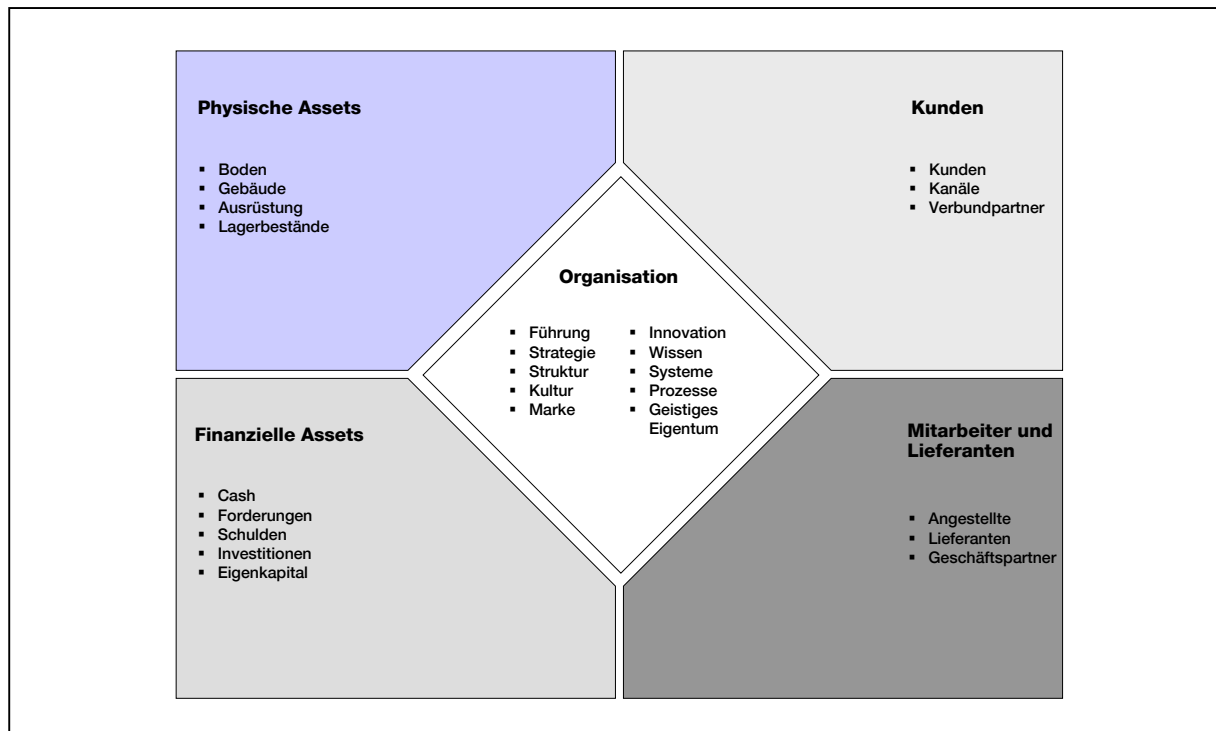
<sup>1433</sup> vgl. zum folgenden Roos / Roos (1997:423)

ellen Einschätzungen und ist daher aufgrund der Subjektivität der Bewertung mit einer nicht quantifizierbaren Unsicherheit behaftet. Insbesondere die Anreizverträglichkeit (Objektivität) sowie die Kommunikationsfähigkeit (Verständlichkeit, Akzeptanz) als Anforderungsmuster des Value Reporting werden durch den Intellectual Capital Index nicht umfänglich erfüllt.

#### 8.4. Modell nach Boulton / Libert / Samek (Value Dynamics)

Der Value Dynamics-Ansatz von Boulton / Libert / Samek ist im Hinblick auf die wissensintensiven und immateriell geprägten Strukturen der New Economy entwickelt worden und integriert holistisch sowohl die traditionellen Kategorien physischer und finanzieller Vermögenswerte als auch drei neue, nicht-klassische Assetklassen: Mitarbeiter und Lieferanten, Kunden und Organisation (Abb.47⇨).<sup>1435</sup>

**Abbildung 47: Value Dynamics-Modell mit fünf Assetklassen**



Quelle: Boulton / Libert / Samek (2001:53)

Das Modell ist primär als steuerndes Managementinstrument konzipiert und soll erst in zweiter Linie der Kapitalmarktkommunikation dienen. Ausgangspunkt für die Entwicklung eines unternehmensindividuellen Value Dynamics-Modells ist nach Boulton / Libert / Samek die Notwendigkeit, diejenigen materiellen oder immateriellen Vermögenswerte zu identifizieren, die den Erfolg der Unternehmung befördern, die als potentielle Quellen eines künftigen wirtschaftlichen Nutzens zu betrachten sind und die

<sup>1434</sup> vgl. **Roos / Roos** (1997:419), die insbesondere die Entwicklung der Indikatoren für den Meßprozeß als bottom-up-Aktivität verstehen, da vor allem in der operativen Anwendung Verständnis und Akzeptanz der einzelnen Meßgrößen gegeben sein muß.

<sup>1435</sup> vgl. **Boulton / Libert / Samek** (2001:52f)

zum Gesamtwert der Unternehmung beitragen.<sup>1436</sup> „Unternehmen schaffen Wert, indem sie die materiellen und immateriellen Assets optimal nutzen [...].“<sup>1437</sup> Ziel bei der anwendungsorientierten Entwicklung eines unternehmensindividuellen Value Dynamics-Modells ist es, die Assets oder Kombinationen von Assets zu bestimmen, die den größten Anteil an der organisationalen Wertschaffung haben. Zumeist stellen diese Vermögenswerte den eigentlichen Wettbewerbsvorteil der Unternehmung dar. Dieser kompetitive Vorteil sollte daher – durch eine kennzahlengestützte Messung<sup>1438</sup> und Steuerung der zugrunde liegenden Assets – effektiv und effizient genutzt sowie nach Möglichkeit weiter ausgebaut werden.

**Tabelle 14: Exemplarische Bestands-, Fluß- und Effektivitätskennzahlen**

Asset-Kategorie	Bestand	Fluß	Effektivität
<b>Finanzielle Assets</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagewert</li> <li>▪ Barbestand</li> <li>▪ Verhältnis Fremd- / Eigenkapital</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Freier Cash Flow</li> <li>▪ Forderungslaufzeiten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anlagerendite</li> <li>▪ Cash Flow pro Mitarbeiter</li> </ul>
<b>Physische Assets</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vorhandene Lagerbestände</li> <li>▪ Investitionen</li> <li>▪ Sachanlagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Lagerumschlag</li> <li>▪ Wertverlust</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Lagerhaltungskosten</li> <li>▪ Asset-Rendite</li> <li>▪ Maschinennutzung</li> <li>▪ Belegung</li> </ul>
<b>Kunden</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Kunden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kundenfluktuation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Kundenzufriedenheit</li> <li>▪ Einnahmen pro Kunde</li> </ul>
<b>Angestellte und Lieferanten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Angestellten</li> <li>▪ Anzahl der Lieferanten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Mitarbeiterfluktuation; Mitarbeiterbindung</li> <li>▪ Anzahl der Lieferanten, die strategische Kriterien erfüllen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Einnahmen pro Mitarbeiter</li> <li>▪ Fähigkeit, Mitarbeiter anzuwerben und Lieferanten zu wechseln</li> <li>▪ Strategieverständnis der Mitarbeiter</li> </ul>
<b>Organisation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Anzahl der Patente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ F&amp;E-Ausgaben</li> <li>▪ Nachfolgeplanung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Lizenzeinnahmen als Prozentsatz der F&amp;E</li> <li>▪ Erfolgreiche Geschäftsstrategie</li> <li>▪ Einnahmen durch Produkte &lt; 3 Jahre</li> </ul>

Quelle: Boulton / Libert / Samek (2001:263)

Um ein Management der Vermögenswerte leisten zu können, müssen zunächst die tatsächlichen Werttreiber innerhalb des unternehmensinternen verfolgten Geschäftsmodells identifiziert und gemessen werden. Allerdings verweisen Boulton / Libert / Samek darauf, daß keine Gruppe von Erfolgsfaktoren oder primären Leistungsindi-

<sup>1436</sup> vgl. Boulton / Libert / Samek (2001:53f)

<sup>1437</sup> Boulton / Libert / Samek (2001:53)

<sup>1438</sup> Aufgrund der Tatsache, daß das Value Dynamics-Modell sowohl materielle als auch immaterielle Vermögenswerte gleichermaßen abdeckt, werden zwei Bewertungsansätze verfolgt. Soweit möglich soll der monetäre Wert der Assets fixiert werden. Anders als im traditionellen Accounting wird jedoch der Marktwert und nicht der historische Wert (Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten) herangezogen. Erst dort, wo der Marktwert nicht bestimmt werden kann, sind alternative Meßmethoden anzuwenden (z.B. scorecardbasierte Kennzahlensysteme); vgl. Boulton / Libert / Samek (2001:261f). Diese Durchmischung unterschiedlicher Kennzahlen erschwert allerdings sowohl die interne als auch die externe Nachvollziehbarkeit der Daten.

katoren existiert, die unternehmensübergreifend als Standard angewendet werden könnte, so daß auch bei diesem Modell die Analysierbarkeit der Kennzahlen als Zielkriterium eines effektiven Value Reporting nur eingeschränkt realisiert ist. Die finanziellen und nicht-finanziellen Kennzahlen, die zur Fundierung der einzelnen Assetkategorien dienen, werden im Rahmen des Value Dynamics-Modells weiter unterteilt in Bestands-, Fluß- und Effektivitätskennzahlen, um damit die Verständlichkeit und vor allem die externe Kommunikationsfähigkeit zu erhöhen (Tab.14⇄).

Der Bestand wird als Maßstab für die Quantität bzw. den Wert eines Assets betrachtet, die Flußkennzahlen geben den Lebenszyklus bzw. die Veränderungsrate des Assets an und die Effektivität bildet den Grad der Zielerreichung ab.<sup>1439</sup>

**Exkurs:** Mouritsen / Larsen / Bukh präzisieren die den Assetkategorien (oder Balanced Scorecard-Perspektiven) zugeordneten Kennzahlen ebenfalls durch eine klassifikatorische Dreiteilung (Tab.15⇒):<sup>1440</sup>

**Tabelle 15: Typologisierung der Kennzahlen für Wissenskapital**

Management Arena	Productivity Surveillance	Qualification Management	Portfolio Management
Modality	Competencies	Qualifying Activities	Portfolio
Measures	Effects	Activities	Resources
Employees	▪	▪	▪
Customer Publics	▪	▪	▪
Process	▪	▪	▪
Technology	▪	▪	▪

Quelle: Mouritsen / Larsen / Bukh (2001:747)

1. **Resources:** Diese Kennzahlen beschreiben das Portfolio der in der Unternehmung vorliegenden Ressourcen (Mitarbeiter, Kunden, Prozesse, Technologien) und unterstützen strukturelle Entscheidungen der Unternehmensführung sowie deren externe Kommunikation.
2. **Activities:** In diesem Zusammenhang werden alle qualifizierenden Aktivitäten zahlengestützt dokumentiert, die die Anwendungsfähigkeit der o.g. Ressourcen verbessern, d.h. eine Weiterentwicklung und Optimierung der Ressourcen forcieren.
3. **Effects:** In den Effektivitätskennzahlen manifestieren sich die Konsequenzen des Zusammenwirkens des Ressourcenportfolios und der Weiterentwicklungsanstrengungen. Einschränkend konstatieren Mouritsen / Larsen / Bukh aller-

<sup>1439</sup> vgl. Boulton / Libert / Samek (2001:263f)

<sup>1440</sup> vgl. Mouritsen / Larsen / Bukh (2001:746ff).

dings, daß sich keine deutlichen Kausalitätszusammenhänge ableiten lassen, sondern vielmehr kollektive Effekte in der Veränderung aller Effektivitätskennzahlen sichtbar werden.<sup>1441</sup>

Die Kennzahlen quantifizieren die *domains*, die wiederum auf die essentiellen Formen des Wissenskapitals (Human-, Organisations- und Kundenkapital) referieren, diese aber nicht direkt erfassen. Durch die Quantifizierung ermöglichen die Kennzahlen zwar eine Auditierung bestimmter Hilfsgrößen (nämlich ihrer selbst). Aber die Beschreibung komplexer Konstrukte wie beispielsweise „Innovation“ kann nur näherungsweise durch Indikatoren (wie z.B. Umsätze durch neue Produkte, Anzahl neuer Patente, Investitionen in Aus- und Fortbildung) gelingen. So ist der Indikator „Umsatz durch neue Produkte“ eine kundenbezogene Kennziffer, die „Anzahl neuer Patente“ eine Prozeßkennzahl usw.. Dennoch können diese Indikatoren auch einen inhaltlichen Bezug zum Konstrukt „Innovation“ aufweisen. Dazu müssen die Indikatoren jedoch in einen narrativen Kontext eingebettet sein, der außerhalb des analytischen Modells liegt und diesen Zusammenhang verdeutlicht. Die praxisorientierten Kennzahlen können auch zur Unterstützung komplexer und abstrakter Narrationen über die Wertschaffungsstrukturen einer Unternehmung benutzt werden. Aus diesem Grund fordern Mouritsen / Larsen / Bukh, daß die Kennzahlen eine Differenzierung gemäß ihrer typischen Charakteristik („*resources, activities, effects*“) erfahren, um so die Aussagedimension präzisieren zu können.<sup>1442</sup>

Zum Abschluß dieses Kapitels über die Vor- und Nachteile der scorecardbasierten Kennzahlenmodelle soll darauf hingewiesen werden, daß eine Vielzahl weiterer Konzepte existiert, die jedoch die Thematik – zumeist die Bestimmung und Zuordnung der Kennzahlen – nur unternehmens- oder branchenindividuell variieren, ohne grundsätzlich Neuerungen einzubringen.<sup>1443</sup>

### 8.5. Modell nach Lev (Value Chain Scoreboard)

Die Ausgewogenheit („*balance*“) einer Balanced Scorecard wird nicht erreicht, indem diverse finanzielle und nicht-finanzielle Meßgrößen innerhalb der vier klassischen Perspektiven kompiliert werden. Vielmehr muß ein integrierter Satz von Kennzahlen entwickelt werden, der das **Geschäftsmodell bzw. die Wertkette** der Unternehmung adäquat unter Beachtung der zugrunde liegenden Ursache-Wirkungsrelationen reflektiert.<sup>1444</sup> Vor allem der Kapitalmarkt zeigt ein gesteigertes Interesse am Geschäftsmodell bzw. der Wertkette fokaler Unternehmungen.<sup>1445</sup>

<sup>1441</sup> vgl. Mouritsen / Larsen / Bukh (2001:748)

<sup>1442</sup> vgl. Mouritsen / Larsen / Bukh (2001:748)

<sup>1443</sup> vgl. beispielsweise Mouritsen / Larsen / Bukh (2001:746ff); Brooking (1996:19ff); Hall (1994:152); Hall (1993:610); Guilding / Pike (1990:45ff)

<sup>1444</sup> vgl. Kaplan / Norton (1997:142ff).

<sup>1445</sup> vgl. Eccles et al. (2001:123ff), die Entscheider zu dieser Thematik befragt haben sowie Tasker (1998:6ff), die in einer Studie die Frageinhalte von Finanzanalysten bei Conference Calls untersucht hat.



Erst auf dieser Basis kann die Balanced Scorecard erstellt und feinjustiert werden. Die vorstehend dargestellten Konzepte haben den Aspekt des Geschäftsmodells nicht explizit berücksichtigt, daher soll im folgenden die Erweiterung des scorecard-basierten Performance Measurement zu einem wertkettenbasierten Kennzahlenmodell skizziert werden.

In seinem Modell modifiziert Lev den klassischen Ansatz der Wertkette von Porter<sup>1446</sup> und stellt den Innovationsprozeß in den Vordergrund, da er diesem eine Vitalfunktion für das Überleben und den Erfolg insbesondere von wissensintensiven und technologieorientierten Unternehmungen zuschreibt.<sup>1447</sup>

Lev gliedert die innovationsorientierte Wertkette in drei Module. Ausgangspunkt des Wertschöpfungsprozesses ist die kreative Innovation bzw. Entdeckung eines neuen Produkts, Services oder Prozesses („*discovery and learning*“). Im nächsten Schritt folgt die Entwicklungsphase, die primär zur Überprüfung bzw. Bestätigung der (technischen) Machbarkeit und Umsetzbarkeit dient („*implementation*“). Der letzte Schritt umfaßt die notwendigen Maßnahmen zur Kommerzialisierung („*commercialization*“), d.h. zur Markteinführung und Vermarktung des neuen Produkts oder Services (Abb.48⇨).<sup>1448</sup>

Mit jeder durchlaufenen Stufe des Innovationsprozesses verringert sich die Unsicherheit bezüglich der Einschätzung zukünftig zu erwartender ökonomischer Ergebnisgrößen (Umsätze, Gewinne, etc.), die durch die neuen Produkte oder Services generiert werden.<sup>1449</sup> Entsprechend sinkt das Risikoniveau für externe Kapitalgeber. So sind beispielsweise Investitionen in Grundlagenforschung mit einem größeren Risiko verbunden als Investitionen in die Markteinführung eines bereits fertiggestellten Produkts. Gerade die frühe und damit risikoreiche Phase des Innovationsprozesses erfordert häufig massive Investitionen in intangible Vermögenswerte, wie z.B. Forschung und Entwicklung, Mitarbeiterqualifikation oder Technologieerwerb. Daher sind intangible Assets nicht allein wegen ihrer inhärenten Disposition, sondern vor allem wegen ihrer Funktion in der Frühphase des Innovationsprozesses als beson-

---

<sup>1446</sup> vgl. **Porter** (1989:59ff), der die einzelnen Wertaktivitäten innerhalb einer Wertkette in primäre und unterstützende Teile untergliedert. Die primären Aktivitäten umfassen die Herstellung des Produkts, dessen Verkauf und Übermittlung an die Abnehmer sowie schließlich den Kundendienst. Porter unterscheidet dabei folgende Kategorien: Eingangslogistik, Operationen, Marketing und Vertrieb, Ausgangslogistik und Kundendienst. Als unterstützende bzw. sekundäre Aktivitäten werden Beschaffung, Technologieentwicklung, Personalwirtschaft und die Unternehmensinfrastruktur betrachtet. Diese Unterteilung erleichtert die Identifikation der strategisch entscheidenden Wertschöpfungsaktivitäten und eine darauf abgestimmte Ressourcenallokation. Eine im unternehmerischen Leistungsprozeß generierte überdurchschnittliche Wertschöpfung schlägt sich in strategisch nutzbaren Wettbewerbsvorteilen nieder.

<sup>1447</sup> vgl. **Lev** (2001:110)

<sup>1448</sup> vgl. **Lev** (2001:110)

<sup>1449</sup> vgl. **Mansfield / Wagner** (1977:22ff), die das abnehmende Risiko entlang des Innovationsprozesses quantifizieren und folgende Erfolgswahrscheinlichkeiten belegen: Wahrscheinlichkeit für technischen Erfolg (Realisierbarkeit): 0.57; Wahrscheinlichkeit der Kommerzialisierung, wenn Realisierbarkeit vorliegt: 0.65; Wahrscheinlichkeit eines finanziellen Erfolgs (ROI gleich oder höher als Kapitalkosten), wenn Kommerzialisierung erfolgt ist: 0.74.

ders risikobehaftet anzusehen.<sup>1450</sup> Das mit intangiblen Assets assoziierte Risiko ist regelmäßig höher als das mit den meisten tangiblen oder finanziellen Assets assoziierte. Folglich ist es aufgrund dieser gegebenen Risikostruktur für innovationsgetriebene Unternehmungen ausgesprochen wichtig, gegenüber dem Kapitalmarkt eine anforderungsgerechte Informationspolitik zu betreiben, damit die mit den Risiken einhergehenden Chancen, die durch die Investitionen in immaterielle Vermögenswerte entstehen, transparent gemacht werden können und in eine externe Bewertung der Unternehmung richtig gewichtet einfließen.

**Abbildung 48: Value Chain Scoreboard**

Discovery and learning	Implementation	Commercialization
<p>1. Internal Renewal</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Research and development</li> <li>▪ Work force training and development</li> <li>▪ Organizational capital, processes</li> </ul>	<p>4. Intellectual Property</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Patents, trademarks, and copyrights</li> <li>▪ Licensing agreements</li> <li>▪ Coded know-how</li> </ul>	<p>7. Customers</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Marketing alliances</li> <li>▪ Brand values</li> <li>▪ Customer churn and value</li> <li>▪ Online sales</li> </ul>
<p>2. Acquired Capabilities</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Technology purchase</li> <li>▪ Spillover utilization</li> <li>▪ Capital expenditure</li> </ul>	<p>5. Technological Feasibility</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Clinical tests, Food and Drug Administration approvals</li> <li>▪ Beta tests, working pilots</li> <li>▪ First mover</li> </ul>	<p>8. Performance</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Revenues, earnings, and market share</li> <li>▪ Innovation revenues</li> <li>▪ Patent and know-how royalties</li> <li>▪ Knowledge earnings and assets</li> </ul>
<p>3. Networking</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ R&amp;D alliances and joint ventures</li> <li>▪ Supplier and customer integration</li> <li>▪ Communities of practice</li> </ul>	<p>6. Internet</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Threshold traffic</li> <li>▪ Online purchases</li> <li>▪ Major internet alliances</li> </ul>	<p>9. Growth Prospects</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Product pipeline and launch dates</li> <li>▪ Expected efficiencies and savings</li> <li>▪ Planned initiatives</li> <li>▪ Expected breakeven and cash burn rate</li> </ul>

Quelle: Lev (2001:111)

Die vorgeschlagene Informationsstrukturierung im Rahmen des Value Chain Scoreboard soll zwar übergreifend die Anforderungen möglichst zahlreicher Branchen und Technologiesektoren abdecken, aber letztlich ist eine verallgemeinernde Darstellung der relevanten Informationskategorien bzw. der einzelnen -items nicht vermeidbar. Daher sind bei der praktischen Anwendung des Value Chain Scoreboard individuelle Anpassungen zu leisten, da spezifische Unternehmungen in der Regel durch eine Teilauswahl der Informationskategorien bzw. der -items ausreichend dargestellt sind.<sup>1451</sup>

<sup>1450</sup> vgl. Lev (2001:41)

<sup>1451</sup> vgl. Lev (2001:110). Eine Unternehmung, die keine Online-Aktivitäten betreibt, braucht keine internetbezogenen Informationen zu distribuieren. Ebenso dürfte die Informationskategorie „Intellectual Property“ für eine Unternehmung, die nicht mit Patenten u.ä. arbeitet, eine zu vernachlässigende Größe sein.

### 8.5.1. Anforderungen an die Indikatoren

Ein ausgestaltetes Value Chain Scoreboard bildet die systematische Informationsgrundlage sowohl für die interne Unternehmenssteuerung als auch für die externe Kapitalmarktkommunikation. Um eine maximale Nutzenentfaltung in beiderlei Hinsicht zu gewährleisten, präzisiert Lev die Anforderungen an potentiell verwendbare Indikatoren.<sup>1452</sup>

Die Indikatoren sollen in quantitativer Form vorliegen (**Quantifizierung**). Partiiell sinnvolle qualitative Ergänzungen, die singuläre Aspekte der Wertkette betreffen, können in einem Anhang zum Value Chain Scoreboard publiziert werden. Darüber hinaus sollten nach Möglichkeit alle Indikatoren standardisiert bzw. potentiell standardisierbar sein (**Standardisierbarkeit**). Damit wird die Grundlage für eine unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit der Informationen geschaffen, die für eine ordnungsgemäße Durchführung von Bewertungs- und Benchmarkingverfahren eine wichtige Voraussetzung ist.<sup>1453</sup>

Weitaus wichtigster Aspekt für die Aussagefähigkeit und den Informationsgehalt des Value Chain Scoreboard ist die **empirische Fundierung** der Wertrelevanz der verwendeten Indikatoren. Nur wissenschaftlich robuste Indikatoren, deren Wertrelevanz empirisch belegt ist, finden Eingang in das vorgeschlagene Informationssystem. Eine empirische Relation ist nach Lev gegeben, wenn eine signifikante statistische Assoziation zwischen den Indikatoren und dem Unternehmenswert vorliegt, der beispielsweise in der Entwicklung des Aktienkurses oder in Produktivitätssteigerungen zum Ausdruck kommt.<sup>1454</sup> Mit dieser Einforderung empirischer Evidenz erhöht Lev die Glaubwürdigkeit und damit die Einsetzbarkeit seines Modells in der Kapitalmarktkommunikation, da die gewählten Indikatoren ihre Validität nicht ausschließlich aus den subjektiven Erfahrungswerten des Managements ableiten, sondern diese durch unabhängige, wissenschaftliche Analysen bestätigt wurde.

Zwar läßt sich die Wirkung der nicht-finanziellen Indikatoren auf den Unternehmenswert nur mit erheblichem methodologischem Aufwand überprüfen<sup>1455</sup>. Aber auf diese Weise kann die Beliebigkeit in der Auswahl der Indikatoren reduziert und Redundanzen können abgebaut werden. Zudem ist der Kapitalmarkt eher gewillt, dieses Meßsystem als tragfähiges Konstrukt zur Erfassung von vorsteuernden Erfolgsfaktoren zu betrachten.

---

<sup>1452</sup> vgl. **Lev** (2001:115)

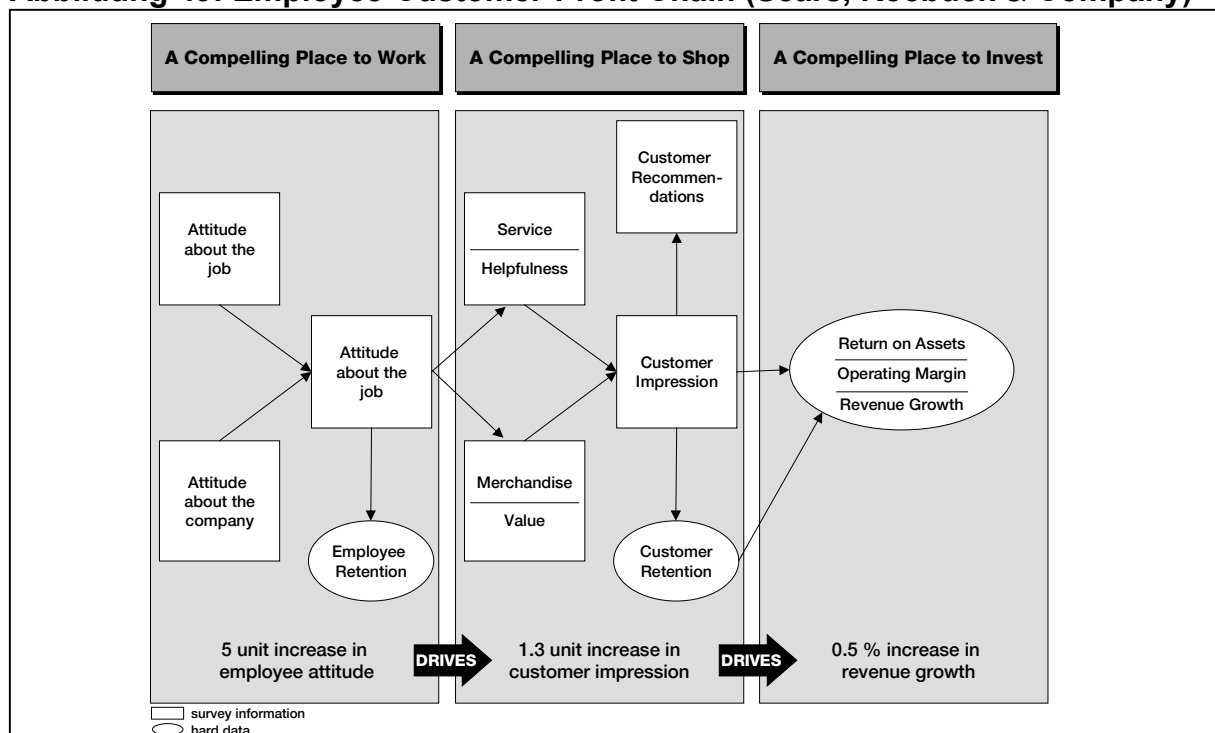
<sup>1453</sup> vgl. auch zur Analysierbarkeitsanforderung des Value Reporting **Kötzle / Niggemann** (2001:643)

<sup>1454</sup> vgl. zur empirischen Evidenz der Wertrelevanz von Intangibles Kap. 6.3.; **Lev** (2001:51ff) sowie darüber hinaus **Boon** (2000); **Demers / Lev** (2000); **Gambardella / Garcia-Fontes / Petit** (2000); **Bassi / Van Buren** (1999); **Brynjolfsson / Yang** (1999); **Deng / Lev / Narin** (1999); **Aboody / Lev** (1998); **Banker / Potter / Srinivasan** (1998); **Amir / Lev** (1996); **Lev / Sougannis** (1996); **Anderson / Fornell / Lehmann** (1994); **Russell / Terborg / Powers** (1985)

<sup>1455</sup> vgl. **Labhart** (1999:247)

Die empirische Fundierung von Ursache-Wirkungsbeziehungen, bei der neben der Validität auch die Intensität des Einflusses sowie dessen zeitliche Verzögerung quantifiziert werden, erfordert die Sammlung von Informationen und Fakten über einen längeren Zeitraum, um in erster Linie die Kausalität zweifelsfrei bestätigen zu können. Denn häufig existieren keine einfach linearen Ursache-Wirkungsbeziehungen, sondern ein Beziehungsgeflecht mit komplexen Wechselwirkungen, die nur schwer isolierbar sind.<sup>1456</sup> Erst nachdem die im Geschäftsmodell formulierten Hypothesen anhand der empirisch erfassten Daten verifiziert worden sind, ist eine Publikation der entsprechend identifizierten Indikatoren im Rahmen der Kapitalmarktkommunikation (Value Reporting) sinnvoll.

**Abbildung 49: Employee-Customer-Profit Chain (Sears, Roebuck & Company)**



Quelle: Rucci / Kirn / Quinn (1998:91)

Als ein Beispiel für ein solide entwickeltes und getestetes Geschäftsmodell ist die Employee-Customer-Profit Chain der amerikanischen Einzelhandelskette Sears, Roebuck & Company zu nennen.<sup>1457</sup> Im Rahmen eines Projekts, bei dem nicht-finanzielle, aber auditierbare Vorsteuergrößen gesucht wurden, konnten nach initialer Datensammlung und statistischer Überarbeitung verschiedene kausal verknüpfte Werttreiber identifiziert werden, „[which; C.Z] would link employees, customers, and investors into a single logical entity“<sup>1458</sup> (Abb.49⇐).

Nachdem Sears diese Erkenntnisse in eine Reihe von Qualitäts- und Kundenmaßnahmen eingebracht sowie die Bezahlung der Unternehmensführung an mitarbeiter-,

<sup>1456</sup> vgl. Eccles et al. (2001:23)

<sup>1457</sup> vgl. Rucci / Kirn / Quinn (1998:83ff)

<sup>1458</sup> Rucci / Kirn / Quinn (1998:88)

kunden- und investorenbezogene Kennzahlen gekoppelt hatte, konnte die Kundenzufriedenheit um 4 Prozent angehoben werden. Dieser Anstieg führte zu einer Umsatzerhöhung um ca. US\$ 200 Mio. und schließlich zu einer Steigerung der Marktkapitalisierung um ca. US\$ 250 Mio..

Das in Abb. 49 vorgestellte Geschäftsmodell von Sears entspricht nicht der innovationsgetriebenen Wertschöpfungskette nach Lev, obwohl einzelne Komponenten wie „work force training and development (internal renewal)“, „customers“ und „performance“ im Value Chain Scoreboard ebenfalls berücksichtigt werden, wenn auch nicht in der gleichen stringenten und genau quantifizierten Ursache-Wirkungs-Verknüpfung. Denn verständlicherweise liegen dem Geschäftsmodell von Sears als klassischem, dienstleistungsorientiertem Handelsunternehmen andere Werttreiber und Kausalbeziehungen zugrunde als den von Lev primär angesprochenen technologiegetriebenen New Economy-Unternehmungen.

### 8.5.2. Standardisierung der Indikatoren

An dieser Stelle ist die Frage zu klären, in welchem Ausmaß eine Standardisierung in der Selektion und Erfassung von nicht-finanziellen Kennzahlen leistbar und sinnvoll ist.<sup>1459</sup> Lev fordert eine Standardisierung der intangiblesbezogenen Informationen durch die jeweiligen standardsetzenden Organisationen:<sup>1460</sup>

„By *standardization* I mean creating a coherent structure of information and defining the individual information items composing the information structure. By *information structure* I mean a comprehensive set of interrelated reports on value chain (business model) development, with special emphasis on intangible investments and assets. This reporting construct would complement the conventional one (balance sheet, income statement) by providing systematic and standardized information on innovation and intangible investments.“

Aufgrund der breiten, empirischen Abstützung der im Value Chain Scoreboard verwendeten Kennzahlen<sup>1461</sup> sieht Lev die Voraussetzungen für die angestrebte unternehmensübergreifende Einsetzbarkeit dieser Meßgrößen als gegeben an. Das Modell nach Lev besitzt zudem den Vorteil einer hohen Glaubwürdigkeit. Die Kennzahlen wurden wissenschaftlich validiert und sind nicht von einzelnen Unternehmungen manipulierbar, um bestimmte Intentionen zu realisieren. Diese Gefahr besteht dagegen potentiell bei Geschäftsmodellen, die unternehmensindividuell entwickelt worden sind. Es existiert die Möglichkeit, daß bestimmte Ursache-Wirkungsbeziehungen in der Intensität bzw. in der zeitlichen Verzögerung des erwarteten Effekts nicht wahrheitsgemäß dargestellt werden, um ggf. eine unrealistisch positive Darstellung der

<sup>1459</sup> vgl. Eccles et al. (2001:256ff); Lev (2001:121ff); Skyrme (1998:134); Edvinsson / Malone (1997:163ff)

<sup>1460</sup> Lev (2001:122)

Ertragskraft der Unternehmung zu erzielen, was einen erheblichen Präzisionsverlust bzgl. der Einschätzung und der Wertzumessung durch externe Finanzmarktpartizipanten zur Folge haben würde.

Allerdings ist einschränkend zu sagen, daß eine generelle Allgemeingültigkeit der Kennzahlen bzw. der *information structure* – wie im Modell nach Lev propagiert – branchenübergreifend nicht oder nur ansatzweise sichergestellt werden kann.<sup>1462</sup> So basiert das unternehmensindividuelle Geschäftsmodell der Handelsunternehmung Sears, Roebuck & Company, das stringent und valide entwickelt wurde,<sup>1463</sup> nicht auf dem von Lev konzipierten Value Chain Scoreboard und hat dennoch eine ausgesprochen hohe Prognosekraft.

Aufgrund der Besonderheiten der Wertschöpfungsprozesse verschiedener Unternehmungen sehen Eccles et al. die Entwicklung eines universellen Standards, der alle nicht-finanziellen Kennzahlen umfaßt, kritisch. „[I]t is highly doubtful that all industries could ever agree on common valid measures for such value drivers as intellectual capital or customer penetration.“<sup>1464</sup> Auch Lev selbst räumt ein, daß unternehmensspezifische Anpassungen der *information structure* fallweise notwendig sind.<sup>1465</sup> Ebenfalls in die gleiche Richtung argumentieren Edvinsson / Malone. Sie gehen zwar davon aus, daß basale Strukturen – wie das Human-, Struktur- und Kundenkapital – bei allen Unternehmungen in vergleichbarer Weise Geltung haben, aber die Indikatoren insbesondere auf der Detailebene kontextspezifisch verschieden sein müssen, um präzise zu sein.<sup>1466</sup> „What these distinctions do show is that it is probably impossible to come up with a truly universal IC reporting model that will fit everyone.“<sup>1467</sup> Dies erschwert aber die Arbeit der standardsetzenden Organisationen deutlich, die normalerweise klare und eindeutige Regelungen präferieren.

Grundsätzlich ist eine Standardisierung der Informationsinhalte über intangible Assets unabdingbar. Denn als Voraussetzung für sinnvolle Kapitalallokationsentscheidungen ist die Kommensurabilität von Informationen erforderlich.<sup>1468</sup> Erst dann können „[...] investors [...] begin to make apples-to-apples comparisons along such key measures as market share, customer retention, speed-to-market, employee turnover, and intellectual capital.“<sup>1469</sup> Vergleichbarkeit braucht Standards – sowohl zur

---

<sup>1461</sup> vgl. **Lev** (2001:51ff)

<sup>1462</sup> vgl. dazu auch **Eccles et al.** (2001:23ff). Diese verweisen zwar darauf, daß nur die wenigsten Unternehmungen ein ähnlich weit entwickeltes und mit Daten unterfüttertes Wertkettenmodell aufzuweisen haben, stellen aber grundsätzlich die Vorgehensweise von Sears bei der unternehmensspezifischen Entwicklung von sophisticateden Geschäftsmodellen als idealtypisch dar.

<sup>1463</sup> vgl. **Rucci / Kirn / Quinn** (1998:89ff)

<sup>1464</sup> **Eccles et al.** (2001:260).

<sup>1465</sup> vgl. **Lev** (2001:110)

<sup>1466</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:178); **Skyrme** (1998:134)

<sup>1467</sup> **Edvinsson / Malone** (1997:178)

<sup>1468</sup> vgl. **Wallman** (1996:143)

<sup>1469</sup> **Eccles et al.** (2001:251)

Bestimmung des intrinsischen Unternehmenswerts als auch zur Festlegung der relativen Attraktivität der Unternehmung als Investitionsobjekt.

Als kompromißhafter Mittelweg zwischen legislativer (bzw. standesrechtlicher) Vorschrift<sup>1470</sup> und freiwilliger, unregulierter und standardfreier Informationspublizität bezüglich immaterieller Vermögenswerte erscheint unter Akzeptanzgesichtspunkten ein marktgetriebener Standardgebungsprozeß in Form einer freiwilligen Selbstregulation<sup>1471</sup> der betroffenen Unternehmungen als gangbar.<sup>1472</sup> Folgendes Vorgehen wäre nach Eccles et al. denkbar:<sup>1473</sup>

1. Führende Unternehmungen jeder Branche müßten generell eine Übereinkunft darüber erzielen, daß die Entwicklung von derartigen Standards zielführend ist und sich an dem Verfahren beteiligen.
2. Unternehmensvertreter, Kapitalmarktteilnehmer und weitere an der Informationserfassung, -distribution und -verarbeitung beteiligte Experten (Wissenschaftler, Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfer, Datenbankbetreiber, Marktforschungsinstitute, etc.) erfassen in einem gemeinsamen Gremium, welche als erfolgskritisch betrachteten Werttreiber bisher in der jeweiligen Branche auf welche Art und Weise gemessen wurden.

In diesem Zusammenhang ist insbesondere die empirische Fundierung der einzelnen Werttreiber sicherzustellen (siehe Kap. 8.5.1.) und zu überprüfen, in welchem Maße unternehmensübergreifende und standardisierungsfähige Gemeinsamkeiten hinsichtlich der verwendeten Geschäftsmodelle identifizierbar sind.

Eccles et al. empfehlen diesen *industry-by-industry-approach* als kurzfristig realisierbaren Lösungsansatz; eine branchenübergreifende Regelung zu finden, würde erheblich mehr Abstimmungs- und Zeitaufwand erfordern.<sup>1474</sup>

3. Das o.g. Gremium spricht nach eingehender Überprüfung praxisorientierte Empfehlungen aus, welche Werttreiber mit welchen Methodologien bestmöglich gemessen werden können.
4. Alle Unternehmungen, die die Standards mitentwickelt haben oder sich im Vorfeld zur Übernahme dieser Standards bereit erklärt haben, integrieren diese

<sup>1470</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:164)

<sup>1471</sup> vgl. **Eccles et al.** (2001:258)

<sup>1472</sup> Dies erscheint umso notwendiger als Lev konstatiert, daß das FASB als standardsetzende Organisation nach 15 Jahren eines immensen Wertzuwachses und deutlichen Anstiegs der ökonomischen Bedeutung intangibler Assets noch immer das Fehlen einer sinnvollen und nützlichen Publizität diesbezüglich einräumt; vgl. **Lev** (2001:120).

<sup>1473</sup> vgl. **Eccles et al.** (2001:257), wobei deren Vorschlag modifiziert und verallgemeinert wird

<sup>1474</sup> vgl. **Eccles et al.** (2001:259). Die exakte Abgrenzung zwischen einzelnen Branchen wird zunehmend schwieriger. So verzahnen sich die Banken- und die Versicherungsbranche aufgrund der Diversifikation in angrenzende und verwandte Tätigkeitsfelder immer stärker. Daher werden in regelmäßigen Abständen Neu- bzw. Reklassifizierungen sowohl von einzelnen Unternehmungen als auch von ganzen Branchen und Industriezweigen notwendig sein.

nach deren Verabschiedung in ihre externe Kapitalmarktkommunikation (Value Reporting). Ziel ist es, durch diese transparente und wertorientierte Kommunikationspolitik eine Informationsnachfrage seitens der Kapitalgeber zu erzeugen, die auch andere Unternehmungen zur Adaption der Standards bewegt. Edvinsson / Malone gehen davon aus, daß selbstdefinierte Branchenstandards schnell eine breite Akzeptanz bei den Unternehmungen finden werden, da der Kapitalmarkt die nicht-finanziellen Kennzahlen, die einige progressive Branchenvertreter dann bereits kommunizieren werden, auch von den übrigen Unternehmungen einfordern wird.<sup>1475</sup> „No news is bad news in capital markets; silence ist penalized.“<sup>1476</sup> Daher ist zu erwarten, daß die initiative Informationspolitik einiger Unternehmungen andere ebenfalls zu einer freiwilligen Veröffentlichung intangiblesbezogener Daten motivieren wird, da sie sich andernfalls einem Wettbewerbsnachteil aussetzen.

5. Bedarfsabhängig geschieht eine Überprüfung der Standards, um die praxisbezogene Relevanz, Reliabilität, Validität und Prognosekraft zu gewährleisten.

Obwohl die Entwicklung und branchenweite Implementierung dieses Standards im Rahmen einer freiwilligen Selbstverpflichtung ein nicht unerhebliches Engagement der beteiligten Unternehmungen erfordert, dürfte dieses Vorgehen dennoch vorteilhaft sein, da andernfalls eine sehr detaillierte und u.U. weniger praxisorientierte Regelung durch die standardsetzenden Organisationen zu erwarten ist.

Zur Identifikation, Messung und kapitalmarktgerichteten Kommunikation immaterieller Vermögenswerte im Rahmen eines Performance Measurements ist die Entwicklung eines generellen Framework realisierbar, welches zumindest branchenspezifisch gültige, standardisierte und zeitstabile Kennzahlen enthält. Dennoch ist nicht auszuschließen, daß darüber hinaus – insbesondere branchenübergreifend und bei Unternehmungen mit idiosynkratischen Geschäftsmodellen – zusätzlich spezifische Kennzahlen integriert werden müssen, die kontextspezifisch sind und sich zudem im Zeitverlauf ändern können.<sup>1477</sup> Der Informationsgehalt und die Präzision der Aussage wird zulasten der Vergleichbarkeit priorisiert. Generell werden die Erfahrungswerte der Investoren im Umgang mit den neuen Kennzahlen und die kapitalmarktseitige Einschätzung der Prognosequalität einzelner Indikatoren langfristig über deren Verwendung entscheiden.

---

<sup>1475</sup> vgl. **Edvinsson / Malone** (1997:164)

<sup>1476</sup> **Lev** (2001:122)

<sup>1477</sup> vgl. auch **Skyrme** (1998:134)



## 9. Erkenntnisse und Ausblick

Nachfolgend sollen die **Erkenntnisse** der Arbeit kompakt dargestellt und kritisch gewürdigt werden. Zielsetzung war es zum einen, eine interdisziplinäre und theoretisch fundierte Abstützung des Themengebiets Investor Relations zu leisten. Zum anderen sollte ein Beitrag zur Entwicklung eines Frameworks für ein wertorientiertes Value Reporting unter besonderer Berücksichtigung nicht-finanzieller Kennzahlen erbracht werden. Ferner ist der Zweck dieses Kapitels, einen konzisen Ausblick auf den künftigen Forschungsbedarf zu geben.

Im ersten Teil (Kap.1-4) werden Investor Relations als funktionales Subsystem der Unternehmung dargestellt, welches einen wertschöpfenden Beitrag zur Unternehmenszielerreichung leisten muß. Dazu war es erforderlich, die Struktur und die Inhalte von Unternehmenszielsystemen zu veranschaulichen, um die Rahmenbedingungen und Einflußmöglichkeiten effektiver Investor Relations-Arbeit zu klären. Als geeignetes strukturelles Referenzsystem für die strategische Kapitalmarktkommunikation hat sich das Konzept der Erfolgspotentiale erwiesen. Erfolgspotentiale stellen vorsteuernde und erfolgsbedingende Einflußgrößen dar, die zukunftsorientiert sind und über eine hohe prognostische Aussagequalität verfügen. Sie determinieren auf der operativen Ebene den Unternehmenserfolg, der sich im finanziellen Ergebnis niederschlägt.

Als finanzielles Primärziel der Unternehmung gilt die Steigerung des Unternehmenswerts, der als Barwert zukünftiger Zahlungsströme definiert wird. Verfolgen Unternehmungen – beispielsweise im Rahmen des Shareholder Value-Ansatzes – dieses Ziel, so ist zu fragen, ob und in welchem Maß Investor Relations zur Zielerreichung beitragen können. Die Beantwortung ist vor drei theoretischen Hintergründen geleistet worden.

Finanzierungstheoretisch konnten anhand empirischer Forschungsergebnisse die Grenzen der Markteffizienz-Hypothese dargelegt werden. Zwar ist die Hypothese weder endgültig bestätigt noch widerlegt. Aber es läßt sich zeigen, daß auf den Kapitalmärkten eine asymmetrische Informationsverteilung vorliegt. Dies beeinflußt die Analysegenauigkeit des Kapitalmarkts bezüglich des Unternehmenswerts. In der Folge weichen die fundamental gerechtfertigte und die tatsächliche Börsenbewertung voneinander ab, was regelmäßig negative Auswirkungen auf den Shareholder Value hat. Die Informationsasymmetrie führt zu höheren Kapitalkosten, wobei aus theoretischer Sicht die Kapitalkosten von der Güte der Investor Relations abhängen. Dies läßt sich empirisch nachweisen. Die Ausprägung der Finanzberichterstattung steht in einer signifikanten Beziehung zu den Kapitalkosten.<sup>1478</sup> Botosan kann diesen Zusammenhang sogar quantifizieren (vgl. Kap.5.1.). Damit erscheint die Erkenntnis ge-

<sup>1478</sup> vgl. **Loistl / Mohamed-Bakry** (2001); **Richardson / Welker** (2001); **Neske et al.** (1999) und vor allem **Botosan** (1997)

sichert, daß asymmetriereduzierende Investor Relations (Value Reporting) die Eigenkapitalkosten senken und daher im Rahmen des Shareholder Value-Netzwerks als Werttreiber anzusehen sind. Kritisch bezüglich des Shareholder Value-Modells, anhand dessen der Unternehmenswert berechnet wird, ist anzumerken, daß lediglich finanzielle Kennzahlen integriert werden. Eine Berücksichtigung von Nonfinancials erfolgt nicht. Beispielsweise werden vorhandene Erfolgspotentiale in ihrer Funktion als strategische Steuergrößen negiert, wodurch unternehmerische Strategien nicht mehr in ihrer gesamten bewertungsrelevanten Wirkungsdimension bei der Berechnung des Free Cash Flow erfaßt werden. In der Konsequenz reduziert sich die Prognosegenauigkeit des Shareholder Value-Modells. Die Gefahr von Fehlbewertungen erhöht die Unsicherheit der Anleger, die dafür kapitalkostensteigernde Risikoprämien fordern. Abhilfe schafft die Integration nicht-finanzieller Kennzahlen in die Kapitalmarktkommunikation, da auf diese Weise die Informationsbasis verbreitert und Unsicherheit reduziert wird.

Ein weiterer kommunikationsaffiner Aspekt innerhalb der Finanzierungstheorie ist die Beziehung zwischen Principal und Agent. Aufgrund des systemimmanenten, heterogenen Informationsniveaus und der daraus resultierenden Interessendivergenzen entstehen Agency-Kosten, die zu Kursabschlägen führen. Denn nach der erfolgten Kapitalüberlassung verfügt die Unternehmensführung über einen diskretionären Handlungsspielraum, den sie zur individuellen Nutzenmaximierung ausschöpfen kann – zum Nachteil des Principal. Für die Übernahme dieses Risikos veranschlagt der Eigenkapitalgeber eine Prämie. Entsprechend der modifizierten Signalling-Theorie, die Principal-Agent-Beziehungen über einen mehrperiodigen Zeitraum betrachtet, kann eine aktive Investor Relations-Politik den Aufbau von Vertrauen und Reputation fördern, so daß die aufgrund der Informationsasymmetrie eingepreiste Risikoprämie minimiert wird.

Die Marketingtheorie zeigt, daß eine kapitalmarktgerichtete Kommunikationspolitik (Investor Relations i.e.S.) die bestehenden Marktwiderstände überwinden hilft. Da die produkt-, preis- und distributionspolitischen Instrumentalbereiche des Marketings nur zeitlich begrenzt im Rahmen von Kapitalerhöhungen oder des initialen Going Public zum Einsatz kommen, stellen die Investor Relations das für den Absatz des Produkts Aktie relevanteste Instrument dar.

Kommunikationstheoretisch fungieren die Investor Relations als Instrument zur zielgerichteten und systematischen Ausgestaltung des Informations- bzw. Kommunikationsflusses mit dem Kapitalmarkt auf inhaltlicher, instrumenteller und organisationaler Ebene. Vor allem das zweiseitig situative Kommunikationsmodell ist auf das Aufgabenfeld der Investor Relations gut übertragbar, weil Dialog, Schaffung von Vertrauen und ein kompromißhafter Interessenausgleich zentrale Charakteristika dieses Modells darstellen. Empirisch läßt sich belegen, daß dies in besonderem Maße auch für

die Gestaltung der Beziehungen mit dem Kapitalmarkt förderlich ist. Die Kommunikationstheorie weist an dieser Stelle eine hohe, inhaltliche Nähe zu dem modifizierten Signalling-Ansatz der Principal-Agent-Theorie auf. Es gilt in beiden Fällen, Informationsasymmetrien sowie Interessendivergenzen mit der Absicht zu reduzieren, die Erreichung der finanziellen Zielgrößen zu unterstützen.

Die operative Umsetzung der Investor Relations-Politik erfordert eine Systematisierung und strategiekonforme Steuerung des Kommunikationsprozesses, wobei vorrangig Ziele, Zielgruppen und Inhalte in der vorliegenden Untersuchung analysiert wurden.

Insbesondere bei den Zielen wird die Dichotomie der Investor Relations deutlich, die sowohl eine finanzwirtschaftliche als auch eine kommunikationspolitische Dimension aufweisen. Als abstraktes Oberziel der Investor Relations ist der Abbau von Wahrnehmungslücken identifiziert worden, die aus Defiziten im Kommunikationsprozeß herrühren. Alle in der Arbeit angeführten *communication gaps* sind Interferenzfaktoren, die die Werttransformation zwischen dem intrinsischen Unternehmenswert und dem Marktwert negativ beeinflussen. Aufgrund einer insuffizienten Darstellung der internen Wertgenerierung anhand nicht aussagekräftiger Kennzahlen entsteht am Kapitalmarkt eine Wahrnehmungslücke, die Anleger zu Fehleinschätzungen bezüglich der Ertragskraft einer Unternehmung verleiten. In der Folge entsteht eine Bewertungslücke, die durch gezielte Investor Relations-Maßnahmen und ein verbessertes Schnittstellenmanagement zu den Bereichen Finanzen und Controlling abgebaut werden muß.

Während bei den finanzwirtschaftlichen Zielen die Senkung der Kapitalkosten im Vordergrund steht, zeigen empirische Studien, daß im kommunikationspolitischen Bereich die Verbesserung des Images eine erhebliche Relevanz für die Kursbildung am Aktienmarkt hat. Zum Teil dominieren weiche Faktoren wie das Image in bestimmten Börsensegmenten sogar den Wert einer Aktie. Die Erkenntnis, daß das Image einen wertschöpfenden Beitrag im Sinne der Werttransformation leistet, kann als gesichert angesehen werden.

Die Untersuchung der Zielgruppen rekurriert auf das Konzept des Meinungsführers bzw. des Multi-Step-Flow of Communication und beschäftigt sich in der Hauptsache mit den professionellen Multiplikatoren, die im Umfeld des Kapitalmarkts agieren. Deren Informationsverarbeitungs-, Bewertungs- und Entscheidungsroutrinen determinieren den von den Investor Relations abzudeckenden Informationsbedarf. Festzustellen ist, daß ein steigendes inhaltliches Interesse an der strategischen Ausrichtung der Unternehmung sowie an perspektivischen, zukunftsorientierten und potentialdeterminierenden Parametern besteht. Auf der Basis traditioneller Bilanzkennzahlen lassen sich zukünftige Veränderungen des Unternehmenswerts nur bedingt prognostizieren. Für eine investorengerechte Informationspolitik ist die künftige Ertragsstär-

ke einer Unternehmung ausschlaggebend und nicht die Ergebnisse vergangener Perioden.

Der zweite Teil (Kap.5-8) greift diese Problematik auf, indem mit dem Value Reporting ein Konzept vorgestellt wird, das wert- und zukunftsorientiert ist und insbesondere intangible Assets als wertbeeinflussende Faktoren berücksichtigt.

Notwendig ist diese Modifizierung der Investor Relations, weil sich die Kluft zwischen der Marktkapitalisierung und dem Buchwert zahlreicher technologie- und innovationsgetriebener Unternehmungen in den vergangenen 20 Jahren erheblich vergrößert hat. Diese Diskrepanz läßt sich nur durch eine zunehmende Wertrelevanz außerbilanzieller Faktoren erklären. In diesem Zusammenhang spielen immaterielle Vermögenswerte eine erhebliche Rolle, da sie essentiell für die zukünftige Entwicklung der Unternehmung sind und einen großen Teil des Unternehmenswerts ausmachen. Sie beeinflussen die zukünftige Wettbewerbsfähigkeit und Ertragskraft einer Unternehmung nachhaltig und werden vom Kapitalmarkt als prospektive Vorsteuergrößen des unternehmerischen Erfolgs aufgefaßt.

In der Regel sind intangible Assets allerdings im Rahmen der geltenden nationalen und internationalen Rechnungslegungsnormen (HGB, US-GAAP, IAS) nicht bilanzierungs- bzw. aktivierungsfähig, da diese Normensysteme von den Kriterien der Integrität und Reliabilität geprägt sind. Zwar existieren in den einzelnen Bilanzvorschriften spezifische Ausnahmen, die unter bestimmten Voraussetzungen die Aktivierung von intangiblen Assets ermöglichen. Da aber das Accounting im Grundsatz transaktionsbasiert ist, werden in einem derartigen Fall die Intangibles vornehmlich zu Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten aktiviert, sofern sie diskretionären Geschäftsvorfällen zugeordnet werden können. Diese Art der Wertzumessung wird allerdings weder der erfolgsvorsteuernden Charakteristik der Intangibles noch den zukunftsgerichteten Informationsbedürfnissen des Kapitalmarkts gerecht.

Sowohl das Aktivierungsverbot als auch die generelle Behandlung der Intangibles im Rahmen der Rechnungslegung lassen berechtigte Zweifel an der Zeitgemäßheit der traditionellen Bilanz aufkommen. Wenn ein Gutteil der relevanten Werttreiber bilanziell nicht erfaßt wird, ist es für die Kapitalmarktteilnehmer kaum möglich, auf Basis der extern zugänglichen Informationen substantiierte Berechnungen des Unternehmenswerts zu erstellen. Das klassische Accounting ist nur unzureichend in der Lage, die Wertrelevanz von materiellen und immateriellen Vermögenswerten kapitalmarktadäquat abzubilden. Es gilt daher, die außerbilanziellen, werttreibenden Faktoren, d.h. insbesondere die intangiblen Assets, zu systematisieren, um sie einer verbesserten internen Steuerung und externen Kapitalmarktkommunikation zugänglich zu machen. Dies erfordert einen Paradigmenwechsel in der Finanzberichterstattung, wobei das accountingorientierte Referenzsystem, das bisher die finanziellen, als primäre Informationsgrundlage dienenden Kennzahlen für die Investor Relations zur

Verfügung gestellt hat, durch ein performanceorientiertes substituiert oder zumindest doch erweitert wird. Die Kapitalmarktkommunikation darf nicht allein auf Zahlen basieren, die lediglich rückwärtsgerichtet die Ergebnisse vergangener Perioden inventarisierend widerspiegeln und von materiellen Assets dominiert werden. Vielmehr geht es darum, Informationen zu publizieren, die prospektiv die zukünftige Ertragskraft und die Erfolgspotentiale einer Unternehmung und damit deren Wertsteigerungsfähigkeit abbilden.

Diesen Anforderungen wird das Konzept des Value Reporting gerecht. Die zwei vorgestellten Modelle integrieren beide sowohl finanzielle als auch nicht-finanzielle Kennzahlen. Der Fokus liegt allerdings auf den Nonfinancials, die als Hilfsgrößen die immateriellen Vermögenswerte abbilden. Auf diese Weise erhält der Kapitalmarkt wertorientierte Informationen, die über die traditionell kennzahlenorientierte Bilanzanalyse hinausgehend eine strategische Analyse der Gesamtunternehmung und ihrer Zukunftsfähigkeit ermöglichen.

Das dazu notwendige Zahlenmaterial wird durch spezifische Meßsysteme generiert, die ein hohes Integrationspotential gegenüber den unternehmensinternen Performance Measurement-Systemen aufweisen. Denn die erfaßten intangiblesbezogenen Kennzahlen sind sowohl für die interne Steuerung als auch für die externe Kommunikation gleichermaßen funktional, da Management und Investoren vergleichbare Informationsinteressen aufweisen. Im Zeitverlauf ist eine Konvergenz beider Systeme mit entsprechenden Synergieeffekten zu erwarten.

Es existieren bereits unterschiedliche Modelle, die erste Systematisierungsansätze in der Identifikation und Messung intangibler Assets postulieren. Diese sind in dieser Arbeit überblicksartig zusammengestellt und kritisch analysiert worden. Vor allem die Untersuchung der Methoden, die bei der Identifikation und Validierung der Kennzahlen angewendet werden, hat Defizite aufgezeigt.

Grundsätzlich basieren die Modelle auf dem Balanced Scorecard-Konzept, das die stringente Abbildung eines auf Ursache-Wirkungs-Ketten fußenden, hierarchischen Zielsystems ermöglicht. Die Balanced Scorecard steht also nicht im Widerspruch zum Oberziel der Unternehmung, den Unternehmenswert bzw. den Shareholder Value zu steigern. Insbesondere die finanzielle Perspektive der Balanced Scorecard bildet eine Schnittstelle zum Shareholder Value-Netzwerk. Die Kunden-, Prozeß- sowie die Lern- und Entwicklungsperspektive sind klassifikatorische Oberpunkte zur Systematisierung der Nonfinancials.

Problematisch bei der Bestimmung des praktischen Nutzwerts der einzelnen scorecardbasierten Kennzahlenmodelle ist die Unsicherheit bei der Deduktion der dort verwendeten Indikatoren, d.h. der singulären Nonfinancials. Die Kausalketten zwischen den genannten nicht-finanziellen Perspektiven bzw. Kennzahlen und der finanziellen *bottom line* sind ein wesentliches Instrument zur Strategieverifikation und

erleichtern die Einschätzung der Risikofaktoren. Allerdings greifen die meisten Modelle auf subjektive Erfahrungswerte und „Augenscheinvalidität“ zurück, um die Effektivität bzw. den Wertsteigerungsbeitrag bestimmter nicht-finanzieller Kennzahlen zu plausibilisieren. Lediglich bei der Entwicklung des Value Chain Scoreboard<sup>1479</sup> und der Employee-Customer-Profit-Chain<sup>1480</sup> ist dieses zentrale Problem der Erfassung von Intangibles fundiert angegangen worden.

Im ersten Fall ist die Wertrelevanz der einzelnen in das Scoreboard integrierten Kennzahlen anhand von empirischen Studien belegt worden. Auf diese Weise wird die grundsätzliche Eignung spezifischer Kennzahlen als Indikatoren für die Wertgenerierung validiert. Eine unternehmensspezifische Präzisierung des Beeinflussungsgrades in bezug auf die Höhe und den Zeitpunkt der Wertsteigerung kann auf dieser empirischen Grundlage allerdings nicht geleistet werden. Vielmehr wurden vergleichsweise allgemeingültige, zumindest für eine bestimmte Branche geltende Faktoren identifiziert.

Für den zweiten Fall gilt dagegen, daß unternehmensindividuell eine Analyse der Ursache-Wirkungsbeziehungen vorgenommen worden ist, bei der neben der Validität der einzelnen Kennzahlen auch die Intensität und zeitliche Verzögerung ihres Einflusses auf die Wertgenerierung quantifiziert wurden. Eine Verallgemeinerbarkeit der Ergebnisse ist nicht gegeben.

Da Performance Measurement-Systeme die Wertgenerierung in der Unternehmung transparent machen sollen, muß ihre Struktur mit der individuellen Unternehmensstrategie korrespondieren. Daher sind diese Systeme notwendig sowohl branchen- als auch unternehmensspezifisch. Eine Standardisierung zur Herstellung einer unternehmensübergreifenden Vergleichbarkeit der generierten Informationen, die insbesondere die Kapitalallokation für Investoren erleichtern würde, ist nur begrenzt möglich. Dennoch erhöht die systematische Erfassung und Kommunikation außerbilanzieller, zukunftsorientierter Faktoren (wie z.B. intangible Assets) die Aussagekraft des Value Reporting, so daß aufgrund der auf diese Weise reduzierten Informationsasymmetrie bestehende Wahrnehmungslücken geschlossen werden können und am Kapitalmarkt die informatorischen Voraussetzungen bestehen, eine dem *true and fair view* entsprechende Unternehmensbewertung durchzuführen.

Für den Wirtschaftsjournalismus bedeutet die Einführung eines intangiblesbezogenen Value Reporting die Auseinandersetzung mit einer zusätzlichen Informationsquelle, was in der Folge zu einem erhöhten Arbeitsaufwand führt. Zwar kann auf Grundlage der freiwilligen Zusatzveröffentlichung von Informationen durch die Unternehmung („*voluntary disclosure*“) die Bewertung der langfristigen Leistungs- und Ertragsfähigkeit einer Unternehmung präzisiert werden. Aus Sicht des Journalisten

---

<sup>1479</sup> vgl. **Lev** (2001)

<sup>1480</sup> vgl. **Rucci / Kirn / Quinn** (1998)

dürfte diese erhöhte Informationsgenauigkeit allerdings einen vergleichsweise großen Verarbeitungsaufwand erfordern. Denn die professionellen Informationsverarbeitungsroutinen im Redaktionsalltag sind traditionell auf die klassischen Kennzahlensysteme abgestimmt. Die Orientierung der Berichterstattung an finanziellen Größen, d.h. den vergangenheitsbezogenen und periodisierten Parametern des Rechnungswesens, entspricht dem Wunsch nach hoher Genauigkeit und Objektivität im Sinne einer leichten Überprüfbarkeit. Aufgrund der Routine im Umgang mit den bekannten Kennziffern können die singulären Informationen problemlos bewertet und in Zusammenhänge gestellt werden. Die Arbeitsabläufe bei der Sammlung, Selektion und Bewertung der finanziellen Kennziffern funktionieren inhaltlich und prozessual aufgrund des bestehenden Erfahrungshorizonts reibungslos.

Darüber hinaus bedient die Berichterstattung in ihrer aktuellen, finanzbasierten Form die Erwartungshaltung eines Großteils der Rezipienten, d.h. der individuellen Aktionäre, die ihre Investitionsentscheidungen in aller Regel ebenfalls auf tradierte Bilanzgrößen und die daraus abgeleiteten Kennzahlen (Return on Investment (ROI), Gewinn pro Aktie (EPS), etc.) stützen.

Eine Integration bzw. zusätzliche Berücksichtigung von nicht-finanziellen Kennziffern in der Berichterstattung würde sowohl Wirtschaftsjournalisten als auch die finalen Informationsempfänger vor neue Herausforderungen stellen. Insbesondere die Bewertung der Aussagekraft der zusätzlichen intangiblesbezogenen Informationen in bezug auf die Performance und die Zukunftsfähigkeit der Unternehmung erfordert eine nachhaltige Veränderung der Wahrnehmungs- und Verarbeitungsroutinen und bedeutet damit einen erheblichen Zusatzaufwand. Die qualitativen Sachverhalte, die zum Teil mittels quantitativer Hilfsgrößen ausgedrückt werden können, sind schwieriger hinsichtlich ihrer monetären Effekte einzuordnen als finanzielle Kennzahlen. Zudem ist aufgrund der Vielzahl der Bewertungsparameter, die eine spezifische Dimension innerhalb eines scorecard-gestützten Modells beschreiben, ein erheblicher Erfassungs- und Bewertungsaufwand zu treiben, um im Rahmen einer externen, journalistischen Unternehmensbewertung zu einem fundierten Urteil kommen zu können. Gleichzeitig erscheint eine individuelle Verkürzung der durch die Unternehmungen vorgegebenen Kennziffernliste auf einige wenige *key non-financials* durch den einzelnen Wirtschaftsjournalisten nicht ratsam, da bei einem derartigen Vorgehen möglicherweise wichtige Erfolgsfaktoren exkludiert werden. Im Zweifel haben aber gerade diese Kennziffern vor dem Hintergrund der zugrunde liegenden Ursache-Wirkungsrelationen einen nicht zu vernachlässigenden Einfluß auf die finanzielle bottom-line und folglich eine erhebliche Wertschaffungsrelevanz. Aus Sicht des Wirtschaftsjournalisten, der zwar eine den intrinsischen Unternehmenswert möglichst präzise widerspiegelnde Bewertung erarbeiten will, aber dabei aufgrund der im Arbeitsalltag bestehenden Produktionszwänge die Arbeitseffizienz nicht außer acht las-

sen kann, ist zweifelsohne ein Value Reporting-Modell zielführend, das einen hohen Komprimierungsgrad der zur Verfügung gestellten Informationen aufweist. In diesem Zusammenhang ist das Modell nach Roos / Roos (Intellectual Capital Index) zu nennen, das in dieser Beziehung vorbildhaft eine Konsolidierung der einzelnen Indikatoren zu aggregierten Kategorien leistet und somit eine weitestmögliche Aussageverdichtung hinsichtlich der immateriellen Leistungspotentiale der Unternehmung darstellt (vgl. Kap. 8.3., S. 262ff). Die Abbildung des Intellectual Capital Index' als höchste Aggregationsstufe geschieht in Form einer einzigen Zahl, die die vier Dimensionen der Balanced Scorecard zusammenfaßt.

Dieser *lead indicator* ist eine indikative Kennzahl und übernimmt eine vorsteuernde Funktion für die finanzielle Performance der Unternehmung. Die Komplexität der Erfassung und Bewertung von intangiblen Assets und ihre Entwicklung im Zeitverlauf ist in diesem Modell auf ein handhabbares und journalistisch umsetzbares Maß reduziert worden.

Durch die Verdichtung der Daten tritt unvermeidlich ein Informationsverlust ein, da in gewissem Umfang eine inhaltliche Nivellierung eintritt und die Differenziertheit der Sachverhaltsdarstellung nicht umfänglich gewährleistet bleibt. Im Sinne eines handlungs- und umsetzungsorientierten Wissenschaftsansatzes jedoch scheint diese Einschränkung für den praktischen Journalismus akzeptabel, da auf diese Weise anhand einer einzigen Kennzahl die intangiblesbezogene Situation einer Unternehmung abgebildet und mit vertretbarem Aufwand in die journalistische Berichterstattung integriert werden kann.

Vorteilhaft ist in diesem Zusammenhang insbesondere der hohe Akzeptanzgrad, der einer singulären Kennzahl von den Journalisten entgegengebracht werden dürfte – im Vergleich zu einem umfassenden und komplizierten System mehrerer Kennzahlen. Zwar darf eine differenzierte Gesamtschau nicht fehlen und sollte der Öffentlichkeit durch die Unternehmung beispielsweise in einem gesonderten „Intangibles-Bericht“ zugänglich gemacht werden, damit u.a. Detailfragen geklärt und Ursache-Wirkungsrelationen nachvollzogen werden können. Aber um das Thema Intangibles in der Wahrnehmung der Wirtschaftsjournalisten zu positionieren, ist eine verständliche und maximal reduzierte Darstellungsweise des Sachverhalts der erfolgversprechendste Weg. Die simplifizierte Aufbereitung der komplexen Zusammenhänge in einer einzigen komprimierten Kennzahl erleichtert dem Journalisten überdies die Vermittlungsleistung gegenüber dem Rezipienten, d.h. dem individuellen Investor. Da dieser häufig nicht über ausreichende Kenntnisse bzw. Kapazitäten zur adäquaten Verarbeitung und Interpretation von Informationen verfügt, würde die Berichterstattung über die intangiblesbasierte Ertragskraft einer Unternehmung auf Grundlage eines neuen und umfassenden Systems nicht-finanzieller Kennzahlen in vielen Fällen eine Überkomplexität erzeugen. Darunter würde – trotz der empirisch nachgewie-



senen Wertrelevanz immaterieller Vermögenswerte – die Akzeptanz des Systems in der Kapitalmarktöffentlichkeit leiden. Eine Penetration des Themas in den Medien und die daraus resultierende Aufnahme in die regulären Informationsverarbeitungsprozesse in den Redaktionen wäre aufgrund des mangelnden Interesses auf Rezipientenseite daher kaum sinnvoll durchsetzbar.

Problematisch für die Einschätzung des Unternehmenswerts aus journalistischer Sicht ist die Tatsache, daß die scorecard-basierten Modelle zur Erfassung von intangiblen Assets überwiegend unternehmensspezifisch ausgelegt sind und in der Regel individuelle Geschäftsmodelle abbilden. Eine unternehmensübergreifende Vergleichbarkeit der auf diese Weise erhobenen Daten ist nicht gegeben. Für den Wirtschaftsjournalismus bedeutet diese Einschränkung, daß im Rahmen einer Zeitreihenbetrachtung lediglich die Entwicklung und Bewirtschaftung der Intangibles in der fokalen Unternehmung verfolgt werden können. Gegebenenfalls sind – sofern dieselbe Methodik zur Anwendung kommt – Vergleiche verschiedener Geschäftseinheiten innerhalb derselben Unternehmung möglich.

Bei Peer-Group-Vergleichen dagegen besteht die Gefahr einer verzerrten Darstellung. Obwohl für alle betrachteten Unternehmungen komprimierte, nicht-finanzielle Kennzahlen vorliegen können, sind diese in der Regel aufgrund eines abweichenden Modelldesigns und unterschiedlicher Ursache-Wirkungsvermutungen nicht vergleichbar. Bis zur Etablierung von (Branchen-)Standards kann der Wirtschaftsjournalismus durch die Integration von nicht-finanziellen, aus dem Value Reporting stammenden Kennzahlen in die Berichterstattung lediglich eine Präzisierung der Bewertung einzelner Unternehmungen erreichen.

Dennoch ist die Wertrelevanz der weichen Faktoren und der daraus resultierende Einfluß auf den Aktienkurs so erheblich, daß der Journalismus diesem Sachverhalt in Zukunft verstärkte Aufmerksamkeit schenken sollte. Ob die erforderlichen Inhalte nun mittels quantifizierter, nicht-finanzieller Kennzahlen transportiert werden, oder ob eine präzisere journalistische Vermittlung der qualitativen Aussagen des Value Reporting erfolgt, ist letztlich von den Informationsanforderungen und –bedürfnissen der Rezipienten abhängig.

Grundsätzlich erhält der Wirtschaftsjournalismus m. E. durch die Einführung einer neuen Erfassungs- und Bewertungsmethodik bzgl. der Ertragskraft und Zukunftsfähigkeit von Unternehmungen die Chance, sich gegenüber Analysten künftig wieder stärker zu profilieren. Da sich der Fokus des intangiblesbezogenen Value Reporting verschiebt und der Schwerpunkt nicht mehr allein auf der Berichterstattung über die harten Faktoren liegen wird, sondern vielmehr die weichen Faktoren in den Mittelpunkt rücken, ist künftig weniger die detaillierte Auseinandersetzung mit dem bilanziellen Zahlenwerk gefordert, sondern primär das Verständnis für Geschäftsmodelle, die Einordnung strategischer Entscheidungen in Markt- und Branchenzusammen-

hänge oder die Einschätzung der langfristigen Realisierungschancen von Erfolgspotentialen. Die Zahlenorientierung im finanziellen Sinne, bei der Analysten tendenziell ein Kompetenzvorsprung haben dürften, tritt in den Hintergrund. Zukünftig wird komplexes, vernetztes und unternehmerisch-kreatives Denken betont. Hier könnte der Wirtschaftsjournalismus künftig seine Kompetenz verstärkt unter Beweis stellen und sich in höherem Maße als bisher von Analysten und deren Unternehmensbewertungen emanzipieren.

Der **Ausblick** richtet sich auf die Implikationen der Informationstechnologie in bezug auf das Value Reporting. Gerade weil die instrumentelle Dimension der Kapitalmarktkommunikation in dieser Arbeit weitgehend ausgespart geblieben ist, erscheint es geradezu zwingend, auf die Möglichkeiten der Nutzung des Internets im Dienste des Value Reporting zu verweisen.<sup>1481</sup> Die Ubiquität und Interaktivität des Mediums sowie die potentielle Zeitnähe der Finanzberichterstattung („Echtzeit-Reporting“) fördern die Informationstransparenz und die Gleichbehandlung der Kapitalmarktpartizipanten. Sowohl die Erstellungskosten auf seiten der Unternehmung als auch die Kosten für die Informationssammlung und -aufbereitung auf seiten der Investoren dürften durch den Einsatz des Mediums Internet verringert werden. Aufgrund der spezifischen Charakteristika des Internets ist auch eine individualisierte und bestimmten Benutzerbedürfnissen entsprechende Adaption der Inhalte möglich.

Darüber hinaus bestehen zwischen den scorecardbasierten Kennzahlenmodellen zur Erfassung intangibler Assets und dem internen Reporting zahlreiche Schnittstellen, so daß eine kostensparende Konvergenz der Systeme anzustreben ist. Es ist anzunehmen, daß die Nutzung einer gemeinsamen informationstechnologischen Plattform die Kosten für die initiale Implementierung eines Value Reporting-Systems reduziert. Eine IT-induzierte Optimierung des Value Reporting dürfte eine effizienzsteigernde Wirkung auf die Informationsverarbeitung im Kapitalmarkt haben.

Die Praxis wird zeigen, inwiefern sich das Value Reporting als wertorientiertes und investorengerechtes Konzept einer systematischen Kapitalmarktkommunikation in der Unternehmensrealität etablieren kann. Erste Ansätze, die nicht allein auf die Darstellung von immateriellen Vermögenswerten fokussieren, existieren bereits.<sup>1482</sup> Für die Zukunft wird vor allem interessant sein, zu verfolgen, welche unternehmensspezifischen Varianten des Value Reporting sich durchsetzen und welche nicht-finanziellen Kennzahlen (inklusive der Ableitung ihrer Wertrelevanz) standardprägend werden. Die vorliegende Arbeit dürfte zumindest die Diskussion um die Implementierung von Value Reporting-Konzepten in der Unternehmenspraxis bereichern.

---

<sup>1481</sup> vgl. exemplarisch **Piwinger** (2000); **Helm** (1998); **Deller/Stubenrath/Weber** (1997)

<sup>1482</sup> vgl. **PricewaterhouseCoopers** (2000a)



## 10. Literaturverzeichnis

- Aboody**, D. / Lev, B.: The Value-Relevance of Intangibles: The Case of Software Capitalisation. Working paper. o.O. 1998.
- Accenture** (Hrsg.): Effizientes eReporting. München 2001.
- Achatz**, H.: Der Shareholder Value im gesellschaftlichen Disput. In: **Müller**, M. / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S.13-25.
- Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. [a]
- Achleitner**, A.-K. / Bassen, A.: Investor Relations von Wachstumsunternehmen und etablierten Unternehmen im Vergleich. In: **Knüppel**, H. / Lindner, C. (Hrsg.): Die Aktie als Marke. Frankfurt a. M. 2001. S. 25-47. [b]
- Achleitner**, A.-K. / Bassen, A.: Konzeptionelle Einführung in die Investor Relations am Neuen Markt. In: **Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 3-20. [c]
- Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. / Pietzsch, L.: Empirische Studien zu Investor Relations in Deutschland. In: **Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 23-59.
- Aders**, C. / Wiedemann, F.: Brand Valuation: Errechnen die bekannten Ansätze der Markenbewertung entscheidungsrelevante Markenwerte? In: Finanz Betrieb 9. 2000. S. 469- 478.
- Aders**, C. / Galli, A. / Wiedemann, F.: Unternehmenswerte auf Basis der Multiplikatormethode. In: Finanz Betrieb 4. 2000. S. 197-204.
- Ahlers**, S.: Die organisatorische Einbindung von Investor Relations in das Unternehmen. In: **Deutscher Investor Relations Kreis e.V.** (Hrsg.): Investor Relations. Wiesbaden 2000. S. 29-34.
- Aichele**, C.: Kennzahlenbasierte Geschäftsprozessanalyse. Wiesbaden 1997.
- AICPA** (Hrsg.): Improving Business Reporting – A Customer Focus (The Jenkins Report). [Http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/index.htm](http://www.aicpa.org/members/div/acctstd/ibr/index.htm); 03.08.2000.
- Akerlof**, G.: The Market for Lemons. In: Quarterly Journal of Economics (February). 1970. S. 488-500.
- Alchian**, A. / Demsetz, H.: The Property Rights Paradigm. In Journal of Economic History (23). 1973. S: 16-27.
- Alchian**, A. / Demsetz, H.: Production, Information Costs, and Economic Organization. In: American Economic Review (December). 1972. S. 777-795.
- Alchian**, A.: Some Economics of Property Rights. In: Il Politico (30). 1967. S. 816-829.

- Aldridge**, R. / Colbert, J.: We Need Better Financial Reporting. In: Management Accounting (July). 1997. S. 32-36.
- Allendorf**, G.: Investor Relations deutscher Publikumsgesellschaften. Oestrich-Winkel 1996.
- Alvarez**, M. / Wotschofsky, S.: Investor Relations. In: Finanz Betrieb 10. 2000. S. 651-654.
- Amir**, E. / Lev, B.: Value-relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry. In: Journal of Accounting and Economics 22. 1996. S. 3-30.
- Anderson**, E. / Fornell, C. / Lehmann, D.: Customer Satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings from Sweden. In: Journal of Marketing Research (July). 1994. S. 53-66.
- Anderson**, E. / Fornell, C. / Rust, R.: Customer Satisfaction, Productivity, and Profitability: Differences Between Goods and Services. In: Marketing Science 2. 1997. S. 129-145.
- Andrä**, B.: Die Zielhierarchie des Betriebes. Frankfurt a. M. 1975.
- Appleman**, M.: Rediscovering Investor Relations. In: Financial Executive 9. 1984. S. 10-14.
- Arrow**, K.: The Economics of Agency. In: **Pratt**, J. / Zeckhauser, R. (Hrsg.): Principals and Agents: The Structure of Business. Boston 1985. S. 37-51.
- Arthur Andersen & Co** (Hrsg.): The Valuation of Intangible Assets. London 1992.
- Auer**, K.: Externe Rechnungslegung. Berlin 2000.
- Avenarius**, H.: Public Relations. Darmstadt 1995.
- Balog**, S.: What an analyst wants from you. In: Financial Executive (July / August). 1991. S. 47-52.
- Bamberg**, G. / Spremann, K. (Hrsg.): Agency Theory, Information, and Incentives. Berlin 1989.
- Banker**, R. / Potter, G. / Srinivasan, D.: An Empirical Investigation of an Incentive Plan Based on Nonfinancial Performance Measures. Working paper. o.O. 1998. Zitiert nach: **Ittner**, C. / Larcker, D.: Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications. In: Journal of Management Accounting Research (10). 1998. S. 205-238. [a]
- Barnea**, A. / Haugen, R. / Senbet, L.: Agency Problems and Financial Contracting. New Jersey 1985.
- Barsky**, N. / Marchant, G.: The Most Valuable Resource. Measuring and Managing Intellectual Capital. In: Strategic Finance (February). 2000. S. 59-62.

- Barry, C. / Brown, S.:** Differential Information and Security Market Equilibrium. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis (December). 1985. S. 407-422.
- Barry, C. / Brown, S.:** Differential Information and the Small Firm Effect. In: Journal of Financial Economics (July). 1984. S. 283-294.
- Bartelsman, E. / Van Leeuwen, G. / Nieuwenhuijsen, H. / Zeelenberg, K.:** R&D and Productivity Growth: Evidence from Firm-Level Data for the Netherlands. In: Netherlands Official Statistics 3. 1996. S. 52-69.
- Barzen, D. / Wahle, P.:** Das PIMS-Programm – was es wirklich wert ist. In: Harvard Manager 1. 1991. S. 100-109.
- Baßeler, U. / Heinrich, J. / Koch, W.:** Grundlagen und Probleme der Volkswirtschaft. Köln 1991.
- Bassi, L. / Van Buren, M.:** Valuing Investments in Intellectual Capital. In: International Journal of Technology Management 5/6/7. 1999. S. 414-432.
- Bauer, S.:** Der Aktionär wird König. In: Industriemagazin (Oktober). 1990. S. 233-239.
- Bea, F. / Haas, J.:** Strategisches Management. Stuttgart 1997.
- Becker, C. et al.:** The Effect of Audit Quality on Earnings Management. In: Contemporary Accounting Research 1. 1998. S. 1-24.
- Becker, F.:** Finanzmarketing von Unternehmungen. In: Die Betriebswirtschaft 3. 1994. S. 295-313.
- Beger, R. / Gärtner, H. / Mathes, R.:** Unternehmenskommunikation. Frankfurt a. M. 1989.
- Behrenwaldt, U.:** Wertschöpfung auf dem Prüfstand: Der Anspruch der institutionellen Investoren an die Investor-Relations-Arbeit. In: **Achleitner, A.-K. / Bassen, A.** (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 421-434.
- Beiertz, G.:** Investor Relations – was Banken davon haben. In: Der Bankkaufmann 6. 1992. S.11-13.
- Bekmeier-Feuerhahn, S.:** Marktorientierte Markenbewertung. Wiesbaden 1998.
- Ben Zion, U.:** The Investment Aspect of Nonproduction Expenditures: An Empirical Test. In: Journal of Economics and Business 30. 1978. S. 224-229.
- Bentele, G. / Steinmann, H. / Zerfaß, A.** (Hrsg.): Dialogorientierte Unternehmenskommunikation. Berlin 1996.
- Bentele, G. / Beck, K.:** Information – Kommunikation – Massenkommunikation: Grundmodelle und Modelle der Publizistik- und Kommunikationswissenschaften. In: **Jarren, Otfried** (Hrsg.): Medien und Journalismus 1. Opladen 1994. S. 16-49.

- Berelson, B.** / Janowitz, M. (Hrsg.): Reader in Public Opinion Communication. New York 1967.
- Bergmann, E.** / Butzlaff, J.-M.: Institutionelles Anlegerverhalten und Shareholder Value. In: **Müller, M.** / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 202-212.
- Berndt, R.** / Hermanns, A. (Hrsg.): Handbuch Marketing-Kommunikation. Wiesbaden 1993.
- Bestmann, U.:** Finanz- und Börsenlexikon. München 2000.
- Beyer, S.** / Eberts, M.: Praxisrelevante Fragestellungen aus Investmentanalyse und Finanzierung. Stuttgart 2000.
- Bidlingmaier, J.:** Unternehmerziele und Unternehmerstrategien. Wiesbaden 1964.
- Bimboese, B.:** Financial und Investor Relations am Beispiel von Going Public. In: **Dörrbecker, K.** / Rommerskirchen, T. (Hrsg.): Blick in die Zukunft – Kommunikationsmanagement: Perspektiven und Chancen der Public Relations. Remagen-Rolandseck 1990. S. 138-146.
- Bischoff, J.:** Das Shareholder Value-Konzept. Wiesbaden 1994.
- Bittl, A.:** Vertrauen durch kommunikationsintendiertes Handeln. Wiesbaden 1997.
- Bittner, T.:** Die Wirkungen von Investor Relations-Maßnahmen auf Finanzanalysten. Lohmar 1996.
- Black, F.** / Jensen, M. / Scholes, M.: The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Findings. In: **Jensen, M.** (Hrsg.): Studies in the Theory of Capital Markets. New York 1972. S. 79-121.
- Black, F.** / Scholes, M.: The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. In: Journal of Financial Economics 5. 1974. S. 1-22.
- Bläse, D.:** Methodischer Rahmen für Planung, Durchführung und Kontrolle von Öffentlichkeitsarbeit. In: **Haedrich, G.** / Barthenheimer, G. / Kleinert, H. (Hrsg.): Öffentlichkeitsarbeit. Berlin 1982. S. 187-205.
- Blättchen, W.** / Jacquillat, B.: Börseneinführung. Frankfurt a.M. 1999.
- Bleicher, K.** (Hrsg.): Unternehmerischen Wandel erfolgreich bewältigen. Wiesbaden 1995.[a].
- Bleicher, K.:** Vertrauen als kritischer Faktor. In: **Bleicher, K.** (Hrsg.): Unternehmerischen Wandel erfolgreich bewältigen. Wiesbaden 1995.[b]. S. 207-220.
- Blohm, B.:** Quelle oder Alibi-Zitat – was Journalisten und Analysten voneinander haben. **Rolke, L.** / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 107-111.
- Blood, J.** (Hrsg.): Investor Relations: The Company and its Owners. New York 1963.

- Boemle, M.:** Finanzielle Berichterstattung über Mitarbeiter-Beteiligungs- und Management-Incentive-Programme schweizerischer Unternehmungen im Rahmen des Value Reporting. In: Die Unternehmung 1. 2000. S. 57-71.
- Boon, M.:** Human Capital Stock and Productivity: The Case of Dutch Manufacturing Firms. In: **Buigues, P. / Jacquemin, A. / Marchipont, J.-F.** (Hrsg.): Competitiveness and the Value of Intangible Assets. Cheltenham 2000. S. 259-271.
- Born, K.:** Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung. Stuttgart 1995.
- Botan, C. / Hazleton, V.:** Public Relations Theory. Hillsdale 1989.
- Botosan, C.:** Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. In: The Accounting Review 3. 1997. S. 323-349.
- Bötzel, S. / Schwilling, A.:** Erfolgsfaktor Wertmanagement. München 1998.
- Boulton, R. / Libert, B. / Samek, S.:** Value Code – Werte schaffen in der Neuen Wirtschaft. München 2001.
- Bowman, P.** (Hrsg.): Handbook of Financial Public Relations. Oxford 1989.
- Bradley, K.:** The Case for Valuation and Disclosure of Intangibles. Präsentation. London 1997. Zitiert nach: **Skyrme, D.:** Measuring the Value of Knowledge. Metrics for the Knowledge-Based Business. London 1998.
- Brammer, R.:** Die Einführung der ersten globalen Namensaktie am Beispiel der DaimlerChrysler AG. In: **Kirchhoff, K. / Piwinger, M.** (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 227-241.
- Brancato, C.:** Institutional Investors and Corporate Governance. Chicago 1997.
- Brandt, O.:** Inhalte von Investor Relations. In: **Müller, M. / Leven, F.-J.** (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 117-130.
- Brantley, W.:** Taking a Strategic Approach to International IR. In: The Journal of Business Strategy (March / April). 1988. S. 9-13.
- Breid, V.:** Erfolgspotentialrechnung. Stuttgart 1994.
- Bretzke, W.-R.:** Das Prognoseproblem bei der Unternehmensbewertung. Düsseldorf 1975.
- Breuer, R.-E.:** Was die Börse übelnimmt – Kommunikation mit einer sensiblen Institution. In: **Demuth, A.** (Hrsg.): Imageprofile `91. Düsseldorf 1991. S.70-78.
- Brink, A.:** Holistisches Shareholder-Value-Management. München 2000.
- Bridts, C.** Zwischenberichtspublizität. Düsseldorf 1990.
- Brockington, R.:** Accounting for Intangible Assets. Wokingham 1996.
- Brooking, A.:** Intellectual Capital. London 1996.
- Bruhn, M. et al.** (Hrsg.): Wertorientierte Unternehmensführung. Wiesbaden 1998.
- Bruhn, M.:** Kommunikationspolitik. München 1997.



- Bruns**, H.-G.: Meinungen zum Thema: Investor Relations. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 184-206.
- Brynjolfsson**, E. / Yang, S.: The Intangible Costs and Benefits of Computer Investments: Evidence from Financial Markets. Working Paper. o.O. 1999. Zitiert nach: **Lev**, B.: Intangibles. Management, Measurement, and Reporting. Washington 2001.
- Buchner**, R.: Immaterielle Vermögensgegenstände. In: **Busse von Colbe**, W. / Pellens, B. (Hrsg.): Lexikon des Rechnungswesens. München 1998. S. 343-347.
- Budäus**, D. / Gerum, E. / Zimmermann, G. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte. Wiesbaden 1988.
- Budd**, J.: Broadening your IR Perspective. In: The Journal of Business Strategy (March / April). 1988. S. 14-18.
- Bühner**, R. (Hrsg.): Der Shareholder-Value-Report. Landsberg / Lech 1994.
- Bühner**, R.: Das Management-Wert-Konzept. Stuttgart 1990.
- Buigues**, P. / Jacquemin, A. / Marchipont, J.-F. (Hrsg.): Competitiveness and the Value of Intangible Assets. Cheltenham 2000.
- Bürgel**, H. / Luz, J.: Wissen nutzen – Nutzen messen. In: IO Management 10. 2000. S. 18-24.
- Busse von Colbe**, W.: Die Entwicklung des Jahresabschlusses als Informationsinstrument. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung. Sonderheft 32. 1993. S. 11-30.
- Busse von Colbe**, W. / Pellens, B. (Hrsg.): Lexikon des Rechnungswesens. München 1998.
- Bütschi**, G.: PR-Metaplanung. Bern 1998.
- Byrd**, J. / Parrino, R. / Pritsch, G.: Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value. In: Financial Analysts Journal (May / June). 1998. S. 14-30.
- Cap Gemini Ernst & Young**: Measuring the Future. The Value Creation Index. o.O. 2000.
- Chan**, S. / Martin, J. / Kensinger, J.: Corporate Research and Development Expenditures and Share Value. In: Journal of Financial Economics (August). 1990. S. 255-276.
- Chatterjee**, S. / Lubatkin, M.: Corporate Mergers, Stockholder Diversification, and Changes in Systematic Risk. In: Strategic Management Journal (May / June). 1990. S. 255-268.
- Chow**, C. / Haddad, K. / Williamson, J.: Applying the Balanced Scorecard to Small Companies. In: Management Accounting (August). 1997. S. 21-27.

- Chugh, L. / Meador, J.:** Break the Barrier between You & Your Analyst. In: Financial Executive (September). 1984. S. 16-21.
- Clinton, B. / Hsu, K.-C.:** Linking Manufacturing Control to Management Control. In: Management Accounting (September). 1997. S. 18-24.
- Coase, R.:** The Problem of Social Cost. In: The Journal of Law and Economics (October). 1960. S. 1-44.
- Coase, R.:** The Nature of the Firm. In: Economica (November). 1937. S. 386-405.
- Coenenberg, A.:** Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse. Landsberg / Lech 1997.
- Coleman, I. / Eccles, R.:** Pursuing Value: Reporting Gaps in the United Kingdom. o.O. 1997.
- Contractor, F. (Hrsg.):** Valuation of Intangible Assets in Global Operations. Westport 2001.
- Coopers & Lybrand (Hrsg.):** Wertorientierte Unternehmensführung. Frankfurt a. M. 1997.
- Copeland, T. / Koller, T. / Murrin, J. :** Unternehmenswert. Frankfurt a.M. 1998.
- Cornell, B. / Shapiro, A.:** Corporate Stakeholders and Corporate Finance. In: Financial Management (Spring). 1987. S. 5-14.
- Cutlip, S. / Center, A. / Broom, G.:** Effective Public Relations. Englewood Cliffs 1985.
- Daniel, K. / Titman, S.:** Financing Investment under Asymmetric Information. In: **Jarrow, R. / Maksimovic, V. / Ziemba, W. (Hrsg.):** Handbooks in Operations Research and Management. Vol. 9: Finance. Amsterdam 1995. S. 721-766.
- Decker, R.:** Eine Prinzipal-Agenten-theoretische Betrachtung von Eigner-Manager-Konflikten in der Kommanditgesellschaft auf Aktien und in der Aktiengesellschaft. Bergisch Gladbach 1994.
- Delaney, P. / Epstein, B. / Adler, J. / Foran, M.:** GAAP 98 – Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles 1998. New York 1998.
- Deller, D. / Stubenrath, M. / Weber, C.:** Die Internetpräsenz als Instrument der Investor Relations. In: Der Betrieb 32. 1997. S. 1577-1583.
- Dellmann, K. / Pedell, K. (Hrsg.):** Controlling von Produktivität, Wirtschaftlichkeit und Ergebnis. Stuttgart 1994.
- Demers, E. / Lev, B.:** A Rude Awakening: Internet Value-Drivers in 2000. Working Paper. o.O. 2000.
- Dempsey, S. / Gatti, J. / Grinnell, D. / Cats-Baril, W.:** The Use of Strategic Performance Variables as Leading Indicators in Financial Analysts' Forecasts. In: Journal of Financial Statement Analysis 4. 1997. S. 61-71.

- Demming, C.** / Scheld, G.: Fundamentale Aktienanalyse. In: Das Wirtschaftsstudium 4. 1993. S. 298-306.
- Demuth, A.** (Hrsg.): Imageprofile '91. Düsseldorf 1991.
- Deng, Z.** / Lev, B. / Narin, F.: Science and Technology as Predictors of Stock Performance. In: Financial Analysts Journal (May / June). 1999. S. 20-32.
- Derieth, A.:** Unternehmenskommunikation. Eine theoretische und empirische Analyse zur Kommunikationsqualität von Wirtschaftsorganisationen. Opladen 1995.
- Deutsche Bank AG** (Hrsg.): IPhOria – The Millennium Fitness Programme. Frankfurt a. M. 1999.
- Deutsche Bank AG** (Hrsg.): IPhOria. London 1998.
- Deutscher Investor Relations Kreis e.V.** (Hrsg.): Investor Relations. Wiesbaden 2000.
- Diehl, U.** / Loistl, O. / Rehkugler, H.: Effiziente Kapitalmarktkommunikation. Stuttgart 1998.
- Diehl, U.:** Investmentanalysten. In: **Achleitner, A.-K.** / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 397-420.
- Diehl, U.:** Investor Relations. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S.173-183.
- Diller, H.** / Lücking, J.: Die Resonanz der Erfolgsfaktorenforschung beim Management von Großunternehmen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 63. 1993. S. 1229-1249.
- Dimmeler, D.** / Sauer, D.: Performanceorientiertes Lernen mit der Balanced Scorecard. In: IO Management 7/8. 2000. S. 39-43.
- Dohmke, H.:** Rendite und Risiko von Aktien kleiner Börsengesellschaften. Frankfurt a.M. 1984.
- Döring, C.:** Finanzpresse und Finanzanalysten. In: **Rolke, L.** / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 118-127. [a]
- Döring, C.:** Striptease für den Investor – Unternehmensjournalismus heute. In: **Padberg, E.** / Döring, C. (Hrsg.): Mittler der Märkte. Frankfurt a. M. 2000. S. 17-28. [b]
- Dörrbecker, K.** / Fissenewert-Gossmann, R.: Wie Profis PR-Konzeptionen entwickeln. Frankfurt a. M. 1996.
- Dörrbecker, K.** / Rommerskirchen, T. (Hrsg.): Blick in die Zukunft – Kommunikationsmanagement: Perspektiven und Chancen der Public Relations. Remagen-Rolandseck 1990.
- Drill, M.:** Investor Relations. Bern 1995.
- Droste, H.-W.:** Praktikerhandbuch Investor Relations. Stuttgart 2001.

- Drtna**, R.: No Joke – Performance Measures Can Deliver. In: Strategic Finance (August). 1999. S. 47-50.
- Drukarczyk**, J.: Theorie und Politik der Finanzierung. München 1993.
- Drukarczyk**, J.: Finanzierung. Stuttgart 1991.
- Dürr**, M.: Investor Relations. München 1994.
- Düsterlho**, J.-E. v.: Der Umgang mit den Analysten. In: **Deutscher Investor Relations Kreis e.V.** (Hrsg.): Investor Relations. Wiesbaden 2000. S. 73-79.
- Eberhardt**, S.: Wertorientierte Unternehmensführung. Wiesbaden 1998.
- Eccles**, R.: The Performance Measurement Manifesto. In: Harvard Business Review (January-February). 1991. S. 131-137.
- Eccles**, R. et al.: The Value Reporting Revolution. New York 2001.
- Eccles**, R. / Fletcher, J.: Value and Reporting in the Banking Industry. o.O. 1999.
- Eccles**, R. / Mavrincac, S.: Improving the Corporate Disclosure Process. In: Sloan Management Review (Summer). 1995. S. 11-25.
- Eccles**, R. / Nelligan, M.: Value and Reporting in the Insurance Industry. o.O. 1999.
- Eccles**, R. / Pyburn, P.: Creating a Comprehensive System to Measure Performance. In: Management Accounting (October). 1992. S. 41-44.
- Edvinsson**, L.: Developing Intellectual Capital at Skandia. In: Long Range Planning 3. 1997. S. 366-373.
- Edvinsson**, L. / Brüning, G.: Aktivposten Wissenskapital. Wiesbaden 2000.
- Edvinsson**, L. / Malone, M.: Intellectual Capital. New York 1997.
- Ehling**, W. / Dozier, D.: Public Relations Management and Operations Research. In: Grunig et al. (Hrsg.): Excellence in Public Relations and Communication Management. Hillsdale 1992. S. 251-284.
- Ehrmann**, H.: Unternehmensplanung. Ludwigshafen 1997.
- Eidel**, U.: Moderne Verfahren der Unternehmensbewertung und Performance-Messung. Herne 1999.
- Eisenstein**, C.: Meinungsbildung in der Mediengesellschaft. Opladen 1994.
- Eliasson**, G.: Making Intangibles Visible: The Value, the Efficiency and the Economic Consequences of Knowledge. In: **Buigues**, P. / Jacquemin, A. / Marchipont, J.-F. (Hrsg.): Competitiveness and the Value of Intangible Assets. Cheltenham 2000. S. 42-71.
- Ellis**, C.: How to Manage Investor Relations. In: Financial Analysts Journal (March / April). 1985. S. 34-41.
- Elschen**, R.: Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (43). 1991. S. 1002-1012.

- Elschen**, R.: Agency-Theorie. In: Die Betriebswirtschaft 2. 1988. S. 248-250.
- Enke**, M.: Investor Relations versus Aktienmarketing oder die Bedeutung des Aktienmarketing für einen Investmentanalysten. In: **Beyer**, S. / Eberts, M.: Praxisrelevante Fragestellungen aus Investmentanalyse und Finanzierung. Stuttgart 2000. S. 57-68.
- Epstein**, M. / Palepu, K.: What Financial Analysts Want. In: Strategic Finance (April). 1999. S. 49-52.
- Erichsen**, J.: Den Wert eines Unternehmens an den Zahlungsflüssen messen. In: Bilanz & Buchhaltung 6. 2000. S. 215-221.
- Essing**, N.: Global Financial Communications Management. In: **Merten**, K. / Zimmermann, R. (Hrsg.): Das Handbuch der Unternehmenskommunikation 2000 / 2001. Köln 2001. S. 188-193.
- Faitz**, C.: Wer sind Analysten, und wie arbeiten sie? In: **Rolke**, L. / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 171-179.
- Faitz**, C.: Berichterstattung bei Industrieunternehmen. In: **Müller**, M. / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 165-186.
- Faltz**, F.: Investor Relations. Die Kommunikation zwischen Unternehmen und Investoren. Wiesbaden 1999.
- Fama**, E. / Jensen, M.: Agency Problems and Residual Claims. In: Journal of Law and Economics (April). 1983. S. 327-349.
- Fama**, E.: Agency Problems and the Theory of the Firm. In: Journal of Political Economy (April). 1980. S. 288-307.
- Fama**, E.: Efficient Capital Markets. In: Journal of Finance 5. 1970. S. 383-417(423).
- Faulstich**, W.: Grundwissen Öffentlichkeitsarbeit. Kritische Einführung in die Problemfelder der Public Relations. Bardowick 1992.
- Fisher**, I.: The Theory of Interest. New York 1965.
- Fitzpatrick**, B.: Is Efficient Capital Market Hypothesis a Myth or Reality? In: Journal of Financial Management and Analysis International Review of Finance 2. 1995. S. 14-25.
- Flori**, H.: Bewertungsansätze beim Börsengang von Wachstumsunternehmen am Neuen Markt. Wiesbaden 1999.
- Florin**, G.: Strategiebewertung auf der Ebene der strategischen Geschäftseinheit. Frankfurt a. M. 1988.
- Förschle**, G. / Glaum, M. / Mandler, U.: US-GAAP, IAS und HGB: Ergebnisse einer Umfrage unter deutschen Rechnungslegungsexperten. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 4. 1995. S. 393-413.

- Foster**, J.: Die Bedeutung der Unternehmenswerbung auf dem Kapitalmarkt in den USA. In: **Demuth**, A. (Hrsg.): Imageprofile '91. Düsseldorf 1991. S. 133-146.
- Franke**, D.: Investor Relations aus der Sicht von Akteuren und Adressaten. In: **Kirchhoff**, K. / Piwinger, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 71-84.
- Frantzmann**, H.: Zur Messung des Marktrisikos deutscher Aktien. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (42). 1990. S. 67-83.
- Frantzmann**, H.: Saisonalitäten und Bewertung am deutschen Aktien- und Rentenmarkt. Frankfurt 1989.
- Frantzmann**, H.: Der Montagseffekt am deutschen Aktienmarkt. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 7. 1987. S. 611-635.
- Freeman**, R.: Strategic Management. A Stakeholder Approach. Marshfield 1984.
- Frei**, N. / Schlienkamp, C. (Hrsg.): Aktie im Aufwind. Wiesbaden 1998.
- Frei**, N.: Investor Relations – Wie hege und pflege ich meinen Aktionär von heute und morgen? In: **Frei**, N. / Schlienkamp, C. (Hrsg.): Aktie im Aufwind. Wiesbaden 1998. S. 163-183.
- Friedlaender**, E. / Stabernack, M.: Betriebswirtschaftliche Ansätze zur wertorientierten Unternehmensführung. In: **Müller**, M. / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 27-44.
- Frigge**, C. / Zemelka, C.: Strategiekonzeption beim Börsengang von Borussia Dortmund. In: **Wirtz**, B. / Salzer, E. (Hrsg.): IPO-Management. Wiesbaden 2001. S. 517-534.
- Fritsch**, U. / Liener, G. / Schmidt, R. (Hrsg.): Die deutsche Aktie. Düsseldorf 1993.
- Fritz**, W.: Marketing – ein Schlüsselfaktor des Unternehmenserfolges? In: Marketing 2. 1990. S. 91-110.
- Gälweiler**, A.: Strategische Unternehmensführung. Frankfurt a. M. 1990.
- Gambardella**, A. / García-Fontes, W. / Gérald Petit: Research and Development, Innovation and Corporate Performance in the Chemical Industry: A Case Study. In: **Buigues**, P. / Jacquemin, A. / Marchipont, J.-F. (Hrsg.): Competitiveness and the Value of Intangible Assets. Cheltenham 2000. S. 228-250.
- Garavan**, T.: Stakeholders and Strategic Human Resource Development. In: Journal of European Industrial Training 10. 1995. S. 11-16.
- Garcia**, B.: Creating Effective Relationships with the Financial Media. In: **Nichols**, D. (Hrsg.): The Handbook of Investor Relations. Homewood 1989. S. 100-111.
- Gebauer**, W. / Rudolf, B. (Hrsg.): Marketing für Finanzprodukte und Finanzmärkte. Frankfurt a.M. 1985.

- Geiberger**, J.: Berichterstattung bei Versicherungen. In: **Müller**, M. / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 187-202.
- Geipel**, U. / Müller, P.: Erfahrung mit Investor Relations. In: Die Bank 3. 1993. S. 144-146.
- Gerke**, W.: Mißbrauch der Medien zur Aktienkursbeeinflussung. In: Rolke, L. / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 151-170.
- Gerke**, W. / Bienert, H.: Marktbeeinflussung durch Analystenempfehlungen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Ergänzungsheft) 2. 1998. S. 187-200.
- Gerke**, W. / Oerke, M.: Marktbeeinflussung durch Analystenempfehlungen. Eine empirische Studie. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Ergänzungsheft) 2. 1998. S. 1-14.
- Gerke**, W. / Oerke, M. / Sentner, A.: Der Informationsgehalt von Dividendenänderungen auf dem deutschen Kapitalmarkt. In: Die Betriebswirtschaft 6. 1997. S. 810-821.
- Glade**, H.-J.: Immaterielle Anlagewerte in Handelsbilanz, Steuerbilanz und Vermögensaufstellung. Bergisch Gladbach 1990.
- Göcken**, U. / Schulte, K.-W.: Fundamentale Aktienanalyse. Bergisch Gladbach 1990.
- Goldberg**, J. / Nitzsch, R. v.: Behavioral Finance. München 1999.
- Goldman**, A.: How to Develop an Investor Relations Program. In: Financial Executive (July). 1982. S. 26-33.
- Gomez**, P.: Wertmanagement. Düsseldorf 1993.
- Gomez**, P. / Weber, B.: Akquisitionsstrategie – Wertsteigerung durch Übernahme von Unternehmungen. Stuttgart 1989.
- Gönczöl**, J. / Stoffels, H.: Internationale Investor Relations – erfolgreiche Investorenansprache im Ausland. In: **Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 479-486.
- Göttgens**, O. / Sander, B. / Wirtz, B. / Dunz, M.: Markenbewertung als strategischer Erfolgsfaktor. Working paper. o.O. o.J..
- Götz**, E.: Technische Aktienanalyse und die Effizienz des deutschen Kapitalmarktes. Heidelberg 1990.
- Graham**, B. / Dodd, D.: Security Analysis. New York 1934.
- Graves**, J.: Stop Wasting your Communications Dollars. In: Financial Executive (May). 1984. S. 28-31. [a]
- Graves**, J.: A Recipe for Investor Relations Success. In: Financial Executive (September). 1984. S. 22-30. [b]

- Gress**, F.: Viele Gesichter, eine Stimme: Finanzkommunikation als Erwartungsmanagement. In: **Rolke**, L. / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 59-72.
- Gröjer**, J.-E.: Intangibles and Accounting Classifications: In Search of a Classification Strategy. In: Accounting, Organization and Society 7-8. 2001. S. 695-713.
- Grossmann**, S. / Stiglitz, J.: On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. In: The American Economic Review (June). 1980. S. 393-408.
- Grote**, P.: Meinungen zum Thema: Investor Relations. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 184-206.
- Grunig**, J. / Grunig, L. / Dozier, D.: Das situative PR-Modell. In: **Bentele**, G. / Steinmann, H. / Zerfaß, A. (Hrsg.): Dialogorientierte Unternehmenskommunikation. Berlin 1996. S. 199-228.
- Grunig**, J. et al. (Hrsg.): Excellence in Public Relations and Communication Management. Hillsdale 1992.
- Grunig**, J. / Grunig, L.: Models of Public Relations and Communication. In: **Grunig**, J. et al. (Hrsg.): Excellence in Public Relations and Communication Management. Hillsdale 1992. S. 287-325.
- Grunig**, J. / White, J.: The Effect of Worldviews on Public Relations. In: **Grunig**, J. et al. (Hrsg.): Excellence in Public Relations and Communication Management. Hillsdale 1992. S. 31-64.
- Grunig**, J. / Hunt, T.: Managing Public Relations. New York 1984.
- Gu**, F. / Lev, B.: Markets in Intangibles: Patent Licensing. Working paper. Boston / New York 2000.
- Guatri**, L.: Theorie der Unternehmungswertsteigerung. Wiesbaden 1994.
- Guilding**, C. / Pike, R.: Intangible Marketing Assets: A Managerial Accounting Perspective. In: Accounting and Business Research 18. 1990. S. 41-49.
- Günther**, T.: Investor Relations. In: Marktforschung und Management 3. 1998. S. 85-91.
- Günther**, T.: Unternehmenswertorientiertes Controlling. München 1997.
- Günther**, T. / Otterbein, S.: Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender Deutscher Aktiengesellschaften. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 4. 1996. S. 389-417.
- Habermas**, J.: Theorie des kommunikativen Handelns. Frankfurt a. M. 1981.
- Hachmeister**, D.: Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmungswertsteigerung. Frankfurt a. M. 1999.
- Hachmeister**, D.: Shareholder Value. In: Die Betriebswirtschaft 6. 1997. S. 823-839.



- Häcker**, M: Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt. In: Finanz Betrieb 3. 2001. S. 665-678.
- Haedrich**, G. / Barthenheimer, G. / Kleinert, H. (Hrsg.): Öffentlichkeitsarbeit. Berlin 1982.
- Hahn**, D. (Hrsg.): Führungsprobleme industrieller Unternehmungen. Berlin 1980.
- Hall**, R.: The Contribution of Intangible Resources to Business Success. In: Journal of General Management 16. 1991. S. 41-52.
- Hall**, R.: A Framework Linking Intangibles Resources and Capabilities to Sustainable Competitive Advantage. In: Strategic Management Journal 8. 1993. S. 607-613.
- Hall**, R.: A Framework for Identifying Intangible Sources of Sustainable Competitive Advantage. In: **Hamel**, G. / Heene, A. (Hrsg.): Competence-Based Competition. New York 1994. S. 149-169.
- Hamel**, G. / Heene, A. (Hrsg.): Competence-Based Competition. New York 1994.
- Hammer**, R.: Unternehmensplanung. München 1998.
- Hank**, B.: Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären. Frankfurt a. M. 1999.
- Hansen**, J.: Professionelles Investor Relations Management. Landsberg / Lech 2000.
- Hansmann**, K.-W. / Scheer, A.-W. (Hrsg.): Praxis und Theorie der Unternehmung. Wiesbaden 1992.
- Harenberg**, R.: Berufsgrundsätze von Investor Relations. In: **Deutscher Investor Relations Kreis e.V.** (Hrsg.): Investor Relations. Wiesbaden 2000. S. 105-115.
- Harrer**, H. / Mölling, A.: Verbesserung der Investor Relations durch Namensaktien. In: **Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 381-393.
- Hartmann**, H.: Die große Publikumsgesellschaft und ihre Investor Relations. Berlin 1968.
- Hartmann-Wendels**, T.: Meinungen zum Thema: Investor Relations. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 184-206.
- Hartmann-Wendels**, T.: Agency-Theory und Publizitätspflicht nicht börsennotierter Kapitalgesellschaften. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 5. 1992. S. 413-425.
- Hartmann-Wendels**, T.: Dividendenpolitik bei asymmetrischer Informationsverteilung. Wiesbaden 1986.
- Haubrok**, A.: Neue Wege für den Dialog mit dem Anleger. In: Das Wertpapier 17. 1990. S. 54.
- Hauck**, M.: Die amtliche Auktionsbörse ist für die Kunden besser als das Marketmakersystem. In: Das Wertpapier 17. 1990. S. 50-52.

- Hauff**, M. v.: Öko-Audit. Sternenfels 1999.
- Haugen**, R.: The Inefficient Stock Market. Upper Saddle River 1999.
- Haugen**, R.: Modern Investment Theory. Englewood Cliffs 1995.
- Hax**, H.: Theorie der Unternehmung – Information, Anreize und Vertragsgestaltung. In: **Ordelheide**, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie. Stuttgart 1991. S. 52-66.
- Healy**, P. / Palepu, K.: The Challenges of Investor Communication: The Case of CUC International, Inc. In: Journal of Financial Economics (38). 1995. S. 111-140.
- Healy**, P. / Palepu, K.: The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. In: Accounting Horizons 1. 1993. S. 1-11.
- Heinen**, E. (Hrsg.): Industriebetriebslehre. Wiesbaden 1990.
- Heinen**, E.: Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen. Wiesbaden 1971.
- Helling**, N.: Strategieorientierte Unternehmensbewertung. Wiesbaden 1994.
- Helm**, L.: Electronic Publishing – neue Möglichkeiten der Aktionärsinformation am Beispiel Internet. In: **Müller**, M. / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 103-119.
- Herdt**, H.: Aufgaben der Finanzpresse für das Finanzmarketing. In: **Gebauer**, W. / Rudolf, B. (Hrsg.): Marketing für Finanzprodukte und Finanzmärkte. Frankfurt a.M. 1985. S. 181-195.
- Herter**, R.: Unternehmenswertorientiertes Management. München 1994.
- Heymann**, H.-H.: Die Sozialbilanz als Instrument der Unternehmensführung. Frankfurt a. M. 1981.
- Hidding**, B.: Journalisten und Analysten – zum Nutzen der Anleger. In: **Padberg**, E. / Döring, C. (Hrsg.): Mittler der Märkte. Frankfurt a. M. 2000. S. 97-108.
- Hielscher**, U.: Investmentanalyse. München 1995.
- Higgins**, H.: Analysts Forecasting Performance in Seven Countries. In: Financial Analysts Journal (May / June). 1998. S. 58-62.
- Higgins**, R. (Hrsg.): Best Practices in Global Investor Relations. Westport 1999.
- Hinterhuber**, H.: Strategische Unternehmensführung. Berlin 1989.
- Hintermeier**, J.: Public Relations im journalistischen Entscheidungsprozeß - dargestellt am Beispiel einer Wirtschaftsredaktion. Düsseldorf 1982.
- Hinz**, H. / Schmeisser, W.: Bedeutung der Financial Public Relations für ein erfolgreiches Initial Public Offering am Neuen Markt. In: Finanz Betrieb 2. 2001. S. 124-134.

- Hirschey**, M. / **Weygandt**, J.: Amortization Policy for Advertising and Research and Development Expenditures. In: *Journal of Accounting Research* 23. 1985. S. 326-335.
- Hirshleifer**, J.: On the Theory of Optimal Investment Decision. In: *Journal of Political Economy* 4. 1958. S. 329-352.
- Hoegh-Krohn**, N. / **Knivsfla**, K.: Accounting for Intangible Assets in Scandinavia, the UK, the US, and by IAS: Challenges and a Solution. In: *The International Journal of Accounting* 2. 2000. S. 243-265.
- Höfner**, K. / **Pohl**, A. (Hrsg.): *Wertsteigerungs-Management*. Frankfurt a. M. 1994.
- Holthausen**, R. / **Larcker**, D.: The Prediction of Stock Returns Using Financial Statement Information. In: *Journal of Accounting and Economics* (15). 1992. S. 373-411.
- Hommel**, M.: Internationale Bilanzrechtskonzeptionen und immaterielle Vermögensgegenstände. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 4. 1997. S. 345-369.
- Hostettler**, S.: *Economic Value Added*. Bern 1998.
- Horvarth**, P. (Hrsg.): *Das neue Steuerungssystem des Controllers*. Stuttgart 1997.
- Hughes**, K.: The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry. In: *The Accounting Review* 2. 2000. S. 209-228.
- International Accounting Standards Committee** (Hrsg.): *Intangible Assets, International Accounting Standard IAS 38*. London 1998.
- Ittner**, C. / **Larcker**, D.: Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications. In: *Journal of Management Accounting Research* (10). 1998. S. 205-238. [a]
- Ittner**, C. / **Larcker**, D.: Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction. In: *Journal of Accounting Research* 1. Supplement. 1998. S. 1-35. [b]
- IRES** / **Handelsblatt** (Hrsg.): *Investor Relations Monitor*. Düsseldorf 2001.
- IRES** / **Handelsblatt** (Hrsg.): *Investor Relations Monitor*. Düsseldorf 2000.
- IRES** / **Handelsblatt** (Hrsg.): *Investor Relations von Aktiengesellschaften*. Düsseldorf 1998.
- Jaffe**, J.: On the Use of Public Information in Financial Markets. In: *Journal of Finance* 3. 1975. S. 831-839.
- Jakob**, E.: *Initial Public Offering*. Wiesbaden 1998.
- Janisch**, M.: *Das strategische Anspruchsgruppenmanagement*. Bern 1993.
- Jansch**, T.: *Die Rolle der Aktionäre in Publikumsgesellschaften*. Wiesbaden 1999.

- Jarren**, O. (Hrsg.): Medien und Journalismus 1. Opladen 1994.
- Jarrow**, R. / Maksimovic, V. / Ziemba, W. (Hrsg.): Handbooks in Operations Research and Management. Vol. 9: Finance. Amsterdam 1995.
- Jenner**, T.: Aufbau und Umsetzung strategischer Erfolgspotentiale als Kernaufgabe des strategischen Managements. In: Die Unternehmung 3. 1998. S.145-159.
- Jensen**, M. / Meckling, W.: Theory of the Firm. In: Journal of Financial Economics (April). 1976. S. 305-360.
- Jensen**, M. (Hrsg.): Studies in the Theory of Capital Markets. New York 1972.
- Johanson**, U. / Martensson, M. / Skoog, M: Mobilizing Change through the Management Control of Intangibles. In: Accounting, Organization and Society 7-8. 2001. S. 715-733.
- Juchem**, J.: Kommunikation und Vertrauen. Aachen 1988.
- Jung**, H.: Markenführung für Aktien – eine Illusion? In: **Knüppel**, H. / Lindner, C. (Hrsg.): Die Aktie als Marke. Frankfurt a. M. 2001. S. 225-230.
- Kaas**, K.-P.: Kontraktgütermarketing als Kooperation zwischen Prinzipalen und Agenten. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 10. 1992. S. 884-901.
- Kaas**, K.-P.: Marketing als Bewältigung von Informations- und Unsicherheitsproblemen. In: Die Betriebswirtschaft 4. 1990. S. 539-548.
- Kählert**, J.-P.: Die Abbildung immaterieller Güter im handelsrechtlichen Jahresabschluss. München 1995.
- Kählert**, J.-P. / Lange, S.: Zur Abgrenzung immaterieller und materieller Vermögensgegenstände. In: Betriebs-Berater 9. 1993. S. 613-619.
- Kames**, C.: Unternehmensbewertung durch Finanzanalysten als Ausgangspunkt eines Value Based Management. Frankfurt a. M. 2000.
- Kaplan**, R. / Norton, D. (Hrsg.): Balanced Scorecard. Stuttgart 1997.
- Kaplan**, R. / Norton, D.: The Balanced Scorecard – Measures That Drive Performance. In: Harvard Business Review (January-February). 1992. S. 71- 79.
- Kappler**, A.: Balanced Scorecard. In: IO Management 7/8. 2000. S. 34-38
- Kappler**, E. / Wegmann, M.: Konstitutive Entscheidungen. In: **Heinen**, E. (Hrsg.): Industriebetriebslehre. Wiesbaden 1990. S. 77-267.
- Kasper**, L.: Business Valuations – Advanced Topics. Westport 1997.
- Kaum**, S.: Umsetzung der marktorientierten Unternehmenssteuerung in Banken durch die Balanced Scorecard. In: Finanz Betrieb 5. 2000. S. 293-295.
- Keitz**, I. v.: Immaterielle Güter in der internationalen Rechnungslegung. Düsseldorf 1997.

- Kent**, D. / **Titman**, S.: Market Efficiency in an Irrational World. In: Financial Analysts Journal (November / December). 1999. S. 28-40.
- Kent**, D. / **Hirshleifer**, D. / **Subrahmanyam**, A.: Investor Psychology and Security Markets Under- and Overreactions. In: The Journal of Finance 6. 1998. S. 1839-1885.
- Kienast**, R.: Aktienanalyse – Möglichkeiten rationaler Anlageentscheidungen. St. Gallen 1976.
- King**, A. / **Henry**, J.: Valuing Intangible Assets through Appraisals. In: Strategic Finance (November). 1999. S. 33-37.
- Kirchhoff**, K. / **Piwinger**, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000.
- Kirchhoff**, K.: Die Grundlagen der Investor Relations. In: **Kirchhoff**, K. / **Piwinger**, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 32-51.
- Kirchner**, K.: Integrierte Unternehmenskommunikation. Wiesbaden 2001.
- Kirsch**, W.: Grundzüge des Strategischen Managements. In: **Kirsch**, W. (Hrsg.): Beiträge zum Management strategischer Programme. München 1991. S. 3-37.
- Kirsch**, W. et al.: Unternehmenspolitik. München 1981.
- Kleber**, P.: Prognoseprobleme in der Unternehmensbewertung. Wiesbaden 1989.
- Klewes**, J. / **Güttler**, A.: Aktienmarketing: Würfelspiel oder strukturierter Prozeß? – Mehr Wert durch effiziente Vernetzung der Instrumente. In: **Knüppel**, H. / **Lindner**, C. (Hrsg.): Die Aktie als Marke. Frankfurt a. M. 2001. S. 195-222.
- Klein**, G.: Unternehmenssteuerung auf Basis der International Accounting Standards. München 1999.
- Klein**, S.: Fremdkapitalmarketing. Wiesbaden 1996.
- Klien**, W.: Wertsteigerungsanalyse und Messung von Managementleistungen. Wiesbaden 1995.
- Klingebiel**, N.: Performance- und Informationsdruck am Kapitalmarkt. In: Zeitschrift für Planung 12. 2001. S. 1-24.
- Klingebiel**, N.: Kapitalmarktorientiertes Performance Reporting. In: IO Management 9. 2000. S. 24-30.[a]
- Klingebiel**, N.: Externe Berichterstattung via Balanced Scorecard. In: Controller Magazin 2. 2000. S. 175-179. [b]
- Klingebiel**, N.: ZP-Stichwort: Markenwert. In: Zeitschrift für Planung 11. 2000. S. 111-116. [c]
- Knorren**, N.: Wertorientierte Gestaltung der Unternehmensführung. Wiesbaden 1998.

- Knüppel**, H. / Lindner, C. (Hrsg.): Die Aktie als Marke. Frankfurt a. M. 2001.
- Knyphausen-Aufseß**, D. zu: Theorie der strategischen Unternehmensführung. Wiesbaden 1995.
- Koch**, W. / Wegmann, J. : Praktiker-Handbuch Börseneinführung. Stuttgart 1998.
- Köcher**, A. / Birchmeier, E.: Public Relations? Public Relations! Zürich 1992.
- Kotler**, P. / Bliemel, F.: Marketing-Management. Stuttgart 1995.
- Kötzle**, A. / Niggemann, M.: Value Reporting. In: **Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 633-651.
- Kreikebaum**, H.: Strategische Unternehmensplanung. Stuttgart 1993.
- Kriegbaum**, C.: Markencontrolling. München 2001.
- Krippendorf**, K.: Information Theory. Beverly Hills 1986.
- Kromrey**, H.: Empirische Sozialforschung – Modelle der Datenerhebung und Datenauswertung. Opladen 1991.
- Krystek**, U. / Müller, M.: Investor Relations. In: Der Betrieb 36. 1993. S. 1785-1789.
- Kunz**, R.: Das Shareholder-Value-Konzept. In: **Bruhn**, M. et al. (Hrsg.): Wertorientierte Unternehmensführung. Wiesbaden 1998. S. 391-412.
- Kückelhaus**, A.: Public Relations: Die Konstruktion von Wirklichkeit. Opladen 1998.
- Kühner**, M.: Die Pflege der Beziehungen zu den Aktionären. In: **Hahn**, O. / Arbeitskreis Unternehmensfinanzierung (Hrsg.): Finanzstrategie der Unternehmung. Herne 1971. S. 75-86.
- Küting**, K. / Hütten, C. / Lorson, P.: Shareholder Value: Grundüberlegungen zu Benchmarks der Kommunikationsstrategie in der externen Berichterstattung (Teil 1). In: Deutsches Steuerrecht 4. 1995. S.1805-1809. [a]
- Küting**, K. / Hütten, C. / Lorson, P.: Shareholder Value: Grundüberlegungen zu Benchmarks der Kommunikationsstrategie in der externen Berichterstattung (Teil 2). In: Deutsches Steuerrecht 4. 1995. S.1846-1851. [b]
- Labhart**, P.: Value Reporting. Zürich 1999.
- Lachnit**, L. / Freidank, C.-C. (Hrsg.): Investororientierte Unternehmenspublizität. Wiesbaden 2000.
- Lake**, D. / Graham, J.: Investor Relations. London 1990.
- Lang**, M. / Lundholm, R.: Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. In: The Accounting Review 4. 1996. S. 467-492.
- Lasswell**, H.: The Structure and Function of Communication in Society. In: **Berelson**, B. / Janowitz, M. (Hrsg.): Reader in Public Opinion Communication. New York 1967. S. 178-192.

- Lazarsfeld, P.** / Berelson, B. / Gaudet, H.: The Peoples Choice – How the Voter Makes up his Mind in a Presidential Campaign. New York 1968.
- Leland, H.** / Pyle, D.: Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. In: Journal of Finance 2. 1977. S. 371-387.
- Lerbinger, P.:** Aktienkursprognose durch Linienchart-Formationen und Trendlinien. München 1984.
- Lev, B.:** Intangibles. Management, Measurement, and Reporting. Washington 2001.
- Lev, B.:** Intangibles. Management, Measurement, and Reporting. Working paper. New York 2000. [a]
- Lev, B.:** New Accounting for the New Economy. Working paper. New York 2000. [b]
- Lev, B.:** Communicating Knowledge Capabilities. Working paper. o.O. 2000. [c]
- Lev, B.:** Knowledge and Shareholder Value. Working paper. o.O. 2000. [d]
- Lev, B.:** Information Disclosure Strategy. California Management Review 4. 1992. S. 9-32.
- Lev, B.** / Sougiannis, T.: The Capitalization, Amortization, and Value-Relevance of R&D. In: Journal of Accounting and Finance (21). 1996. S. 107-138.
- Lev, B.** / Zarowin, P.: The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. Working paper. o.O. 1999.
- Leven, F.-J.:** Investor Relations und Shareholder Value. In: **Müller, M.** / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 45-62. [a]
- Leven, F.-J.:** Aktienoptionspläne – Motivation der Führungskräfte zum Nutzen von Aktionären und Belegschaft. In: **Frei, N.** / Schlienkamp, C. (Hrsg.): Aktie im Aufwind. Wiesbaden 1998. S. 185-208. [b]
- Lewis, T.** / Lehmann, S.: Überlegene Investitionsentscheidungen durch CFROI. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1. 1992. S. 1-13.
- Lewis, T.** / Stelter, D.: Steigerung des Unternehmenswertes. Landsberg / Lech 1994.
- Liener, G.:** Investor Relations in einem globalen Kapitalmarkt. In: **Fritsch, U.** / Liener, G. / Schmidt, R. (Hrsg.): Die deutsche Aktie. Düsseldorf 1993. S. 325-339.
- Lindemann, B.** / Schmidt, A. / Sturm, U.: Investor Relations in KMU. Aachen 1998.
- Lindhorst, B.:** Berichterstattung bei Holdinggesellschaften. In: **Müller, M.** / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 145-154.
- Lindner, H.:** Das Management der Investor Relations im Börseneinführungsprozess. Bamberg 1999.
- Lingenfelder, M.** / Walz, H.: Investor Relations als Element des Finanzmarketing. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium 9. 1988. S. 467-469.

- Link, R.:** Die Hauptversammlung im Rahmen des Aktienmarketing und der Investor Relations. In: Die Aktiengesellschaft 8. 1994. S. 364-369.
- Link, R.:** Investor Relations im Rahmen des Aktienmarketing von Publikumsgesellschaften. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 105-132.
- Link, R.:** Aktienmarketing in deutschen Publikumsgesellschaften. Wiesbaden 1991.
- Lintner, J.:** The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. In: The Review of Economics and Statistics (47). 1965. S. 13-37.
- Lipe, M. / Saltario, S.:** The Balanced Scorecard: Judgmental Effects of Information Volume, Diversity, and Organization. Working Paper. o.O. 1998. Zitiert nach: **Ittner, C. / Larcker, D.:** Innovations in Performance Measurement: Trends and Research Implications. In: Journal of Management Accounting Research (10). 1998. S. 205-238. [a]
- Loehr, H.:** Wie sich Bayer um die Anleger bemüht. In: Das Wertpapier 17. 1990. S. 46-48.
- Löhr, A.:** Börsengang. Stuttgart 2000.
- Loistl, O.:** Computergestütztes Wertpapiermanagement. München 1996.
- Loistl, O. / Mohamed-Bakry, S.:** Investor Relations am Neuen Markt im Urteil der Finanzanalysten. In: **Achleitner, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.):** Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 119-141.
- Low, J. / Siesfeld, T.:** Measures that Matter. o.O. 1999.
- Luhmann, N.:** Soziale Systeme. Frankfurt a. M. 1984.
- Maas, P. / Weibler, J. (Hrsg.):** Börse und Psychologie. Köln 1990.
- Maas, P. / Weibler, J. (Hrsg.):** Anmerkungen zur Theorie des effizienten Marktes. In: **Maas, P. / Weibler, J. (Hrsg.):** Börse und Psychologie. Köln 1990. S. 203-212.
- Macharzina, K.:** Unternehmensführung. Das internationale Managementwissen. Wiesbaden 1993.
- Mahoney, W.:** Investor Relations. New York 1991.
- Maier, D.:** Der Betafaktor in der Unternehmensbewertung. In: Finanz Betrieb 5. 2001. S. 298-302.
- Maier, M.:** Shareholder-Marketing. München 1995.
- Maitland, A.:** Improving Investor Relations. London 1989.
- Maletzke, G.:** Ziele und Wirkungen der Massenkommunikation. Hamburg 1976.
- Mandler, U.:** Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung – US-GAAP und IAS versus HGB. In: **Horvarth, P. (Hrsg.):** Das neue Steuerungssystem des Controllers. Stuttgart 1997. S. 133-156.



- Mandler**, U.: Harmonisierung der Rechnungslegung: Bridging the GAAP? In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 6. 1996. S. 715-734.
- Mansfield**, E. / **Wagner**, S.: The Production and Application of New Industrial Technology. **Norton** 1977.
- Marcus**, B. / **Wallace** S.: New Dimensions in Investor Relations. New York 1997.
- Mard**, M.: Valuation for Financial Reporting. New York 2002.
- Markowitz**, H.: Portfolio Selection. In: Journal of Finance 7. 1952. S. 77-92.
- Marston**, C.: Investor Relations: Meeting the Analysts. Glasgow 1996.
- Martini**, B.-J. (Hrsg.): Handbuch PR. Neuwied 2000.
- Maturana**, H. / **Varela**, F.: Der Baum der Erkenntnis. Die biologischen Grundlagen des menschlichen Erkennens. Bern 1987.
- Mavrincac**, S. / **Siesfeld**, T.: Measures that Matter: An Exploratory Investigation of Investors' Information Needs and Value Priorities. Working paper. o.O. 1998.
- May**, A.: Zum Stand der empirischen Forschung über Informationsverarbeitung am Aktienmarkt – ein Überblick. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 4. 1991. S. 313-335.
- Meffert**, H.: Marketing. Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung. Wiesbaden 1998.
- Mei-Pochtler**, A.: Sharebranding - Die Aktie zwischen objektiver und subjektiver Differenzierung. In: **Knüppel**, H. / **Lindner**, C. (Hrsg.): Die Aktie als Marke. Frankfurt a. M. 2001. S. 11-23.
- Meinhövel**, H.: Defizite der Principal-Agent-Theorie. Lohmar 1998.
- Merkel**, E.: Determining and Delivering the IR Message. In: **Nichols**, D. (Hrsg.): The Handbook of Investor Relations. Homewood 1989.
- Merten**, K. / **Zimmermann**, R. (Hrsg.): Das Handbuch der Unternehmenskommunikation 2000 / 2001. Köln 2001.
- Merten**, K. / **Schmidt**, S. / **Weischenberg**, S. (Hrsg.): Die Wirklichkeit der Medien. Opladen 1994. [a]
- Merten**, K.: Wirkungen von Kommunikation. In: **Merten**, K. / **Schmidt**, S. / **Weischenberg**, S. (Hrsg.): Die Wirklichkeit der Medien. Opladen 1994. [b] S. 291-328.
- Merten**, K.: Einführung in die Kommunikationswissenschaft. Abstract 4 zur Vorlesung. Münster 1993/94. Zitiert nach **Täubert**, A.: Unternehmenspublizität und Investor Relations. Münster 1998.
- Merten**, K.: Aufstieg und Fall des „Two-Step-Flow of Communication“. In: Politische Vierteljahresschrift (29). 1988. S. 610-635.
- Merten**, K.: Kommunikation. Opladen 1977.

- Merton**, R.: A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. In: The Journal of Finance 3. 1987. S. 483-510.
- Meyer**, M.: Ziele in Organisationen. Wiesbaden 1994.
- Mikus**, B.: ZP-Stichwort: Principal-Agent-Theorie. In: Zeitschrift für Planung 9. 1998. S. 451-458.
- Mindermann**, H.-H.: Investor Relations – eine Definition. In: **Deutscher Investor Relations Kreis e.V.** (Hrsg.): Investor Relations. Wiesbaden 2000. S. 25-27.
- Mindermann**, H.-H.: Beratungsaufgabe Investor Relations. In: Die Bank 4. 1995. S. 250-252.
- Mindermann**, H.-H.: Investor Relations vernachlässigt. In: Die Bank 4. 1992. S. 224-226.
- Mintzberg**, H.: The Rise and Fall of Strategic Planning. New York 1994.
- Modigliani**, F. / **Miller**, M.: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. In: The American Economic Review 3. 1958. S. 262-297.
- Möller**, H.: Die Informationseffizienz des deutschen Aktienmarktes – eine Zusammenfassung und Analyse empirischer Untersuchungen. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 6. 1985. S. 500-518.
- Mortensen**, J.: Intellectual Capital: Economic Theory and Analysis. In: **Buigues**, P. / **Jacquemin**, A. / **Marchipont**, J.-F. (Hrsg.): Competitiveness and the Value of Intangible Assets. Cheltenham 2000. S. 3-16.
- Mossin**, J.: Equilibrium in a Capital Asset Market. In: Econometrica 4. 1966. S. 768-783.
- Mouritsen**, J. / **Larsen**, H. / **Bukh**, P.: Intellectual Capital and the „Capable Firm“: Narrating, Visualising and Numbering for Managing Knowledge. In: Accounting, Organization and Society 7-8. 2001. S. 735-762.
- Moxter**, A.: Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung. Wiesbaden 1976.
- Mühlbradt**, F.: Chancen und Risiken der Aktienanlage. Köln 1978.
- Müller**, M. / **Leven**, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. [a].
- Müller**, M.: Shareholder Value – Eine Darstellung des Konzeptes. In: **Frei**, N. / **Schlienkamp**, C. (Hrsg.): Aktie im Aufwind. Wiesbaden 1998. [b]. S.135-161.
- Müller**, M.: Shareholder Value Reporting – ein Konzept wertorientierter Kapitalmarktinformation. In: **Müller**, M. / **Leven**, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 123-144. [c]
- Müller-Stewens**, G.: Performance Measurement im Lichte eines Stakeholderansatzes. In: **Reinecke**, S. / **Tomczak**, T. / **Dittrich**, S. (Hrsg.): Marketingcontrolling. St. Gallen 1998. S. 34-43.

- Murphy**, P.: Game Theory as a Paradigm for the Public Relations Process. In: **Botan**, C. / Hazleton, V.: Public Relations Theory. Hillsdale 1989. S. 173-192.
- Myers**, S. / Majluf, N.: Corporate Financing and Investment when Firms have Information that Investors Do Not Have. In: Journal of Financial Economics (February). 1984. S. 187-221.
- Nagel**, K. / Ley, D.: Situationsbewertung, Strategieanalyse, Neupositionierung. Landsberg / Lech 1994.
- Narayanan**, V. et al.: The Influence of Voluntarily Disclosed Qualitative Information. In: Strategic Management Journal (January). 2000. S. 707-722.
- Näther**, C.: Erfolgsmaßstäbe der strategischen Unternehmensführung. München 1993.
- Neske**, F.: PR-Management. Gernsbach 1977.
- Neske**, M. et al.: Finding the Winner. In: **Deutsche Bank AG** (Hrsg.): IPhOria – The Millennium Fitness Programme. Frankfurt a. M. 1999. S. 99-175.
- Neumann**, M. / Klein, M.: Probleme der Theorie effizienter Märkte und ihrer empirischen Überprüfung. In: Kredit und Kapital 2. 1982. S. 165-187.
- Nieschlag**, R. / Dichtl, E. / Hörschgen, H.: Marketing. Berlin 1991.
- Nichols**, D. (Hrsg.): The Handbook of Investor Relations. Homewood 1989.
- Nitzsch**, R. v. / Friedrich, C. / Pulham, S.: Investor Relations aus der Perspektive der Behavioral Finance. In: **Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 143-158.
- Nix**, P.: Investor Relations – Die unternehmerische Herausforderung nach dem Börsengang. In: **Kirchhoff**, K. / Piwinger, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 225-243. [a]
- Nix**, P.: Die Zielgruppen von Investor Relations. In: **Deutscher Investor Relations Kreis e.V.** (Hrsg.): Investor Relations. Wiesbaden 2000. S. 35-43. [b]
- Noelle-Neumann**, E. / Schulz, W. / Wilke, J.: Das Fischer-Lexikon Publizistik / Massenkommunikation. Frankfurt a. M. 1989.
- Nonaka**, I.: A Dynamic Theory of Organizational Knowledge Creation. In: Organization Science 5. 1994. S. 14-37.
- Nonaka**, I.: The Knowledge-Creating Company. In: Harvard Business Review (November-December). 1991. S. 96-104.
- Nonaka**, I. / Takeuchi, H.: The Knowledge-Creating Company. New York 1995.
- Oggenfuss**, C. / Peters, S.: Brands and Relations – kein Land in Sicht? In: **Reinecke**, S. / Tomczak, T. / Dittrich, S. (Hrsg.): Marketingcontrolling. St. Gallen 1998. S. 168-176.

- Olsen**, R.: Behavioral Finance and Its Implications for Stock-Price Volatility. In: Financial Analysts Journal (March / April). 1998. S. 10-18.
- Ordelheide**, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie. Stuttgart 1991.
- Ostermeyer**, R.: Vermeidung von Unternehmenskrisen. In: Bilanz & Buchhaltung 7/8. 2000. S. 271-278.
- Ou**, J. / Penman, S.: Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns. In: Journal of Accounting and Economics (11). 1989. S. 296-329.
- o.V.**: Meinungen zum Thema: Ergänzende Rechnungslegungsinstrumente zum Jahresabschluss. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 1. 2001. S. 54-66.
- Padberg**, E. / Döring, C. (Hrsg.): Mittler der Märkte. Frankfurt a. M. 2000.
- Paul**, W. / Zieschang, M.: Wirkungsweise der Investor Relations. In: Der Betrieb 30. 1994. S. 1485-1487.
- Paul**, W.: Umfang und Bedeutung der Investor Relations. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 133-161.
- Paul**, W.: Investor Relations Management. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 10. 1991. S. 923-945.
- Peemöller**, V. / Bömelburg, P. / Denkmann, A.: Unternehmensbewertung in Deutschland. In: Die Wirtschaftsprüfung. 1994. S. 741-749.
- Pelzmann**, L.: Wirtschaftspsychologie. Wien 2000.
- Peppmeier**, A.: Die Funktion der Analysten in der Finanzkommunikation und deren Bedeutung für die Unternehmen. In: **Rolke**, L. / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 144-150.
- Perridon**, L. / Steiner, M.: Finanzwirtschaft der Unternehmung. München 1999.
- Peschke**, M.: Wertorientierte Strategiebewertung. Wiesbaden 1997.
- Petermann**, F.: Psychologie des Vertrauens. Göttingen 1996.
- Peters**, T. / Waterman, R.: Auf der Suche nach Spitzenleistungen. Landsberg / Lech 1983.
- Pflaum**, D. / Linxweiler, R.: Public Relations der Unternehmung. Landsberg / Lech 1998.
- Pickert**, M.: Die Konzeption der Werbung. Heidelberg 1994.
- Picot**, A. (Hrsg.): Corporate Governance. Stuttgart 1995.
- Picot**, A.: Ökonomische Theorien der Organisation. In: **Ordelheide**, D. / Rudolph, B. / Büsselmann, E. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie. Stuttgart 1991. S. 143-170.

- Picot**, A.: Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie. In: Die Betriebswirtschaft (42). 1982. S. 267-284.
- Pieper**, U. / Schiereck, D. / Weber, M.: Die Kaufempfehlungen des „Effekten-Spiegel“. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (45). 1993. S. 487-509.
- Pittermann**, P.: Erfolgspotentialerfassung: Betriebswirtschaftliche Bewertung ganzheitlicher Veränderungsprozesse – dargestellt an Fallbeispielen aus dem Qualitätsmanagement. Aachen 1998.
- Piwinger**, B.: Investor Relations aus Sicht des Internet-Investors. In: **Kirchhoff**, K. / Piwinger, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 337-350.
- Plaut**, T.: Wie Wertpapier-Analysten informiert werden wollen. In: **Demuth**, A. (Hrsg.): Imageprofile '91. Düsseldorf 1991. S. 105-114.
- Polanyi**, M.: Implizites Wissen. Frankfurt a. M. 1985.
- Polanyi**, M.: Personal Knowledge – Towards a Post-Critical Philosophy. Chicago 1962.
- Polonsky**, M.: A Stakeholder Theory Approach to Designing Environmental Marketing. In: Journal of Business & Industrial Marketing 3. 1995. S. 29-46.
- Porter**, M.: Wettbewerbsstrategie. Frankfurt a. M. 1990.
- Porter**, M.: Wettbewerbsvorteile. Frankfurt a. M. 1989.
- Power**, M.: Imagining, Measuring and Managing Intangibles. In: Accounting, Organization and Society 7-8. 2001. S. 691-693.
- Power**, M. (Hrsg.): Brands and Goodwill Accounting Strategies. Cambridge 1990.
- Pratt**, J. / Zeckhauser, R. (Hrsg.): Principals and Agents: The Structure of Business. Boston 1985.
- PwC Deutsche Revision AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft** (Hrsg.): Investor Relations und Shareholder Value am Neuen Markt. Frankfurt a. M. 2001.
- PricewaterhouseCoopers** (Hrsg.): Value Reporting Forecast: 2001. Best Practice Examples. o.O. 2000. [a].
- PricewaterhouseCoopers** (Hrsg.): Value Reporting Forecast: 2001. Trends in Corporate Reporting. o.O. 2000. [b].
- Probst**, G. / Raub, S. / Romhardt, K.: Wissen managen. Wiesbaden 1997.
- Probst**, H.-J.: Bilanzen lesen leicht gemacht. Wien 2000.
- Pümpin**, C.: Management strategischer Erfolgspositionen. Stuttgart 1986.
- Rager**, G.: Unternehmenskommunikation im Wandel. In: **Martini**, B.-J. (Hrsg.): Handbuch PR. Neuwied 2000.

- Rager**, G. / **Weber**, B.: Publizistische Vielfalt zwischen Markt und Politik. München 1992.
- Rappaport**, A.: Shareholder Value. Stuttgart 1995.
- Rasche**, C.: Wettbewerbsvorteile durch Kernkompetenzen – ein ressourcenorientierter Ansatz. Wiesbaden 1994.
- Raster**, M.: Shareholder Value-Management. Wiesbaden 1995.
- Reilly**, R.: The Valuation of Intangible Assets. In: The National Public Accountant 7. 1996. S. 26-40.
- Reilly**, R. / **Schweih**, R.: Valuing Intangible Assets. New York 1998.
- Reineke**, W. / **Pfeffer**, G. (Hrsg.): PR Check-up. Essen 2000.
- Reinhardt**, H.: Kapitalmarktorientierte Bewertung industrieller F&E-Projekte. Wiesbaden 1997.
- Reimann**, H.: Kommunikations-Systeme. Tübingen 1968.
- Reinecke**, S. / **Tomczak**, T. / **Dittrich**, S. (Hrsg.): Marketingcontrolling. St. Gallen 1998.
- Rennie**, M.: Accounting for Knowledge Assets: Do we need a new financial statement? In: International Journal of Technology Management 5/6/7/8. 1999. S. 648-659.
- Rentsch**, D.: Die zwei Seiten des Research. In: **Rolke**, L. / **Wolff**, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 180-188.
- Richardson**, A. / **Welker**, M.: Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital. In: Accounting, Organization and Society 7-8. 2001. S. 597-616.
- Richter**, F.: Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems. Frankfurt a. M. 1999.
- Rinck**, A.: Interdependenzen zwischen PR und Journalismus. Wiesbaden 2001.
- Rivette**, K. / **Kline**, D.: Discovering New Value in Intellectual Property. In: Harvard Business Review (January-February). 2000. S. 54-66.
- Roalman**, A. (Hrsg.): Investor Relations Handbook. New York 1974.
- Röder**, K.: Kurswirkungen von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften. Lohmar 1999.
- Rogola**, D.: Konturen gefragt. In: Public Relations-Magazin 3. 1990. S. 13-16.
- Rolke**, L. / **Wolff**, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. [a]
- Rolke**, L. / **Wolff**, V.: Finanzkommunikation zwischen Fakten und Phantasie. In: **Rolke**, L. / **Wolff**, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 232-247. [b]

- Rolke**, L.: Kurspflege durch Meinungspflege – Auf dem Weg zur Value Communications. In: **Rolke**, L. / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 19-49. [c]
- Roop**, J. / Lee, S.: Investor Relations as a Competitive Weapon. In: The Journal of Business Strategy (March / April). 1988. S. 4-13.
- Roop**, J.: Marketing an Investor Relations Program. In: Financial Executive (June). 1982. S. 30-35.
- Roos**, G. / Roos, J.: Measuring your Company's Intellectual Performance. In: Long Range Planning 3. 1997. S. 413-426.
- Roos**, J.: Das intellektuelle Kapital. In: IO Management 3. 1997. S. 14-18.
- Roos**, J. / Roos, G. / Edvinsson, L. / Dragonetti, N.: Intellectual Capital. New York 1998.
- Rogge**, H.-J.: Werbung. Ludwigshafen 1996.
- Rosen**, R. von: Wertpapierbörsen: Information ist der beste Anlegerschutz. In: WISU 1. 1991. S. 77-78
- Ross**, S.: Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation. In: Journal of Finance 3. 1989. S. 541-556.
- Ross**, S.: The Determination of Financial Structure: The Incentive-signalling Approach. In: Bell Journal of Economics and Management Science 1. 1977. S. 23-40.
- Ross**, S.: The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. In: Journal of Economic Theory 13. 1976. S. 341-360.
- Ross**, S.: The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. In: The American Economic Review (May). 1973. S. 134-139.
- Rödl**, B. / Zinser, T.: Going Public. Frankfurt a. M. 2000.
- Rucci**, A. / Kirn, S. / Quinn, R.: The Employee-Customer-Profit Chain at Sears. In: Harvard Business Review (January-February). 1998. S. 82-97.
- Rühli**, E. / Thommen, J.-P. (Hrsg.): Unternehmensführung aus finanz- und bankwirtschaftlicher Sicht. Stuttgart 1981.
- Russell**, J. / Terborg, J. / Powers, M.: Organizational Performance and Organizational Level Training and Support. In: Personnel Psychology (38). 1985. S. 849-863.
- Rütte**, M. v. / Hoenes, R.: Rechnungslegung immaterieller Werte. Bamberg 1995.
- Ryder**, N. / Regester, M.: Investor Relations. London 1988.
- Sahling**, K.: Die Reaktion des Aktienmarktes auf wesentliche Ausschüttungsänderungen. Schwarzenbek 1981.

- Salecker**, J.: Der Kommunikationsauftrag von Unternehmen bei Mergers & Acquisitions. Bern 1995.
- Sander**, M.: Der Planungsprozeß der Werbung. In: **Berndt**, R. / Hermanns, A. (Hrsg.): Handbuch Marketing-Kommunikation. Wiesbaden 1993. S. 261-284.
- Sapusek**, A.: Informationseffizienz auf Kapitalmärkten. Wiesbaden 1998.
- Sattler**, H.: Indikatoren für den langfristigen Markenwert. In: Markenartikel 6. 1997. S. 46-50.
- Sattler**, H.: Markenbewertung. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 6. 1995. S. 663-682.
- Savage**, G. et al.: Strategies for Assessing and Managing Organizational Stakeholders. In: Academy of Management Executive 2. 1991. S. 61-75.
- Schander**, A. / Lucas, J.: Veränderungen an den Börsen: der zunehmende Stellenwert der Information. In: **Müller**, M. / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 75-101.
- Schäfer**, H.: Bilanzrechtliche Aspekte. In: **Kirchhoff**, K. / Piwinger, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 87-111.
- Schäfer**, S.: Erfolgsfaktoren von deutschen Lebensversicherungsunternehmen. Stuttgart 1996.
- Schefczyk**, M.: Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften. Stuttgart 2000.
- Schenk**, M.: Publikums- und Wirkungsforschung. Tübingen 1978.
- Schick**, A. / Gordon, L. / Haka, S.: Information overload: A Temporal Approach. In: Accounting, Organizations and Society 3. 1990. S. 199-220.
- Schierenbeck**, H.: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre. München 1998.
- Schinnerl**, R.: Berichterstattung bei Banken. In: **Müller**, M. / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 155-164.
- Schirmacher**, A.: Wie man es richtig macht – Kommunikation mit der Finanzpresse. In: **Demuth**, A. (Hrsg.): Imageprofile '91. Düsseldorf 1991. S. 52-59.
- Schlienkamp**, C.: Shareholder Value – Anforderungen aus Analystensicht. In: **Müller**, M. / Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Wien 1998. S. 213-224.
- Schmelzer**, H.: Performance Measurement in F&E. In: Zeitschrift für Organisation 6. 2000. S. 332-339.
- Schmidt**, H.: Die IR-Instrumente. In: **Deutscher Investor Relations Kreis e.V.** (Hrsg.): Investor Relations. Wiesbaden 2000. S. 45-58.
- Schmidt**, K.: Sharebranding – Die Aktie als Marke. In: **Kirchhoff**, K. / Piwinger, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 162-170.



- Schmidt, M.:** Meinungen zum Thema: Investor Relations. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 184-206.
- Schmidt, R.:** Neuere Property-Rights-Analysen in der Finanzierungstheorie. In: **Budäus, D. / Gerum, E. / Zimmermann, G. (Hrsg.):** Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte. Wiesbaden 1988. S. 240-267.
- Schmidt, R.:** Ein neoinstitutionalistischer Ansatz der Finanzierungstheorie. In: **Rühli, E. / Thommen, J.-P. (Hrsg.):** Unternehmensführung aus finanz- und bankwirtschaftlicher Sicht. Stuttgart 1981. S. 135-154.
- Schmidt, R. / Terberger, E.:** Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie. Wiesbaden 1996.
- Schmidt, R. / May, A.:** Erklärung von Aktienindizes durch Pressemitteilungen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Juni). 1993. S. 61-88.
- Schmidt, R.:** Unternehmensimage, Unternehmensperformance und Börsenkurs. In: **Demuth, A. (Hrsg.):** Imageprofile '91. Düsseldorf 1991. S. 29-35.
- Schmidt-Sudhoff, U.:** Unternehmensziele und unternehmerisches Zielsystem. Wiesbaden 1967.
- Schmitz, H.:** Die Aktionäre der Aktiengesellschaft: Beziehungen über das Gesetz hinaus. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (September). 1993. S. 838-840.
- Schneider, D.:** Informations- und Entscheidungstheorie. München 1995.
- Schneider, D.:** Investition, Finanzierung und Besteuerung. Wiesbaden 1992.
- Schneider, U. / Strenger, C.:** Die „Corporate Governance-Grundsätze“ der Grundsatzkommission Corporate Governance. In: Die Aktiengesellschaft 3. 2000. S. 106-113.
- Schreib, H.:** Investor Relations aus Sicht der Anleger. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 163-183.
- Schreib, H.:** Was sind Investor Relations, was sollen sie sein? In: Das Wertpapier 17. 1990. S. 37-38.
- Schreiber, E.:** Repetitorium Kommunikationswissenschaft. München 1990.
- Schoenen, M.:** Meinungen zum Thema: Investor Relations. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 184-206.
- Scholz, C.:** Strategisches Management. Berlin 1987.
- Schulte, K.-W. / Müller, S.:** Berichterstattung über die Finanzlage in den Geschäftsberichten deutscher Aktiengesellschaften – eine empirische Untersuchung. In: Die Aktiengesellschaft 12. 1994. S. 540-559.
- Schulz, M.:** Aktienmarketing. Berlin 1999.
- Schulz, B.:** Strategische Planung von Public Relations. München 1992.

- Schulz, W.:** Kommunikationsprozeß. In: **Noelle-Neumann, E. / Schulz, W. / Wilke, J.:** Das Fischer-Lexikon Publizistik / Massenkommunikation. Frankfurt a. M. 1989. S. 98-123. [a]
- Schulz, W.:** Nachricht. In: **Noelle-Neumann, E. / Schulz, W. / Wilke, J.:** Das Fischer-Lexikon Publizistik / Massenkommunikation. Frankfurt a. M. 1989. S. 216-240. [b]
- Schumacher, C. / Schwartz, S. / Lüke, S.:** Investor Relations Management und Ad-hoc-Publizität. München 2001.
- Schwarz, F.:** Die Anforderungen der Wirtschaftspresse an die Investor Relations. In: **Kirchhoff, K. / Piwinger, M. (Hrsg.):** Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 272-286.
- Schweer, D.:** Spiel mit der Macht – Das symbiotische Verhältnis von Analysten und Wirtschaftsjournalisten. In: **Knüppel, H. / Lindner, C. (Hrsg.):** Die Aktie als Marke. Frankfurt a. M. 2001. S. 169-179.
- Schwerdtle, W.:** Chancen und Risiken einer internationalen Doppelnotierung. In: **Achleitner, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.):** Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 319-331.
- Scicluna, M.:** Goodwill – The Case for Separate Intangibles. In: Accountancy (März). 1994. S. 101.
- Serfling, K. / Großkopf, A. / Röder, M.:** Investor Relations in der Unternehmenspraxis. In: Die Aktiengesellschaft 6. 1998. S. 272-280.
- Shannon, C. / Weaver, W.:** The Mathematical Theory of Communication. Urbana 1972.
- Sharpe, W.:** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. In: Journal of Finance 3. 1964. S. 425-442.
- Shefrin, H.:** Börsenerfolg mit Behavioral Finance. Stuttgart 2000.
- Sherwood, K.:** An Auditor's Approach to Brands. In: **Power, M. (Hrsg.):** Brands and Goodwill Accounting Strategies. Cambridge 1990. S. 78-86.
- Shleifer, A. / Vishny, R.:** A Survey of Corporate Governance. In: The Journal of Finance 2. 1997. S. 737-783.
- Siekmann, T.:** Asymmetrische Informationen, Interessenkonflikte und Finanzierung: Investitions-, Kapitalstruktur- und Ausschüttungspolitik in Publikumsgesellschaften bei Shareholder Value-Orientierung. Berlin 1999.
- Siersleben, K.:** Investor-Relations-Management. Frankfurt 1999.
- Signitzer, B.:** Public Relations-Forschung im Überblick. In: Publizistik 1. 1988. S. 91-112.
- Skandia (Hrsg.):** Power of Innovation – Intellectual Capital. o.O. 1996.

- Skyrme**, D.: Measuring the Value of Knowledge. London 1998.
- Skyrme**, D. / Amidon, D.: Creating the Knowledge-Based Business. London 1997.
- Slywotzky**, A.: Strategisches Business Design. Frankfurt a. M. 1997.
- Society of Management Accountants in Canada** (Hrsg.): Performance Measures in the New Economy. Discussion Paper (Ontario Premier's Council on Economic Renewal). o.O. 1995. Zitiert nach: **Skyrme**, D.: Measuring the Value of Knowledge. London 1998.
- Sougiannis**, T.: The Accounting Based Valuation of Corporate R&D. In: The Accounting Review 1. 1994. S. 44-68.
- Spence**, M.: Informational Aspects of Market Structure: An Introduction. In: Quarterly Journal of Economics 1. 1976. S. 591-597.
- Spence**, M.: Job Market Signalling. In: Quarterly Journal of Economics 1. 1973. S. 355-374.
- Spremann**, K.: Investition und Finanzierung. München 1990. [a]
- Spremann**, K.: Asymmetrische Information. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 5/6. 1990. S. 561-586. [b]
- Spremann**, K.: Reputation, Garantie, Information. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 58. 1988. S. 613-629.
- Stackelberg**, N. von: Doppellisting NASDAQ und Neuer Markt. In: **Kirchhoff**, K. / Piwinger, M. (Hrsg.): Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 243-251.
- Stanger**, C. / Ackermann, N.: Dual Listing. In: Going Public. Sonderausgabe Praxis. 1999. S. 114-115.
- Stapledon**, G.: Institutional Shareholders and Corporate Governance. Oxford 1996.
- Steiger**, M.: Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance. Baden-Baden 2000.
- Stein**, C. / Ortmann, M.: Bilanzierung und Bewertung von Warenzeichen. In: Betriebs-Berater 15. 1996. S. 787-792.
- Steiner**, M. / Hesselmann, C.: Messung des Erfolgs von Investor Relations. In: **Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 97-118.
- Steiner**, M. / Bruns, C.: Wertpapiermanagement. Stuttgart 2000.
- Steiner**, M.: Meinungen zum Thema: Investor Relations. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 2. 1993. S. 184-206.
- Stelter**, D. et al.: New Perspectives on Value Creation. o.O. 2000.
- Stewart**, G.: The Quest for Value. New York 1991.

- Stewart**, T.: Intellectual Capital. New York 1997.
- Stickel**, R.: The Effect of Value Line Investment – Survey Rank Changes on Common Stock Prices. In: Journal of Financial Economics 14. 1985. S. 121-144.
- Stickney**, C.: Financial Reporting and Statement Analysis – A Strategic Perspective. Fort Worth 1976.
- Stöhr**, J.: Der Beitrag der Marke zur langfristigen Wertsteigerung des Unternehmens. In: **Merten**, K. / Zimmermann, R. (Hrsg.): Das Handbuch der Unternehmenskommunikation 2000 / 2001. Köln 2001. S. 330-343.
- Strenger**, C.: Investor Relations: Gestiegener Informationsanspruch. In: Die Bank 8. 1996. S. 467-469.
- Süchting**, J.: Financial Communications: Wie müssen Unternehmen kommunizieren, um vom Kapitalmarkt verstanden zu werden? In: **Demuth**, A. (Hrsg.): Imageprofile '91. Düsseldorf 1991. S. 10-18.
- Süchting**, J.: Finanzmanagement. Wiesbaden 1989.
- Süchting**, J.: Finanzmarketing auf den Aktienmärkten. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 14. 1986. S. 654-659.
- Süchting**, J.: Zum Finanzmarketing der Unternehmung. In: **Hahn**, D. (Hrsg.): Führungsprobleme industrieller Unternehmungen. Berlin 1980. S. 217-233.
- Sullivan**, P.: Value-Driven Intellectual Capital. New York 2000.
- Sveiby**, K.: Wissenskapital – das unentdeckte Vermögen. Landsberg / Lech 1998.
- Sveiby**, K.: The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge-Based Assets. San Francisco 1997.
- Sydow**, J. / Windeler, A. (Hrsg.): Management interorganisatorischer Beziehungen. Opladen 1994.
- Tasker**, S.: Technology Company Conference Calls: A Small Sample Study. In: Journal of Financial Statement Analysis 4. 1998. S. 6-14.
- Täubert**, A.: Unternehmenspublizität und Investor Relations. Münster 1998.
- Tepstra**, D. / Rozell, E.: The Relationship of Staffing Practices to Organizational Level Measures of Performance. In: Personnel Psychology (46). 1993. S. 27-48.
- Thommen**, J.-P. / Struß, N.: Organisatorische Einbindung von Investor Relations. In: **Achleitner**, A.-K. / Bassen, A. (Hrsg.): Investor Relations am Neuen Markt. Stuttgart 2001. S. 159-178.
- Tiemann**, K.: Investor Relations. Bedeutung für neu am Kapitalmarkt eingeführte Publikumsgesellschaften. Wiesbaden 1997.
- Trautwein**, R.: Kommunikationsmanagement. Glienicke / Berlin 1999.

- Trenner, D.:** Aktienanalyse und Anlegerverhalten. Wiesbaden 1988.
- Ulrich, H.:** Unternehmenspolitik. Bern 1978.
- Ulrich, P. / Fluri, E.:** Management. Bern 1995.
- Ulschmid, C.:** Empirische Validierung von Kapitalmarktmodellen. Frankfurt a. M. 1994.
- Unser, M.:** Behavioral Finance am Aktienmarkt. Uhlenbruch 1999.
- Unzeitig, E. / Köthner, D.:** Shareholder Value Analyse. Stuttgart 1995.
- Verboom, E.:** Investor Relations Aktivitäten deutscher Aktiengesellschaften. In: **Hansmann, K.-W. / Scheer, A.-W. (Hrsg.):** Praxis und Theorie der Unternehmung. Wiesbaden 1992. S. 333-342.
- Vickery, G.:** Accounting for Intangibles: Issues and Prospects. In: **Buigues, P. / Jacquemin, A. / Marchipont, J.-F. (Hrsg.):** Competitiveness and the Value of Intangible Assets. Cheltenham 2000. S. 72-99.
- Voigt, J.:** Unternehmensbewertung und Potentialanalyse. Wiesbaden 1990.
- Volkart, R. / Labhart, P.:** Investor Relations als Wertsteigerungsmanagement. In: **Kirchhoff, K. / Piwinger, M. (Hrsg.):** Die Praxis der Investor Relations. Neuwied 2000. S. 146-161.
- Volkart, R.:** Shareholder Value & Corporate Valuation. Zürich 1998.
- Volkart, R.:** Wertkommunikation, Aktienkursbildung und Managementverhalten. In: Die Unternehmung 2. 1997. S. 119-133.
- Vollmar, J.:** Finanzwerbung. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 4. 1989. S. 148-153.
- Wallman, S.:** The Future of Accounting and Financial Reporting, Part IV: „Access“ Accounting. In: Accounting Horizons 2. 1997. S. 103-116.
- Wallman, S.:** The Future of Accounting and Financial Reporting, Part II: The Colorized Approach. In: Accounting Horizons 2. 1996. S. 138-148.
- Walz, H.:** Investor Relations – heute wichtiger denn je. In: Anlegerpraxis 2. 1987. S. 20-22.
- Weber, J. / Schäffer, U.:** Balanced Scorecard – Gedanken zur Einordnung des Konzepts in das bisherige Controlling-Instrumentarium. In: Zeitschrift für Planung 9. 1998. S. 341-365.
- Weber, M. et al. (Behavioral Finance Group):** Behavioral Finance – Idee und Überblick. In: Finanz Betrieb 5. 2000. S. 311-318.
- Wehrheim, M.:** Die Bilanzierung immaterieller Vermögensgegenstände nach IAS 38. In: Deutsches Steuerrecht 2. 2000. S. 86-88.
- Weis, H.:** Marketing. Ludwigshafen 1995.

- Welge**, M. / Al-Laham, A.: Strategisches Management. Wiesbaden 1999.
- Weston**, F. / Copeland, T.: Managerial Finance. Chicago 1989.
- Wiig**, K.: Integrating Intellectual Capital and Knowledge Management. In: Long Range Planning 3. 1997. S. 399-405.
- Wilde**, K.: Bewertung von Produkt-Marken-Strategien. Berlin 1989.
- Wilkins**, M. / Swanson, E. / Loudder, M.: Market Valuation of Goodwill and other Intangible Assets. In: Advances in International Accounting (11). 1998. S. 117-132.
- Williamson**, O.: Economic Institutions of Capitalism. New York 1987.
- Wirtz**, B. / Salzer, E. (Hrsg.): IPO-Management. Wiesbaden 2001.
- Wöhe**, G.: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. München 1996.
- Wolff**, U.: Beteiligungsbesitz und Corporate Governance. Wiesbaden 2000.
- Wolff**, V.: Garanten des Vertrauens? Die besondere Verantwortung von Finanzjournalisten. In: **Rolke**, L. / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 96-106.
- Wolff**, V. / Rolke, L.: Kurspflege durch Meinungspflege – Das Geschäft mit dem Vertrauen. In: **Rolke**, L. / Wolff, V. (Hrsg.): Finanzkommunikation. Frankfurt a. M. 2000. S. 10-18.
- Wolfrum**, U.: Erfolgspotentiale. München 1993.
- Woolridge**, R.: Competitive Decline and Corporate Restructuring: Is a Myopic Stock Market to Blame? In: Journal of Applied Corporate Finance 1. 1988. S. 26-36.
- Wright**, P. / Keegan, D.: Pursuing Value: The Emerging Art of Reporting on the Future. o.O. 1997.
- Wurche**, S.: Vertrauen und ökonomische Rationalität in kooperativen Interorganisationsbeziehungen. In: **Sydow**, J. / Windeler, A. (Hrsg.): Management interorganisatorischer Beziehungen. Opladen 1994. S. 142-159.
- Zahn**, E. (Hrsg.): Auf der Suche nach Erfolgspotentialen. Stuttgart 1991.
- Zemelka**, C.: Reputation Management als normatives Modell strategischer Unternehmenskommunikation. Unveröffentlichte Diplomarbeit. Dortmund 1997.
- Zemke**, G.: Bankjahresabschluß als Informationssystem. Göttingen 1995.
- Zieschang**, M.: IR-Anforderungen an eine Holding. In: **Deutscher Investor Relations Kreis e.V.** (Hrsg.): Investor Relations. Wiesbaden 2000. S. 131-140.