

2 Konzeptionelle Grundlagen

2.1 Zentrale theoretische Grundlagen der wertorientierten Unternehmensführung

2.1.1 Der Shareholder Value als Zielgröße der Unternehmensführung

Im Rahmen dieses Kapitels wird schematisch der Shareholder Value Ansatz dargestellt, da er die Grundlage der wertorientierten Unternehmensführung bildet. Der **Shareholder Value Ansatz** geht im Wesentlichen auf die Arbeiten von Copeland/Koller/Murrin (1990), Fruhan (1979) und Rappaport (1986) zurück und überträgt Überlegungen der Finanzierungs- und Kapitalmarkttheorie auf die Unternehmensführung. In ihm wird die Unternehmensführung an den Interessen der Aktionäre (*shareholder*) ausgerichtet. Die zentrale Zielgröße stellt der für die Aktionäre geschaffene Shareholder Value dar. Zur Ermittlung des Shareholder Values wird zunächst der Unternehmenswert basierend auf Zahlungsströmen (im Folgenden als Cash Flows bezeichnet) berechnet. Die Bewertungsgrundlage stellt der **betriebliche Cash Flow** dar (häufig auch als freier Cash Flow oder *cash flow from operations* bezeichnet; vgl. Welge/Al-Laham 2012). Dieser wird definiert als „the amount of cash that the firm can pay out to investors after making all investments necessary for growth“ (Brealey/Myers/Allen 2008, S. 534) und wird als die Differenz zwischen betrieblichen Einzahlungen und den Investitionen ins Anlagevermögen (Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen) sowie ins Nettoumlaufvermögen (*working capital*) berechnet. Der Unternehmenswert entspricht den auf den aktuellen Zeitpunkt diskontierten Cash Flows (Barwert der Cash Flows) und „resultiert letztlich aus den Erwartungen der Kapitalgeber, die sich auf die Zahlungsströme und Kapitalkosten richten“ (Kieser 2004, S. 108; vgl. Brealey/Myers/Allen 2008; Rappaport 1999; Welge/Al-Laham 2012).

Zur **Diskontierung der Cash Flows** kann der gewichtete Kapitalkostensatz (*weighted average costs of capital; wacc*) herangezogen werden. Dieser berechnet sich wie folgt:

$$(1.1) \quad wacc = r_{EK} \cdot \frac{EK}{GK} + r_{FK} \cdot \frac{FK}{GK}$$

$$(1.2) \quad r_{EK} = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

In die Berechnung der *weighted average cost of capital* (1.1) gehen folglich das Eigenkapital (EK), das Fremdkapital (FK) sowie die Summe der beiden als Gesamtkapital (GK) ein. Der Zinssatz des Fremdkapitals (r_{FK}) ergibt sich aus vertraglichen Vereinbarungen, während der Eigenkapitalkostensatz (r_{EK}) im Rahmen der Gleichung (1.2) auf Basis des Capital Asset Pricing Models (CAPM) bestimmt wird. Die Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes erfolgt durch Addition der Rendite einer risikolosen Anlage (r_f) und dem Produkt aus unternehmensspezifischem Risikofaktor (β) und Risikoprämie. Die Risikoprämie stellt die Differenz zwischen Marktrendite (r_m) und der Rendite einer risikolosen Anlage dar. Der unternehmensspezifische Risikofaktor β betrachtet die Volatilität der Unternehmensrendite im Verhältnis zu der Volatilität der Marktrendite (vgl. Brealey/Myers/Allen 2008; Bodie/Kane/Marcus 2009; Copeland/Koller/Murrin 1990; Rappaport 1999; Welge/Al-Laham 2012).

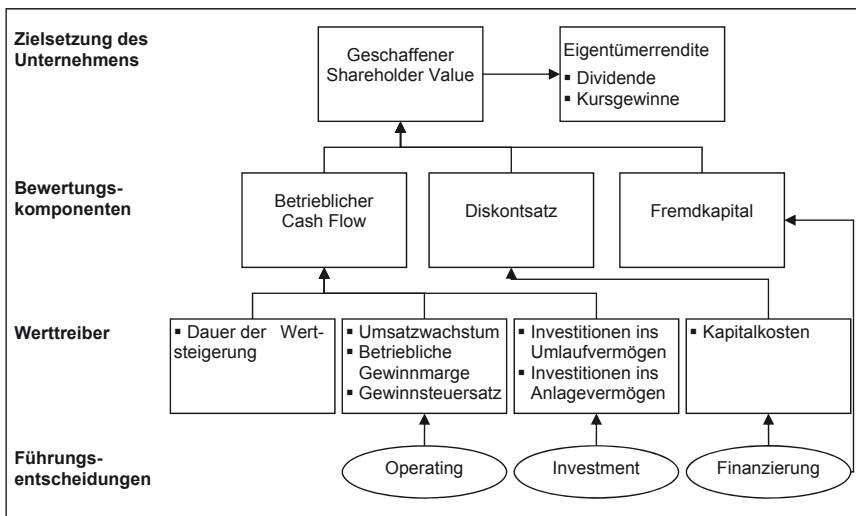


Abbildung 2: Das Shareholder-Value-Netzwerk (vgl. Rappaport 1999, S. 68)

Der auf diese Weise ermittelte Unternehmenswert verwendet den betrieblichen Cash Flow. Folglich enthält er sowohl den Eigen- als auch den Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehenden Zahlungsmittelüberschuss. Durch Subtraktion des Marktwerts des Fremdkapitals wird der den Eigenkapitalgebern zustehende Shareholder Value berechnet (vgl. Kieser 2004; Welge/Al-Laham 2012).

Abbildung 2 fasst die in die Ermittlung des Shareholder Values eingehenden Größen zusammen und stellt einen Zusammenhang zu Führungsentscheidungen her. Der Bereich der operativen Führungsentscheidungen (*operating*) umfasst hierbei relativ kurzfristige Entscheidungen bspw. im Bereich der Vertriebspolitik, während strategische Entscheidungen dem Bereich *investment* zugeordnet werden. Im Bereich Finanzierung werden z.B. Entscheidungen hinsichtlich der Kapitalstruktur getroffen (vgl. Welge/Al-Laham 2012). Da das zentrale Ziel einer am Shareholder Value ausgerichteten Unternehmensführung die Steigerung der Cash Flows bildet, werden nur solche Führungsentscheidungen umgesetzt, „welche den Cash Flow steigern und die Kapitalkosten reduzieren“ (Kieser 2004, S. 111). Daher geht mit einer Verbreitung der wertorientierten Unternehmensführung die Forderung einher, dass alle Unternehmensbereiche den Wertbeitrag ihrer Entscheidungen nachweisen müssen (vgl. u.a. Srivastava/Shervani/Fahey 1998).

Der Shareholder Value Ansatz wird jedoch auch zunehmend **kritisiert**. Insbesondere die Monozielausrichtung an den Bedürfnissen der Aktionäre wird in Frage gestellt und hat zur Entwicklung des Stakeholder Ansatzes geführt. Im Rahmen des Stakeholder Ansatzes erhalten auch die Bedürfnisse weiterer Anspruchsgruppen (z.B. Kunden, Mitarbeiter und Lieferanten) Gewicht, die substantiellen Beitrag zum Fortbestand des Unternehmens leisten (vgl. Kieser 2004). Des Weiteren basiert die Berechnung des Shareholder Values auf erwarteten zukünftigen Entwicklungen der Cash Flows; Informationsasymmetrien und subjektive Erwartungen erschweren somit eine objektive Berechnung der Zielgröße (vgl. Kieser 2004). Dennoch liegt der zuvor skizzierte Ansatz im Grundprinzip den meisten in Wissenschaft und Unternehmenspraxis diskutierten Ansätzen der wertorientierten Unternehmensführung zugrunde (vgl. Welge/Al-Laham 2012). Insbesondere die Forderung, dass alle Unternehmensbereiche ihren Wertbeitrag nachweisen sollen, hat zur Entwicklung der im Folgenden betrachteten Forschungsströme des wertorientierten Marketing (vgl. Srivastava/Shervani/Fahey 1998; Kapitel 2.2) und des wertorientierten Human Resource Management (vgl. Huselid 1995; Kapitel 2.3) geführt.

2.1.2 *Der ressourcenbasierte Ansatz zur Erklärung von Wettbewerbsvorteilen*

Eine weitere zentrale konzeptionelle Grundlage im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung stellt der ressourcenbasierte Ansatz zur Erklärung von Wettbewerbsvorteilen dar (vgl. Crook et al. 2008). Der **ressourcenbasierte Ansatz** führt Erfolgsunterschiede zwischen Unternehmen im Gegensatz zu industrieökonomischen Ansätzen (vgl. Porter 1999) auf unterschiedliche Ressourcenausstattungen zurück. Nicht gleichverteilte und nicht übertragbare Ressourcen stellen die Voraussetzung eines möglichen Wettbewerbsvorteils dar (vgl. u.a. Amit/Schoemaker 1993; Barney 1986, 1991, 2011; Hoopes/Madsen/Walker 2003; Newbert 2007; Wernerfelt 1984). Unter **Ressourcen** werden „all assets, capabilities, organizational processes, firm attributes, information, knowledge etc. controlled by a firm“ (Barney 1991, S. 101; vgl. Wernerfelt 1984) verstanden. Ferner können sie in die Kategorien physische Ressourcen (*physical capital resources*; z.B. Fertigwarenlager, Fabrikationsanlagen), Humankapital (*human capital resources*; z.B. Weiterbildungsmaßnahmen, Fähigkeiten) und organisationale Ressourcen (*organizational capital resources*; z.B. Planung und Kontrolle, Personalführungssystem) eingeteilt werden (vgl. Barney 1991). Durch diese Ressourcen sind Unternehmen in der Lage, eine wertschaffende Strategie zu implementieren, die ihre Wettbewerber nicht verfolgen (**Wettbewerbsvorteil**) und auch künftig nicht verfolgen werden (nachhaltiger Wettbewerbsvorteil; vgl. Barney 1991, 2011). Ein nachhaltiger Wettbewerbsvorteil führt letztlich zu finanziellem Unternehmenserfolg (vgl. Peteraf 1993).

Jedoch sind nicht alle Unternehmensressourcen, sondern lediglich strategische Ressourcen geeignet, einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil zu realisieren. Zu ihrer Identifikation kann das weitverbreitete **VRIN-Framework** (*valuable, rare, imitability, non-substitutable*) herangezogen werden. Die wichtigste Voraussetzung zur Erreichung eines Wettbewerbsvorteils stellen wertvolle Ressourcen (*valuable*) dar. Diese ermöglichen es einem Unternehmen, Strategien zu implementieren, die vorteilhafte Umsatz- und Kostenwirkungen entfalten (Barney 1991; Crook et al. 2008). Wertvolle Ressourcen stellen eine notwendige Bedingung für einen Wettbewerbsvorteil dar. Dieser kann jedoch erst erreicht werden, wenn die Ressourcen selten (*rare*) sind und somit nicht alle Unternehmen in gleichem Umfang über sie verfügen können (vgl. Barney 1991, 2011; Crook et al. 2008).

Ferner müssen zur Erzielung nachhaltiger Wettbewerbsvorteile zusätzlich die Eigenschaften der Nicht-Imitierbarkeit (*imitability*) und der Nicht-Substituierbarkeit (*non-substitutable*) erfüllt sein. Nicht-imitierbare Ressourcen hindern Wettbewerber daran, langfristig gleiche Strategien zu implementieren. Ursachen von nicht-imitierbaren Ressourcen können (1) in einzigartigen historischen Gegebenheiten, (2) in kausaler Ambiguität und (3) in sozialer Komplexität liegen. Erstens, können einzigartige historische Entwicklungen dazu geführt haben, dass ein Unternehmen über Ressourcen verfügt, die andere Unternehmen nicht (mehr) aufbauen können (z.B. Patente, Urheberrechte usw.). Zweitens, wird bei kausaler Ambiguität davon ausgegangen, dass die Quelle eines Wettbewerbsvorteils nicht identifiziert werden kann und deshalb Wettbewerber nicht in der Lage sind, diese zu imitieren (vgl. Ryall 2009). Drittens, kann soziale Komplexität dazu führen, dass selbst bei Kenntnis der Quelle eines Wettbewerbsvorteils, Wettbewerber nicht in der Lage sind, diese zu imitieren (z.B. eine besondere Unternehmenskultur, Reputation gegenüber Zulieferern vgl. Barney 1991; Hoopes/Madsen/Walker 2003). Nicht-imitierbare Ressourcen führen allerdings nur dann zu einem nachhaltigen Wettbewerbsvorteil, wenn sie nicht durch andere Ressourcen substituiert werden können (vgl. Barney 1991; Crook et al. 2008).

Die vier oben genannten Kriterien werden im Rahmen neuerer Ansätze um das Kriterium der Organisation (*organization*) erweitert, so dass auch von den **VRIO-Kriterien** gesprochen wird. Das Kriterium *organization* verlangt, dass ein Unternehmen „eine Organisation (Organisationsstruktur, Organisationssysteme und Kultur) aufweisen [muss], mit der es die Potentiale einer Ressource ausschöpfen kann“ (Homburg 2012, S. 225). Der alleinige Besitz der Ressourcen ist daher nicht ausreichend, um einen Wettbewerbsvorteil zu realisieren. Dieser kann erst realisiert werden, wenn im Unternehmen die notwendigen Voraussetzungen erfüllt wurden (vgl. Mahoney/Pandian 1992; Newbert 2007).

Kritik am ressourcenbasierten Ansatz wird von einigen Autoren dahingehend geäußert, dass er empirisch nicht überprüfbar sei. Zum einen argumentieren Priem/Butler (2001a, 2001b), dass der ressourcenbasierte Ansatz nicht empirisch überprüft werden kann, da die ihm zugrunde gelegten Definitionen tautologisch seien und somit nicht falsifiziert werden könnten. Die Möglichkeit der Falsifikation stelle jedoch eine wichtige Voraussetzung für eine Theorie dar. Zum anderen führen Hoopes/Madsen/Walker (2003) einen Mangel an Spezifität des Ansatz-

zes als Hindernis der empirischen Überprüfbarkeit an (vgl. Costa/Cool/Dierickx 2013). Dennoch stellt der ressourcenbasierte Ansatz einen der meist „accepted theoretical perspectives in the strategic management field“ (Newbert 2007, S. 121) dar. Die besondere Relevanz und praktische Bedeutung des ressourcenbasierten Ansatzes können Crook et al. (2008, S. 1151) auch im Rahmen ihrer Metaanalyse bestätigen:

„We find that, at present, RBT’s [resource-based theory’s] expectation that resources and performance are related has strong support, and that the level of support can be enhanced or weakened by important moderating factors. The sizeable link between resources and performance leads to the conclusion that RBT is managerially relevant and worthy of researchers’ attention“.

2.2 Wertorientiertes Marketing

2.2.1 Die Schnittstelle Marketing und Finance

„A long-standing caricature of marketing practitioners is that they love to spend money and hate to assess the results of that spending”

O’Sullivan/Abela (2007, S. 79)

Homburg (2012) unterscheidet in seiner Marketingdefinition zwischen einer unternehmensexternen und einer unternehmensinternen Komponente. Die unternehmensexterne Komponente umfasst Handlungen eines Unternehmens gegenüber Nachfragern und potentiellen Nachfragern, während die unternehmensinterne Perspektive darauf ausgerichtet ist, die dafür notwendigen Voraussetzungen innerhalb des Unternehmens zu schaffen. Generelles Zielobjekt des Marketing ist somit der Absatzmarkt (vgl. Homburg 2012). Es ist also auch nicht überraschend, dass das Marketing traditionell seinen Erfolgsbeitrag in auf den Absatzmarkt gerichteten produktmarkterfolgsbezogenen Kennzahlen ausgedrückt hat. Traditionell betrachtete Kennzahlen stellen in diesem Zusammenhang Größen wie Kundenzufriedenheit und -loyalität, Markenwerte oder Marktanteile dar.

Eine Fokussierung auf produktmarkterfolgsbezogene Kennzahlen stimmt zwar mit der generellen Ausrichtung des Marketing überein, wird jedoch im Zuge einer Verbreitung der wertorientierten Unternehmensführung zunehmend kritisiert. Wie es im einleitenden Zitat ersichtlich wird, hat dies soweit geführt, dass dem Marketingbereich die Kompetenz abgesprochen wird, den Wertbeitrag seiner Entscheidungen zu bestimmen. Das Marketing muss also zeigen, dass die von ihm traditionell verwendeten „weichen“ Kennzahlen sich auch tatsächlich in „harten“ finanziellen Kennzahlen niederschlagen (vgl. Lehmann 2004; Lovett/MacDonald 2005; Rust et al. 2004; Srinivasan/Hanssens 2009).

Um dieser Forderung nachzukommen, muss der Marketingbereich den Investitionscharakter seiner Ausgaben aufzeigen. Ansonsten läuft er langfristig Gefahr, zu einem bloßen Kostentreiber degradiert zu werden (vgl. Moorman/Rust 1999; Verhoef/Leeflang 2009). Allerdings sieht er sich hierbei, mit zwei zentralen Herausforderungen konfrontiert:

1. Marketingentscheidungen stellen Investitionen in langfristige immaterielle Vermögenswerte dar, deren Wertbeitrag nicht direkt in Quartalsberichten ersichtlich wird (vgl. Srinivasan/Hanssens 2009).
2. Der Beitrag von Marketingentscheidungen zum Unternehmenswert erfolgt i.d.R. indirekt über sog. Mediatoren (z.B. über Aufbau und Pflege von Kundenbeziehungen) (vgl. u.a. Rust et al. 2004; Srivastava/Shervani/Fahey 1998).

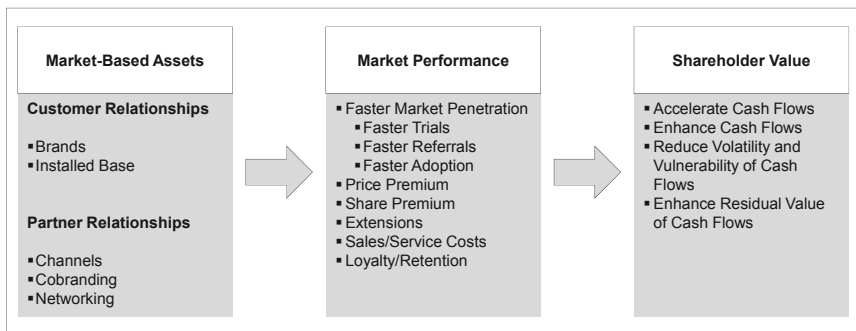


Abbildung 3: Konzeptionelles Framework zum Beitrag von Marketing zum Unternehmenswert (Srivastava/Shervani/Fahey 1998, S. 8)

Um diesen Herausforderungen gerecht zu werden, wurden in der Marketingforschung verschiedene Frameworks entwickelt, die einen Zusammenhang zwischen Marketingentscheidungen und dem Unternehmenswert herleiten. Eines der ersten und einflussreichsten Frameworks von Srivastava/Shervani/Fahey (1998) wurde im renommierten *Journal of Marketing* veröffentlicht und wurde bis zum heutigen Zeitpunkt bereits ca. 1.500 Mal¹ zitiert. Abbildung 3 stellt das konzeptionelle Framework dar. Srivastava/Shervani/Fahey (1998) gliedern verschiedene Kennzahlen in die drei Kategorien (1) marktbasierende Vermögensgegenstände (*market-based assets*), (2) produktmarkterfolgsbezogene Kennzahlen (*market performance*) und (3) Shareholder Value.

¹ Diese Angabe beruht auf einer Abfrage bei Google-Scholar vom 01.05.2013.

Zu den marktbasierten Vermögensgegenständen zählen Beziehungen zu Kunden (z.B. Aufbau von Marken und Pflege von Kundenbeziehungen) und Beziehungen zu Geschäftspartnern (z.B. Beziehungen zu Vertriebspartnern). Die produktmarkterfolgsbezogenen Kennzahlen bilden die zweite Kategorie und umfassen traditionelle Marketingkennzahlen wie Marktanteile (*share premium*), erhöhte Preisbereitschaft (*price premium*) und Kundenloyalität. Die dritte Kategorie umfasst Cash Flow Kennzahlen zur Messung des Shareholder Values. Cash Flow Kennzahlen stellen die zentrale Größe in der Finanzmarkttheorie dar und eignen sich daher in besondere Weise, den Beitrag des Marketing in der „Sprache“ der wertorientierten Unternehmensführung zu quantifizieren (vgl. Gruca/Rego 2005).

Srivastava/Shervani/Fahey (1998) gehen davon aus, dass der Aufbau marktbasierter Vermögenswerte dazu beiträgt, produktmarkterfolgsbezogene Kennzahlen zu steigern. Somit reflektiert dieser erste Pfad die traditionelle Sichtweise des Marketing, d.h. er greift auf Kennzahlen zurück, anhand derer traditionell der Erfolg von Marketingentscheidungen gemessen wurde. Der zweite Pfad stellt die wesentliche Neuerung dar, da er einen Zusammenhang zwischen diesen traditionellen Marketingergolgsmaßen und dem Shareholder Value herstellt. So wird davon ausgegangen, dass produktmarkterfolgsbezogene Kennzahlen einen positiven Einfluss auf den Shareholder Value ausüben, indem sie dazu beitragen, dass Cash Flows gesteigert, beschleunigt und erhöht werden sowie deren Volatilität sinkt und der Residualwert steigt (vgl. O'Sullivan/Abela 2007; Srivastava/Shervani/Fahey 1998).

Starke Marken können dazu beitragen, dass Cash Flows früher realisiert werden. So kann die Bindung an eine Marke dazu führen, dass Kunden bereit sind, die Produkte des Unternehmens weiterzempfehlen und somit die Marktdurchdringung für (Neu-)Produkte beschleunigen. Des Weiteren weisen Kunden eine höhere Zahlungsbereitschaft für starke Marken auf (vgl. Park/Srinivasan 1994), so dass ein Preispremium durchgesetzt werden kann (Steigerung der Cash Flows). Außerdem können Marken die Loyalität der Kunden steigern (vgl. Stahl et al. 2012). Loyale Kunden führen dazu, dass kontinuierlichere, d.h. weniger volatile Cash Flows anfallen. „Higher and more stable cash flows (...) [reduce] the probability of financial distress“ (Anderson/Mansi 2009, S. 712) und erhöhen somit den Shareholder Value. Darüber hinausgehend kann Loyalität dazu führen, dass Folgeprodukte in einer Periode nach dem Planungszeitraum gekauft werden und somit der Residualwert gesteigert wird (vgl. Lu-

o/Homburg 2008; Rego/Billett/Morgan 2009; Rust et al. 2004; Srivastava/Shervani/Fahey 1998).

Ein besonderer Verdienst des von Srivastava/Shervani/Fahey (1998) vorgeschlagenen Frameworks ist sicherlich, dass es systematisch traditionelle Erfolgsfaktoren des Marketing mit finanzmarktorientierten Kennzahlen (Cash Flows) verknüpft hat. Somit rückte der Erfolgsnachweis des Marketing (auch: Marketing-Accountability) stärker ins Zentrum der Marketingforschung und -praxis. In späteren Studien konnte gezeigt werden, dass Marketing-Accountability die Zufriedenheit von Chief Executive Officers (CEOs) mit dem Marketing erhöht (vgl. O'Sullivan/Abela 2007), den Einfluss des Marketing steigert (vgl. Verhoef/Leeflang 2009) und positive Performanceauswirkungen hat (vgl. Homburg/Artz/Wieseke 2012). Das Framework wurde seitdem kontinuierlich weiterentwickelt und umfasst z.B. im Rahmen der „Chain of Marketing Productivity“ (vgl. Rust et al. 2004; „Marketing Productivity Chain“ bei Lehmann 2004) auch den Marketing-Mix. Des Weiteren wurden auf Basis des vorgestellten Frameworks auch markenfokussierte Modelle wie die sog. „Brand Value Chain“ (vgl. Ambler et al. 2002; Keller 2008; Keller/Lehmann 2003, 2006) entwickelt. Auch wenn diese Modelle Erweiterungen des Ansatzes von Srivastava/Shervani/Fahey (1998) darstellen, beruhen sie letztlich auf der Überlegung, eine Verknüpfung zwischen marketingpolitischen Größen und dem Unternehmenswert herzustellen.

2.2.2 *Marken als Treiber des Unternehmenswerts*

Wie im vorhergehenden Kapitel 2.2.1 dargestellt, werden Marken als wesentliche Treiber des Unternehmenswerts gesehen. Eine Marke kann definiert werden als „a name, term, sign, symbol or design, or combination of them, intended to identify the goods or services of one seller or group of sellers and to differentiate them from those of competitors.“ (Kotler/Keller 2009, S. 276). Diese formale Definition von Marken reicht jedoch nicht aus, um ihren besonderen Wertbeitrag zu erklären (vgl. Goldfarb/Lu/Moorthy 2009; Homburg 2012). Ihr Wert kann hierbei aus zwei sich gegenseitig ergänzenden Perspektiven hergeleitet werden (vgl. Keller/Lehmann 2006; Stahl et al. 2012). Zum einen kann der Wert von Marken aus Sicht der Kunden betrachtet werden (vgl. Kapitel 2.2.2.1) und zum anderen aus Sicht der Unternehmen (vgl. Kapitel 2.2.2.2). Definitionen aus Unternehmenssicht haben den Vorteil, dass sie besser



<http://www.springer.com/978-3-658-04337-7>

Wertorientiertes Marketing und Human Resource
Management

Marken und Mitarbeiter als Treiber des Unternehmenswerts

Vomberg, A.

2014, XV, 179 S. 9 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-04337-7