

Unternehmensbewertung, nicht-finanzielle Ziele und Corporate Social Responsibility

Adolf G. Coenenberg/Wolfgang Schultze/Michael Wahl

Inhaltsübersicht

1. Einführung
2. Corporate Social Responsibility, Corporate Social Performance und Corporate Sustainability – Vereinbarkeit von ökonomischen, ökologischen, sozialen und ethischen Aspekten
 - 2.1. Die unternehmerische Verantwortung
 - 2.2. Historische Entwicklung und Begriffsdefinition
 - 2.3. Einfluss auf den Unternehmenswert
 - 2.3.1. Bestimmung der Corporate Social Performance
 - 2.3.2. Bestimmung der Corporate Financial Performance
 - 2.3.3. Frühere Studien – Vorgehen, Ergebnisse und Schwächen
 - 2.3.4. Die Meta-Analyse von Orlitzky/Schmidt/Rynes
 - 2.4. Fazit
3. Erweiterung der klassischen Unternehmensbewertung – Bewertung finanzieller Nutzen aus Investitionen in die Corporate Social Responsibility
 - 3.1. Das Bewertungsverfahren – eine einführende Erläuterung
 - 3.2. Der Sustainable Value – ein wertorientierter Ansatz zur umfassenden Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in die Unternehmensbewertung
 - 3.2.1. Theoretische Grundlagen und Bewertungslogik des Sustainable-Value-Ansatzes
 - 3.2.2. Berechnung des Sustainable Value als absolute Kennzahl
 - 3.3. Fazit
4. Ergänzung der klassischen Unternehmensbewertung – Bewertung nicht-finanzieller Nutzen
 - 4.1. Ethische Unternehmensbewertung – eine einführende Erläuterung
 - 4.2. Theoretische Fundierung – der Kriterienkatalog des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens
 - 4.3. Praktische Ausgestaltung – ökologisches und ethisches Rating
5. Zusammenfassung und Ausblick
6. Literaturverzeichnis

1. Einführung

Beginnend in den siebziger Jahren des 20. Jahrhunderts setzte sich in der Unternehmensbewertung das Prinzip der Zweckabhängigkeit immer mehr durch und ist heute Kernbestandteil der Bewertungslehre.¹ Demnach existiert nicht ein allein korrekter, sondern ein „[...] jeweils zweckadäquate[r] [...]“² Unternehmenswert, welcher sich, abhängig vom einzelnen Bewertungszweck, durch den Vergleich alternativer Handlungsmöglichkeiten ergibt.³ Ebenfalls zweckabhängig erfolgt die Wahl des Bewertungsverfahrens, welches eine widerspruchsfreie Ermittlung des gesuchten Unternehmenswertes ermöglichen muss.⁴

Für den Eigentümer repräsentiert dabei der Nutzen, der ihm aus dem Unternehmen zufließt, den Unternehmenswert.⁵ Dieser setzt sich sowohl aus finanziellen als auch nicht-finanziellen Vorteilen zusammen.⁶ Die eigentliche Aufgabe der Unternehmensbewertung ist die Ermittlung und Bewertung dieses Nutzens.⁷ Aufgrund der schweren Messbarkeit der nicht-finanziellen Nutzenkomponenten wird jedoch in der Regel die vereinfachende Annahme getroffen, dass ausschließlich finanzielle Größen für den Eigentümer Relevanz besitzen, wodurch lediglich diese in die Bewertung Eingang finden.⁸ Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung verzichten somit bislang weitestgehend auf die Berücksichtigung nicht-finanzieller Größen.⁹

Darüber hinaus bleiben bislang auch finanzielle Nutzen weitgehend außen vor, welche sich aus der expliziten Berücksichtigung von ökologischen, sozialen und ethischen Gesichtspunkten in der Unternehmensführung sowie gezielten Investitionen in die sog. Corporate Social Responsibility (CSR) ergeben.¹⁰ Die in der Literatur vorliegenden Ansätze zur Bewertung bei Mehrfachzielen¹¹ – die eine Einbeziehung nicht-finanzieller und strategischer Nutzen vorsehen – erfuhren keine große praktische Bedeutung. Dieses hat zur Folge, dass diese Größen weiterhin unbeachtet bleiben, obwohl sie Bestandteile des Zielsystems des Eigentümers oder Investors sein können.¹² Die so vorgenommene Komplexitätsreduzierung verringert daher unweigerlich die Aussagekraft des in dieser Form ermittelten Unternehmenswertes.¹³

¹ Vgl. Haeseler, H. R./Hörmann, F./Kros, W. (2007), S. 8 ff.; Mandl, G./Rabel, K. (1997), S. 5 ff.; Sieben, G., Sp. 4315.

² Moxter, A. (1983), S. 6.

³ Vgl. Ballwieser, W. (2007), S. 1 f.; Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Schultze, W. (2002), Sp. 2412; Coenenberg, A. G. (1981), S. 222; Coenenberg, A. G./Schultze, W. (2002), S. 597; Drukarczyk, J./Schüler, A. (2007), S. 100 ff.; Mandl, G./Rabel, K. (2002), Sp. 2007 f.

⁴ Vgl. Aders, C. (1998), S. 1; Mandl, G./Rabel, K. (2002), Sp. 2007 f. Moxter, A. (1983), S. 6.

⁵ Vgl. Käfer, K. (1969), S. 299.

⁶ Vgl. Ballwieser, W. (1990), S. 5 ff.; Peemöller, V. H./Kunowski, S. (2005), S. 208.

⁷ Vgl. Schultze, W. (2003), S. 16 ff.

⁸ Vgl. Ballwieser, W. (1990), S. 5 ff.; Peemöller, V. H./Kunowski, S. (2005), S. 208.

⁹ Vgl. IDW (2008), S. 70 Tz. 4.; Popp, M. (1998), S. 542; Schaltegger, S./Figge, F. (1998), S. 7; Stuhr, H.-J./Bock, M. (1995), S. 293 ff.

¹⁰ Vgl. Figge, F./Hahn, T. (2005a), S. 208 ff.; Obermeier, B. (2008), S. A4.

¹¹ Zur Bewertung bei Mehrfachzielen vgl. ausführlich Ballwieser, W. (1993), S. 173 f.; Dinkelbach, W. (1969), S. 55 ff.; Hafner, R. (1988), S. 485 ff.; Matschke, M. (1993), S. 1 ff.; Sieben, G. (1969), S. 71 ff.

¹² Vgl. Ballwieser, W. (2001), Sp. 2082; Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Schultze, W. (2002), Sp. 2413; Peemöller, V. H./Keller, B./Rödl, M. (1996), S. 77 f.

¹³ Vgl. Ballwieser, W. (1990), S. 5 ff.; Peemöller, V. H./Kunowski, S. (2005), S. 208.

Vor diesem Hintergrund ist es das Ziel dieses Beitrags, zunächst die Frage zu erörtern, ob und wenn ja inwiefern ökologische, soziale und ethische Faktoren – deren Berücksichtigung im Zusammenspiel mit ökonomischen Faktoren innerhalb des Zielsystems eines Unternehmens zumeist unter dem bisher noch nicht einheitlich definierten Begriff der CSR zusammengefasst wird¹⁴ – einen Einfluss auf die Unternehmensperformance und damit den Unternehmenswert besitzen.¹⁵ Hierzu wird in Abschnitt 2 eine Einführung in das Konzept der CSR gegeben. Nach der Darstellung der historischen Entwicklung sowie einer Begriffsabgrenzung erfolgt die Klärung der Fragestellung, inwieweit eine an dem Prinzip der CSR ausgerichtete Unternehmenspolitik und die damit einhergehende explizite Berücksichtigung ökonomischer, sozialer und ethischer Aspekte in der Unternehmensführung Einfluss auf den Unternehmenswert hat und diese Faktoren daher einer Beachtung im Rahmen der Unternehmensbewertung bedürfen.

In welcher Form eine solche Integration in die Unternehmensbewertung erfolgen kann, ist Gegenstand von Abschnitt 3. Mit dem Sustainable Value wird ein umfassender Bewertungsansatz vorgestellt, der eine quantitative Bewertung des finanziellen – auf ökologischen, sozialen und ethischen Faktoren¹⁶ beruhenden – Nutzens einer an der CSR orientierten Unternehmensführung ermöglicht.¹⁷ Ergänzend hierzu wird geprüft, wie die bisher unbeachteten nicht-finanziellen Nutzenkomponenten einer qualitativen Bewertung zuzuführen und damit in die Investitionsentscheidung zu integrieren sind.¹⁸ In Abschnitt 4 erfolgt daher die Darstellung der sog. ethischen Unternehmensbewertung, die eine Bewertung des Unternehmens bezüglich der quantitativen Aspekte ermöglicht, welche für die Entscheidungen eines Investors und potenziellen Unternehmenseigentümers relevant sind.

Zur Bewertung des finanziellen Eigentümersnutzens haben sich über die Jahre verschiedene Verfahren herausgebildet.¹⁹ Das dabei für den jeweiligen Bewertungsanlass zu wählende Verfahren ist nach herrschender Meinung abhängig vom jeweiligen Bewertungszweck.²⁰ Sowohl auf Anlässe, Zwecke und Funktionen der Unternehmensberatung als auch die verschiedenen klassischen Verfahren soll im Rahmen dieses Beitrags nicht erneut eingegangen werden. Es sei hierzu im Besonderen auf die Ausführungen des hier Geehrten verwiesen.²¹

¹⁴ Vgl. *Schaltegger, S./Müller, M.* (2008), S. 17 ff.; *Schranz, M.* (2007), S. 20 ff.

¹⁵ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 1 ff.

¹⁶ In der englischsprachigen Literatur werden sowohl soziale als auch ethische Aspekte zumeist unter dem Begriff *social* subsumiert. Vgl. hierzu *Schaltegger, S./Müller, M.* (2008), S. 18.

¹⁷ Vgl. *Bömelburg, P./Keller, B.* (1994), S. 325 ff.; *Figge, F.* (2001), S. 184 ff.; *Figge, F./Hahn, T.* (2002a), S. 1 ff.; *Figge, F. et al.* (2007), S. 11 ff.

¹⁸ Vgl. *Enderle, G.* (1993), Sp. 1107 ff.; *Schneider, H.-A.* (2001a) S. 188 ff.

¹⁹ Vgl. *Mandl, G./Rabel, K.* (1997), S. 28; *Perridon, L./Steiner, M.* (2009), S. 220 ff.; *Schultze, W.* (2003), S. 71; *Seppelfricke, P.* (2007), S. 12.

²⁰ Vgl. *Ballwieser, W.* (2007), S. 1 f.; *Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Schultze, W.* (1981), Sp. 2412; *Coenenberg, A. G.* (1981), S. 222; *Coenenberg, A. G./Schultze, W.* (2002), S. 597; *Drukarczyk, J./Schüler, A.* (2007), S. 100 ff.; *Mandl, G./Rabel, K.* (1997), Sp. 2007 f.

²¹ Vgl. *Mandl, G.* (1999), S. 41 ff.; *Mandl, G./Rabel, K.* (1997); *Mandl, G./Rabel, K.* (2002), Sp. 2007 ff.; *Mandl, G./Rabel, K.* (2009), S. 49 ff.

2. Corporate Social Responsibility, Corporate Social Performance und Corporate Sustainability – Vereinbarkeit von ökonomischen, ökologischen, sozialen und ethischen Aspekten

Das Ziel der klassischen Unternehmensbewertung ist die Bewertung des Unternehmens aus Eigentümersicht auf Basis zukünftiger, finanzieller Nettozuflüsse.²² Der Unternehmenswert entspricht „[...]dem Preis der nächstbesten gleichguten Handlungsmöglichkeit[...]“²³ und damit bei einem funktionierenden Markt für Unternehmensanteile dem Marktwert des Eigenkapitals.²⁴ Die Unternehmensbewertung folgt somit dem – vor allem seit *Rappaport*²⁵ – viel diskutierten Konzept des Shareholder Value.²⁶ Sie stellt den Nutzen des Unternehmenseigentümers – als Träger des Risikos und Empfänger des Residualgewinns – an erste Stelle, während die Ansprüche anderer Stakeholder als durch gesetzliche Rahmenbedingungen und marktwirtschaftlichen Wettbewerb gesicherte Nebenbedingungen betrachtet werden.²⁷

Angesichts der voranschreitenden Globalisierung und der damit einhergehenden Machtverschiebung hin zu multinationalen Unternehmen wurde und wird verstärkt die Frage gestellt, ob diese Ausrichtung – die direkten Einfluss auf die Unternehmensführung hat – ihrem Umfang nach richtig und für das Unternehmen, aber vor allem die Gesellschaft als Ganzes am vorteilhaftesten ist. Anders gesagt, ob die vielfach zitierte Aussage von *Friedman* aus dem Jahr 1962, „[...]there is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game[...]“²⁸ noch immer Gültigkeit besitzt, oder ob Unternehmen eine, über ihre Primärfunktion – die Generierung wirtschaftlichen Mehrwertes – hinausgehende Verantwortung gegenüber der Gesellschaft haben, wie dies bereits *Carroll* 1979 formulierte: „[...]the social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary expectations that society has of organizations at a given point in time[.]“^{29, 30}

²² Vgl. *IDW* (2008), S. 70 Tz. 4.

²³ Vgl. *Carlsen, C.* (2008), S. 26.

²⁴ Vgl. *Ballwieser, W.* (2002), Sp. 1745; *Ballwieser, W.* (2004), Sp. 1616 f.; *Carlsen, C.* (2008), S. 13; *Hopfenbeck, W.* (2000), S. 730; *Hostettler, S.* (2002), S. 23 f.; *Wöhe, G./Döring, U.* (2008), S. 55.

²⁵ Zum Shareholder Value Ansatz von *Rappaport* vgl. ausführlich *Rappaport, A.* (1981), S. 139 ff., sowie das grundlegende Werk von *Rappaport: Creating Shareholder Value, Rappaport, A.* (1998) und die deutsche Übersetzung *Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren, Rappaport, A.* (1999). Für einen Überblick zum Shareholder Value vgl. *Simon, H.* (Hrsg.) (2000), S. 162 ff.

²⁶ Vgl. *Achatz, H.* (1998), S. 14 ff.; *Busse von Colbe, W.* (1997), S. 271; *Knoll, L./Wenger, E.* (1999), S. 433 ff.

²⁷ Vgl. *Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J.* (2005), S. 268; *Wöhe, G./Döring, U.* (2008), S. 55 ff.

²⁸ *Friedman, M.* (1962), S. 133. Einem größeren Publikum wurde die Aussage durch den später erschienenen Artikel *The Social Responsibility of Business is to increase its Profits* bekannt, *Friedman, M.* (1970), S. 33.

²⁹ Vgl. *Carroll, A. B.* (1979), S. 500.

³⁰ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 1 ff., 30 ff.; *Schranz, M.* (2007), S. 13 ff., 19 ff.; *Weber, M.* (2008a), S. 40.

2.1. Die unternehmerische Verantwortung

Die Debatte über eine weitergehende unternehmerische Verantwortung wurde in den vergangenen 60 Jahren verstärkt – und teilweise sehr kontrovers³¹ – geführt.³² Dabei hat sich der Begriff der CSR herausgebildet, der gleichsam als Überbegriff für verantwortungsvolles und nachhaltiges Unternehmertum Verwendung fand.³³ Die Ansicht, dass ein Mehr an Macht und Einfluss der Unternehmen auch ein Mehr an Verantwortung und damit einhergehend, ein multikriterielles Zielsystem bedingt, hat dabei in den vergangenen Jahren – nicht zuletzt durch Initiativen der UN, der EG, der EU sowie weiterer internationaler Organisationen³⁴ – verstärkt Unterstützung erfahren.³⁵ Parallel setzt sich auch immer mehr die Erkenntnis durch, dass rein finanzielle Größen für die Erfolgsbewertung eines Unternehmens nicht mehr ausreichend sind und auch hierbei das veränderte Anforderungs- und Zielsystem Beachtung finden sollte.³⁶

Durch den Wandel in den gesellschaftlichen Forderungen gegenüber den immer einflussreicheren Unternehmen kamen auch immer mehr leitende Manager zu der Überzeugung, dass eine singuläre, ausschließlich auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit ausgerichtete Fokussierung unzeitgemäß ist. Tatsächlich erfährt immer mehr Zuspruch, dass zwischen der ökologischen, sozialen und ethischen Performance (sog. Corporate Social Performance [CSP]) und der finanziellen Performance (sog. Corporate Financial Performance [CFP]) ein positiver Zusammenhang besteht.³⁷

Bevor sich aber die Frage nach der expliziten Berücksichtigung ökonomischer, sozialer und ethischer Aspekte im Rahmen der Unternehmensanalyse und -bewertung stellt, ist zunächst zu erörtern, ob die angenommene positive Korrelation mit dem Unternehmenswert empirisch verlässlich nachzuweisen ist.³⁸ Hier setzen die nachfolgenden Ausführungen an. Zunächst erfolgt eine Darstellung der Entwicklung des CSR-Gedanken und eine aktuelle Abgrenzung und Begriffsdefinition. Anschließend wird die Frage aufgegriffen, inwiefern die Berücksichtigung der Vorgaben der CSR in der Unternehmenspolitik Auswirkungen auf die CFP eines Unternehmens hat und damit der Einfluss der CSR auf den Unternehmenswert erörtert.

³¹ Nobelpreisträger *Paul A. Samuelson* bezeichnete hierbei „reine Marktwirtschaftler“ als „nicht nur emotionale Krüppel, sondern auch schlechte Ratgeber“ und bezog sich dabei „natürlich auf die Aussagen von Milton Friedman“, vgl. hierzu *Samuelson, P. A.* (2008), S. 69.

³² Vgl. *Schranz, M.* (2007), S. 13 ff., 19 ff.; *Schlund, M.* (2007), S. 78.

³³ Vgl. *Gabriel, K.* (2005), S. 15; *Schranz, M.* (2007), S. 13 ff., 19 ff.; *Schlund, M.* (2007), S. 78.

³⁴ Hierbei ist vor allem der United Nations Global Compact zu nennen, vgl. hierzu *Blair, M. E./Bugglevine, A. J./Rippin, T. M.* (2004), S. 21 ff.; *Johannsen, M. J.* (2007), S. 124 f.; sowie das Grünbuch der EG-Kommission, vgl. hierzu Europäische Kommission (Hrsg.) (2001), S. 3 ff. Darüber hinaus haben weitere Institutionen Leitfäden veröffentlicht. Für eine Übersicht hierzu vgl. *Schlund, M.* (2007), S. 75 f.

³⁵ Vgl. *Ankele, K.* (2005), S. 30; *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 1 ff., 30 ff., 65 ff., 76 ff.

³⁶ Vgl. *Dublezig, F.* (2008), S. 215.

³⁷ Vgl. *Holliday, C. O./Schmidheiny, S./Watts, P.* (2002), S. 106; *Knörzer, A.* (2001), S. 14; *Oppenheimer, J. M. et al.* (2007), S. 5 ff.; *Pohle, G./Hittner, J.* (2008), S. 1 ff.; *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 82 ff.; *Schlund, M.* (2007), S. 70; sowie unten Abschnitt 2.3.

³⁸ Vgl. *Repetto, R./Austin, D.* (2000), S. 1, 35 ff.

2.2. Historische Entwicklung und Begriffsdefinition

Bereits 1521 errichtete die Kaufmannsfamilie der Fugger die noch heute erhaltene sog. Fuggerei als Sozialsiedlung für die benachteiligten Bürger Augsburgs.³⁹ Sie, wie andere Mäzene, erkannten, dass Wirtschaft und Gesellschaft sich gegenseitig bedingen, dass erfolgreiches Wirtschaften nur in modernen Gesellschaften möglich ist, andererseits moderne Gesellschaften auf erfolgreiche Unternehmen angewiesen sind, um ihren Wohlstand zu mehren.⁴⁰

In der wissenschaftlichen – vorwiegend angelsächsischen – Literatur fand das Thema der gesellschaftlichen Verantwortung von Unternehmen seit den 1930er Jahren Beachtung, wobei die Diskussion in den 70er Jahren besonders durch *Carroll* weiter intensiviert wurde.⁴¹ In Kontinentaleuropa hingegen fand die Problematik erst in den 90er Jahren verstärkt Anklang in der Literatur, als auch immer mehr internationale Organisationen und Nichtregierungsorganisationen das Thema einer breiteren Öffentlichkeit zugänglich machten.⁴²

Trotz des Fehlens einer einheitlichen Begriffsabgrenzung⁴³ und der Vielzahl der bisher diskutierten CSR-Definitionen⁴⁴ können auf dem heutigen Stand der wissenschaftlichen Diskussion vier kennzeichnende Elemente benannt werden.⁴⁵ Dabei handelt es sich zum Ersten um die explizite Berücksichtigung von ökologischen und sozialen Aspekten – wobei sozial im Sinne von gesellschaftlich definiert ist und damit dem englischen *social* entsprechend auch ethische Gesichtspunkte umfasst –, zum Zweiten um die Freiwilligkeit der Einführung, zum Dritten um die Integration der CSR in alle Bereiche des Unternehmens und damit einhergehend eine ausgeprägte Stakeholderorientierung sowie zum Vierten um die Berücksichtigung der drei vorangehenden Aspekte über den gesetzlich vorgeschriebenen Umfang hinaus zum Ziel der Generierung eines sowohl gesellschaftlichen als auch unternehmerischen Mehrwertes.⁴⁶

In diesem Beitrag wird die CSR als anhand der vier genannten Aspekte definiert angesehen.⁴⁷ Die CSP wird als Bezeichnung für die Performance der Unternehmen in den Bereichen der CSR verwendet.⁴⁸ Der Begriff der Nachhaltigkeit wird – der Definition der UN-Konferenz über Umwelt und Entwicklung (UNCED) 1992 in Rio folgend – als Kon-

³⁹ Vgl. *Johannsen, M. J.* (2007), S. 128; sowie im Internet: Fürstlich und gräflich fuggersche Stiftungs-Administration.

⁴⁰ Vgl. *Porter, M. E./Kramer, M. R.* (2006), S. 83; *Schwalbach, J.* (Hrsg.) (2008), S. VIII. Hierbei waren auch weitere, individuelle Gründe für das Verhalten der einzelnen Persönlichkeiten mitverantwortlich. So verpflichtet sich z.B. jeder Bewohner der Fuggerei zu täglich drei Gebeten für den Stifter und seine Familie.

⁴¹ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 8; *Schranz, M.* (2007), S. 21 ff.; *Weber, M.* (2008a), S. 40.

⁴² Vgl. *Schaltegger, S./Müller, M.* (2008), S. 19.

⁴³ Die International Organization for Standardization (ISO) hat daher 2004 entschieden, eine Leitlinie zur CSR zu verabschieden. Vgl. hierzu ausführlich *Ankele, K.* (2005), S. 31.

⁴⁴ Für eine Übersicht zu den verschiedenen CSR-Theorien vgl. ausführlich *Schranz, M.* (2007), S. 31 ff.

⁴⁵ Vgl. *Dubielzig, F.* (2008), S. 213.

⁴⁶ Vgl. *Colle, S. de/Gonella, C.* (2003), S. 200; *Dubielzig, F./Schaltegger, S.* (2005), S. 242; Europäische Kommission (Hrsg.) (2001), S. 8; Europäische Kommission (Hrsg.) (2002), S. 7.

⁴⁷ Vgl. *Dubielzig, F.* (2008), S. 213.

⁴⁸ Vgl. *Orlitzky, M.* (2000), S. 5 ff.; *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 10 ff.

zept verstanden, das auf den drei Säulen der Ökonomie, Ökologie und Sozialverträglichkeit aufbaut und auf den Ausgleich innerhalb dieses „[...]magischen Dreiecks[...]“⁴⁹ bedacht ist, da die einzelnen Größen in gegenseitiger Abhängigkeit voneinander stehen.⁵⁰ Somit kann die CSR als deckungsgleich mit dem Konzept der unternehmerischen Nachhaltigkeit angesehen werden, da beide die Integration ökologischer, sozialer und ethischer Aspekte in die Geschäftstätigkeiten eines Unternehmens, bei gleichzeitiger Reduzierung nachteiliger und Steigerung vorteilhafter Auswirkungen unternehmerischen Handelns auf Umwelt und Gesellschaft, zum Ziel haben.⁵¹

Aus dieser Sicht muss das Ziel eines Unternehmens ein auf langfristige Wertschaffung ausgerichtetes, nachhaltiges Wirtschaften anstelle der kurzfristigen Gewinnmaximierung sein, und Entscheidungen müssen zur Steigerung des Shareholder Value unter stärkerer Berücksichtigung der Auswirkungen auf die Unternehmensumwelt getroffen werden.⁵² Dabei sollte kein Widerspruch zwischen Wertschaffung und CSR auftreten. Im Gegenteil: Aus CSR-Aktivitäten sollte ökonomischer Erfolg und damit Mehrwert für das Unternehmen resultieren.⁵³ In einer Zeit, in der Unternehmen immer größere Macht und immer mehr Einflussmöglichkeiten auf Politik und Gesellschaft erlangen, wird der Ruf nach mehr Verantwortung der Unternehmen immer stärker werden und die Bedeutung der CSR zunehmen.⁵⁴ Porter bezeichnet die CSR daher als eine vorrangige und unausweichliche Aufgabe für Unternehmenslenker weltweit.⁵⁵ Somit stellt sich immer nachdrücklicher die Frage, ob der angenommene positive Einfluss der expliziten Berücksichtigung ökologischer, sozialer und ethischer Aspekte auf den Unternehmenserfolg und die Schaffung ökonomischen Mehrwertes tatsächlich besteht.⁵⁶

2.3. Einfluss auf den Unternehmenswert

Zwischen dem Ziel eines Unternehmens, Mehrwert zu generieren, einerseits und ökologischen, sozialen und ethischen Zielen andererseits, besteht grundsätzlich ein Konfliktpotenzial. Damit die Konflikte nicht Realität werden, stehen drei Lösungswege zur Wahl. Zum einen könnten Unternehmen lediglich ökonomische Ziele verfolgen und alle weiteren Belange dem Staat zuweisen. Zum anderen könnten sie primär nicht ökonomische Ziele verfolgen. Den dritten Weg stellt schließlich eine Vereinbarkeitsstrategie dar, wonach der Zielkonflikt durch eine, von der Gesellschaft gewollte und geforderte Berücksichtigung ökologischer, sozialer und ethischer Kriterien im Zuge der ökonomischen Zielerreichung gelöst werden kann.⁵⁷

⁴⁹ Rauschenberger, R. (2002), S. 6.

⁵⁰ Vgl. Kohn, M. (1999), S. 16; Schaltegger, S./Burritt, R./Petersen, H. (2003), S. 21 ff.

⁵¹ Vgl. Weber, M. (2008a), S. 44; Weber, M. (2008b), S. 248.

⁵² Vgl. Koch, H./Pfeifer, B. (2008), S. 247.

⁵³ Vgl. Europäische Kommission (Hrsg.) (2001), S. 7; Falck, O./Heblich, S. (2007), S. 247, 253; Weber, M. (2008a), S. 44.

⁵⁴ Vgl. Ankele, K. (2005), S. 30; Holliday, C. O./Schmidheiny, S./Watts, P. (2002), S. 107 ff.; Schranz, M. (2007), S. 13, 19 ff.; Tsoutsoura, M. (2004), S. 4 ff.

⁵⁵ Vgl. Porter, M. E. (1991), S. 168; Porter, M. E./Kramer, M. R. (2006), S. 78.

⁵⁶ Vgl. Osterloh, M./Habisch, A. (2008), S. 9; Schaltegger, S./Müller, M. (2008), S. 30 f.; Schwalbach, J. (Hrsg.) (2008), S. X.

⁵⁷ Vgl. Wöhe, G./Döring, U. (2008), S. 75 ff. Sowie ausführlich Hopfenbeck, W. (1994), S. 140 ff.

Die Befürworter der CSR gehen einen entscheidenden Schritt weiter. Sie sehen nicht nur eine Vereinbarkeit der unterschiedlichen Zielsetzungen, sondern einen positiven Zusammenhang zwischen der Performance eines Unternehmens bei der Umsetzung der CSR im Zuge der Integration ökologischer, sozialer und ethischer Zielsetzungen in die ökonomischen Abläufe – der sog. CSP – und der ökonomischen und finanziellen Performance eines Unternehmens – der sog. CFP.⁵⁸ Die in den vergangenen mehr als 30 Jahren wissenschaftlich sehr populäre Fragestellung, inwieweit dieser positive Einfluss der CSP auf die CFP tatsächlich besteht und gegebenenfalls auch vice versa, soll Gegenstand der Ausführungen dieses Kapitels sein.⁵⁹ Hierzu werden zunächst verschiedene Ansätze zur Bestimmung der CSP und der CFP, die bisher in Studien Verwendung fanden, dargestellt, sowie die dabei auftretenden Probleme erörtert. Anschließend folgt ein Überblick über in den zurückliegenden Jahrzehnten durchgeführte Studien, die zu umstrittenen, teils widersprüchlichen und wenig zufriedenstellenden Ergebnissen gelangten. Abschließend wird ein neuer Ansatz, die sog. Meta-Analyse, vorgestellt, die 2003 von *Orlitzky/Schmidt/Rynes* eingesetzt wurde und als ein „[...]Meilenstein[...]“⁶⁰ im Bereich der CSR-Forschung angesehen werden kann, da sie erstmals zu schlüssigen und in großem Umfang akzeptablen Ergebnissen gelangte.⁶¹

2.3.1. Bestimmung der Corporate Social Performance

Das grundlegende Vorgehen zur Messung der gesellschaftlichen Performance eines Unternehmens hat bereits *Spicer* 1978 in einem dreistufigen Verfahren dargelegt. In einem ersten Schritt sind alle Faktoren und Bestandteile zu bestimmen, welche die Elemente der CSP eines Unternehmens darstellen. Anschließend ist die Performance des Unternehmens bezüglich jedes einzelnen Elements zu messen und abschließend sind diese Messergebnisse zu einer Kennzahl zu aggregieren.⁶² Durch diesen sehr allgemeinen Ansatz wurde die Problematik jedoch nicht nachhaltig vereinfacht, da weiterhin mindestens 14 unterschiedliche Messverfahren denkbar sind.⁶³ Nachfolgend werden die am häufigsten in Studien verwendeten Verfahren zur CSP-Bestimmung kurz dargestellt sowie die jeweiligen Probleme aufgezeigt.

Die erste Gruppe stellen die sog. Reputationsratings dar. Sie erstellen ein Unternehmensrating aufgrund ausgewählter Kriterien, wobei das nach seinem Erfinder benannte *Moskowitz*-Rating auf ökologischen und sozialen Attributen wie z.B. den Ansätzen zur Vermeidung von Umweltverschmutzung, der allgemeinen Gleichberechtigung, karitativen und kulturellen Zuwendungen sowie den Veröffentlichungen von Unternehmensinformationen basiert. Als Informationsquelle zur Erstellung der Rangreihung dienen

⁵⁸ Vgl. *Falck, O./Heblich, S.* (2007), S. 247 ff.; *Holliday, C. O./Schmidheiny, S./Watts, P.* (2002), S. 106; *Knörzer, A.* (2001), S. 14; *Oppenheimer, J. M. et al.* (2007), S. 5 ff.; *Promberger, K./Spiess, H.* (2008a), S. 82 ff.; *Schlund, M.* (2007), S. 70; *Weber, M.* (2008a), S. 44.

⁵⁹ Vgl. *Moore, G.* (2001), S. 299; *Pelozo, J.* (2006), S. 53.

⁶⁰ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 76.

⁶¹ Vgl. *Orlitzky, M.* (2000), S. 4 ff.; *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 403 ff.; *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 30 ff., 43 ff., 65 ff., 76 ff.

⁶² Vgl. *Spicer, B. H.* (1978), S. 98.

⁶³ Vgl. *Rowley, T. J./Berman, S.* (2000), S. 397 ff.

hierbei sowohl Daten der jeweiligen Unternehmen selbst als auch Veröffentlichungen und Informationen von Dritten.⁶⁴

Dem Ansatz von *Moskowitz* wird oftmals Subjektivität und eingeschränkte Gültigkeit vorgeworfen. Diesem Vorwurf möchte das Fortune-Rating durch die Befragung tausender leitender Manager und Analysten entgehen, die jährlich die jeweils besten zehn Unternehmen einer Branche aus den Fortune 500 und den Fortune 500 Service anhand von acht Kriterien ermitteln sollen. Das Fortune-Rating erlaubt dadurch eine Vergleichbarkeit über verschiedene Jahre und zeigt Veränderungen im Zeitablauf auf. Jedoch ist kein Vergleich zwischen unterschiedlichen Branchen möglich und auch die Wissensbasis der Befragten muss nicht vergleichbar sein. Darüber hinaus ist die Anzahl der Unternehmen in den einzelnen Branchen nicht identisch, was zu Verzerrungen der Ergebnisse führen kann.⁶⁵

Eine zweite Möglichkeit zur CSP-Bestimmung bildet die Auswertung von Unternehmensveröffentlichungen, wobei gezielt nach ökologischen, sozialen und ethischen Gesichtspunkten analysiert und bewertet wird.⁶⁶ Dieses Vorgehen hat den Vorteil, dass es – nach einmaliger Festlegung der Analyse Kriterien – objektiv und effizient durchführbar ist und eine große Anzahl an Unternehmen analysiert werden kann.⁶⁷ Jedoch unterliegt einerseits die Kriterienauswahl der Subjektivität, andererseits besteht die Gefahr, dass es sich bei den Veröffentlichungen lediglich um Absichtserklärungen handelt oder nur die Aufmerksamkeit externer Stakeholder im Vordergrund steht und die Umsetzung unterbleibt.⁶⁸ Hinsichtlich der Auswahl der Analyse Kriterien wird oftmals auf die Social Involvement Disclosure Scale von *Abbott/Monsen* zurückgegriffen, die u.a. die Kategorien Umwelt, Chancengleichheit, Personal sowie gesellschaftliches Engagement unterscheidet und diesen Indikatoren wie Verschmutzungskontrolle, Frauenanteil, Mitarbeitersicherheit und Gesundheitsförderung zuweist.⁶⁹

Einen dritten Weg der CSP-Bestimmung bieten sog. Sozialaudits, wobei unbeteiligte Dritte – auf Basis von Unternehmensdaten, eigenen Untersuchungen, staatlichen Berichten sowie Veröffentlichungen in Fachzeitschriften – Unternehmensratings erstellen.⁷⁰ Diese Ratings werden sowohl von Non-profit-Organisationen wie dem Council of Economic Priorities (CEP), aber auch von Investmentgesellschaften wie Kinder, Lydenberg & Domini (KLD) angeboten.⁷¹ Das CEP-Rating untersucht dabei die Aufzeichnungen der jeweils wichtigsten Unternehmen einer Branche und ermittelt daraus eine Rangreihung.⁷² Das Rating von KLD hingegen generiert in einem multidimensionalen Verfahren anhand von acht Kriterien einen Index aller Unternehmen aus dem Standard & Poor's 500, wo-

⁶⁴ Vgl. *Moskowitz, M. R.* (1975), S. 29.

⁶⁵ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 46 ff.

⁶⁶ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 49 ff.

⁶⁷ Vgl. *Cochran, P. L./Wood, R. A.* (1984), S. 43.

⁶⁸ Vgl. *Ullmann, A.* (1985), S. 543.

⁶⁹ Vgl. *Abbott, W. F./Monsen, J. R.* (1979), S. 501 ff.

⁷⁰ Vgl. *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 408.

⁷¹ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 57 ff.

⁷² Vgl. *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 408.

durch nicht nur ein konsistentes und mehrdimensionales Vorgehen, sondern auch ein hohes Maß an Objektivität gegeben ist.⁷³

Neben den vorgestellten Verfahren existiert eine Vielzahl weiterer Ansätze, die bisher Verwendung in Studien fanden, die den Zusammenhang zwischen CSP und CFP untersuchten.⁷⁴

2.3.2. Bestimmung der Corporate Financial Performance

Im Gegensatz zur Ermittlung der CSP stellt die Bestimmung der finanziellen Performance eines Unternehmens kein größeres Problem dar. In den Studien lassen sich drei verschiedene Vorgehensweisen zur Ermittlung der CFP, als „[...]a company's financial viability, or the extent to which a company achieves its economic goals[...]“⁷⁵ unterscheiden: die Bewertung auf Basis von Marktpreisen, von Buchhaltungsgrößen oder anhand subjektiver Faktoren, sog. perceptual measures. Hierbei handelt es sich stets um Näherungen, da eine detaillierte Ermittlung des tatsächlich generierten Mehrwertes den jeweiligen Studienumfang sprengen würde.⁷⁶

Die marktbasierende Bewertung misst die CFP anhand der an den Kapitalmärkten beobachtbaren Performance, vornehmlich durch den Vergleich der Aktienrendite mit der Rendite eines Index' bzw. eines Portfolios.⁷⁷ Hierdurch hat die Bewertung auf Basis von Marktpreisen gegenüber der buchhaltungsbasierten Bewertung den Vorteil, dass sie nicht vergangenheitsorientiert und weniger anfällig für Manipulationen bzw. differierende Buchhaltungssysteme ist, jedoch vernachlässigt sie andere Stakeholder durch ihre Ausrichtung auf den Shareholder.⁷⁸

Im Gegensatz hierzu geht die buchhaltungsbasierte Bewertung von Rentabilitätskennzahlen wie der Gesamt- oder Eigenkapitalrendite, der Umsatzrentabilität oder dem Gewinn je Aktie aus und damit von der unternehmensinternen Effizienz.⁷⁹ Dieses Vorgehen weist dabei den großen Vorteil auf, dass es unabhängig von kurzfristigen Veränderungen und systematischen Entwicklungen an den Kapitalmärkten ist. Jedoch hat es – zusätzlich zu den bereits erwähnten Nachteilen – weitere Schwächen, wie inflations- und altersstrukturbedingte Verzerrungen.⁸⁰

Die Bewertung anhand sog. perceptual measures basiert auf der Befragung leitender Mitarbeiter, die eine subjektive Einschätzung zu Fragen wie der finanziellen Situation des Unternehmens und ihrer Stabilität, dem zweckmäßigen Einsatz der Vermögensgegenstände sowie dem Vergleich zu Mitbewerbern abgeben. Aufgrund der äußerst subjektiven Aussagen und der leichten Manipulierbarkeit ist diese Methode jedoch als nachrangig anzusehen.⁸¹

⁷³ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 60 f.; *Tsoutsoura, M.* (2004), S. 9 f.

⁷⁴ Vgl. hierzu ausführlich *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 43 ff., S. 63 ff.

⁷⁵ Vgl. *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 411.

⁷⁶ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 65, 73 ff.

⁷⁷ Vgl. *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 407.

⁷⁸ Vgl. *McGuire, J. B./Sundgren, A./Schneeweis, T.* (1988), S. 857 ff.

⁷⁹ Vgl. *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 408; *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 69 ff. Zu den Definitionen und der Ermittlung derartiger Kennzahlen vgl. ausführlich *Coenenberg, A. G./Haller, A./Schultze, W.* (2009), S. 1132 ff.

⁸⁰ Vgl. *McGuire, J. B./Sundgren, A./Schneeweis, T.* (1988), S. 868 f.

⁸¹ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 73 ff.

2.3.3. Frühere Studien – Vorgehen, Ergebnisse und Schwächen

Aufbauend auf den dargestellten Messverfahren wurden in den vergangenen mehr als drei Jahrzehnten unzählige Studien über den Zusammenhang zwischen CSP und CFP und damit den Einfluss ökologischer, sozialer und ethischer Aspekte auf den Unternehmenserfolg und die Schaffung von ökonomischem Mehrwert veröffentlicht. Jedoch ermöglichten diese Studien keinen nutzbaren Erkenntnisgewinn, da widersprüchliche Resultate dazu führten, dass zu jedem möglichen, positiven wie auch negativen oder neutralen Zusammenhang zwischen CSP und CFP mehrere Studien als Beleg angeführt werden können. Oftmals wird lediglich der Versuch einer Erklärung unternommen, da kein klares Ergebnis ermittelbar ist. Die Gründe für diese Ergebnisvielfalt sind dabei nicht nur in unterschiedlichen Messverfahren zu suchen, sondern auch in differierenden Annahmen und der Vernachlässigung wichtiger Variablen.⁸²

Ullmann sieht darüber hinaus in einem Großteil der Primärstudien Schwächen und Fehler in Form von mangelhaften theoretischen Grundlagen und einem nicht ausreichenden Wissensstand im Bereich der Empirie, einer unzureichenden Begriffsdefinition sowie einer mangelhaften Datenbasis.⁸³ Ein Teil der Wissenschaftler äußert auch den Verdacht, dass die Studien nicht immer objektiv durchgeführt und ausgewertet wurden.⁸⁴ Daher ist es nicht verwunderlich, dass auch bei der Frage nach der Richtung des Zusammenhangs differierende Ergebnisse auftraten.⁸⁵ Die CSR-Forschung – und im Speziellen die Frage nach dem Zusammenhang zwischen CSP und CFP – bot folglich ein Bild der Verwirrung und rief Unverständnis angesichts der widersprüchlichen Ergebnisse hervor. Dies sollte sich erst 2003 ändern.⁸⁶

2.3.4. Die Meta-Analyse von Orlitzky/Schmidt/Rynes

33.878 Beobachtungen aus 52 Studien bilden die Datengrundlage der 2003 von *Orlitzky/Schmidt/Rynes* durchgeführten Meta-Analyse. Nie zuvor wurde eine so große Datenmenge hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen CSP und CFP untersucht.⁸⁷ Dabei wählten die Autoren ein Instrument, das, aus der empirischen Sozialforschung stammend, häufig im Bereich der Medizin Anwendung findet. Es handelt sich um ein statistisches Verfahren quantitativer Art, das es ermöglicht, die Einzelergebnisse vergleichbarer Studien erneut zu analysieren und zu vereinen. Im Gegensatz zu qualitativen Verfahren, in denen die Studienergebnisse durch subjektive Bewertung zusammengeführt werden, erlaubt die Meta-

⁸² Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 30 ff. Für einen Überblick über die wichtigsten Studien vgl. ausführlich *Griffin, J. J./Mahon, J. F.* (1997), S. 8 f.; *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 428 ff; *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 34 f., S 40; Sustainable Asset Management (Hrsg.) (2008), S. 25. Zum Zusammenhang zwischen CSR und Kapitalmarktpfformance eines Unternehmens vgl. *Bank Sarasin & Cie* (2002), S. 2 ff.; *Rennings, K./Schröder, M./Ziegler, A.* (2006), S. 196 ff.; *Plinke, E./Knörzer, A.* (2006), S. 232 ff.

⁸³ Vgl. *Ullmann, A.* (1985), S. 540.

⁸⁴ Vgl. *Rowley, T. J./Berman, S.* (2000), S. 400.

⁸⁵ Vgl. *Waddock, S. A./Graves, S. B.* (1997), S. 306 f.

⁸⁶ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 40 f.

⁸⁷ Vgl. *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 403 ff. *Orlitzky* führte bereits 2001 eine Meta-Analyse durch, in der er untersuchte, inwieweit der Zusammenhang zwischen CSP und CFP durch die Unternehmensgröße beeinflusst wird, vgl. ausführlich *Orlitzky, M.* (2001), S. 167 ff.

Analyse, objektiv und nachvollziehbar zwei Variablen hinsichtlich ihrer Abhängigkeit zu untersuchen.⁸⁸

Typischerweise läuft eine Auswertung dabei in fünf Schritten ab. Zunächst muss der eigentliche Untersuchungsgegenstand – die zu untersuchende Beziehung zwischen den Variablen – definiert werden. Hieran schließt sich die eingehende Suche nach Studien an, die Daten hinsichtlich des Untersuchungsgegenstandes bereitstellen. In einem dritten Schritt werden die ausgewählten Studien codiert und Effekte ermittelt, die Einfluss auf das Ergebnis der Studie haben könnten. Nachdem die Verteilung dieser Effekte bestimmt wurde, wird der Einfluss von sog. *moderating variables* erfasst, wobei es sich beispielsweise um Mess- und Stichprobenfehler handelt. Abschließend erfolgt die Interpretation und Zusammenfassung der Ergebnisse. Das Ziel war es, mit Hilfe dieses Instruments einer „[...]Analyse der Analyse[...]“⁸⁹ die Widersprüche der Diskussion zur Beziehung zwischen CSP und CFP zu überwinden und nach Jahren der Verwirrung eine einheitliche Aussage treffen zu können.⁹⁰

Um diesem Anspruch gerecht zu werden, müssen die Studien, die einer weiteren Analyse unterzogen werden, bestimmten Kriterien genügen. Zum einen muss eine quantitative Untersuchung des Zusammenhangs zwischen CSP und CFP erfolgt sein, zum anderen die finanzielle Performance ausreichend Beachtung gefunden haben. Schließlich müssen alle Studien, der Definition von *Wood* folgend, die CSP als „[...]a business organization’s configuration of principles of social responsibility, processes of social responsiveness, and policies, programs, and observable outcomes as they relate to the firm’s societal relationships[...]“⁹¹ verstehen.⁹²

Durch dieses Vorgehen beabsichtigten *Orlitzky/Schmidt/Rynes*, insgesamt vier Hypothesen zu überprüfen.⁹³

1. Zwischen CSP und CFP besteht eine positive Korrelation.
2. Hinter dieser Korrelation steht nicht ein einseitiges, sondern ein wechselseitiges Ursache-Wirkungs-Verhältnis.
3. Die Ursachen der Korrelation sind: Die CSP steigert die Zuständigkeit des Managements, erhöht das Wissen hinsichtlich der sozialen, politischen und technologischen Unternehmensumwelt, verbessert die Unternehmensreputation und erhöht die Bereitschaft zur Kommunikation mit den Stakeholdern des Unternehmens.
4. Der überwiegende Teil der Ergebnisabweichungen zwischen den einzelnen Studien ist auf Mess- und Stichprobenfehler zurückzuführen, allerdings sind auch differierende Ermittlungsverfahren der CSP und CFP für Ergebnisunterschiede verantwortlich.

⁸⁸ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 76 ff.

⁸⁹ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 76.

⁹⁰ Vgl. *Decoster, J.* (2004), S. 3; *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 406 ff.

⁹¹ Vgl. *Wood, D. J.* (1991), S. 693.

⁹² Vgl. *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 411 f.

⁹³ Vgl. *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 405 ff.; sowie im Internet: *Social Investment Forum Foundation* (2004), S. 2.

Im Rahmen der Meta-Analyse konnten alle Hypothesen bestätigt werden. Bezüglich Hypothese 1 beträgt die positive Korrelation $\rho = 0,36$, wobei ein nicht noch deutlicheres Ergebnis den unterschiedlichen Bestimmungsverfahren der Primärstudien geschuldet ist. Durch die Verifizierung von Hypothese 2 konnte ein wechselseitiger Zusammenhang – vergleichbar einem virtuous cycle – bestätigt werden. Das zentrale Ergebnis für Hypothese 3 ist, dass die Unternehmensreputation die Beziehung nachhaltig beeinflusst. Hypothese 4 schließlich konnte dahingehend bestätigt werden, dass 15–100% der Abweichungen auf eine einseitige Fokussierung der Primärstudien sowie Mess- und Stichprobenfehler zurückzuführen sind.⁹⁴

2.4. Fazit

Die Ergebnisse verdeutlichen, dass das Problem der Forschung hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen CSP und CFP – und damit des Einflusses der CSR auf den Unternehmenserfolg und das Ziel ökonomischen Mehrwert zu generieren – ein Problem defizitärer Primärstudien ist.⁹⁵ *Orlitzky/Schmidt/Rynes* ist es gelungen, eine objektive, schlüssige und weitgehend akzeptable Antwort auf eine seit langem diskutierte Frage zu geben.⁹⁶ Es konnte gezeigt werden, dass durch sozial verantwortliches und ökologisch tragfähiges Handeln ein ökonomischer Mehrwert erzielt werden kann.⁹⁷ Die vereinzelt gegen das Verfahren der Meta-Analyse vorgebrachten Einwände und Kritikpunkte – v.a. hinsichtlich einer nicht ausreichenden Differenzierung und Berücksichtigung der Unterschiedlichkeit der Primärstudien – sind grundsätzlich bei der Beurteilung des Analyseergebnisses zu berücksichtigen, jedoch zeigte sich, dass die Vorteile des Analyseverfahrens diese deutlich überwiegen.⁹⁸

3. Erweiterung der klassischen Unternehmensbewertung – Bewertung finanzieller Nutzen aus Investitionen in die Corporate Social Responsibility

Die Verbindung von Ökonomie, Ökologie sowie sozialen und ethischen Aspekten stellt heute eine große Herausforderung für Unternehmen dar. Auch die Diskussion über die Begriffe CSR und Nachhaltigkeit – welche in der deutschsprachigen Literatur zumeist synonym Verwendung finden – ist keine rein akademische Diskussion mehr. CSR und nachhaltiges Wirtschaften sind zu einem Leitbild für die Gesellschaft als Ganzes geworden, welches generationenübergreifend gerechte Entwicklungs- und Gestaltungschancen ermöglichen soll.⁹⁹

⁹⁴ Vgl. *Orlitzky, M.* (2000), S. 13 ff.; *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 413 ff.; sowie im Internet: *Social Investment Forum Foundation* (2004), S. 2.

⁹⁵ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 84.

⁹⁶ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 76, 79. Ein ähnliches Vorgehen schlägt der Leiter des Earth Institut der Columbia University und Direktor des UN Millennium-Projekts zur globalen Armutsbekämpfung *Jeffrey D. Sachs* für die Entwicklungsökonomie vor. Vgl. hierzu ausführlich *Sachs, J. D.* (2006), S. 97 ff.

⁹⁷ Vgl. *Falck, O./Heblich, S.* (2007), S. 253; *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 84.

⁹⁸ Vgl. *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 79.

⁹⁹ Vgl. *NeW-Projekt* (Hrsg.) (o.J.), S. 14.

Die Ausrichtung der Unternehmenspolitik an der CSR und die Umsetzung ihrer Vorgaben stellt dabei eine Investition in die Zukunft des Unternehmens dar, die einen zusätzlichen finanziellen Nutzen ermöglicht.¹⁰⁰ Die vordergründigen Ziele einer CSR-Orientierung – wie z.B. die Steigerung der Unternehmensreputation – können nicht-finanzieller Art sein, doch – und dies haben die Ausführungen des vorangehenden Kapitels gezeigt – auf lange Sicht ergibt sich aus der Berücksichtigung ökologischer sowie sozialer und ethischer Aspekte ein finanzieller Nutzen für das Unternehmen.¹⁰¹ Dieser finanzielle Nutzen ist wie jeder finanzielle Nutzen im Zuge der Bewertung eines Unternehmens zu berücksichtigen.¹⁰² Hierbei stellt sich die grundsätzliche Frage, wie diese Berücksichtigung erfolgen soll und wie ein Bewertungsverfahren aufgebaut sein muss, um sie zu ermöglichen.¹⁰³

3.1. Das Bewertungsverfahren – eine einführende Erläuterung

Prinzipiell bestehen zwei Möglichkeiten, ein Verfahren zur Bewertung des finanziellen Nutzens aus der Investition in die Nachhaltigkeit eines Unternehmens zu gestalten: die Neukonzeption eines Bewertungsverfahrens oder die Erweiterung der traditionellen Unternehmensbewertung, indem ein klassisches Bewertungsverfahren um eine nachhaltige Komponente ergänzt bzw. die grundlegende Bewertungsmethodik auf einen neuen Ansatz übertragen wird. Die zweite Variante – ihr folgen die in diesem Beitrag dargestellten Verfahren – ist dabei die vielversprechendere, da sie eine leichtere Integration in die bestehende Unternehmensbewertung ermöglicht und daher eine schnellere Akzeptanz und Anwendung zu erwarten sind.¹⁰⁴

Im zurückliegenden Jahrzehnt haben in Europa vor allem *Schaltegger* und *Figge/Hahn* – in diversen Kooperationen u.a. mit dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, dem Institut für Zukunftsstudien und Technologiebewertung und der Bank Sarasin & Cie sowie gefördert durch mehrere Bundesministerien – Fortschritte in diesem Bereich erzielt.¹⁰⁵ Ausgehend von der in Deutschland schon lange geführten Diskussion über die stärkere Berücksichtigung ökologischer Gesichtspunkte im wirtschaftlichen Handeln und dem von *Schaltegger* vorgestellten Environmental Shareholder Value,¹⁰⁶ entwickelten *Figge/Hahn* ein auf der Idee des Shareholder Value und der Bewertungslogik der DCF-Verfahren basierendes Verfahren zur Vereinfachung und Strukturierung der Bewertung ökologischer Aspekte, die sog. Environmental Shareholder Value-Matrix.¹⁰⁷ Des Weiteren konzipierten sie mit dem Environmental Value Added ein Verfahren, welches ausgehend vom EVA-Ansatz und basierend auf dem Effizienzgedanken, ebenfalls die Be-

¹⁰⁰ Vgl. *Falck, O./Heblich, S.* (2007), S. 253.

¹⁰¹ Vgl. *Falck, O./Heblich, S.* (2007), S. 253; *Orlitzky, M.* (2000), S. 13 ff.; *Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L.* (2003), S. 413 ff.; *Promberger, K./Spiess, H.* (2006), S. 84.

¹⁰² Vgl. IDW (2008), S. 70 Tz. 4.

¹⁰³ Vgl. *Repetto, R./Austin, D.* (2000), S. 35.

¹⁰⁴ Vgl. *Repetto, R./Austin, D.* (2000), S. 35.

¹⁰⁵ Vgl. *Figge, F./Hahn, T.* (2002b), S. 1 ff.; *Figge, F./Hahn, T.* (2004b), S. 126 ff.; *Figge, F./Hahn, T.* (2005a), S. 203 ff.; *Schaltegger, S./Figge, F.* (1998), S. 4 ff.

¹⁰⁶ Vgl. hierzu ausführlich *Schaltegger, S.* (2006), S. 47 ff.; *Schaltegger, S./Figge, F.* (1998), S. 4 ff.; *Schaltegger, S./Figge, F.* (1999), S. 202 ff.; *Schaltegger, S./Figge, F.* (2000), S. 29 ff.

¹⁰⁷ Vgl. *Figge, F./Hahn, T.* (2002a), S. 1 ff.

wertung ökologischer Aspekte vorsieht. Dabei zeigte sich jedoch, dass bei analogem Vorgehen auch soziale Aspekte einer Bewertung zugeführt werden können.¹⁰⁸

Im Rahmen des Forschungsprojektes *Nachhaltig erfolgreich Wirtschaften* (NeW) ging schließlich ein international besetztes Team an Wissenschaftlern unter ihrer Leitung einen Schritt weiter und entwickelte – auf Grundlage der Opportunitätskostenlogik – mit dem Sustainable Value den ersten umfassenden Ansatz zur Bewertung der Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens, der nachfolgend vorgestellt werden soll.¹⁰⁹

3.2. Der Sustainable Value – ein wertorientierter Ansatz zur umfassenden Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in die Unternehmensbewertung

Die im vorangehenden Abschnitt angesprochenen Verfahren des Environmental Shareholder Value und des Environmental Value Added haben das Ziel, eine Bewertung ökologischer Aspekte nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten und basierend auf bereits etablierten Methoden zu ermöglichen, um damit die Grundlage für eine stärkere Berücksichtigung ökologischer Größen in der Unternehmensführung – und einhergehend in der Unternehmensbewertung – zu bilden. Jedoch gewinnen nicht nur ökologische Faktoren – vor allem aufgrund sich ändernder Erwartungen der Öffentlichkeit – immer größere Bedeutung für Unternehmen, auch gesellschaftliche Aspekte werden immer wichtiger und halten daher Einzug in die Unternehmensstrategien und erfahren dadurch verstärkt Berücksichtigung in der Unternehmensführung.¹¹⁰ Nach einer von *McKinsey* weltweit durchgeführten Studie sehen viele der befragten Vorstandsvorsitzenden hierdurch eine Verschiebung der Prioritäten weg von den Shareholdern hin zu Stakeholdern wie Konsumenten, Mitarbeitern sowie der Gesellschaft als Ganzes.¹¹¹ Um dieser Entwicklung Rechnung zu tragen, bedarf es nicht nur der Bewertung ökologischer, sondern auch sozialer Aspekte, wobei das Ziel eine umfassende Bewertung aller Komponenten der CSR und damit der unternehmerischen Nachhaltigkeit sein muss.¹¹²

Vor diesem Hintergrund wurde im Rahmen des – vom Bundesministerium für Bildung und Forschung geförderten – NeW-Projekts, unter der Leitung von *Figge* und *Hahn*, der Sustainable Value entwickelt. Er stellt den ersten umfassenden Ansatz zur Bewertung eines Unternehmens dar, der es ermöglicht, dass neben der ökonomischen auch die ökologische und soziale Performance gemessen und darauf aufbauend gesteuert und kommuniziert werden kann. Nachfolgend werden zunächst die theoretischen Grundlagen und die Bewertungslogik dieses neuen wertorientierten Ansatzes vorgestellt, bevor anschließend der Sustainable Value als absolute monetäre Kennzahl zur nachhaltigen Unternehmensbewertung dargestellt wird.¹¹³

¹⁰⁸ Vgl. *Figge, F.* (2001), S. 184 ff.; *Figge, F./Hahn, T.* (2002b), S. 1 ff.

¹⁰⁹ Vgl. *Figge, F./Hahn, T.* (2002a), S. 1 ff.; *Figge, F./Hahn, T.* (2005a), S. 204 ff.; *Figge, F. et al.* (2007), S. 11 ff.; *Schaltegger, S./Figge, F.* (1998), S. 4 ff.

¹¹⁰ Vgl. im Internet: *McKinsey & Company* (2007), S. 1 ff.

¹¹¹ Vgl. im Internet: *McKinsey & Company* (2007), S. 2.

¹¹² Vgl. *Figge, F. et al.* (2007), S. 3.

¹¹³ Vgl. *Advance-Project* (Hrsg.) (2006b), S. 6 ff.; *Figge, F. et al.* (2007), S. 3 ff.; *NeW-Projekt* (Hrsg.) (o.J.), S. 14 ff.

3.2.1. Theoretische Grundlagen und Bewertungslogik des Sustainable-Value-Ansatzes

Die heute eingesetzten Unternehmensbewertungsverfahren basieren auf dem Grundsatz von Moxter, „bewerten heißt vergleichen[.]“^{114, 115} Dem Opportunitätskostenprinzip folgend wird der finanzielle Erfolg, der aus dem Eigentum an einem Unternehmen erwächst, durch den Vergleich mit der bestmöglichen Handlungsalternative bewertet.¹¹⁶ Dieses Prinzip, das bisher nur auf ökonomische Ressourcen Anwendung fand, überträgt der Sustainable Value auf die Bewertung ökologischer und sozialer Ressourcen und ermöglicht damit eine umfassende Unternehmensbewertung auf Grundlage der etablierten Bewertungslogik.¹¹⁷

Aus der Sicht der klassischen Unternehmensbewertung ist nur der Wert bewertungsrelevant, der durch den Einsatz ökonomischer Ressourcen erwirtschaftet wurde. Aus einer umfassenden Nachhaltigkeitssicht greift dies jedoch zu kurz, da Unternehmen auch ökologische und soziale Ressourcen einsetzen, um Mehrwert zu generieren. Auch sie sollten daher Bestandteil der Wertermittlung sein. Grundsätzlich entsteht Wert immer dann, wenn die anfallenden Kosten durch den erwirtschafteten Ertrag überkompensiert werden, wobei sich meist die Bestimmung der anfallenden Kosten als problembehaftet erweist. Traditionell erfolgt die Messung ökologischer und sozialer Kosten belastungsorientiert, d.h. aufgrund der Belastungen, die durch den Ressourcenverbrauch entstehen. Der Sustainable Value folgt dagegen einem wertorientierten Ansatz, nach dem sich die Kosten einer Ressource aus dem entgangenen Ertrag eines alternativen Einsatzes ergeben. Durch dieses Vorgehen stehen sich nicht weiter zwei Bewertungslogiken – die opportunitätskostenbasierte für finanzielle und die belastungsorientierte für ökologische und soziale Ressourcen – gegenüber.¹¹⁸

Dieses Vorgehen bedarf zwingend der Wahl eines geeigneten Vergleichsobjektes. Während die heute Verwendung findenden Ertrags- und DCF-Verfahren das Marktportfolio des CAPM als Benchmark verwenden, bedarf es beim Sustainable Value einer situations- und aussageabhängigen Wahl des Vergleichsobjektes. Je nach Analysehintergrund ist der Benchmark dabei enger oder weiter zu fassen, wobei darauf zu achten ist, dass eine Alternative Verwendung der Ressourcen im Benchmark prinzipiell möglich ist. Das NeW-Projekt beschränkt sich in der ersten Anwendung des Sustainable Value auf die Bewertung deutscher Unternehmen und wählt daher als äquivalente Benchmark zur Nettowertschöpfung – als Ertragsgröße der untersuchten Unternehmen – das Netto-sozialprodukt der deutschen Volkswirtschaft. Andere Studien wie die Advance-Studie bewerten europaweit Unternehmen und wählen daher die europäische Nettowertschöpfung als Vergleichsgröße. Das Vorgehen zur Berechnung des Sustainable Value als absolute monetäre Größe ist hingegen stets gleich, es gliedert sich in fünf Schritte, die nachfolgend im Detail vorgestellt werden.¹¹⁹

¹¹⁴ Moxter, A. (1983), S. 123.

¹¹⁵ Vgl. Carlsen, C. (2008), S. 26.

¹¹⁶ Vgl. Ballwieser, W. (1990), S. 5; Carlsen, C. (2008), S. 26.

¹¹⁷ Vgl. Advance-Project (Hrsg.) (2006c), S. 6 f.; Figge, F. et al. (2007), S. 3 ff.; Figge, F./Hahn, T. (2004a), S. 78 f.; Hahn, T./Figge, F./Barkemeyer, R. (2007a), S. 498 f.

¹¹⁸ Vgl. Figge, F./Hahn, T. (2005a), S. 20 ff.; Figge, F./Hahn, T. (2005c), S. 19 f.; Figge, F. et al. (2007), S. 3, 13 ff.; Liesen, A./Hahn, T./Figge, F. (2007), S. 57.

¹¹⁹ Vgl. Advance-Project (Hrsg.) (2006b), S. 6 ff.; Figge, F. et al. (2007), S. 13 ff., 67 ff.

3.2.2. Berechnung des Sustainable Value als absolute Kennzahl

Vor der eigentlichen Berechnung des Sustainable Value müssen einige Fragen hinsichtlich des Bewertungsumfanges erörtert werden. Zunächst stellt sich die Frage, welches Unternehmen für welchen Zeitraum bewertet werden soll und welcher Benchmark hierbei Verwendung findet. Im Rahmen des NeW-Projekts wurden insgesamt 28 deutsche Unternehmen mit Hilfe des Sustainable-Value-Ansatzes und den Daten des Jahres 2004 bewertet, wobei aus Vereinfachungsgründen nachfolgend das Prinzip des Sustainable Value lediglich am Beispiel¹²⁰ des Bayer-Konzerns dargestellt wird. Als Benchmark finden die korrespondierenden Daten der deutschen Volkswirtschaft Verwendung. Des Weiteren ist festzulegen, welche Ressourcen in der Bewertung betrachtet werden sollen und welche Ertragsgröße herangezogen wird. Die NeW-Studie beschränkt sich in ihren Ausführungen dabei auf zehn verschiedene Ressourcen.¹²¹ Für die folgende Berechnung werden beispielhaft die CO₂-Emissionen betrachtet, wobei das Vorgehen bei jeder Ressource analog verläuft. Als Ertragsgröße findet die Nettowertschöpfung Verwendung, die den Ertrag angibt, der für die Kapitalgeber, den Staat und die Mitarbeiter nach Berücksichtigung der Abschreibungen geschaffen wird.¹²²

Im ersten Schritt der Berechnung erfolgt die Ermittlung des Ressourceneinsatzes des Unternehmens im betrachteten Zeitraum. Hierbei sind Performancedaten für jede einzelne betrachtete Ressource zu erheben. Dabei ist sicherzustellen, dass diese den gleichen Geltungsbereich wie die Ertragsgröße aufweist. Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, ermittelte der Bayer-Konzern im Jahr 2004 in Deutschland insgesamt 4,1 Mio. Tonnen CO₂.¹²³

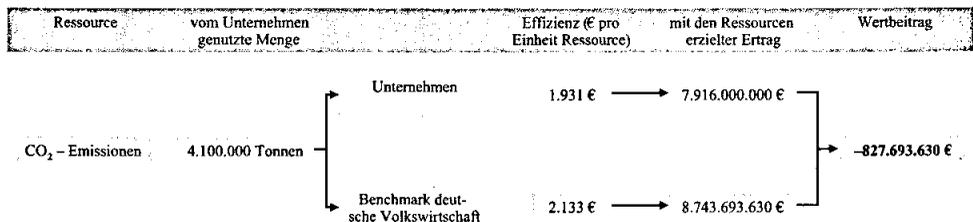


Abb. 1.: Berechnung des Sustainable Value [in Anlehnung an: Figge, F. et al. (2007), S. 17]

Im zweiten Schritt ist der Ertrag zu ermitteln, den das betrachtete Unternehmen mit den eingesetzten Ressourcen erwirtschaften konnte. Figge et al. empfehlen hierbei die Nettowertschöpfung – als Beitrag des Unternehmens zum volkswirtschaftlichen Nettosozialprodukt – als Ertragsgröße zu verwenden. Bayer erwirtschaftete hierbei in 2004 eine Nettowertschöpfung in Höhe von 7.916 Mio. Euro. Durch ins Verhältnis setzen von eingesetzter Ressourcenmenge und erwirtschaftetem Ertrag lässt sich die Effizienz des Un-

¹²⁰ Für ein Beispiel anhand der Daten von British Petroleum vgl. Figge, F./Hahn, T. (2006), S. 34 ff.

¹²¹ Hierbei handelt es sich um den Kapitaleinsatz, die CO₂-, NO_x-, SO_x-, VOC- und Staub-Emissionen, die Abfallerzeugung und den Wasserverbrauch sowie die Anzahl der Arbeitsplätze und Arbeitsunfälle, vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 21.

¹²² Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 15 ff.

¹²³ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 15.

ternehmens hinsichtlich der betrachteten Ressource ermitteln. Für den Bayer-Konzern beträgt diese 1.931 Euro Nettowertschöpfung pro Tonne CO₂-Emission.¹²⁴

Schritt drei vergleicht den vom Unternehmen geschaffenen Ertrag mit dem, den der Benchmark mit den verwendeten Ressourcen erzielen hätte können. Das NeW-Projekt hat die deutsche Volkswirtschaft als Benchmark definiert, daher ist die durchschnittliche Effizienz der Ressourcenverwendung in der deutschen Volkswirtschaft zu ermitteln. Hierzu wird zunächst – auf Basis gesamtwirtschaftlicher Daten und durch Division des Nettoinlandsproduktes durch den jeweiligen gesamtstaatlichen Ressourcenverbrauch – die Ressourceneffizienz berechnet und durch Multiplikation mit der Menge der Ressource, die das Unternehmen eingesetzt hat, der potenziell mögliche Ertrag ermittelt. In Deutschland betrug die Ressourceneffizienz hinsichtlich der CO₂-Emissionen des Jahres 2004 2.133 Euro pro Tonne, wodurch sich ein potenziell erzielbarer Ertrag in Höhe von ca. 8.744 Mio. Euro ergibt.¹²⁵

Die ermittelte Ressourceneffizienz des Benchmarks kann auch als eine sog. *hurdle rate* verstanden werden, die eine Mindestverzinsung für die eingesetzte Ressource darstellt. Sie erlaubt den Sustainable Value nicht nur für vergangene Perioden zu ermitteln, sondern auch – auf Basis plausibler Zukunftsprognosen – die aktuelle Unternehmensleistung mit der angestrebten Effizienz des Benchmarks in der Zukunft zu vergleichen.¹²⁶

In Schritt vier wird für jede untersuchte Ressource der Wertbeitrag ermittelt, den das Unternehmen mit ihrem Einsatz im Vergleich zum Benchmark erzielt hat. Hierzu werden die Opportunitätskosten von der Nettowertschöpfung subtrahiert. Im Fall des Bayer-Konzerns ergibt sich somit für die CO₂-Emissionen ein Wertbeitrag in Höhe von -827 Mio. Euro.¹²⁷

Dieser Wert gibt jedoch lediglich den Wertbeitrag einer eingesetzten Ressource an. Da das Unternehmen aber mehrere ökonomische, ökologische und soziale Ressourcen einsetzt, ist im fünften Schritt der Wertbeitrag aller Ressourcen zu ermitteln. Hierbei ist das Problem der Mehrfachzählung zu berücksichtigen. Da bisher davon ausgegangen wurde, dass die gesamte Nettowertschöpfung durch den Einsatz einer Ressource erzielt wurde, muss die Summe der einzelnen Wertbeiträge durch die Anzahl der eingesetzten Ressourcen dividiert werden. Hierdurch erfolgt keine Gleichgewichtung der Ressourcen, sondern eine Gewichtung anhand der Effizienz auf Seiten des Benchmarks. Für Bayer ergibt sich somit ein Sustainable Value in Höhe von ca. 309 Mio. Euro, was zeigt, dass Bayer die verbrauchten Ressourcen effizienter eingesetzt hat als dies durchschnittlich in der deutschen Volkswirtschaft der Fall war.¹²⁸

¹²⁴ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 16 f.

¹²⁵ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 17 ff. Als alternativer Benchmark sind auch die entsprechende Branche bzw. spezielle Unternehmensgruppen denkbar. Das Nettoinlandsprodukt findet hier Verwendung, da es nach dem Inlandsprinzip ermittelt wird und somit nur den in Deutschland erwirtschafteten Ertrag enthält.

¹²⁶ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 19. Im Rahmen des *Advance-Projects* wurde eine Berechnung des Sustainable Value für 65 europäische Unternehmen auf Basis der erwarteten Ressourceneffizienzen des Benchmarks im Jahr 2010 erstellt. Zu den Ergebnissen vgl. im Internet: *Advance-Project* (2006a).

¹²⁷ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 20.

¹²⁸ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 20 ff.

Der so ermittelte Sustainable Value gibt nun als monetärer Indikator an, wie viel nachhaltigen Wert Bayer im Jahr 2004 geschaffen hat.¹²⁹ Er ermöglicht, durch die Erweiterung des Blickwinkels des Kapitalinvestors um die Sichtweise „[...] eines Investors ökologischer und sozialer Ressourcen[...]“,¹³⁰ die Bewertung dieser Ressourcen auf gleiche Weise, wie heute der Kapitaleinsatz bewertet wird.¹³¹ Hierbei ist einschränkend – vor allem bei der Interpretation der Ergebnisse – zu berücksichtigen, dass lediglich Ressourcen, die quantifizierbar sind, mit Hilfe des Sustainable-Value-Ansatzes bewertet werden können.¹³²

3.3. Fazit

Im Rahmen der Ausführungen dieses Kapitels wurde deutlich, dass es seit längerer Zeit Überlegungen dahingehend gibt, wie zunächst ökologische Aspekte in der Unternehmensbewertung Berücksichtigung finden können. Von verschiedenen Seiten wurden hierzu Ansätze erarbeitet, die wichtige Hinweise darauf geben, wie die klassischen Unternehmensbewertungsverfahren erweitert werden könnten bzw. wie eine separate Bewertung der einzelnen Komponenten der CSR erfolgen kann.¹³³

Einen umfassenden Ansatz zur Bewertung des finanziellen Nutzens aller vom Unternehmen eingesetzten Ressourcen ermöglicht jedoch erst der – in einer politisch wie auch von Seiten der Industrie geförderten¹³⁴ Kooperation europäischer Wissenschaftler entwickelte – Sustainable-Value-Ansatz. Mit ihm liegt „[...] erstmals ein Bewertungsansatz vor, der nicht nur die Verzinsung des eingesetzten ökonomischen Kapitals bewertet, sondern auf analoge Weise auch den Ertrag der [...] ökologischen und sozialen Ressourcen mit in die Bewertung einbezieht[.]“.¹³⁵ Da es jedoch nicht möglich ist, die für den Eigentümer ebenfalls relevanten nicht-finanziellen Nutzenaspekte einer finanziellen Bewertung zuzuführen, sollte er durch qualitative Analysen ergänzt werden, die eine Bewertung dieser Größen ermöglichen.¹³⁶

4. Ergänzung der klassischen Unternehmensbewertung – Bewertung nicht-finanzieller Nutzen

„Bewerten heißt nicht unbedingt quantifizieren“.¹³⁷ Diese Aussage greift ein Missverständnis auf, nach dem das Ziel einer jeden Bewertung eine quantitative Größe sei. Dem ist jedoch nicht so. Die Bewertung dient der Unterstützung bei Entscheidungen über Investitionen sowie operative und strategische Alternativen und muss dabei nicht zwangsweise quantitativ sein.¹³⁸

¹²⁹ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 3 f., 13 f., 25 ff., 70 ff.

¹³⁰ Figge, F., Telefonat am 16.10.2008.

¹³¹ Vgl. Figge, F./Hahn, T. (2005a), S. 214 ff.; Figge, F./Hahn, T. (2005b), S. 47 ff.; Figge, F. et al. (2007), S. 3 f., 13 f., 25 ff., 70 ff.; Hahn, T./Figge, F./Barkemeyer, R. (2007a), S. 499.

¹³² Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 74 f.

¹³³ Vgl. Bömelburg, P./Keller, B. (1994), S. 325 ff.; Figge, F. (2001), S. 184 ff.; Figge, F./Hahn, T. (2002a), S. 1 ff.

¹³⁴ Hierbei ist vor allem BMW zu nennen, vgl. Hahn, T./Figge, F./Barkemeyer, R. (2007b), S. 5.

¹³⁵ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 3.

¹³⁶ Vgl. Figge, F. et al. (2007), S. 26.

¹³⁷ Loderer, C. et al. (2007), S. 13.

¹³⁸ Vgl. Loderer, C. et al. (2007), S. 13.

Aktuelle und potenzielle Unternehmenseigentümer verbinden nicht nur finanzielle Ziele mit ihrer Investition in ein Unternehmen, sondern auch individuelle, nicht-finanzielle Ziele, die daher ebenso Berücksichtigung in der Investitionsentscheidung finden und Teil des Unternehmenswertes aus Eigentümersicht sind.¹³⁹ Da selbst der umfassende Bewertungsansatz des Sustainable Value jedoch keine Bewertung nicht-quantifizierbarer Aspekte ermöglicht, bedarf er der Ergänzung durch Ansätze zur Bewertung qualitativer Größen.¹⁴⁰

Prinzipiell existiert eine Vielzahl nicht quantifizierbarer Größen, die für einen Investor von Interesse sein können, nachfolgend sollen jedoch nur ökologische, soziale und ethische Aspekte weiter untersucht werden. Hierfür hat sich – beginnend in den 60er Jahren des 20. Jahrhunderts in den USA – der Sammelbegriff der ethischen Unternehmensbewertung herausgebildet. Diese umfasst nicht nur ethische, sondern auch ökologische und soziale Gesichtspunkte. Die ethische Unternehmensbewertung hat das Ziel – als Ergänzung zur Bewertung der finanziellen Eigentümernutzen –, die nicht-finanziellen Nutzen zu berücksichtigen und dem Investor dadurch eine weitere Unterstützung bei seiner Investitionsentscheidung zu geben.¹⁴¹

4.1. Ethische Unternehmensbewertung – eine einführende Erläuterung

Eine immer größer werdende Minderheit an Investoren – also potenzielle Unternehmenseigentümer – trifft ihre Entscheidungen über die Investition in ein Unternehmen nicht mehr ausschließlich auf Basis finanzieller Kriterien und dem Verhältnis von Ertrag und Risiko einer Investition. Die Investoren suchen vielmehr nach Unternehmen, die durch ihr Handeln hinsichtlich ökologischer, sozialer und ethischer Faktoren, den eigenen, subjektiven Wert- und Moralvorstellungen gerecht werden. Sie erlangen dadurch einen zusätzlichen, nicht-finanziellen Nutzen, der für sie nicht unerhebliche Bedeutung hat.¹⁴²

Aufgrund der Subjektivität der Wertvorstellungen und damit der entstehenden Nutzen, ist eine absolute Bewertung nicht möglich. Jeder Investor, sei es ein einzelnes Individuum, eine Einrichtung wie Kirche, Stiftung und Universität oder ein Intermediär z. B. in Form eines Fonds, kann eine Bewertung der nicht-finanziellen Nutzen nur individuell vornehmen. Jedoch – und dies ist Inhalt dieses Abschnitts – haben sich in den vergangenen Jahrzehnten Ansätze etabliert, die den Investor bei der Bewertung der Unternehmen hinsichtlich ihrer ökologischen sowie sozialen und ethischen Ausrichtung unterstützen und ihm, auf Basis eines möglichst objektiven Prozesses, die endgültige Bewertung ermöglichen.¹⁴³

Es bedarf somit einer Ergänzung der klassischen, finanziellen Bewertungsverfahren, da qualitative Aspekte auch qualitativ gehandhabt werden müssen.¹⁴⁴ Dieser Prozess, der vor vier Jahrzehnten in den USA begann, wird unter dem Begriff der ethischen Unternehmensbewertung zusammengefasst, die Unternehmen nicht nur unter ökonomischen

¹³⁹ Vgl. *Ballwieser, W.* (1990), S. 5 ff.; *Peemöller, V. H./Kunowski, S.* (2005), S. 208.

¹⁴⁰ Vgl. *Figge, F. et al.* (2007), S. 26.

¹⁴¹ Vgl. *Enderle, G.* (1993), Sp. 1107 ff.

¹⁴² Vgl. *Gramlich, D.* (2007), S. 305 f.; *Schneider, H.-A.* (2001a), S. 156 ff.; *Schneider, H.-A.* (2001b), S. 49 ff.

¹⁴³ Vgl. *Grieble, P.* (2001), S. 154 ff.

¹⁴⁴ Vgl. *Figge, F. et al.* (2007), S. 26.

Gesichtspunkten betrachtet, sondern auch als Träger einer gesellschaftlichen Verantwortung ansieht.¹⁴⁵

Um nun die Unternehmen dahingehend zu untersuchen und zu bewerten, inwieweit sie bestimmte ökologische, soziale und ethische Kriterien in ihr Handeln integrieren und damit für den potenziellen Eigentümer Nutzen schaffen können, wurde – in Anlehnung an das Finanzrating – das sog. ökologische und ethische Rating entwickelt.¹⁴⁶ Diese Verfahren ermöglichen – auf Grundlage eines festgelegten Kriterienkataloges und von einer unabhängigen Institution durchgeführt – die Bewertung von Unternehmen hinsichtlich ihrer Fähigkeiten zur Stiftung nicht-finanzieller Nutzen.¹⁴⁷ Die Bewertung konzentriert dabei die vorliegenden Informationen zu einer Aussage darüber, welche Investitionsalternative für den Investor die vorteilhafteste ist.¹⁴⁸ In Abschnitt 4.3 wird das Vorgehen dieser Verfahren näher dargestellt.

Problematisch ist jedoch die Auswahl der Bewertungskriterien, die aus der Vielzahl an individuellen Wertvorstellungen – und damit einhergehend unzähligen möglichen Kriterien, auf denen die subjektiven Werturteile aufbauen können – resultieren. Prinzipiell müssten – um eine umfassende Bewertung zu ermöglichen – alle diese Kriterien in einem Rating Berücksichtigung finden. Von diesem Gedanken ausgehend, versuchte das Projekt Ethisch-Ökologisches Rating erstmalig einen „[...]allgemeinverbindlichen einheitlichen bzw. genau definierten Kriterienkatalog[s][...]“¹⁴⁹ zu erarbeiten. Diese Kriteriensammlung, die als Grundlage für ein einheitliches Ratingverfahren dienen soll, wurde 1997 als Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden (FHL) zur ethischen Bewertung von Unternehmen veröffentlicht. Auf diesen Leitfaden sowie seine Kriterien soll daher in Abschnitt 4.2 zunächst näher eingegangen werden.¹⁵⁰

4.2. Theoretische Fundierung – der Kriterienkatalog des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens

Als 1993 das interdisziplinär besetzte Team des Projektes Ethisch-Ökologisches Rating seine Arbeit aufnahm, trat es mit dem Ziel an, für die bereits damals bestehenden praktischen Ansätze einer ethischen Unternehmensbewertung mit einem umfassenden Kriterienkatalog ein theoretisches Fundament zu schaffen, von dem ausgehend eine stärkere Berücksichtigung sozialer Aspekte in den meist ökologiedominierten Verfahren erfolgen kann. Darüber hinaus sollte erstmals eine zufriedenstellende theoretische Basis für die Berücksichtigung einer dritten Kategorie, der Kulturverträglichkeit, geschaffen werden.¹⁵¹

Die Wissenschaftler gingen davon aus, dass die Investition von Kapital „[...]aufgrund ihrer Konsequenzen faktisch nicht moral-indifferent ist und daher nicht als moral-indifferent angesehen werden sollte[.]“¹⁵² Des Weiteren prognostizierten sie, dass eine zu-

¹⁴⁵ Vgl. Enderle, G. (1993), Sp. 1107 ff.

¹⁴⁶ Vgl. Hassler, R. (1997), S. 321 ff.; Schneider, H.-A. (2001a), S. 147 ff.

¹⁴⁷ Vgl. Figge, F. (2000), S. 8 ff., 83 ff.; Hassler, R. (1997), S. 321 ff.; Schneider, H.-A. (2001a), S. 147 ff.

¹⁴⁸ Vgl. Figge, F. (2000), S. 8 ff.

¹⁴⁹ Vgl. Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997), S. 220.

¹⁵⁰ Vgl. Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997), S. 9 ff.; Ott, K. (1997), S. 207 ff.

¹⁵¹ Vgl. Hoffmann, J./Reisch, L. A./Scherhorn, G. (1998), S. 4.

¹⁵² Vgl. Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997), S. 207.

nehmende Zahl an Investoren zukünftig auch nicht-finanzielle Aspekte in die Investitionsentscheidung einbezieht. Diese Investoren bedürfen daher eines Bewertungsverfahrens, das umfassend und nach möglichst einheitlichen Kriterien eine Unternehmensbewertung auf Basis ökologischer, sozialer und ethischer nicht-finanzieller Größen ermöglicht.¹⁵³ Mit Hilfe der Wertbaumanalyse nach Renn erarbeitete das Projektteam in einem schrittweisen und mit Redundanzen durchgeführten Prozess – der bis zur ersten öffentlichen Vorstellung drei Jahre in Anspruch nahm – den FHL. In seiner – vorläufig¹⁵⁴ – endgültigen Fassung umfasst der Wertbaum des FHL die drei Hauptkriterien Natur-, Sozial- und Kulturverträglichkeit, die durch sechs Ebenen an Unterkriterien operationalisiert werden.¹⁵⁵

Das Kriterium der Naturverträglichkeit wird dabei auf der ersten Ebene in die acht Unterkriterien Umgang mit Umweltinstitutionen, Umgang mit Umweltinformationen, Lebewesen, Energie, Stoffe, Transport, Emissionen und Umwelttechnologie eingeteilt, die Sozialverträglichkeit in die fünf Bereiche Sozialverträglichkeit der Unternehmensorganisation, interne Anspruchsgruppen allgemeine Interessen und interne Anspruchsgruppen besondere Interessen sowie externe Anspruchsgruppen und Produkte, während die Kulturverträglichkeit die vier Bereiche anthropologisch gegebene Antriebsstrukturen, allgemeine moralische Grundnormen, Leitbilder und Tugenden umfasst.¹⁵⁶

Während die Kriterien der Natur- und Sozialverträglichkeit bereits seit längerem diskutiert wurden und praktische Anwendung erfuhren, wurde die Kulturverträglichkeit erstmals in einen Kriterienkatalog aufgenommen. Sie besagt, dass Unternehmen die jeweilige kulturelle Ordnung positiv weiterentwickeln und fördern oder zumindest nicht nachteilig beeinflussen oder verletzen sollen. Kultur bezeichnet dabei den für die Gesellschaft und ihre Mitglieder maßgeblichen übergreifenden Lebensentwurf.¹⁵⁷

Anhand dieser Kriterien – der FHL umfasst insgesamt mehr als 800 Einzelkriterien¹⁵⁸ – soll dann das Unternehmen als Ganzes, aber auch einzelne Bereiche wie die Unternehmensstrategie dahingehend bewertet werden, inwieweit jeweils ein Bekenntnis zu ökologischer, sozialer und kultureller Verantwortung erfolgt und wie dieses Bekenntnis umgesetzt wird. Das Bemühen des FHL um hohe Glaubwürdigkeit und Vollständigkeit führt dabei zwangsläufig zu einer nicht zu vernachlässigenden Komplexität. Diese erweist sich als nicht unproblematisch hinsichtlich der Praktikabilität einer auf dem FHL basierenden Unternehmensbewertung. Eine Lösung dieses Problems kann jedoch erst durch die praktische Anwendung und den daraus resultierenden Erfahrungswerten erreicht werden.¹⁵⁹

¹⁵³ Vgl. Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997), S. 207.

¹⁵⁴ Die Autoren des FHL sehen den Kriterienkatalog, wenn auch abgeschlossen, so doch noch immer als im Entwurfscharakter befindlich an und hoffen auf weitere Verbesserungen durch Reaktionen auf die vorgelegte Kriteriologie, vor allem hinsichtlich des neuen Kriteriums der Kulturverträglichkeit sowie vereinzelter Überschneidungen und nicht völlig ausdifferenzierter Kriterien. Vgl. hierzu Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997), S. 10.

¹⁵⁵ Vgl. Hoffmann, J./Reisch, L. A./Scherhorn, G. (1998), S. 4.

¹⁵⁶ Vgl. Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997), S. 27 ff.

¹⁵⁷ Vgl. Hoffmann, J./Reisch, L. A./Scherhorn, G. (1998), S. 4 f.

¹⁵⁸ Vgl. Bertelsmann Stiftung (Hrsg.) (2006), S. 94; Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997), S. 33 ff.

¹⁵⁹ Vgl. Grieble, P. (2001), S. 164 ff; Hoffmann, J./Reisch, L. A./Scherhorn, G. (1998), S. 5 f.

Der FHL an sich verzichtet auf jegliche Vorgaben zur Aggregation bzw. Verrechnung von Ergebnissen. Der Kriterienkatalog spiegelt zwar die gesellschaftlichen Grundüberzeugungen wider, jedoch kann nur der Anwender des FHL darüber entscheiden, ob und wenn ja, wie einzelne Kriterien verrechnet werden und welche Gewichtung sie erfahren sollen.¹⁶⁰

Angesichts der Vielzahl der für eine solche Entscheidung, aber auch die Bewertung an sich zu berücksichtigenden Informationen, ist es sinnvoll, wenn spezialisierte und unabhängige Institutionen diese Aufgabe übernehmen. Sie führen auf der Grundlage eines festgelegten Kriterienkatalogs und eines einheitlichen Verfahrens eine Bewertung der Unternehmen im Hinblick auf ihre Verantwortungsübernahme durch.¹⁶¹

4.3. Praktische Ausgestaltung – ökologisches und ethisches Rating

Die Bewertung von Unternehmen anhand qualitativer ökologischer und ethischer Faktoren kann in den USA auf eine mehr als dreißigjährige Geschichte zurückblicken, wohingegen sich in Deutschland erst Ende der 80er Jahre des 19. Jahrhunderts – ausgehend von der in der Bundesrepublik früh und intensiv geführten Umweltdiskussion¹⁶² – zunächst der Ansatz eines ökologischen Ratings entwickelte.¹⁶³ Dessen Ziel ist es zu prüfen, ob und inwieweit Unternehmen bestimmten, an sie gestellten Ansprüchen im ökologischen Bereich gerecht werden.¹⁶⁴ Hierbei ist das Ergebnis dieser komplexen Untersuchung möglichst verständlich darzustellen, damit der Investor auf dieser Basis schnell, einfach und ergänzend zu einer quantitativen Bewertung eine Analyse des Unternehmens danach vornehmen kann, inwiefern es für ihn zusätzlichen nicht-finanziellen Nutzen schaffen kann.¹⁶⁵ Durch verstärkte Nachfrage sowie den Einfluss der USA erweiterten in den kommenden Jahren auch die deutschen und europäischen Anbieter ökologischer Ratings ihren Untersuchungsrahmen um die soziale Dimension.¹⁶⁶ Die vom FHL erstmals eingeführte Kulturverträglichkeit wird ebenfalls bereits im Corporate-Responsibility Rating der Münchner oekom research AG berücksichtigt.¹⁶⁷

Ursprünglich stammt der Ratingansatz aus der Finanzbranche und dient dazu, die Bonität und damit die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Unternehmens bzw. eines Investitionsobjektes einzuschätzen. Hierfür erfolgt eine eingehende Analyse und eine Einordnung in eine bestimmte Ratingstufe, die ein festgelegtes Ausfallrisiko widerspiegelt.¹⁶⁸

Diesen Ansatz übertragen die Anbieter von ökologischen und ethischen Ratings, wobei das Vorgehen der einzelnen Anbieter vergleichbar ist. Basierend auf einem festzule-

¹⁶⁰ Vgl. Hoffmann, J./Reisch, L. A./Scherhorn, G. (1998), S. 5 f.

¹⁶¹ Vgl. Griebel, P. (2001), S. 158 f.; Lübke, V. (2000), S. 21.

¹⁶² Vgl. hierzu ausführlich das Handbuch von Winter, G., *Das umweltbewusste Unternehmen: Die Zukunft beginnt heute* (1998).

¹⁶³ Vgl. Lübke, V. (2000), S. 21 f.

¹⁶⁴ Vgl. Pesel, A. (1995), S. 27.

¹⁶⁵ Vgl. Pesel, A. (1995), S. 27.

¹⁶⁶ Vgl. Schneider, H.-A. (2001a), S. 188. Für eine Übersicht ausgewählter Rating-Anbieter vgl. ausführlich Clausen, J. (2000), S. 27; Schneider, H.-A. (2001a), S. 189 ff.

¹⁶⁷ Vgl. o. V. (2000), S. 28.

¹⁶⁸ Vgl. Füser, K./Gleissner, W. (2001a), S. 2 ff.

genden Kriterienkatalog werden zunächst durch Auswertung öffentlich zugänglicher Informationen und Unternehmensveröffentlichungen sowie auf Basis von Fragebögen und weitergehenden Recherchen Daten hinsichtlich der ökologischen und ethischen Ausrichtung der Bewertungsobjekte gesammelt. Durch den Vergleich der so ermittelten Informationen mit den vorgegebenen Kriterien hinsichtlich ihrer Einhaltung durch das Unternehmen wird dann eine Bewertung erstellt, wobei eine Einschätzung der Glaubwürdigkeit der Unternehmensangaben von äußerster Wichtigkeit ist. Vergleichbar dem Vorgehen des Finanzratings vergeben dabei manche Anbieter je nach Ergebnis eine Ratingnote in Form von Punkten oder Symbolen.¹⁶⁹

Die bereits erwähnte Investmentgesellschaft KLD beispielsweise hat sich auf ökologische und ethische Ratings für institutionelle Investoren spezialisiert. Sie unterscheidet dabei nach Kriterien, die ein absolutes Ausschlusskriterium für eine Investition darstellen, wie z.B. die Tätigkeit eines Unternehmens im Bereich des Glücksspiels oder militärischer Dienstleistungen und solchen, die einer näheren Bewertung unterzogen werden, wie der Grad der negativen Umweltbeeinflussung oder die Unterstützung gesellschaftlicher und sozialer Einrichtungen. KLD bewertet die Unternehmen dann in einem umfangreichen Bericht, in dem die Stärken und Schwächen eines Unternehmens aufgezeigt werden und anhand derer die eigentliche Bewertung erfolgt, die dann dem Investor eine Grundlage für seine Entscheidung gibt. Zu diesem letzten und entscheidenden Schritt der ethischen Unternehmensbewertung gibt es jedoch allgemein keine detaillierten Veröffentlichungen, was nach Figge „[...]auf ein Bedürfnis der Öko-Ratingagenturen zurückgeführt werden [kann], ihr Know-how zu schützen[.]“^{170, 171}

Beim Vergleich verschiedener Ratingverfahren zeigt sich, dass die ökologischen Bewertungskriterien weitgehend identisch sind, während sich bei den sozialen und ethischen Aspekten eine große Bandbreite an berücksichtigten Faktoren zeigt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass auch die Anbieter der Ratings eigene ethische Vorstellungen haben, die sich in der Kriterienauswahl teilweise widerspiegeln. Es zeigt sich daher umso deutlicher, dass die Auswahl der passenden Ratingagentur von hoher Wichtigkeit ist, da ihr Kriterienkatalog mit den ethischen und moralischen Grundüberzeugungen des Investors übereinstimmen muss.¹⁷²

Eine umfassende am Kriterienkatalog des FHL ausgerichtete ethische Unternehmensbewertung konnte bisher aufgrund der bereits angesprochenen Komplexität nicht verwirklicht werden. Auch das Corporate-Responsibility Rating, das die oekom research AG in Zusammenarbeit mit den Autoren des FHL erstellt hat, umfasst *lediglich* 200 der über 800 Kriterien des FHL und gilt damit als eines der umfangreichsten und vollständigsten in der Praxis angewendeten Verfahren. Jedoch ist ein nicht zu einhundert Prozent vollständiges Rating besser als eine Nichtberücksichtigung qualitativer Faktoren. Dies zeigt sich auch daran, dass in den vergangenen Jahren – aufgrund des immer größer werdenden

¹⁶⁹ Vgl. *Schneider, H.-A.* (2001a), S. 189 ff.

¹⁷⁰ Vgl. *Figge, F.* (1995), S. 43.

¹⁷¹ Vgl. *Schneider, H.-A.* (2001a), S. 189 ff. KLD veröffentlicht die so entstandenen Ratings auch in einer Datenbank namens *Sokrates*, auf die der Investor – gegen eine Gebühr – Zugriff erhält.

¹⁷² Vgl. *Schneider, H.-A.* (2001a), S. 202 ff.

Marktes für ökologisch und nachhaltig ausgerichtete Investmentprodukte – die Zahl der Unternehmen – vor allem aus Branchen, die ökologisch und sozial sensibel sind, – zunahm, die ein Interesse daran geäußert haben, einem Rating unterzogen zu werden und dafür eine umfangreiche Zusammenarbeit angeboten haben. Sie beabsichtigen damit auch, für die Investoren attraktiv zu werden, die ihre Investitionsentscheidung nicht ausschließlich auf Basis finanzieller, sondern ausdrücklich auch aufgrund nicht-finanzieller und damit quantitativer Faktoren treffen.¹⁷³

5. Zusammenfassung und Ausblick

Im Mittelpunkt dieses Beitrags standen zwei Fragen. Zum einen, ob ökologische, soziale und ethische Aspekte einen Einfluss auf den Wert eines Unternehmens haben und zum anderen, wie der Nutzen, den diese Faktoren dem aktuellen bzw. potenziellen Unternehmenseigentümer stiften, einer Bewertung zugeführt werden können. Zunächst wurden daher die Begriffe der CSR und der CSP näher erläutert und die teilweise auf systematische Fehler zurückzuführenden, widersprüchlichen Studienergebnisse zur Frage des Einflusses der CSP auf den Unternehmenswert dargestellt. Aufgrund der schlüssigen und weitgehend akzeptablen Ergebnisse der Meta-Analyse von *Orlitzky/Schmidt/Rynes* kann ein positiver Zusammenhang zwischen der Berücksichtigung ökologischer, sozialer sowie ethischer Faktoren und der ökonomischen Wertschaffung angenommen werden.

Der dargestellte Zusammenhang muss sich auch in der Wertermittlung niederschlagen. Dies kann durch den – auf dem Vergleich des zu bewertenden Unternehmens mit einer geeigneten Benchmark-basierenden – umfassenden Bewertungsansatz des Sustainable Value geschehen. Er geht davon aus, dass Unternehmen nicht nur finanzielle Ressourcen benötigen, sondern auch ökologische und soziale Ressourcen verbrauchen, um Mehrwert zu schaffen. Diese sollten daher ebenfalls bei der Wertermittlung Berücksichtigung finden. Der Sustainable Value ermöglicht daher die Bewertung sowohl ökonomischer als auch ökologischer, sozialer und ethischer Faktoren und ist aufgrund dessen, dass er auf dem Prinzip der Opportunitätskosten basiert, leichter in die aktuelle Bewertungslogik integrierbar.

Da der Wert eines Unternehmens aus Sicht des Eigentümers jedoch nicht nur durch finanzielle Größen bestimmt wird, sondern auch nicht-finanzielle Aspekte für den Eigentümer Nutzen stiftend sein können, müssen auch sie einer Bewertung zugeführt werden. Es zeigte sich, dass mit Hilfe des sog. ökologischen und ethischen Ratings Unternehmen hinsichtlich qualitativer Kriterien bewertet werden können und damit dem Investor eine weitere Grundlage für seine Investitionsentscheidung zur Verfügung steht.

Das Hauptproblem, das hierbei deutlich sichtbar wird, ist das Fehlen einer einheitlichen Kerntheorie, die ökologische, soziale und ethische Parameter mit den ökonomischen verbindet und in der Unternehmensführung verankert. Hiervon ausgehend könnten einheitliche Methoden der Bewertung und Erfolgsmessung abgeleitet werden, die es nicht mehr erforderlich machen, für eine umfassende Bewertung verschiedenste

¹⁷³ Vgl. *Hassler, R.* (2001), S. 55 ff.

Vorgehensweisen durchzuführen und am Ende mehrere Bewertungsziffern vorliegen zu haben.¹⁷⁴

Hierfür ist auch ein weiteres Umdenken der Unternehmen gefordert, die erkennen müssen, dass sie von Umwelt und Gesellschaft abhängig sind und dass nicht nur die Gesellschaft als Ganzes von einer stärkeren Berücksichtigung ökologischer, sozialer und ethischer Faktoren profitiert, sondern auch die Unternehmen selbst. Langfristig gilt – so formulierte es der Unternehmer und Mäzen *Kenneth Dayton* –, „If business does not serve society, society will not tolerate our profits or even our existence[.]“^{175 176}

Oder, wie es einst *Abraham Lincoln* allgemein formulierte:

„You can't escape the responsibility of tomorrow by evading it today.“¹⁷⁷

6. Literaturverzeichnis

- Abbott, W. F./Monsen, J. R.* (1979): On the measurement of corporate social responsibility: Selfreported disclosure as a method of measuring corporate social involvement, in: *Academy of Management Journal*, Jg. 22 (1979), Heft 4, S. 501–515.
- Achatz, H.* (1998): Der Shareholder Value im gesellschaftlichen Disput, in: Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.) (1998): *Shareholder Value Reporting: Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen*, Wien, Frankfurt 1998, S. 13–25.
- Aders, C.* (1998): *Unternehmensbewertung bei Preisinstabilität und Inflation*, Frankfurt am Main et al. 1998.
- Advance-Project (Hrsg.) (2006a): *Sustainable Value (2010)*, URL: <http://www.advance-project.org/printable/results/sustainablevalue/sustainablevalue2010/index.html>, Stand 22.12.2008.
- Advance-Project (Hrsg.) (2006b): *Sustainable Value of European Industry*, o.O. 2006.
- Advance-Project (Hrsg.) (2006c): *The Advance Guide to Sustainable Value Calculations: A practitioner handbook on the application of the Sustainable Value approach*, Forres, Berlin 2006.
- A. Lincoln Library (Hrsg.) (2008): *Abraham Lincoln Quotes*, URL: <http://www.alincoln-library.com/abraham-lincoln-quotes.shtml>, Stand 22.12.2008.
- Ankele, K.* (2005): Social Responsibility und Unternehmen: Mit CSR zu mehr gesellschaftlicher Verantwortung?, in: *Ökologisches Wirtschaften*, Jg. 20 (2005), Heft 3, S. 30–32.
- Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J.* (2005): Darstellung der Discounted-Cash-flow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispielen, in: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2005): *Praxis-handbuch der Unternehmensbewertung*, Herne, Berlin 2005, S. 265–362.
- Ballwieser, W.* (1990): *Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion*, 3. Aufl., Wiesbaden 1990.

¹⁷⁴ Vgl. *Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G.* (Hrsg.) (1997), S. 19; *Obermeier, B.* (2008), S. A4.

¹⁷⁵ Vgl. *Smith, L.* (1981), S. 121.

¹⁷⁶ Vgl. *Holliday, C. O./Schmidheiny, S./Watts, P.* (2002), S. 106 ff.

¹⁷⁷ Vgl. im Internet: *A. Lincoln Library* (2008); *Josephson Institute of Ethics* (2008).

- Ballwieser, W.* (1993): Methoden der Unternehmensbewertung, in: Gebhardt, G./Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.) (1993): Handbuch des Finanzmanagements: Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München 1993, S. 151–176.
- Ballwieser, W.* (2001): Unternehmensbewertung, in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.) (2001): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Stuttgart 2001, Sp. 2082–2095.
- Ballwieser, W.* (2002): Shareholder Value, in: Küpper, H.-U./Wagenhofer, A. (Hrsg.) (2002): Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling, 4. Aufl., Stuttgart 2002.
- Ballwieser, W.* (2004): Wertorientierte Unternehmensführung, in: Schreyögg, G./Werder, A. v. (Hrsg.) (2004): Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation, 4. Aufl., Stuttgart 2004, Sp. 1615–1623.
- Ballwieser, W.* (2007): Unternehmensbewertung: Prozeß, Methoden und Probleme, 2. Aufl., Stuttgart 2007.
- Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Schultze, W.* (2002): Unternehmensbewertung, erfolgsorientierte, in: Ballwieser, W./Coenenberg, A. G./Wysocki, K. v. (Hrsg.) (2002): Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung, Stuttgart 2002, Sp. 2412–2432.
- BANK Sarasin & Cie (Hrsg.) (2002): Aktienperformance und Nachhaltigkeit – Hat die Umwelt- und Sozialperformance einen Einfluss auf die Aktienperformance?, Basel 2002.
- Bertelsmann Stiftung (Hrsg.) (2006): Who is who in Corporate Social Responsibility Rating? A survey of internationally established rating systems that measure Corporate Responsibility, Gütersloh 2006.
- Blair, M. E./Bugg-Levine, A. J./Rippin, T. M.* (2004): The UN's role in corporate social responsibility, in: The McKinsey Quarterly, Jg. 40 (2004), Heft 4, S. 21–23.
- Bömelburg, P./Keller, B.* (1994): Ansatzpunkte einer ökologieorientierten Unternehmensbewertung, in: Betrieb und Wirtschaft, Jg. 48 (1994), Heft 10, S. 325–333.
- Busse von Colbe, W.* (1997): Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht?, in: ZGR, Jg. 16 (1997), Heft 2, S. 271–290.
- Carlsen, C.* (2008): Leistungsfähigkeit von Unternehmensbewertungsmodellen: Eine theoretische und empirische Analyse, Wiesbaden 2008.
- Carroll, A. B.* (1979): A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance, in: Academy of Management Review, Jg. 4 (1979), Heft 4, S. 497–505.
- Cochran, P. L./Wood, R. A.* (1984): Corporate social responsibility and financial performance, in: Academy of Management Journal, Jg. 27 (1984), Heft 1, S. 42–56.
- Coenenberg, A. G.* (1981): Unternehmensbewertung aus der Sicht der Hochschule, in: IDW (Hrsg.) (1981): 50 Jahre Wirtschaftsprüferberuf, Düsseldorf 1981, S. 221–245.
- Coenenberg, A. G./Haller A./Schultze, W.* (2009): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse: Betriebswirtschaftliche, handelsrechtliche, steuerrechtliche und internationale Grundsätze – HGB, IFRS und US-GAAP, 21. Aufl., Stuttgart 2009.
- Coenenberg, A. G./Schultze, W.* (2002): Unternehmensbewertung: Konzeptionen und Perspektiven, in: DBW, Jg. 62 (2002), Heft 6, S. 597–621.
- Colle, S. de/Gonella, C.* (2003): Corporate Social Responsibility: The Need for an Integrated Management Framework, in: International Journal for Business Performance Management, Jg. 5 (2003), Heft 2/3, S. 199–212.

- Decoster, J.* (2004): Meta-analysis Notes, URL: <http://www.stat-help.com/meta.pdf>, Stand 22.12.2008.
- Dinkelbach, W.* (1969): Entscheidung bei mehrfacher Zielsetzung und die Problematik der Zielgewichtung, in: Busse von Colbe, W./Meyer-Dohm, P. (Hrsg.) (1969): Unternehmerische Planung und Entscheidung, Bielefeld 1969, S. 55–70.
- Drukarczyk, J./Schüler, A.* (2007): Unternehmensbewertung, 5. Aufl., München 2007.
- Dubielzig, F.* (2008): Identifikation der Erfolgsrelevanz sozialer Themen, in: Müller, M./Schaltegger, S. (Hrsg.) (2008): Corporate Social Responsibility: Trend oder Modeerscheinung, München 2008, S. 213–227.
- Dubielzig, F./Schaltegger, S.* (2005): Corporate Social Responsibility, in: Althaus, M./Geffken, M./Rawe, S. (Hrsg.) (2005): Handelslexikon Public Affairs, Münster 2005, S. 240–243.
- Enderle, G.* (1993): Unternehmensbewertung, ethische, in: Enderle, G. (Hrsg.) (1993): Lexikon der Wirtschaftsethik, Freiburg im Breisgau et al. 1993, Sp. 1107–1113.
- Europäische Kommission (Hrsg.) (2001): Grünbuch: Europäische Rahmenbedingungen für die soziale Verantwortung von Unternehmen, Luxemburg 2001.
- Europäische Kommission (Hrsg.) (2002): Mitteilung der Kommission betreffend die soziale Verantwortung der Unternehmen: ein Unternehmensbeitrag zur nachhaltigen Entwicklung, Luxemburg 2002.
- Falck, O./Heblich, S.* (2007): Corporate social responsibility: Doing well by doing good, in: Business Horizons, Jg. 50, Heft 3, S. 247–254.
- Figge, F.* (2001): Environmental Value Added – Ein neues Maß zur Messung der Öko-Effizienz, in: Zeitschrift für angewandte Umweltforschung, Jg. 14 (2001), Heft 1–4, S. 184–197.
- Figge, F./Hahn, T.* (2002a): Environmental Shareholder Value Matrix – Konzeption, Anwendung und Berechnung, Lüneburg 2002.
- Figge, F./Hahn, T.* (2002b): Sustainable Value Added: Measuring Corporate Sustainable Performance beyond Eco-Efficiency, 2. Aufl., Lüneburg 2002.
- Figge, F./Hahn, T.* (2004a): Euro statt Öko-Punkte: Bewertung der Nachhaltigkeit von Unternehmen, in: Politische Ökologie, Jg. 22 (2004), Heft 90, S. 78–79.
- Figge, F./Hahn, T.* (2004b): Sustainable Value Added: Ein neues Maß des Nachhaltigkeitsbeitrags von Unternehmen am Beispiel der Henkel KGaA, in: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, Jg. 73 (2004), Heft 1, S. 126–141.
- Figge, F./Hahn, T.* (2005a): Sustainable Value – Ein wertorientierter Ansatz zur Ermittlung der Nachhaltigkeitseffizienz und der nachhaltigen Wertschöpfung von Unternehmen, in: Liedtke, C./Busch, T. (Hrsg.) (2005): Materialeffizienz: Potenziale bewerten, Innovationen fördern, Beschäftigung sichern, München 2005, S. 203–216.
- Figge, F./Hahn, T.* (2005b): The Cost of Sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies, Journal of Industrial Ecology, Jg. 9 (2005), Heft 4, S. 47–58.
- Figge, F./Hahn, T.* (2005c): Der Sustainable Value-Ansatz: Unternehmerische Nachhaltigkeit messen, in: Umwelt Perspektiven: Das Fachmagazin für erfolgreiches Umweltmanagement, o. Jg. (2005), Heft 5, S. 19–21.

- Figge, F./Hahn, T.* (2006): Looking for sustainable value, in: *Environmental Finance*, Jg. 7, Heft 8, S. 34–35.
- Figge, F./Hahn, T./Liesen, A./Barkemeyer, R.* (2007): Nachhaltig erfolgreich Wirtschaften: Eine Untersuchung der Nachhaltigkeitsleistung deutscher Unternehmen mit dem Sustainable-Value-Ansatz, o.O. 2007.
- Friedman, M.* (1962): *Capitalism and Freedom*, Chicago 1962.
- Friedman, M.* (1970): The Social Responsibility of Business is to increase its Profits, in: *The New York Times Magazine* v. 13.9.1970, S. 32–33, 122, 126.
- Fürstlich und gräflich fuggersche Stiftungs-Administration (Hrsg.) (2008): *Sozialsiedlung Fuggerei*, URL: http://www.fugger.de/de/2_sozialsiedlung.htm, Stand 22.12.2008.
- Füser, K./Gleissner, W.* (2005): *Rating-Lexikon: 800 Stichwörter mit Fakten und Checklisten rund um Basel II*, München 2005.
- Gabriel, K.* (2005): *Nachhaltigkeitsindizes*, Frankfurt am Main, London 2005.
- Gramlich, D.* (2007): *Sustainable Finance: Finanzmärkte als Intermediäre der Nachhaltigkeit*, in: Gramlich, D./Träger, M. (Hrsg.) (2007): *Herausforderungen einer zukunftsorientierten Unternehmenspolitik: Ökonomie, Umwelt, Technik und Gesellschaft als Determinanten*, Wiesbaden 2007, S. 295–315.
- Grieble, P.* (2001): *Ethisch-ökologische Geldanlage: Einflussmöglichkeiten durch die Beachtung von ethisch-ökologischen Gesichtspunkten bei der Anlage von Geld*, Frankfurt am Main, London 2001.
- Griffin, J. J./Mahon, J. F.* (1997): The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research, in: *Business and Society*, Jg. 36 (1997), Heft 1, S. 5–31.
- Haeseler, H. R./Hörmann, F./Kros, W.* (2007): *Unternehmensbewertung: Grundlagen der Bewertung von Unternehmen und Beteiligungen*, 2. Aufl., Wien 2007.
- Hafner, R.* (1988): Unternehmensbewertung bei mehrfacher Zielsetzung, in: *BFuP*, Jg. 40 (1988), Heft 6, S. 485–504.
- Hahn, T./Figge, F./Barkemeyer, R.* (2007a): Sustainable Value creation among companies in the manufacturing sector, *International Journal of Environmental Technology and Management*, Jg. 7 (2007), Heft 5/6, S. 496–512.
- Hahn, T./Figge, F./Barkemeyer, R.* (2007b): *Sustainable Value in der Automobilproduktion: Eine Analyse der nachhaltigen Performance der Automobilhersteller weltweit*, Berlin, Belfast 2007.
- Hassler, R.* (1997): Öko-Rating – Hintergrund, Methodik und Erfahrung, in: Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997): *Ethische Kriterien für die Bewertung von Unternehmen: Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden*, Frankfurt am Main 1997, S. 321–331.
- Hassler, R.* (2001): Corporate Responsibility Rating: An Innovative Tool for Promoting Sustainable Development among Companies and on the Financial Markets – a Rating Agency’s Practical Experience in: Reisch, L. A. (Hrsg.) (2001): *Ethical-ecological Investment: Towards Global Sustainable Development*, Frankfurt am Main, London 2001, S. 55–63.
- Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G.* (Hrsg.) (1997): *Ethische Kriterien für die Bewertung von Unternehmen: Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden*, Frankfurt am Main 1997.

- Hoffmann, J./Reisch, L. A./Scherhorn, G.* (1998): Ethische Kriterien zur Bewertung von Unternehmen: Bericht über den Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden, in: Forum Wirtschaftsethik, Jg. 6 (1998), Heft 4, S. 3–6.
- Holliday, C. O./Schmidheiny, S./Watts, P.* (2002): Walking the Talk: The Business Case for Sustainable Development, Sheffield, San Francisco 2002.
- Hopfenbeck, W.* (1994): Umweltorientiertes Management und Marketing: Konzepte – Instrumente – Praxisbeispiele, 3. Aufl., Landsberg am Lech 1994.
- Hopfenbeck, W.* (2000): Allgemeine Betriebswirtschafts- und Managementlehre: Das Unternehmen im Spannungsfeld zwischen ökonomischen, sozialen und ökologischen Interessen, 13. Aufl., Landsberg am Lech 2000.
- Hostettler, S.* (2002): Economic Value Added (EVA): Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften, 5. Aufl., Bern 2002.
- IDW (2008): IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008), in: WPg Supplement: IDW Fachnachrichten im dritten Quartal 2008, Jg. 2 (2008), Heft 3, S. 68–89.
- Johannsen, M. J.* (2007): Unternehmen als Dienstleister der Gesellschaft, in: Gramlich, D./Träger, M. (Hrsg.) (2007): Herausforderungen einer zukunftsorientierten Unternehmenspolitik: Ökonomie, Umwelt, Technik und Gesellschaft als Determinanten, Wiesbaden 2007, S. 123–130.
- Josephson Institute of Ethics (Hrsg.) (2008): Quotations: Responsibility, duty, URL: <http://josephsoninstitute.org/quotes/responsibility.html>, Stand 22.12.2008.
- Käfer, K.* (1969): Substanz und Ertrag bei der Unternehmensbewertung, in: Busse von Colbe/Sieben, G. (Hrsg.) (1969): Betriebswirtschaftliche Information, Entscheidung und Kontrolle: Festschrift für Hans Münstermann, Wiesbaden 1969, S. 298–357.
- Knörzer, A.* (2001): Nachhaltigkeit – Ein Konzept zur Steigerung des Unternehmenswerts, in: THEXIS – Fachzeitschrift für Marketing der Universität St. Gallen, Jg. 18 (2001), Heft 2, S. 14–18.
- Knoll, L./Wenger, E.* (1999): Shareholder Value, in: Görres Gesellschaft (Hrsg.) (1999): Handbuch der Wirtschaftsethik, Gütersloh 1999, Band 4, S. 433–454.
- Koch, H./Pfeifer, B.* (2008): Eigenkapitalinvestoren als Träger und Förderer unternehmerischer Nachhaltigkeit, in: Müller, M./Schaltegger, S. (Hrsg.) (2008): Corporate Social Responsibility: Trend oder Modeerscheinung, München 2008, S. 247–262.
- Kohn, M.* (1999): Es lebe die Nachhaltigkeit – aber welche? Interpretationsspiele um einen modischen Begriff, in: NZZ v. 03.02.1999, S. 16.
- Liesen, A./Hahn, T./Figge, F.* (2007): Sustainable Value deutscher Unternehmen, in: UmweltMagazin, Jg. 37 (2007), Heft 10/11, S. 57–58.
- Loderer, C./Jörg, P./Pichler, K./Roth, L./Zgraggen, P.* (2007): Handbuch der Bewertung: Praktische Methoden und Modelle zur Bewertung von Projekten, Unternehmen und Strategien, 4. Aufl., Zürich 2007.
- Lübke, V.* (2000): Zivilgesellschaftliche Intervention, in: Ökologisches Wirtschaften, Jg. 15 (2000), Heft 2, S. 20–22.
- Mandl, G.* (1999): Können die DCF-Verfahren die an die Unternehmensbewertung gestellten Anforderungen besser erfüllen als die Ertragswertverfahren?, in: Egger, A.

- (Hrsg.) (1999): Unternehmensbewertung – quo vadis?: Beiträge zur Entwicklung der Unternehmensbewertung, Wien 1999, S. 41–64.
- Mandl, G./Rabel, K. (1997): Unternehmensbewertung: Eine praxisorientierte Einführung, Wien 1997.
- Mandl, G./Rabel, K. (2002): Unternehmensbewertung, in: Küpper, H. U./Wagenhofer, A. (Hrsg.) (2002): Handwörterbuch Unternehmensrechnung und Controlling, 4. Aufl., Stuttgart 2002, Sp. 2007–2016.
- Mandl, G./Rabel, K. (2009): Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick), in: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2009): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., Herne, Berlin 2009, S. 49–90.
- Matschke, M. J. (1993): Einige grundsätzliche Bemerkungen zur Ermittlung mehrdimensionaler Entscheidungswerte der Unternehmung, in: BFuP, Jg. 45 (1993), Heft 1, S. 1–24.
- McGuire, J. B./Sundgren, A./Schneeweis, T. (1988): Corporate social responsibility and firm financial performance, in: Academy of Management Review, Jg. 31 (1988), Heft 4, S. 854–872.
- McKinsey & Company (Hrsg.) (2007): Assessing the impact of societal issues: A McKinsey Global Survey, URL: <http://www.uschamber.com/NR/rdonlyres/eygrbotvdrwn54otdt5y6kqlczaumdak5recb24kna4sratnxy6cj7xcf32shz6eaaub3yqgvw6rhizea4lywzkwi4g/McKinseySocietalImpactSurvey.pdf>, Stand 22.12.2008.
- Moore, G. (2001): Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry, in: Journal of Business Ethics, Jg. 34 (2001), Heft 3–4, S. 299–315.
- Moskowitz, M. R. (1975): Profiles in corporate social responsibility, in: Business & Society, Jg. 13 (1975), S. 29–42.
- Moxter, A. (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.
- NeW-Projekt (Hrsg.) (o.J.): Sustainable Value: Ein neuer Ansatz zur Bewertung der Nachhaltigkeitsleistung von Unternehmen, Berlin o.J.
- Obermeier, B. (2008): Die Spielregeln verbessern, nicht die Spielzüge, in: Financial Times Deutschland v. 03.06.2008, S. A4.
- Oppenheimer, J. M./Bonini, S. M. J./Bielak, D./Kehm, T./Lacy, P. (2007): Shaping the New Rules of Competition: The UN Global Compact Participant Mirror, o. O. 2007.
- Orlitzky, M. (2000): Corporate Social Performance: Developing Effective Strategies, in: Australian Graduate School of Management (Hrsg.) (2000): Centre for Corporate Change Research Brief, Nr. 4/2000, Sydney 2000.
- Orlitzky, M. (2001): Does Firm Size Confound the Relationship between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance, in: Journal of Business Ethics, Jg. 33 (2001), Heft 2, S. 167–180.
- Orlitzky, M./Schmidt, F. L./Rynes, S. L. (2003): Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis, in: Organization Studies, Jg. 24 (2003), Heft 3, S. 403–441.
- Osterloh, M./Habisch, A. (2008): Gutes tun und Geld verdienen: Soziale Verantwortung und Gewinnstreben passen besser zusammen, als meist vermutet wird, in: Handelsblatt v. 03.06.2008, S. 9.

- Ott, K. (1997): Erläuterungen zum ethischen Status und zur Methodik des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens, in: Hoffmann, J./Ott, K./Scherhorn, G. (Hrsg.) (1997): Ethische Kriterien für die Bewertung von Unternehmen: Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden, Frankfurt am Main 1997, S. 207–261.
- o. V. (2000): Neues Nachhaltigkeitsrating, in: Ökologisches Wirtschaften, Jg. 15 (2000), Heft 2, S. 28.
- Peemöller, V. H./Kunowski, S. (2005): Ertragswertverfahren nach IDW, in: Peemöller, V. H. (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne, Berlin 2005, S. 201–263.
- Peemöller, V. H./Keller, B./Rödl, M. (1996): Verfahren strategischer Unternehmensbewertung, in: DStR, Jg. 34 (1996), Heft 2, S. 74–79.
- Pelozo, J. (2006): Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance, in: California Management Review, Jg. 48 (2006), Heft 2, S. 52–72.
- Perridon, L./Steiner, M./Rathgeber, A. (2009): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Auflage, München 2009.
- Pesel, A. (1995): Kapitalanlagen zur Förderung ökologisch ausgerichteter Investitionen, Göttingen 1995.
- Plinke, E./Knörzer, A. (2006): Sustainable Investment and Financial Performance: Does Sustainability Compromise the Financial Performance of Companies and Investment Funds?, in: Schaltegger, S./Wagner, M. (Hrsg.) (2006): Managing the Business Case for Sustainability: The Integration of Social, Environmental and Economic Performance, Sheffield 2006, S. 232–241.
- Pohle, G./Hittner, J. (2008): Attaining sustainable Growth through Corporate Social Responsibility, Somers 2008.
- Popp, M. (1998): Simultan integrierte Unternehmensbewertung, in: DStR, Jg. 36 (1998), Heft 14, S. 542–548.
- Porter, M. E. (1991): America's Green Strategy, in: Scientific American, Jg. 264 (1991), Heft 4, S. 168.
- Porter, M. E./Kramer, M. R. (2006): Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility, in: Harvard Business Review, Jg. 84 (2006), Heft 12, S. 78–92.
- Promberger, K./Spiess, H. (2006): Der Einfluss von Corporate Social (and Ecological) Responsibility auf den Unternehmenserfolg, in: Universität Innsbruck: Institut für Strategisches Management, Marketing und Tourismus (Hrsg.) (2006): Working Paper Series, Nr. 26/2006, Innsbruck 2006.
- Rappaport, A. (1981): Selecting strategies that create shareholder value, in: Harvard Business Review, Jg. 59 (1981), Heft 3, S. 139–149.
- Rappaport, A. (1998): Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors, 2. Aufl., New York et al. 1998.
- Rappaport, A. (1999): Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Aufl., Stuttgart 1999.
- Rauschenberger, R. (2002): Nachhaltiger Shareholder Value: Integration ökologischer und sozialer Kriterien in die Unternehmensanalyse und in das Portfoliomanagement, Bern et al. 2002.

- Rennings, K./Schröder, M./Ziegler, A.* (2006): The Economic Performance of European Stock Corporations, in: Schaltegger, S./Wagner, M. (Hrsg.) (2006): *Managing the Business Case for Sustainability: The Integration of Social, Environmental and Economic Performance*, Sheffield 2006, S. 196–210.
- Repetto, R./Austin, D.* (2000): *Pure Profit: The Financial Implications of Environmental Performance*, Washington 2000.
- Rowley, T. J./Berman, S.* (2000): A brand new brand of corporate social performance, in: *Business & Society*, Jg. 39 (2000), Heft 4, S. 397–418.
- Sachs, J. D.* (2006): *Das Ende der Armut: Ein ökonomisches Programm für eine gerechtere Welt*, München 2006.
- Samuelson, P. A.* (2008): Nur die Mitte ist beweglich, in: *Der Spiegel* v. 10.11.2008, S. 69.
- Schaltegger, S.* (2006): How can Environmental Management contribute to Shareholder Value: The Environmental Shareholder Value Approach, in: Schaltegger, S./Wagner, M. (Hrsg.) (2006): *Managing the Business Case for Sustainability: The Integration of Social, Environmental and Economic Performance*, Sheffield 2006, S. 47–61.
- Schaltegger, S./Figge, F.* (1998): *Umwelt und Shareholder Value*, Basel 1998.
- Schaltegger, S./Figge, F.* (1999): Umweltmanagement und Shareholder Value in den Kriterien des Unternehmenserfolgs, in: Koslowski, P. (Hrsg.) (1999): *Shareholder Value und die Kriterien des Unternehmenserfolgs*, Heidelberg 1999, S. 201–227.
- Schaltegger, S./Figge, F.* (2000): Environmental Shareholder Value: Economic Success with Corporate Environmental Management, in: *Eco-Management and Auditing*, Jg. 7 (2000), Heft 1, S. 29–42.
- Schaltegger, S./Müller, M.* (2008): CSR zwischen unternehmerischer Vergangenheitsbewältigung und Zukunftsgestaltung, in: Müller, M./Schaltegger, S. (Hrsg.) (2008): *Corporate Social Responsibility: Trend oder Modeerscheinung*, München 2008, S. 17–35.
- Schaltegger, S./Burritt, R./Petersen, H.* (2003): *An Introduction to Corporate Environmental Management: Striving for Sustainability*, Sheffield 2003.
- Schlund, M.* (2007): Corporate Social Responsibility (CSR) – eine Sozialinnovation der Unternehmen für die Gesellschaft?, in: Gramlich, D./Träger, M. (Hrsg.) (2007): *Herausforderungen einer zukunftsorientierten Unternehmenspolitik: Ökonomie, Umwelt, Technik und Gesellschaft als Determinanten*, Wiesbaden 2007, S. 65–89.
- Schneider, H.-A.* (2001a): *Ethisches Rating: Begründung Bewertungsmöglichkeit Evaluation*, Frankfurt am Main, London 2001.
- Schneider, H.-A.* (2001b): Measuring Corporate Ethical Performance: Possibilities and Pitfalls, in: Reisch, L. A. (Hrsg.) (2001): *Ethical-ecological Investment: Towards Global Sustainable Development*, Frankfurt am Main, London 2001, S. 49–53.
- Schranz, M.* (2007): *Wirtschaft zwischen Profit und Moral: Die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen im Rahmen der öffentlichen Kommunikation*, Wiesbaden 2007.
- Schultze, W.* (2003): *Methoden der Unternehmensbewertung: Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven*, 2. Aufl., Düsseldorf 2003.
- Schwalbach, J.* (Hrsg.) (2008): Editorial, in: *ZfB-Special Issue 3/2008 Corporate Social Responsibility*, Jg. 78 (2008), Heft 3, S. VII–XIII.

- Seppelfricke, P.* (2007): Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung: Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, Stuttgart 2007.
- Sieben, G.* (1969): Die Bewertung von Unternehmen aufgrund von Erfolgsplänen bei heterogenen Zielen, in: Busse von Colbe, W./Meyer-Dohm, P. (Hrsg.) (1969): Unternehmerische Planung und Entscheidung, Bielefeld 1969, S. 71–100.
- Sieben, G.* (1993): Unternehmensbewertung, in: Wittmann, W./Kern, W./Köhler, R./Küpper, H.-U./Wysocki, K. v. (Hrsg.) (1993): Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre, 5. Aufl., Stuttgart 1993, Sp. 4315–4331.
- Simon, H.* (Hrsg.) (2000): Das große Handbuch der Strategiekonzepte: Ideen, die die Businesswelt verändert haben, Frankfurt am Main, New York 2000.
- Smith, L.* (1981): The Unsentimental Corporate Giver, in: Fortune, Jg. 104, Heft 4, S. 121.
- Social Investment Forum Foundation (Hrsg.) (2004): Key Findings of the 2004 Moskowitz Prize Winning Report.
- Spicer, B. H.* (1978): Investors, corporate social performance and information disclosure: An empirical study, in: Accounting Review, Jg. 53 (1978), Heft 1, S. 94–111.
- Stuhr, H.-J./Bock, M.* (1995): Einfluß von Umweltschutzanforderungen auf die Unternehmensbewertung, in: Betrieb und Wirtschaft, Jg. (1995), Heft 9, S. 293–299.
- Sustainable Asset Management (Hrsg.) (2008): The Sustainability Yearbook 2008, Zürich 2008.
- Tsoutsoura, M.* (2004): Corporate Social Responsibility and Financial Performance, in: University of California, Berkeley (Hrsg.) (2004): Center for Responsible Business Working Paper Series, Nr. 7/2004, Berkeley 2004.
- Ullmann, A.* (1985): Data in search of a theory: A critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance, in: Academy of Management Review, Jg. 10 (1985), Heft 3, S. 540–577.
- Waddock, S. A./Graves, S. B.* (1997): The corporate social performance – financial performance link, in: Strategic Management Journal, Jg. 16 (1997), Heft 4, S. 303–319.
- Weber, M.* (2008a): Corporate Social Responsibility: Konzeptionelle Gemeinsamkeiten und Unterschiede zur Nachhaltigkeits- und Corporate-Citizenship-Diskussion, in: Müller, M./Schaltegger, S. (Hrsg.) (2008): Corporate Social Responsibility: Trend oder Modeerscheinung, München 2008, S. 39–51.
- Weber, M.* (2008b): The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR, in: European Management Journal, Jg. 26 (2008), Heft 4, S. 247–261.
- Winter, G.* (1998): Das umweltbewusste Unternehmen: Die Zukunft beginnt heute, 6. Aufl., München 1998.
- Wöhe, G./Döring, U.* (2008): Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 23. Aufl., München 2005.
- Wood, D. J.* (1991): Corporate Social Performance revisited, in: Academy of Management Review, Jg. 16 (1991), Heft 4, S. 691–718.