

Wertorientiertes Management

Nikolaus Schweickart
Armin Töpfer
Herausgeber

Wertorientiertes Management

Werterhaltung – Wertsteuerung –
Wertsteigerung ganzheitlich gestalten

Mit 202 Abbildungen
und 12 Tabellen

 Springer

Dr. h. c. mult. Nikolaus Schweickart
Vorstandsvorsitzender der ALTANA AG
Herbert-Quandt-Haus
Am Pilgerrain 15
31352 Bad Homburg v. d. Höhe
E-mail: info@altana.de

Professor Dr. Armin Töpfer
Technische Universität Dresden
Fakultät Wirtschaftswissenschaften
Lehrstuhl für Marktorientierte
Unternehmensführung
Helmholtzstraße 10
01062 Dresden
E-mail: atoepfer@rcs.urz.tu-dresden.de

ISBN-10 3-540-25868-X Springer Berlin Heidelberg New York
ISBN-13 978-3-540-25868-1 Springer Berlin Heidelberg New York

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

Springer ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media
springer.de

© Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2006
Printed in Germany

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Einbandgestaltung: Design & Production, Heidelberg
Herstellung: Helmut Petri
Druck: Strauss Offsetdruck

SPIN 11425755 Gedruckt auf säurefreiem Papier – 42/3153 – 5 4 3 2 1 0

Geleitwort

Der Shareholder Value-Gedanke ist in letzter Zeit in Misskredit geraten. Dabei ist die Verzinsung nicht nur des Fremdkapitals eines Unternehmens, sondern auch des eingesetzten Eigenkapitals unter Risikogesichtspunkten ein langjähriges Prinzip betriebswirtschaftlichen Handelns. Wie konnte es dazu kommen, dass das berechnete Interesse eines jeden Aktionärs in der öffentlichen Wahrnehmung in eine Schiefelage geraten ist?

Mehrere Entwicklungen haben dazu beigetragen: So hat der Zusammenbruch der börsengetriebenen New-Economy-Illusionen manche Kleinaktionäre um ihre Ersparnisse gebracht. Darüber hinaus sorgten Meldungen über Bilanzfälschungen und hohe Managergehälter in der Öffentlichkeit für Misstrauen gegenüber Aktiengesellschaften und dem Kapitalismus insgesamt. Auch die politisch eingeleitete Debatte über so genannte „Heuschrecken-Unternehmen“ hat die öffentliche Stimmung angeheizt. Private-Equity-Gesellschaften und Hedge-Fonds als Investoren wurde dabei ausschließlich kurzfristiges Profitdenken unterstellt.

Sicher, es gibt Fälle, in denen es zu Auswüchsen und Verwerfungen kommt. Das widerlegt aber nicht, dass sich jedes Unternehmen an der Wertsteigerung orientieren sollte. Genau hier setzt das vorliegende Buch zum wertorientierten Management an. Es behandelt die Thematik umfassend, also nicht nur unter dem Blickwinkel der Wertsteuerung, sondern vor allem mit dem Ziel der Werterhaltung und längerfristigen Wertsteigerung. Dabei werden alle wichtigen Stakeholder eines Unternehmens einbezogen, also insbesondere auch die Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten.

Wertorientiertes Management schafft die Basis, die Wettbewerbsposition eines Unternehmens zu stärken und die Leistungsträger über Anreizsysteme am Mehrwert zu beteiligen. In dieser Form wird es zu einer wichtigen Handlungsmaxime in der Unternehmenspraxis. Denn hierdurch lässt sich zugleich die Eigenkapitalbasis deutscher Unternehmen stärken, die einem internationalen Vergleich zurzeit nicht standhalten kann. Außerdem können so Innovationen finanziert werden, die gerade für den deutschen Mittelstand als Exportmotor der deutschen Wirtschaft von zunehmender Bedeutung sind. Und eines ist klar: Nur durch erfolgreiche Innovationen kann Deutschland sein hohes Niveau an Wohlstand, Löhnen und sozialer Sicherung halten. Davon profitieren wiederum ganz besonders die Arbeitnehmer.

In dem Sammelband von Schweickart und Töpfer werden in über 20 Beiträgen aus der Wissenschaft und der Unternehmenspraxis die Grundlinien des wertorientierten Managements aufgezeigt und vor allem auch konkrete Erfahrungsberichte von führenden deutschen Unternehmen gegeben. Ich wünsche mir, dass diese Inhalte eine weite Verbreitung finden und neue Ideen liefern für die zukünftige Entwicklung der Betriebswirtschaftslehre sowie das Denken und Handeln von Managern.

Jürgen R. Thumann
Präsident des Bundesverbandes der Deutschen Industrie

Berlin, im August 2005

Vorwort

Wertorientiertes Management ist nicht neu, aber gegenwärtig mit einem speziellen Blickwinkel in die Diskussion gekommen. Kapitalismuskritik und Heuschrecken-Unternehmen, die Kapital mit dem Ziel einer hohen Rendite in anderen Ländern anlegen und dies oftmals nur kurzfristig und zu Lasten des Unternehmens, beherrschen die öffentliche Meinung.

Wie ist dies zu werten? Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass es derartige Probleme in der Praxis vereinzelt gibt. Diese einseitige Sichtweise erschwert allerdings eine sachliche und objektive Diskussion des wertorientierten Managements. Dabei ist unbestritten, dass Wertorientierung im Management schon immer und nicht erst in Zeiten der Globalisierung das Ziel betriebswirtschaftlichen Handelns war und auch weiterhin Gültigkeit besitzen wird. Im Detail geht es darum, nicht nur die Verzinsung des Fremdkapitals, sondern auch des Eigenkapitals sicherzustellen und beim Eigenkapital eine Risikoprämie für die getätigte Investition zu erhalten. Hierbei ist jedoch die Balance zu halten zwischen den Interessen der Eigenkapitalgeber, also Shareholder, und den Interessen aller anderen Stakeholder. Dazu gehören insbesondere die Mitarbeiter, Führungskräfte, Gläubiger, Kunden und Lieferanten.

Welche Bereiche sind für eine Wertorientierung im Unternehmen wichtig? Wertorientiertes Management hat alle die Faktoren frühzeitig mit einzubeziehen, die Wertorientierung im Unternehmen ermöglichen und Wert zu Stande bringen: Dies sind die Bereiche Lernen und Qualifizierung, Innovation und Technologie, Prozesse und Wertschöpfung sowie Kunden und Markterfolg. Sie schaffen erst im Wirkungsverbund die angestrebten finanziellen Ergebnisse. Auf diese Weise ist wertorientiertes Management nicht nur kurzfristig, sondern auch längerfristig ausgerichtet und wird damit zum wichtigsten Zukunftsfaktor eines Unternehmens.

Reicht es aus, nur auf betriebswirtschaftlicher Ebene zu steuern und zu gestalten? Um Wertsteigerung auf Unternehmensebene zu erreichen, sind vor allem auch gesamtwirtschaftliche Voraussetzungen zu schaffen. Diese Rahmenbedingungen beziehen sich insbesondere auf die Sozial- und Bildungspolitik, die Wirtschaftspolitik sowie die Finanz- und Steuerpolitik. Wertorientierung darf sich also nicht nur auf der Unternehmensebene vollziehen, sondern sie muss ebenfalls die Maxime für volkswirtschaftliches Handeln sein. Damit die Wettbewerbsposition von Unternehmen und ihrer Volkswirtschaft gestärkt wird, sind Maßnahmen des wertorientierten Managements in Einklang und Abstimmung auf einzel- und gesamtwirtschaftlicher Ebene zu realisieren. Dies gilt insbesondere auch für die deutsche Wirtschaft. Diese betriebs- und volkswirtschaftlichen Wirkungsbeziehungen werden im Dresdner Modell des Wertorientierten Management DISCOVER (Dresden Integrated Score Card Of Value Excellence Relations) exemplarisch dargestellt. Es bildet den Schwerpunkt der entsprechenden Profillinie der Fakultät Wirtschaftswissenschaften an der TU Dresden.

Was leistet dieses neue Buch? Das vorliegende Buch folgt der ganzheitlichen Sichtweise und liefert hierzu ein breites Spektrum von Beiträgen. Die Autoren aus

Wirtschaft, Politik und Wissenschaft zeigen bei den einzelnen Themenbereichen aus einzel- und gesamtwirtschaftlicher Sicht die inhaltlichen Anforderungen sowie die Realisierungsmöglichkeiten und -erfolge der Konzepte des wertorientierten Managements auf.

Unser besonderer Dank gilt an erster Stelle allen Autoren, die mit ihren gehaltvollen Beiträgen und unterschiedlichen Sichtweisen das breite inhaltliche Spektrum dieses Buches bewirkt haben. Es wird erreicht durch Grundsatzartikel, konzeptionelle Beiträge und konkrete Praxisbeispiele.

Beim Zustandekommen dieses Buches haben uns über einen Zeitraum von ein- einhalb Jahren die Mitarbeiter des Lehrstuhls für Marktorientierte Unternehmensführung an der Technischen Universität Dresden unterstützt. Christian Duchmann hat alle Artikel der Autoren redigiert. Ramona Ullrich, Swen Günther und Steffen Silbermann haben bei einzelnen Artikeln intensiv zugearbeitet. Annette Etzold hat alle Abbildungen und das Layout des Buches angefertigt sowie die gesamte Projektsteuerung durchgeführt. Ihnen allen sei an dieser Stelle für ihre wertvolle Unterstützung sehr herzlich gedankt.

Wir wollen mit diesem Werk die vorhandene Literatur zum wertorientierten Management ergänzen und bereichern sowie zugleich allen den Unternehmen, die eine konsequente Wertorientierung bisher nicht verfolgen, bewährtes Erfahrungswissen liefern und Impulse für eine stärkere Orientierung ihres Unternehmens in diese Richtung geben.

Nikolaus Schweickart/ Armin Töpfer Bad Homburg/ Dresden, im August 2005

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Teil 1	
Ganzheitliche Konzeption des wertorientierten Managements	
Das Dresdner Modell des Wertorientierten Managements:	
Konzeption, Ziele und integrierte Sicht.....	3
<i>Armin Töpfer, Christian Duchmann</i>	
Ursachen-Wirkungs-Beziehungen im Dresdner Modell des Wertorientierten Managements: Zielkomplementaritäten und Zielkonkurrenzen zwischen gesamtwirtschaftlicher und betrieblicher Wertsteigerung	65
<i>Armin Töpfer, Marcel Thum, Wolfgang Uhr</i>	
Teil 2	
Gesamtwirtschaftliche Anforderungen und Inhalte	
Was macht eine Volkswirtschaft wertvoll?	
Standortdiskussion unter wertorientierter Betrachtung	87
<i>Michael Hüther</i>	
Neuorientierung des Steuersystems als Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Werterhaltung	107
<i>Friedrich Merz</i>	
Neuorientierung der Sozialen Systeme als Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Werterhaltung	125
<i>Kurt H. Biedenkopf</i>	
Innovation als Grundlage des Wachstums von Wirtschaft, Beschäftigung und Wohlstand.....	139
<i>Roland Berger</i>	
Risikomanagement als Werttreiber:	
Volks- und betriebswirtschaftliche Perspektive	157
<i>Ulrich Blum, Werner Gleißner</i>	

Teil 3

Betriebswirtschaftliche Anforderungen und Inhalte

A. Steuerung

Wertorientierte Steuerung bei der DaimlerChrysler AG 181
Herbert Kauffmann, Gero Götzenberger

Wertorientierte Unternehmensführung in der METRO Group 205
Hans-Joachim Körber

Wertorientiertes Management für den Mittelstand 215
Martin Schomaker, Thomas Günther

B. Mitarbeiter

Effizienzsteigerung durch flexible Beschäftigungsmuster 241
Birgit Benkhoff

Erneuerung aus der Mitte der Hierarchie:
Beiträge mittlerer Manager zum organisatorischen Wandel 263
Frank Schirmer

C. Prozesse

Der Beitrag der Logistik zur wertorientierten Unternehmensführung 279
Rainer Lasch, Arne Lemke, Tobias Schindler

Sourcingentscheidungen entlang der Wertschöpfungsprozesse der Deutschen
Bank 301
Hermann-Josef Lamberti

Wertsteigerung durch methodenbasierte Modellierung 317
Robert Braun, Werner Esswein

Wertsteigerung durch Umweltleistung:
Betriebliche Umweltökonomie – Quo vadis? 339
Edeltraud Günther, Holger Hoppe, Susann Kaulich, Lilly Scheibe

Werterhaltung und -steigerung durch Risiko- und Krisenmanagement 377
Armin Töpfer

D. Kunden

- Wertsteigerung durch Business Excellence
und praktizierte Null-Fehler-Qualität 411
Armin Töpfer
- Kundenwert: Hintergrund, Konzeptualisierung und Messmethoden..... 449
Katja Gelbrich, Stefan Müller
- Wertsteigerung durch erfolgreiches Markenmanagement in der BMW Group. 489
Michael Ganal
- Wertsteigerung durch Multibrand-Management bei DaimlerChrysler 509
Rüdiger Grube

E. Finanzergebnisse zur Anreizgestaltung

- Wertorientierte Anreizgestaltung: Ihre Umsetzung in der Praxis 535
Hermann Locarek-Junge, Kathrin Imberger
- Wertorientierte Management-Incentivesysteme
auf Basis interner Wertkennzahlen und Bonusbanken 561
Frank J. Plaschke
- Wertsteigerung durch strategisches Kommunikationsmanagement:
Die Investor-Relations-Arbeit der ALTANA AG 585
Thomas Gauly

Teil 4**Ganzheitliche Anwendungen in Unternehmen**

- Wertsteigerung durch das Konzernprogramm *best* bei ThyssenKrupp 597
Olaf Berlien, Stefan Kirsten, Jochen Oelert, Robert Schutt
- Wertorientierte Unternehmensführung bei der SAP 609
Werner Brandt, Peter Zencke
- Wertorientiertes Management bei der Stinnes AG 637
Bernd Malmström
- Wertsteigerung durch Neuausrichtung der Heidelberger Druckmaschinen AG 649
Herbert Meyer

XII Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	659
Autorenverzeichnis.....	661
Stichwortverzeichnis.....	669

Teil 1

Ganzheitliche Konzeption des wertorientierten Managements

Das Dresdner Modell des Wertorientierten Managements: Konzeption, Ziele und integrierte Sicht

Armin Töpfer, Christian Duchmann

Inhalt

1	Wertorientierung als zentrales Ziel der Wirtschaftswissenschaften und der Unternehmenspraxis	3
1.1	Die Differenzierung des Mehrwerts.....	3
1.2	Verhandlungsmacht für den Mehrwert	8
1.3	Exkurs: Die Kapitalismus-Debatte.....	11
2	Wertsteuerung zur Werterhaltung und -steigerung	15
2.1	Die Herleitung des Shareholder Value.....	16
2.2	Externes Rechnungswesen: Kein Abbild des Unternehmenswertes	27
2.3	Wertorientierte Kennzahlen	28
2.4	Unterschied zwischen Börsenwert und Unternehmenswert	34
3	Die integrierte Sicht des wertorientierten Managements im Dresdner Modell	40
3.1	Ursachen-Wirkungs-Beziehungen zwischen den Gestaltungs- und Steuerungsfeldern.....	40
3.1.1	Schaffen Wertgeneratoren Mehrwert?	40
3.1.2	Werttreiber schaffen Mehrwert.....	42
3.2	Betriebswirtschaftliche Werttreiber	48
3.3	Volkswirtschaftliche Werttreiber.....	50
4	Ziel und Konzeption des Buches: Überblick und Einordnung der Beiträge.....	51
5	Literatur	60

1 Wertorientierung als zentrales Ziel der Wirtschaftswissenschaften und der Unternehmenspraxis

1.1 Die Differenzierung des Mehrwerts

Die Frage, welche Werte ein Unternehmen anstrebt, welchen Wert es hat und welche Ziele mit ihm verfolgt werden sollen, ist für Anteilseigner (Shareholder) sowie für sämtliche Gruppen, die am Unternehmen Interesse haben (Stakeholder) von zentraler Bedeutung. Deswegen wird die Diskussion, welche Unternehmensziele die Wirtschaftswissenschaft vorgeben und die Unternehmenspraxis zugrunde legen soll, seit langem geführt. Nach der kritisch-rationalen Konzeption von Wissenschaft können **Werturteile**, nämlich welche Ziele soziale Akteure, Share- und Stakeholder, priorisieren sollten, nur als Gegenstand von Zweck-Mit-

tel-Relationen einer wissenschaftlichen Analyse unterzogen werden.¹ Anfang der 70er-Jahre wurde intensiv innerhalb der deutschen Betriebswirtschaftslehre debattiert², ob das Fach als „praktisch-normative“ Disziplin konzipiert werden soll. Dies bedeutete, dass die Betriebswirtschaftslehre die Ziele in gegenwärtig existierenden Unternehmen als Ausgangsposition akzeptiert und nur Aussagen darüber zugelassen werden, welche Mittel geeignet sind, diese vorgegebenen Ziele zu erreichen.

Nach einer solchen Konzeption können also nur Aussagen darüber getroffen werden, ob mit bestimmten Mitteln die vorgegebenen Ziele erreicht werden (Effektivität) und inwiefern diese Ziele mit dem geringsten Mitteleinsatz erreicht werden (Output-Input-Relation = Effizienz)³. An dieser praktisch-normativen Konzeption der Betriebswirtschaftslehre wurde von Schanz zu Recht die Kritik vorgebracht, dass dadurch mögliche Alternativen zu den Zielen unterschlagen werden.⁴ Insofern ist es auch für die Wirtschaftswissenschaften unabdingbar und für die Unternehmenspraxis empfehlenswert, die Analyse- und Kritikfunktion von Wissenschaft anzunehmen und alternative Zielkonzeptionen/-systeme zu untersuchen. Neuere wissenschaftstheoretische Konzeptionen der Betriebswirtschaftslehre unterstützen diese Auffassung.⁵ In der volkswirtschaftlichen Finanzwissenschaft findet sich eine vergleichbare Diskussion im Hinblick auf die Unterscheidung von „positiver“ und „normativer“ Ökonomik.⁶

Die Diskussion, welche Ziele Unternehmen verfolgen sollen, kann außer in der Wissenschaft auch in den Unternehmen selbst geführt werden. Unternehmen, die ihre gegebenen Zielsysteme einer solchen Kritik unterziehen, vollziehen nach Argyris/ Schön ein **Double-Loop-Lernen**, also ein Lernen, das die Ziele („Handlungstheorie“) hinterfragt und verändert. Wenn Ziele verändert werden, kommt demnach auch ein neuer Inhalt zur Bestimmung der Effektivität zustande. Im Gegensatz hierzu steht das **Single-Loop-Lernen**. Denn bei diesem Lernen werden im Fall von Zielverfehlungen nur neue Mittel entworfen, an den Zielen wird aber festgehalten.⁷

Für die wissenschaftstheoretische Einordnung der Wertorientierung innerhalb der Wirtschaftswissenschaft ist vor allem relevant, ob es als neues Paradigma gelten kann. Ein **Paradigma** ist ein Erkenntnismuster, das – im Falle der Wirtschaftswissenschaft – neue aussagefähige Erklärungen wirtschaftlicher Phänomene und Entwicklungen zulässt.⁸ Die Frage ist demnach, ob die Wertorientierung ein neues Paradigma in diesem Sinne darstellt. Vom Ansatz und der grundsätzlichen Ausrichtung her, Wert im Unternehmen und in einer Volkswirtschaft zu

¹ Vgl. z.B. Prim/ Tilmann 2000, S. 103-148.

² Vgl. im Folgenden Raffée 1974, S. 64-78.

³ Vgl. zu den Begriffen bspw. Töpfer 2005, S. 73-77, und Scholz 1992.

⁴ Vgl. Schanz 1990, S. 125-140.

⁵ Vgl. Nienhüser 1989, S. 155-192.

⁶ Vgl. Stiglitz/ Schönfelder 1989, S. 15-18.

⁷ Vgl. Schreyögg/ Eberl 1998, S. 517.

⁸ Vgl. zum wissenschaftstheoretischen Paradigma-Begriff Gethmann 1995. Für eine Anwendung auf die Betriebswirtschaftslehre vgl. Töpfer 1994, S. 230-234.

schaffen und zu erhalten, ist dies kein neues Erkenntniskonzept; wohl aber in seiner heutigen inhaltlichen Tiefe und Durchdringung. Das heißt mit anderen Worten, dass die Konzepte methodisch-instrumentell verbessert und verfeinert werden und dass sie in steigendem Maße der Unternehmenssteuerung zugrunde gelegt werden.

Bezogen auf die Zieldiskussion besteht die Schwierigkeit in Unternehmen vor allem darin, dass vielfältige Zielkonflikte auftreten. Personen oder Gruppen, die Unternehmen beeinflussen oder potenziell von ihnen betroffen sein können, also die **Stakeholder**, verfolgen eigene Ziele und stellen deswegen Ansprüche an ein Unternehmen, die mitunter mit denen anderer Personengruppen, z.B. maßgeblichen Investoren, in Konflikt geraten können.⁹ Einige Stakeholder sind jedoch für Unternehmen von vorrangiger Bedeutung (primary stakeholders), weil sie wettbewerbsentscheidende Ressourcen bereitstellen¹⁰, z.B. der Staat öffentliche Güter, Führungskräfte und Mitarbeiter Wissen als Expertise, Lieferanten Vorprodukte und Fremdkapitalgeber Kredite. Anteilseigner (**Shareholder**) bringen Eigenkapital ein und erhalten dadurch Anteile am Unternehmen, und zwar direkt als Eigenkapitalanteile oder indirekt über Aktien an der Börse. Neben diesen zentralen Stakeholdern existieren weitere, z.B. Verbände, Gewerkschaften und auch Wettbewerber.

Da ein Unternehmen diese Ressourcen bündelt, also einen „Ressourcenpool“ darstellt¹¹, besteht die grundlegende, für das Überleben des Unternehmens entscheidende Zielsetzung darin, mit diesen gebündelten Ressourcen einen **Mehrwert** (economic rent) zu schaffen. Dies läuft darauf hinaus, von Kunden für das mit diesen Ressourcen erstellte Produkt höhere Zahlungen zu erhalten als diejenigen, die für den Ressourcenerwerb angefallen sind.¹² Dieses Strommodell ist in vereinfachter Form in Abb. 1 dargestellt.

Um den Fortbestand des Unternehmens zu sichern, müssen über die Zeit die Zahlungen der Kunden in Höhe der Preise höher ausfallen als die Zahlungen des Unternehmens an seine Ressourcenlieferanten. Nur dann bewirkt das Unternehmen einen Mehrwert in Höhe der Wertschöpfung.

Der gesamte erwirtschaftete Überschuss nach Zahlungen an alle Stakeholder außer den Anteilseignern ist der Mehrwert. Er kann als Brutto-Größe aufgefasst werden, weil von ihm die Zahlungen an die Eigenkapitalgeber (Anteilseigner) in Höhe der geforderten Verzinsung ihres Eigenkapitals noch nicht abgezogen sind. Der gesamte Mehrwert ist demnach der Mehrwert, der auch als „Residualerfolg“ bezeichnet wird und an dem die Anteilseigner eines Unternehmens partizipieren.¹³ Da Eigenkapitalgeber ihr Kapital nur dann einem Unternehmen überlassen, wenn sie im Gegenzug vom Unternehmen eine Verzinsung ihres Eigenkapitals in einer Höhe erhalten, die mindestens derjenigen von Konkurrenzangeboten gleich-

⁹ Vgl. Mitchell/ Agle/ Wood 1997.

¹⁰ Vgl. Hillman/ Keim 2001.

¹¹ Vgl. zum Begriff Kieser/ Kubicek 1992, S. 1.

¹² Vgl. im folgenden Barney 1997, S. 31-33. Eine ausführliche Diskussion darüber, was „Mehrwert“ aus Sicht des Staates darstellt, findet sich in Rosen 2002, S. 220-249.

¹³ Vgl. Ordleheide 1998, S. 488f.

wert an die Anteilseigner zu verteilen. Dabei wäre es möglich, den gesamten Mehrwert an die Anteilseigner zu verteilen. Dadurch müssten die anderen Stakeholder hinnehmen, dass die Zahlungen an Shareholder maximiert werden. In letzter Konsequenz würde dies bedeuten, dass Auszahlungen an andere Ressourcengeber möglichst gering und Einzahlungen von Kunden möglichst hoch ausfallen sollten, damit die Auszahlungen zu Gunsten von Shareholdern möglichst hoch gehalten werden können.

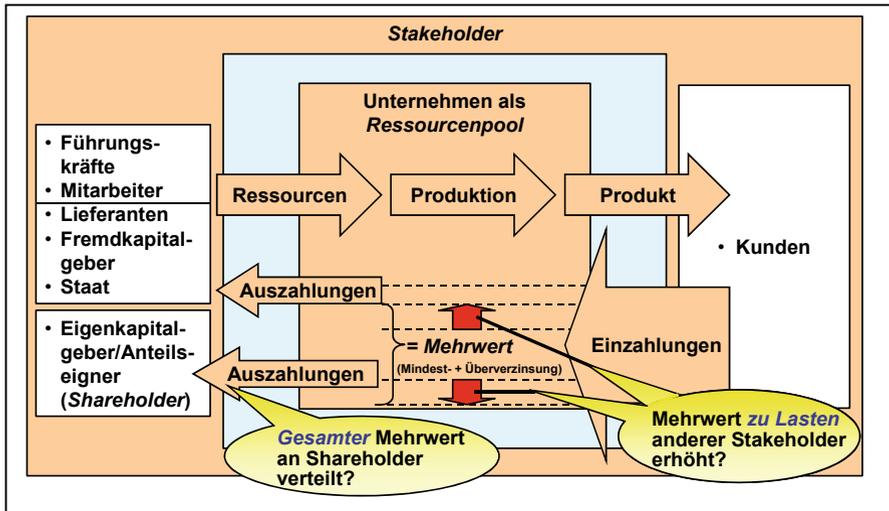


Abb. 2: Der Anteil der Shareholder am Shareholder Value

Die Ansicht, das Konzept des Shareholder Value drücke gerade diese Mehrwertmaximierung zu Lasten anderer Stakeholder aus und Unternehmen verfahren gegenwärtig nach diesem Konzept, dominiert offensichtlich die gegenwärtige öffentliche Meinung. Das folgende Zitat trifft diesen Sachverhalt: „Der Shareholder Value geriet nicht zuletzt dadurch in Verruf, dass nach der Ankündigung von Stellenstreichungen die Börsenkurse regelmäßig in die Höhe schossen. ... Jeder neue Bilanzskandal bestätigt die Kritiker in der Überzeugung, das Konzept sei nichts anderes gewesen als ein besonders schlaues Bereicherungsinstrument geldgieriger Kapitalisten.“¹⁵ Ähnliche Einschätzungen vertreten auch Vertreter der Wissenschaft und Beratungspraxis: „[Der Shareholder Value] wurde nicht falsch verstanden, er ist falsch ... Zu den unvermeidlichen und gefährlichen Folgen der Shareholder-Orientierung gehört auch ... Pro-forma Gewinne auszuweisen, wenn es keine echten mehr gibt; die Bilanzen zu schönen, wo immer es geht und sämtliche Reserven an die Börse auszuschütten“¹⁶.

¹⁵ Dunsch 2004.

¹⁶ Malik 2004, S. 30f.

1.2 Verhandlungsmacht für den Mehrwert

Unabhängig von der Klarstellung, dass das theoretische Konzept des Shareholder Value dies nicht ausdrückt – worauf wir in Kapitel 2 eingehen –, ist festzuhalten, dass es maßgeblich auf Machteinflüsse zurückzuführen ist, welche Stakeholder den Mehrwert erhalten. Coff hat zu der Frage, welche Stakeholder sich Mehrwert aneignen (rent appropriation) die Ergebnisse der Forschung zusammen getragen.¹⁷ Danach haben diejenigen Stakeholder Vorteile, die eine hohe **Verhandlungsmacht** aufweisen. Eine hohe Verhandlungsmacht eines Stakeholders ist wiederum von folgenden Faktoren abhängig:

- Der Stakeholder verfügt über wichtige Ressourcen, die das Unternehmen nur schwer oder gar nicht substituieren kann.
- Der Stakeholder kann glaubhaft mit einer Abwanderung hin zu einem anderen Unternehmen drohen.
- Die Wechselkosten des Stakeholders hin zu einem anderen Unternehmen sind gering.
- Der Stakeholder kennt die Höhe des verteilbaren tatsächlichen Mehrwerts.
- Der Stakeholder hat Zugang zu Unternehmensentscheidern (insb. Vorstand und Aufsichtsrat).
- Die Stakeholder-Gruppe lässt sich mit geringen Koordinationskosten organisieren. Und nicht zuletzt:
- Innerhalb der Stakeholder-Gruppe sind die Interessen homogen.

Konflikte um die Höhe von Unternehmenszahlungen sind Alltag; drei Beispiele sollen dies illustrieren. Ein regelmäßiger Konflikt besteht zwischen großen Einzelhandelsketten, die ihre Lieferanten zu immer neuen Preiszugeständnissen – in Gestalt von Listungsgebühren o.ä. – „bewegen“. Ein die Baubranche kennzeichnendes Problem besteht zwischen öffentlichen Auftraggebern und Baufirmen. Der Anbieter mit dem geringsten Preis erhält den Auftrag und versucht dann während und nach der Bauleistung, höhere Zahlungen des Auftraggebers auf dem Wege juristischer Maßnahmen herbeizuführen. Erst kürzlich wurde von einem Machtkampf zwischen Automobilherstellern und ihren Zulieferern berichtet. Die Automobilhersteller verlangen Einsparmaßnahmen als Kostensenkungen der Lieferanten und damit Preiszugeständnisse, obwohl deren Rohstoffkosten beträchtlich gestiegen sind.

Nach dem Konzept von Coff liegt es nahe, zu überprüfen, ob es an der Verhandlungsmacht der Anteilseigner liegen kann, dass ihre Interessen – zumindest gemessen anhand der öffentlichen Meinung – an Gewicht gewonnen haben. Ohne auf alle Determinanten der Verhandlungsmacht einzugehen, sollen zumindest einige Punkte herausgestellt werden.

Da im Zuge der Globalisierung der internationale Wettbewerb stark zugenommen hat, ergibt sich für Unternehmen immer häufiger die Notwendigkeit, selber in-

¹⁷ Vgl. Coff 1999.

ternational aktiv zu werden.¹⁸ Internationale Aktivitäten erfordern jedoch eine hohe Finanzkraft. Unter diesem Gesichtspunkt sind Börsengänge unerlässlich, z.B. das IPO der Postbank. Außerdem ist es für Global Player vordringlich, auf den großen Kapitalmärkten präsent zu sein. Eine zentrale Funktion erfüllt hier die New York Stock Exchange, an der beispielsweise DaimlerChrysler und Bayer gelistet sind. Aufgrund des hohen Finanzierungsbedarfs international aktiver Unternehmen nimmt die Macht institutioneller Investoren, wie Pensions- und Investmentfonds, Banken und Versicherungen, die wichtige Ressourcen in Form von Finanzmitteln zur Verfügung stellen, zu¹⁹.

Nach den Überlegungen von Coff gilt weiterhin, dass ein Zugang zu Unternehmensentscheidern die Verhandlungsmacht erhöht. Auch deswegen, weil diese Unternehmensentscheider Kenntnis über die Höhe des verteilbaren tatsächlichen Mehrwerts haben. Es ist Aufgabe der **Corporate Governance**, definiert als Organisation der Leitung und Kontrolle eines Unternehmens,²⁰ diesen Zugang zu regeln. Maßgeblicher Aspekt der Corporate Governance ist hierbei, die Interessenkonflikte zwischen Stakeholdern, vor allem zwischen Anteilseignern und Management, zu minimieren.²¹ Sofern die Ausgestaltung der Corporate Governance bestimmten Stakeholdern mehr Verhandlungsmacht verleiht, weil es ihnen im Vergleich zu anderen Stakeholdern einen besseren Zugang zu Unternehmensentscheidern erlaubt, ist außerdem zu beachten, dass sich dieses von Land zu Land unterscheidet.²² Vor allem ist folgendes festzuhalten: In Bank-basierten Finanzsystemen, wie Deutschland, ist der Bankeneinfluss groß, da hier ein hohes Gewicht auf Fremdfinanzierung gelegt wird. Hier sind die Rechte von Großaktionären (blockholders), und das sind nicht selten Banken, gegenüber denen von Kleinaktionären stärker ausgeprägt. Umgekehrt ist der Einfluss der Kleinaktionäre mit ihren Rechten in Markt-basierten Systemen, wie den USA, höher, da hier die Finanzierung hauptsächlich über Börsen erfolgt. Weiterhin haben Arbeitnehmer in Deutschland aufgrund der Mitbestimmung einen besseren Zugang zu Unternehmensentscheidern als in den USA. Empirische Untersuchungen dokumentieren allerdings, dass sich das deutsche Finanzsystem dem amerikanischen annähert.²³ Damit gewinnt das Börsengeschehen hierzulande an Einfluss.

Es existieren also Hinweise darauf, dass die Verhandlungsmacht der Shareholder tatsächlich zugenommen hat. Bevor in Kapitel 2 darauf eingegangen wird, dass die Verfolgung des Shareholder Value eben nicht bedeutet, die Zahlungen an einzelne Gruppen von Anteilseignern zu maximieren, sollen zunächst einige Argumente aufgezeigt werden, warum es für Anteilseigner vorteilhaft ist, die Interessen anderer **Stakeholder** in die Ansprüche, die sie an ein Unternehmen richten, **einzu beziehen**. Anders ausgedrückt: Selbst wenn die Verhandlungsmacht der

¹⁸ Vgl. Müller/ Kornmeier 2002, S. 14-44.

¹⁹ Vgl. Günther 1997, S. 59-61.

²⁰ Vgl. Witt 2000, S. 159.

²¹ Vgl. Middelmann 2004, S. 105f.

²² Vgl. im Folgenden Aguilera/ Jackson 2003.

²³ Vgl. Denis/ McConnell 2003, S. 26-29.

Shareholder hoch ist, ist es für sie ratsam, die Interessen anderer Stakeholder ausreichend zu berücksichtigen.

Zum einen kann folgende Überlegung entwickelt werden²⁴: Je höher die Zahlungen an Anteilseigner ausfallen, desto weniger verbleibt für andere Stakeholder. Je weniger diese Stakeholder erhalten, desto mehr sinkt ihre Bereitschaft, weiterhin dem Unternehmen (hochwertige) Ressourcen zur Verfügung zu stellen. Je weniger (hochwertige) Ressourcen Stakeholder in das Unternehmen investieren, desto geringer werden die Zahlungen an Anteilseigner in der Zukunft ausfallen. Dies ist beispielsweise die Begründung für eine Erfolgsbeteiligung der Mitarbeiter.

Zum anderen ist folgende Ursachen-Wirkungs-Beziehung für Anteilseigner von Bedeutung: Je mehr an Anteilseigner ausgezahlt wird, desto weniger Zahlungsmittel verbleiben für die Selbstfinanzierung des Unternehmens aus dem erwirtschafteten Cash Flow, desto mehr muss ein Unternehmen auf die teure alternative Finanzierung von Investitionen durch neues Eigen- und Fremdkapital zurückgreifen.²⁵ **Fremdkapital ist teurer als Selbstfinanzierung**, weil es ein höheres Unternehmensrisiko bewirkt sowie mit Zahlungen zu vereinbarten Zeitpunkten und in festgelegter Höhe verbunden ist: Je höher der Verschuldungsgrad eines Unternehmens ist, desto mehr steigt die Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen zukünftig die Zins- und Tilgungszahlungen für das Fremdkapital nicht bedienen kann, desto mehr steigt die Insolvenzwahrscheinlichkeit. Ab einem bestimmten Schwellenwert im Verschuldungsgrad verlangen erst Eigenkapitalgeber und dann Fremdkapitalgeber eine Risikoprämie, die sich in höheren Zinszahlungen des Unternehmens ausdrückt. Ab diesen Schwellenwerten erhöhen sich dann die Risikoprämien mit zunehmendem Verschuldungsgrad.²⁶

Dass die **Finanzierung durch Eigenkapital**, also die Vergrößerung des Stamm- oder Grundkapitals, wiederum **noch teurer** ist als die durch Selbstfinanzierung, also die Nichtausschüttung erwirtschafteter Gewinne, wird durch empirische Untersuchungen belegt. Sie zeigen, dass der Aktienkurs sinkt, wenn Aktienemissionen angekündigt werden. Hierfür wird folgende Erklärung angeführt: Anleger unterstellen, ein Unternehmen gibt nur dann neue Aktien aus, wenn es von einer Überbewertung des Unternehmens am Aktienmarkt ausgeht, d.h. wenn der Preis für die Aktien über den zukünftigen (abgezinsten) Zahlungen des Unternehmens an seine Aktionäre liegt. Wenn die neuen Aktien den überbewerteten Preis am Aktienmarkt übernehmen, nimmt das Unternehmen durch den Aktienverkauf folglich mehr ein, als es zukünftig auszahlen wird. Folglich versuchen Anleger, die in ihren Augen überbewertete Aktie zu verkaufen und zeichnen keine neuen Aktien zu dem vom Unternehmen anvisierten Preis. Bei Unterbewertung werden getreu dieser Logik keine neuen Aktien ausgegeben, denn in diesem Fall würde das Unternehmen zukünftig mehr auszahlen, als es durch den Verkauf neuer Aktien einnimmt.

²⁴ Vgl. für eine ähnliche Argumentation Rappaport 1995, S. 12f.

²⁵ Vgl. im folgenden Froot/ Scharfstein/ Stein 1994, S. 94, sowie Pritsch/ Hommel 1997, S. 681.

²⁶ Vgl. zum „Leverage-Effekt“ und zur Theorie des „optimalen Verschuldungsgrades“ Töpfer 2005, S. 1036-1043.

Schon aus diesen Überlegungen heraus wird folgendes ersichtlich: Mehrwert wird dann geschaffen, wenn die **Zahlungen an die Stakeholder** – inkl. Shareholder – **untereinander ausbalanciert** werden. Shareholder Value kann demnach vernünftigerweise nicht heißen, ausschließlich den gesamten Mehrwert zu Lasten anderer Stakeholder zu maximieren. Dass dies auch in der Berechnung der Shareholder Value-Kennzahl zum Ausdruck kommt, soll das Kapitel 2 verdeutlichen. Vorab wird jedoch noch einmal auf die gegenwärtige Kapitalismus-Debatte eingegangen.

1.3 Exkurs: Die Kapitalismus-Debatte

Die in Medien genannte „Kapitalismus-Debatte“²⁷ entzündete sich an einer Rede des SPD-Parteivorsitzenden Müntefering am 13.04.2005. Diese Rede war verknüpft mit der Diskussion über das neu zu gestaltende Programm der Partei und erhielt so ein besonderes Gewicht. Markante und von den Medien aufgenommene Passagen waren insbesondere folgende: „Unsere Kritik gilt der international wachsenden Macht des Kapitals und der totalen Ökonomisierung eines kurzatmigen Profit-Handelns. Menschen und die Zukunftsfähigkeit ganzer Unternehmen und Regionen geraten aus dem Blick.“ Sowie: „Diese abstrakte Logik schlägt sich konkret im Handeln von bestimmten Finanzunternehmen nieder: Die international forcierten Profitmaximierungsstrategien gefährden auf Dauer unsere Demokratie.“ Und er fügte an, dass es noch sehr viele Unternehmer gebe, „die sich für ihr Unternehmen, für Ihre Arbeitnehmer und für den Standort mitverantwortlich fühlen und entsprechend handeln“. (FTD, 14.04.05, S. 10)

Der SPD-Kanzler Schröder pflichtete Müntefering einige Zeit später bei. Er sprach von „berechtigter Kritik“ (FTD, 26.04.05, S. 9) und von dem Erhalt einer „deutschen Wirtschaftskultur“, die von Unternehmern mit großem Verantwortungsgefühl gestaltet werde. (FTD, 27.04.05, S. 12) Parteiübergreifender Konsens deutete sich an, als selbst der CDU-Ministerpräsident des Landes Sachsen-Anhalt Böhmer sich in ähnlicher Hinsicht äußerte: „Unsere nationalen Steuerungsmechanismen zur Sozialpflichtigkeit der Marktwirtschaft erreichen nur noch kleine Betriebe, nicht mehr die großen Konzerne.“ (FTD, 04.05.05, S. 12)

Besondere Schärfe erhielt die Debatte durch die **Heuschrecken-Metapher**, die Müntefering im Anschluss an seine Rede benutzte. Er klagte, manche Finanzinvestoren fielen „wie Heuschreckenschwärme über Unternehmen her, grasen sie ab und ziehen weiter“. (FTD, 18.04.05, S. 31) Insbesondere an dieser Äußerung, aber auch an den anderen, zeigt sich die zugrunde liegende Vorstellung: Anteilseigner maximieren generell kurzfristig die Zahlungen an sich selber. Vor allem, indem sie Mitarbeiter entlassen, Investitionen kürzen, in Niedriglohnländer Produktion verlagern und für den operativen Wertschöpfungsprozess nicht benötigte Barmittel

²⁷ Um das Literaturverzeichnis nicht über Gebühr zu beanspruchen, wird im folgenden grundsätzlich in Klammern nur auf die Financial Times Deutschland verwiesen, und zwar mit der Angabe von Datum und Seitenangabe. Für eine Gesamtsicht über die Debatte empfehlen wir o.V. 2005a.

forschungsinstituts Ipsos, die dokumentiert, wie weit die **Kapitalismus-Skepsis** inzwischen innerhalb der deutschen **Bevölkerung** verbreitet ist. Auf die Frage: „Wer hat mehr Einfluss auf die Verhältnisse in Deutschland – die Politik oder die Wirtschaft?“, antworteten 74% mit „Wirtschaft“, und 67% dieser Personen empfanden dies als „eher schlecht“. Zudem stimmten 73% der Aussage zu: „Die meisten Unternehmen in Deutschland nehmen mehr von der Gesellschaft, als sie geben.“ (FTD, 29.04.05, S. 1) Dieses Stimmungsbild in der deutschen Bevölkerung deckt sich mit anderen Befragungsergebnissen aus der Zeit zuvor (FTD, 20.04.05, S. 10). Somit konnte geschlussfolgert werden, dass in Deutschland generell eine Kapitalismus-ablehnende Stimmung herrscht, die von den politischen Repräsentanten nur artikuliert wird.

Einige **Unternehmensvertreter** in Deutschland äußerten deutliches Unverständnis über die Debatte und mutmaßten, sie schade dem Standort Deutschland, da benötigtes ausländisches Kapital nicht mehr wie bisher zufließe. Andere Unternehmensvertreter ließen Verständnis für den Kern des Vorstellungsbildes durchblicken (FTD, 20.04.05, S. 9 und FTD, 29.04.05, S. 1). Auch der Präsident des Bundesverbandes der Deutschen Industrie Thumann pflichtete teilweise bei: Im Laufe der Jahre habe sich vor allem in großen Kapitalgesellschaften „eine Kultur herausgebildet, die auch ich nicht verteidigen kann. Wir sind in der Verantwortung gegenüber unseren Belegschaften.“ Weiterhin: „Auch ich staune, wenn ich lese, dass ein DAX-Unternehmen sehr gute Umsatz- und Ergebniszuwächse hat, aber der Börsenkurs trotzdem zurückgeht – weil die Analysten enttäuscht sind, dass es nicht noch mehr geworden ist“. Er kritisierte jedoch unmissverständlich das Niveau der Debatte. (FTD, 25.04.05, S. 9) Der Beauftragte der Bundesregierung für Investitionen aus dem Ausland, und Lufthansa-Aufsichtsratsvorsitzende Weber zeigt weniger Verständnis. Er drohte damit, sein Amt niederzulegen, weil die Debatte für das Image bei ausländischen Investoren schädlich sei und somit seine Aufgabe erschwere. Die Debatte fand gleichfalls nicht die Akzeptanz des Arbeitgeber-Präsidenten Hundt, der mit folgenden Worten in einem ZDF-Interview wiedergegeben wird: „Ich bin zutiefst enttäuscht, ich bin erbost, ich finde es zum Kotzen, was derzeit in der Republik abläuft.“ (FTD, 02.05.05, S. 13) Insofern kann es nicht überraschen, dass die Diskussion auch im Ausland Aufsehen erregte. Der Economist widmete dem Thema einen ausführlichen Beitrag.²⁸

Als einige Zeit nach der Ausgangsrede von Müntefering ein internes Papier der SPD-Bundestagsfraktion unter dem Titel „Marktradikalismus statt sozialer Marktwirtschaft“ auftauchte, in dem Investoren und ihre Transaktionen in Deutschland namentlich genannt wurden (FTD, 02.05.05, S. 1), machte das Wort von der „Heuschrecken-Liste“ die Runde (FTD, 04.05.05, S. 1). In die Liste einbezogen wurden vor allem **Private Equity**-Investoren, also Investoren, die sich mit einem eingesammelten Fondsvermögen als Eigenkapital und zusätzlich aufgenommenem Fremdkapital in ein Unternehmen einkaufen. Die Diskussion ebte jedoch ab, als Erfolgsgeschichten von Private Equity-Investoren genannt wurden, z.B. Wincor Nixdorf, wo neue Stellen geschaffen wurden. (FTD, 06.05.05, S. 32)

²⁸ Vgl. o.V. 2005a.

Wie eine Untersuchung von Bain & Company zeigt²⁹, gibt es Gründe, die für Private Equity-Investoren sprechen. Herausgestellt wird ihre „medium-term“-Orientierung, sprich: 3-5 Jahre, welche die kurzfristige Ausrichtung an finanziellen Quartalsergebnissen ebenso meidet wie die Ausrichtung an vage verfassten langfristigen Strategien. Es wird in der Analyse allerdings nicht verschwiegen, dass die erfolgreichen Private Equity-Fonds „unsentimental“ vorgehen, also beispielsweise auch das Top-Management bei Bedarf austauschen.

Mittlerweile konzentriert sich die Kritik auf **Hedge-Fonds**, dies sind Fonds, die insbesondere Derivat- und Arbitragegeschäfte verfolgen. Erhöhte Aufmerksamkeit erhielt in diesem Zusammenhang der Fall der Deutschen Börse. Diese startete im Dezember 2004 den Versuch, mit der Londoner Börse zu fusionieren. Auf Betreiben des Hedge-Fonds TCI, der 7,8% der Anteile an der Deutschen Börse hielt, wurde die Fusion mit Unterstützung weiterer Investoren zu Fall gebracht. Stattdessen erfolgten Auszahlungen von Sonderdividenden und Kapitalausschüttungen der Deutschen Börse an ihre Aktionäre, und zwar in Höhe von insgesamt 1,5 Mrd. €. Den Investoren geht es also um eine schnelle und hohe Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Zudem musste der Vorstandsvorsitzende Seifert seinen Posten räumen, ebenso der Aufsichtsratsvorsitzende Breuer. (FTD, 10.05.05, S. 2 und 11.05.05, S. 1) Kurz darauf gelangten Überlegungen der Bundesregierung an die Öffentlichkeit, Hedge-Fonds zur Offenlegung ihrer Anlagestrategie zu verpflichten, und zwar mit der Begründung aus Regierungskreisen, die auf den Konflikt Deutsche Börse gegen TCI folgendermaßen Bezug nimmt: „Unternehmen mit einer langfristigen Strategie werden von kurzfristigen Interessen konterkariert.“ (FTD, 17.05.05, S. 1) Breuer wird als Vertreter der Deutschen Bank vor allen Dingen vorgehalten, dass das Institut als Finanzier der Deutschen Börse von einer Fusion profitiert hätte, er im Aufsichtsrat somit nicht die Interessen aller Aktionäre vertreten habe.³⁰ Aber auch hier sind Differenzierungen angebracht. Wie der Economist darlegt, können Hedge-Fonds zumindest langfristiger als Investmentfonds agieren, weil sie nicht verpflichtet sind, jederzeit ihren Anlegern ihre Anteile auszuzahlen. Hedge-Fonds können demzufolge ihre Investition über einen größeren Anlagehorizont – bis zu fünf Jahren – aufrecht erhalten.³¹

Die Frage der **Langfristorientierung institutioneller Investoren** – darunter fallen die genannten sowie vor allem Investment- und Pensionsfonds sowie Versicherungen – hat schon lange Eingang in die wissenschaftliche Literatur gefunden. Indikator der Langfristorientierung ist die Innovationstätigkeit eines Unternehmens. Wie eine Meta-Analyse der empirischen Untersuchungen zum Zusammenhang von institutionellen Anteilseignern und Innovationstätigkeit ergab³², sind insbesondere Pensionsfonds als Anteilseigner für Innovationen in einem Unternehmen förderlich, während Investmentbanken dem eher abträglich sind. Pensionsfonds stellen generell eine Investorengruppe dar, die wenig zu Eingriffen in die Corporate Governance eines Unternehmens („shareholder activism“) neigt. Viel-

²⁹ Vgl. Rogers/ Holland/ Haas 2002.

³⁰ Vgl. o.V. 2005a, S. 66.

³¹ Vgl. o.V. 2005b.

³² Vgl. Petzold 2002.

mehr sind sie diesbezüglich sehr zurückhaltend, weil ihnen der Entzug der betrieblichen Pensionsverwaltung droht, wenn sie gegen dieses Unternehmen opponieren.³³

2 Wertsteuerung zur Werterhaltung und -steigerung

In diesem Kapitel wird das Management des Unternehmenswertes unter drei Aspekten beleuchtet, nämlich bezogen auf die Messung, die Steuerung und die Verteilung. Für die **Messung** müssen aussagefähige Regeln und Instrumente entwickelt werden, um die Höhe des absoluten Wertbeitrags feststellen und ihn auf die eingesetzte Kapitalbasis beziehen zu können. Für die **Steuerung** ist insbesondere der Zeitbezug wesentlich, da in der Wertberechnung durch den zugrundegelegten Zinssatz der generelle Verzinsungsanspruch und zusätzlich die Risikojustierung der Kapitalanlage über die Zeit zum Ausdruck kommt. Bezogen auf die **Verteilung** des erwirtschafteten Wertes geht es um die Verfügbarkeit für bestimmte Stakeholder. Hierzu sind im vorangegangenen Kapitel bereits Aussagen im Hinblick auf die Regeln der Corporate Governance gemacht worden. Bei einer errechneten höheren Verzinsung von erforderlichen internen Investitionen in die zukünftige Entwicklung des Unternehmens wird der erwirtschaftete Wertzuwachs (Übergewinn) für diesen Zweck einbehalten und nicht an die Eigenkapitalgeber als Free Cash Flow ausgeschüttet. Unternehmensintern werden für Führungskräfte und Mitarbeiter wertorientierte Anreizkonzepte eingesetzt, um die Zielerreichung und Wertsteigerung auf hohem Niveau zu realisieren.

Der Ursprung des Shareholder Value-Gedankens geht auf die M&A-Welle in den USA ab Mitte der 80-er Jahre zurück. Im Zuge dieser Welle wurde eine Kennzahl gesucht, die die Bewertung von alternativen Akquisitionsobjekten erleichtern und auf diesem Wege „Wertlücken“ von Unternehmens- zu Buchwert aufdecken sollte.³⁴ Entsprechend ist der **Shareholder Value (SV)** als ganzheitlicher Ansatz angelegt, der ein Unternehmen vor allem unter Einbeziehung seiner Zukunftschancen bewerten soll. Im Unternehmenswert soll dieser ganzheitliche Wert in einer Zahl verdichtet werden. Eine Zahl, die den Wert des Unternehmens aus Sicht eines Anteilseigners ausdrücken soll. Wie wir noch ausführen werden, widerspricht das Ergebnis dieser Shareholder Value-Analyse eines Unternehmens nicht notwendigerweise der Bewertung anderer Stakeholder.

Zunächst zeigen wir die Herleitung des Shareholder Value auf, um dann zu erläutern, warum die Daten des Rechnungswesens nur eingeschränkt die Erhebung des Shareholder Value erlauben. Aus diesem Grund sind die anschließend genannten Kennzahlen auch nicht unbedingt deckungsgleich mit dem Shareholder Value-Gedanken. Wie wir abschließend darlegen, ist auch der Börsenkurs kein adäquater Ersatz, weil sich die tatsächlichen Interessen der Anleger nicht an dem Shareholder Value orientieren.

³³ Vgl. Prigge/ Steenbock 2002.

³⁴ Vgl. Günther 1997, S. 5-41.

2.1 Die Herleitung des Shareholder Value

Welchen Wert hat ein Unternehmen aus Sicht der Shareholder? Die folgenden Überlegungen, den am Shareholder Value orientierten Unternehmenswert auszuweisen, lehnen sich an Günther³⁵ sowie Rappaport³⁶ an, wobei lediglich die Kernbestandteile und grundsätzlichen Zusammenhänge wiedergegeben, Differenzierungen aber ausgelassen werden. Auf eine Differenzierung wie die Aufteilung des Wertbeitrags zwischen Zentrale und Geschäftsfeldern wird z.B. nicht eingegangen, weil sie maßgeblich für die Wertzurechnung und nicht für die Wertermittlung von Bedeutung ist. Ebenso wenig werden wir auf die Ermittlung des Residualwertes eines Unternehmens eingehen. Mit dem Residualwert soll ausgedrückt werden, ab welchem Zeitpunkt in der Zukunft ein konstanter Wert pro Periode angenommen werden soll. Eine Aussage hierüber erscheint uns zu unsicher, weswegen wir diese Diskussion unter Beachtung der Zielsetzung dieses Beitrags nicht verfolgen werden. Ebenso wenig unterscheiden wir zwischen Cash Flow- und Einnahmen-Rechnung.³⁷ Da wir uns auf die grundsätzlichen Zusammenhänge beschränken, sei für die Ermittlung des Shareholder Value anhand von Positionen des Rechnungswesens generell auf Günther verwiesen.

Die Analyse des Shareholder Value erfolgt in mehreren Schritten. In diesen Schritten soll deutlich werden, was ein Eigenkapitalgeber und/ oder Anteilseigner als „Gegenleistung“ von seinem Anlageobjekt, einem Unternehmen, erwartet. Für den Eigenkapitalgeber ist jedenfalls entscheidend, wie viel er für seine Investition (Hingabe von Eigenkapital ins Unternehmen) wieder zurück erhält (z.B. in Form von Dividenden).

Ausgangspunkt ist zunächst, sich am **Zahlungsbegriff** zu orientieren (vgl. im Folgenden Abb. 4). Denn Zahlungen stellen einen objektiv erfassbaren Indikator für die Wertschaffung eines Unternehmens dar.³⁸ Damit rückt der **Cash Flow (CF)**, definiert als Differenz zwischen Einzahlungen (Zahlungen ins Unternehmen) und Auszahlungen (Zahlungen aus dem Unternehmen heraus) als zentrale Größe in den Mittelpunkt der Betrachtung. Der CF kennzeichnet also den **Finanzmittelflussaldo**. Im Gegensatz hierzu ist der Gewinn keine Cash Flow-Größe; er basiert nicht nur auf pagatorischen, also zahlungswirksamen Größen, sondern berücksichtigt bei seiner Ermittlung zusätzlich kalkulatorische Faktoren, wie z.B. Abschreibungen und Unternehmerlohn, die nicht in vollem Maße liquiditätswirksam sind bzw. sein müssen.

Sofern nicht von einer Insolvenz, sondern von der Fortführung des Unternehmens ausgegangen werden kann („going concern“-Annahme), sollten erwartete zukünftige Ein- und Auszahlungen im Unternehmenswert grundsätzlich Berücksichtigung finden. Liquidationswerte, die den Wert eines Unternehmens ausdrücken, wenn es zu einem bestimmten Zeitpunkt aufgelöst wird und seine Ressourcen verkauft werden, sind deswegen – jedenfalls aus Sicht des Shareholder Value-

³⁵ Vgl. Günther 1997, S. 76-201.

³⁶ Vgl. Rappaport 1995, S. 19-80.

³⁷ Vgl. Günther 1997, S. 80 und 96.

³⁸ Vgl. Ewert/ Wagenhofer 2000, S. 8.

Gedankens – ungeeignete Werte.³⁹ Damit gleicht der Unternehmenswert einem **Zukunftserfolgswert** des (fortbestehenden) Unternehmens. Mit anderen Worten: Der Shareholder Value bezieht ein, dass Unternehmen für einen längeren Zeitraum angelegt sind und in der Zukunft Einzahlungen und/ oder Auszahlungen verursachen. Anteilseigner wollen an dem zukünftigen Zahlungsüberschuss teilhaben, genauer: am Mehrwert.

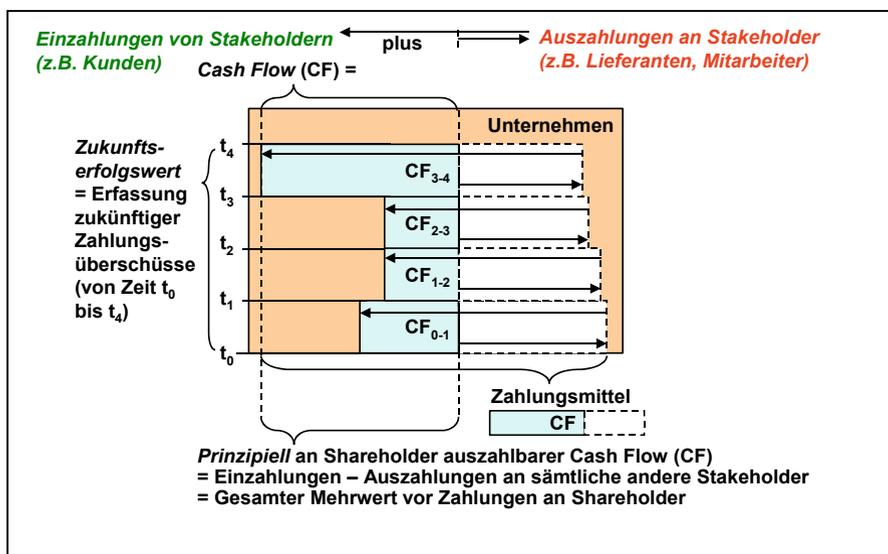


Abb. 4: Cash Flow vor Zahlung an Shareholder

Aus diesem Grund fördert der Shareholder Value gleichfalls die Strategieorientierung des Unternehmens: Ein Unternehmen kann durch die Einbeziehung zukünftiger Zahlungen ermitteln, inwiefern es sich für Eigenkapitalgeber lohnen wird, in das Unternehmen zu investieren, wenn dadurch langfristig wirkende Erfolgspotenziale aktiviert werden. Denn es werden auch zeitlich weit entfernte Einzahlungen, die aus diesen Investitionen resultieren, erfasst. Zentrales Kriterium ist dies beispielsweise für die Pharmabranche, die bei der Entwicklung eines marktfähigen Medikaments üblicherweise 12 Jahre überbrücken und auf diesem Wege ca. 500 Mio. € einbringen muss. Unternehmen, die in langfristige Erfolgspotenziale investieren wollen, wie zum Beispiel in eine Six Sigma-Qualität, um eine höhere Preisbereitschaft der Kunden zu erreichen sowie geringere Gewährleistungskosten veranschlagen zu müssen⁴⁰, können mit dem Ausweis des damit verbunde-

³⁹ Ebenso der Substanzwert, der aussagt, wie hoch der Unternehmenswert bei einer fiktiven Wiedererrichtung sein würde.

⁴⁰ Vgl. die Beiträge von Töpfer in diesem Band.

nen Zahlungsüberschusses Eigenkapitalgeber zur Einzahlung in das Unternehmen bewegen.

Im Unternehmenswert sollte weiterhin – in Übereinstimmung mit der Investitionsrechnung – berücksichtigt werden, dass spätere Ein- und Auszahlungen – bezogen auf einen definierten Gegenwartszeitpunkt – einen geringeren Wertbeitrag bewirken und damit im Unternehmenswert weniger berücksichtigt werden als frühere (vgl. im folgenden Abb. 5). Denn einerseits gilt grundsätzlich: Je früher eine Einzahlung ins Unternehmen erfolgt, desto früher kann das Unternehmen das damit verbundene Geld wieder investieren, woraus sich Einzahlungspotenziale ergeben, die den Wert erhöhen. Je später wiederum eine Einzahlung erfolgt, desto weniger Investitionsmöglichkeiten können wahrgenommen werden, desto geringer ist der Wert der Zahlung. Andererseits gilt: Je früher die Auszahlung aus dem Unternehmen erfolgt, desto weniger Geld steht für Investitionen zur Verfügung, desto weniger Einzahlungspotenziale können wahrgenommen werden, desto mehr Wert geht verloren. Je später die Auszahlungen hingegen erfolgen, desto länger kann das dafür benötigte Geld angelegt werden, desto weniger Wert geht hierdurch verloren. Wie durch die gezielte Gestaltung der Zahlungszeitpunkte Wert geschaffen werden kann, dafür liefert der Computerhersteller Dell ein einschlägiges Beispiel: Das Unternehmen nimmt grundsätzlich Geld von einem Besteller ein (= Einzahlungen), bevor es Lieferungen seiner Lieferanten für diese Bestellung bezahlt (= Auszahlungen).⁴¹ Im Durchschnitt sind 80% der Leistungen vom Kunden bereits bezahlt, bevor Lieferanten bezahlt werden. Dell erhält die Einzahlung durchschnittlich 30 Tage vor Zahlung an die Lieferanten.⁴²

Um diesen Zeitwert von Ein- und Auszahlungen zu berücksichtigen, enthält der Shareholder Value zwangsläufig einen Abzinsungsfaktor. Zukünftige Zahlungen werden um so stärker abgezinst, je später sie erfolgen. Daraus ergibt sich ein **Discounted Cash Flow (DCF)**. Entscheidend für das weitere Vorgehen ist dann, wie hoch dieser Abzinsungsfaktor angesetzt werden soll.

Unternehmen sind aus Sicht der Eigenkapitalgeber, wie erwähnt, Investitionsobjekte. Die Investitionen wiederum, die ein Unternehmen tätigt, um Mehrwert zu erwirtschaften, der dann an Eigenkapitalgeber auszahlbar ist, müssen finanziert werden. Eigenkapitalgeber stellen Finanzmittel aber nur dann zur Verfügung, wenn ihnen dies „angemessen“ vergütet wird – in Form von Dividenden- oder Kapitalrückzahlungen. Erwartungen über diese angemessene Vergütung drücken sich als Rendite- oder **Mindestverzinsungserwartung** aus. Abgeleitet wird diese aus einer **alternativen Anlagemöglichkeit**, der so genannten Referenzanlage, also der besten alternativen Anlage eines Eigenkapitalgebers. Aus der Sicht des Unternehmens stellt diese Mindestverzinsungserwartung wiederum **Kapitalkosten** dar, weil mit ihnen Auszahlungen an die Eigenkapitalgeber verbunden sind. Diese Mindestverzinsungserwartung wird als Abzinsungsfaktor angesetzt.

⁴¹ Vgl. Curry/ Kenney 1999, S. 25-28.

⁴² Vgl. Schädel 2003, S. 95.

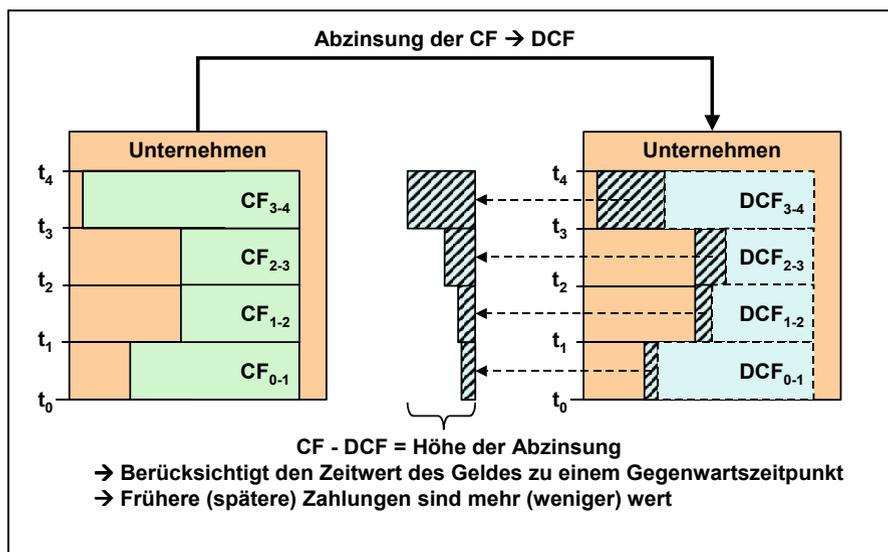


Abb. 5: Discounted Cash Flow (DCF)

Hier zunächst eine kurze Begründung für die Bedeutung veranschlagter Kosten für das Eigenkapital: Es ist für ein Unternehmen notwendig, **Eigenkapitalkosten** anzusetzen, weil die Weigerung, Zahlungen an Eigenkapitalgeber zu leisten, negative Konsequenzen haben kann. Wenn keine oder zumindest keine ausreichenden Zahlungen an Eigenkapitalgeber erfolgen, schwindet deren Vertrauen in das Unternehmen. Verkaufen als Folge dieses Vertrauensverlustes viele Anleger ihre Aktien, sinkt der Aktienkurs. Dadurch wird nicht nur die Neufinanzierung über den Aktienmarkt erschwert. Darüber hinaus hat der Aktienkurs Signalwirkungen auf weitere Stakeholder, deren Vertrauen in die Wertschaffung des Unternehmens in ähnlicher Weise schwindet.⁴³ Als Konsequenz hieraus nimmt deren Bereitschaft ab, dem Unternehmen (hochwertige) Ressourcen zur Verfügung zu stellen. Außerdem verfällt mit dem Aktienkurs gleichzeitig der Wert der Aktie als Akquisitionswährung. Zugleich sinkt auch der Wert gewährter Aktienoptionen an Führungskräfte und Mitarbeiter erheblich, was die Abwanderung von maßgeblichen Mitarbeitern des Unternehmens wahrscheinlicher macht.⁴⁴

Könnte es für ein Unternehmen sinnvoll sei, deswegen weitestgehend auf Eigenkapital zu verzichten? Einbezogen werden muss, dass das **Eigenkapital als Risikopuffer** dient: Ein Unternehmen, das sich ausschließlich durch Fremdkapital finanziert, riskiert die Insolvenz, wenn es vereinbarte Zinszahlungen an die Fremdkapitalgeber nicht leisten kann, weil sich Einzahlungsströme verzögert haben oder eine Unterdeckung der Auszahlungen vorliegt. Hingegen kann ein Un-

⁴³ Vgl. hierzu das Bsp. SAP im Beitrag von Brandt/ Zencke in diesem Band

⁴⁴ Vgl. Coyne/ Witter 2002, S. 71.

ternehmen, das sich ausschließlich durch Eigenkapital finanziert, selbst dann die Insolvenz vermeiden, wenn es keine Dividenden zahlt. Demzufolge erlaubt nur die Finanzierung durch Eigenkapital, Auszahlungen an Kapitalgeber zu unterlassen oder zumindest zu verzögern. Das Eigenkapital erhält dadurch seine Pufferfunktion, weil es ermöglicht, die Auszahlungen an Eigenkapitalgeber von den Einzahlungen in das Unternehmen und erwirtschafteten Überschüssen abhängig zu machen. Dies reduziert das Risiko einer Insolvenz, aber immer zu Lasten der Eigenkapitalgeber.

Prägnant drückt dies Albach aus: „Zur Wettbewerbsfähigkeit muss .. in einer .. Wirtschaft die Risikofähigkeit hinzutreten. Darunter ist die Fähigkeit zu verstehen, Risiken einzugehen und die Verluste aus Fehlschlägen durchzustehen, ohne als Wettbewerber am Markt ausscheiden zu müssen. Diese Fähigkeit verleiht nicht das Fremdkapital, das laufend mit Zinsen und Rückzahlungen bedient werden muss, sondern nur das Eigenkapital, das auch einmal statt mit Cash mit Hoffnungen auf künftige Gewinne bedient werden kann und jedenfalls nicht getilgt werden muss. Wenn die Eigenkapitaldecke schrumpft, weil aus gegenwärtiger Produktion zu wenig verdient und ein zu großer Teil des Cash Flow zur Bedienung gegenwärtiger Schulden mit Zinsen und Tilgungszahlungen verwandt werden muss, dann sinkt auch die Fähigkeit der Unternehmen, riskante Investitionen zu tätigen.“⁴⁵

Was folgt aus diesen generellen Ausführungen? Die Höhe der **Mindestverzinsungserwartung**, d.h. die aus Sicht der Eigenkapitalgeber erwartete „angemessene“ Vergütung orientiert sich demnach an ihren **Alternativen (A1 oder A2)**. Dies ist in Abbildung 6 ausgeführt. Wenn sie vermuten, mit einer anderen Anlageoption als dem Erwerb des Unternehmensanteils mehr Verzinsung für ihr Geld erzielen zu können, werden sie dem Unternehmen kein Geld in der Form von Eigenkapital zur Verfügung stellen. Auf welcher Basis kann ein Eigenkapitalgeber entscheiden, ob er einem Unternehmen Eigenkapital zur Verfügung stellen oder ob er sein Kapital alternativ anlegen soll? Hierzu muss der Wert der Anlagealternative eines Unternehmens als **Net Present Value (NPV)** ermittelt werden. Er drückt den Gegenwartswert, auch gebräuchlich unter dem Begriff Kapital- oder Barwert, aus. Der NPV liefert einen Wert, mit dem Anlageoptionen verglichen werden können, selbst wenn sie sich in der Höhe sowie den Zeitpunkten der Ein- und Auszahlungen sowie im Risiko unterscheiden.⁴⁶

Der Shareholder Value wird als NPV ausgedrückt und enthält den Abzinsungsfaktor in Höhe der Verzinsung der besten Alternativenanlage, der Referenzanlage, im Nenner. Dieser Abzinsungsfaktor wird auch „**hurdle rate**“ genannt.⁴⁷ Ist der diskontierte CF des Unternehmens höher als derjenige einer Referenzanlage, dann drückt der NPV dies in einer Zahl größer 0 aus. Die Anlage im Unternehmen ist für den Eigenkapitalgeber folgerichtig besser als die in die Referenzanlage, die einen NPV von 0 erwirtschaftet.

⁴⁵ Albach 1983, S. 878.

⁴⁶ Vgl. zum investitionstheoretischen Verfahren beispielsweise Van Horne/ Wachowicz 2001, S. 39-43 und 337f. Vgl. zur Anwendung auf Unternehmen Barney 1997, S. 46-51.

⁴⁷ Vgl. zum Begriff Van Horne/ Wachowicz 2001, S. 337.

Mit dieser Formel für den Shareholder Value wird somit der Wert des CF der Investition im Unternehmen (A1) mit dem der alternativen Anlage (A2) vergleichbar gemacht. Bei der Berechnung in der Unternehmenspraxis ergeben sich mehrere Probleme: Die potenziellen Eigenkapitalgeber haben verschiedene Anlagemöglichkeiten, so dass ein einheitlicher Mindestverzinsungsfaktor für unterschiedliche Referenzanlagen kaum ableitbar ist. Die Datenverfügbarkeit und Prognosefähigkeit der Zahlenreihen für die einzelnen Investitionsobjekte ist in unterschiedlichem Maße gegeben, so dass die Datenqualität der möglichen Referenzanlagen stark variieren kann. Die Risikostrukturen einzelner Investitionsmöglichkeiten können in ihrer Höhe und zeitlichen Verteilung erheblich voneinander abweichen, so dass auch hierdurch die Vergleichbarkeit eingeschränkt wird.

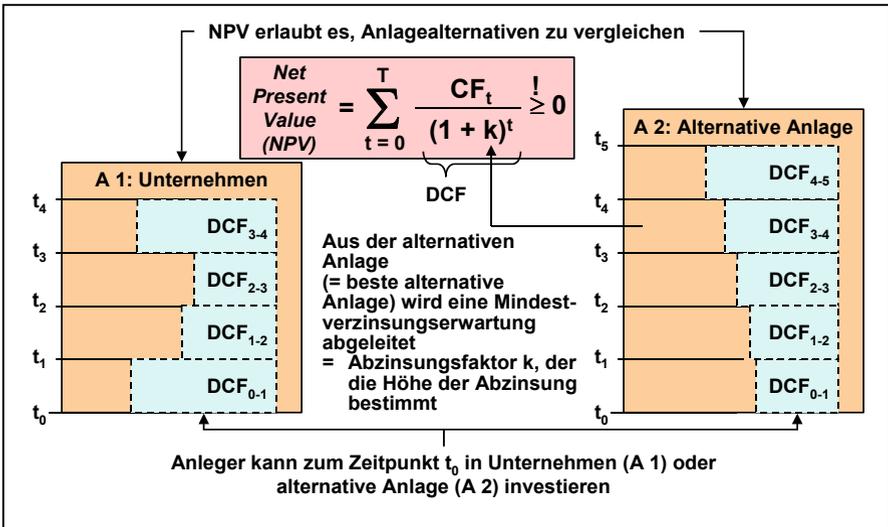


Abb. 6: Net Present Value (NPV)

Aus diesem Wert für eine einzelne Investition im Vergleich zu ihren Alternativen ist jetzt der Unternehmenswert, also der Shareholder Value für das gesamte Unternehmen zu berechnen. Denn ein solcher Wert bedient den Informationsbedarf der (potenziellen) Eigenkapitalgeber umfassend. Er drückt aus, ob der Zukunftserfolgswert des Unternehmens mit allen seinen Investitionsvorhaben, abgezinst auf einen Gegenwartszeitpunkt, positiv und damit erfolversprechend ist. Der **Unternehmenswert** bemisst sich folgerichtig danach, inwieweit der DCF des Unternehmens über dem alternativer Kapitalanlagemöglichkeiten liegt und kann als „**fundamentaler Wert**“ bezeichnet werden.⁴⁸ Erhöht sich dieser Wert, ergibt sich eine **Wertsteigerung**, bleibt der Wert bestehen, ist dies **Werterhaltung**, verringert sich dieser Wert, entsteht **Wertvernichtung**. Die Schwierigkeit jedoch,

⁴⁸ Vgl. zum Begriff Aders/ Herbertinger/ Wiedemann 2003, S. 358.