

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT  
FRANKFURT AM MAIN**

**FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN**

**Reinhard H. Schmidt / Jens Maßmann**

**Drei Mißverständnisse zum Thema "Shareholder Value"**

**No. 31**

**February 1999**



**WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING**

**Reinhard H. Schmidt / Jens Maßmann**

**Drei Mißverständnisse  
zum Thema "Shareholder Value"**

**No. 31  
Februar 1999**

**Johann Wolfgang Goethe-Universität  
Frankfurt am Main**

**ISSN 1434-3401**

# Drei Mißverständnisse zum Thema "Shareholder Value"

Februar 1999

## Abstract

*Die Empfehlung, das Shareholder-Value-Konzept zur Grundlage der Unternehmenspolitik zu machen, erscheint um so überzeugender und wird vermutlich um so eher akzeptiert,*

- (1) je lohnender die Shareholder-Value-Orientierung für die Aktionäre ist,*
- (2) je eindeutiger es ist, wie die Empfehlung umgesetzt werden kann und soll, und*
- (3) je problemloser sie aus theoretischen und wohlfahrtsökonomischer Sicht ist.*

*Der Beitrag diskutiert die in Wissenschaft und Praxis verbreiteten Positionen zu diesen drei Aspekten und erläutert, warum sie bzw. die empirischen, praktischen und theoretischen Argumente, durch die sie gestützt werden sollen, auf Mißverständnissen beruhen.*

Keywords: Shareholder Value, Wertmanagement, Kapitalmarkteffizienz, Unternehmensorganisation und Strategie, Unternehmensverfassung und unvollständige Verträge.

JEL-Klassifikation: G14, G30, J30, M10, M14

## 1. Einordnung und Problemstellung

In den letzten Jahren setzt sich auch in Deutschland die Orientierung von Großunternehmen am sogenannten Shareholder Value, dem Wert der Aktien bzw. des Eigenkapitals einer Unternehmung, immer mehr durch. Das ist nicht erstaunlich, liegt es doch auf der Hand, daß sich in einer kapitalistischen Marktwirtschaft die Leitung von Aktiengesellschaften mit breit gestreutem Aktionärskreis an den Interessen der Aktionäre auszurichten hat. Viel erstaunlicher erscheint uns, daß diese Ausrichtung in Deutschland – wie auch in einigen Nachbarländern - so lange keine allgemeine Akzeptanz gefunden hatte. Dem Shareholder-Value-Ansatz dürfte um so mehr Bedeutung in der Praxis zukommen und seine Akzeptanz dürfte um so größer sein, je mehr sich seine Umsetzung für Aktionäre lohnt, je praktikabler er ist und je solider seine theoretische Fundierung ist. Neuere Entwicklungen in Wissenschaft und Praxis lassen den Eindruck entstehen, daß diese Bedingungen in hohem Maße erfüllt sind, denn sie scheinen die folgenden drei Vermutungen zu stützen:

- (1) Eine empirische Vermutung: Eine deutliche Orientierung der Unternehmenspolitik am Interesse der Aktionäre führt auch zu einer außergewöhnlichen Rendite der Aktien der betreffenden Unternehmen.
- (2) Eine praktische Vermutung: Es gibt spezifische und praktikable Methoden, wie Unternehmen im Shareholder-Value-Sinne zu organisieren und zu steuern sind.
- (3) Eine theoretische Vermutung: Es gibt eine verlässliche theoretische Basis für die Behauptung, daß die konsequente Orientierung der Unternehmen am Marktwert der Aktien zu einer effizienten Allokation wirtschaftlicher Ressourcen führt.

Die Diskussion über den Shareholder-Value-Ansatz berührt vielfältige Interessen. Wo Interessen berührt sind, liegen Mißverständnisse nahe, nicht zuletzt deshalb, weil sie einzelnen Interessengruppen dienlich sein können. In einer solchen Situation kommt der Betriebswirtschaftslehre die Aufgabe zu, durch sachliche Aufklärung zur Rationalität des Diskurses beizutragen. Wir diskutieren in den drei folgenden Abschnitten unseres Beitrags, warum die drei Vermutungen unserer Einschätzung nach auf Mißverständnissen beruhen:

- (1) So, wie es in der betreffenden Literatur versucht wird, läßt sich nicht zeigen, daß sich die Shareholder-Value-Orientierung für Aktionäre wirklich lohnt.
- (2) So, wie die betreffende Praxis die Umsetzung empfiehlt, ist sie – auch allein aus der Sicht der Aktionäre - nicht generell sinnvoll.

- (3) So, wie sie heute zunehmend verstanden wird, ist die Vorgabe, der Marktwert der Aktien sei der einzige Maßstab für alle Unternehmensentscheidungen, theoretisch nicht generell gerechtfertigt und damit auch in normativer Hinsicht zweifelhaft.

Die Interessenbezogenheit der Shareholder-Value-Diskussion bildet den Anlaß für unseren Beitrag. Durch die Diskussion der drei Mißverständnisse zum Thema Shareholder Value wollen wir davor warnen, das Konzept als zu selbstverständlich anzunehmen.

Um Mißverständnisse bezüglich unseres eigenen Vorhabens auszuschließen, muß aber folgendes vorausgeschickt werden: Die grundsätzliche Relevanz der Aktionärsinteressen und die Berechtigung der Forderung, daß ihnen in der Unternehmenspolitik Rechnung zu tragen ist, erscheint uns zu selbstverständlich, als daß sie ein ernsthaft zu diskutierendes Thema darstellen könnten. Unsere Kritik der drei Mißverständnisse soll auch nicht als ein implizites und gar generelles Plädoyer gegen den Shareholder-Value-Ansatz verstanden werden. Dazu müßte man auch die relevanten Alternativen kennen und benennen. Mehr als eine Idee dazu können wir in diesem Beitrag allein aus Raumgründen nicht aufzeigen.

## **2. Die zweifelhafte empirische Stützung des Shareholder-Value-Konzepts**

In einer kürzlich vorgelegten Studie hat das Beratungsunternehmen Price-Waterhouse versucht, einen empirischen Beleg dafür zu liefern, daß die Börse die Shareholder-Value-Orientierung honoriert. Das Manager-Magazin hat die Studie und ihre Ergebnisse ausführlich wiedergegeben und als wichtigen empirischen Beleg dafür präsentiert, daß es sinnvoll sei, wenn sich Unternehmen am Shareholder Value ausrichten.<sup>1</sup> Gerade die institutionellen Anleger würden darauf positiv reagieren, indem sie die Aktien kaufen bzw. hoch bewerten. Daß dies tatsächlich so sei, wäre erkennbar an einem positiven Zusammenhang zwischen der Überrendite der Aktien einzelner deutscher Gesellschaften in Relation zur Rendite des DAX und dem Ausmaß der Shareholder-Value-Orientierung, die diese Gesellschaften nach Meinung der dazu befragten "institutionellen Investoren und Finanzanalysten" (S. 6) auszeichnet. Danach "erzielen die Unternehmen, die aus Sicht der Investoren stark auf den Shareholder Value ausgerichtet sind, langfristig hohe Aktienrenditen" (S. 5). Der vermutete Zusammenhang wird als eine kausale Beziehung präsentiert, die genutzt werden kann, um durch eine Ausrichtung auf den Shareholder Value die Rendite zu steigern.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. Price-Waterhouse (1998); Seitenangaben im Text in diesem Abschnitt beziehen sich auf diese Quelle. Vgl. außerdem Nölting, A. (1998a), S. 172ff.

<sup>2</sup> Diese Überlegung dürfte auch hinter der häufig zu hörenden Empfehlung an Anleger stehen, sie sollten Aktien "shareholder-value-orientierter" Gesellschaften kaufen.

Da die Ergebnisse nur graphisch präsentiert werden, muß dahingestellt bleiben, ob der postulierte positive statistische Zusammenhang zwischen Shareholder-Value-Orientierung und langfristiger Rendite wirklich besteht. Offensichtlich ist er im Lichte der gelieferten Informationen keineswegs.<sup>3</sup> Aber nehmen wir einmal an, er sei gegeben. Zeigt der Befund auch eine Kausalität, aus der sich dann in der Tat ein starkes Argument für eine Ausrichtung der Unternehmenspolitik am Shareholder Value ergäbe?

Um diese Fragen zu beantworten, empfiehlt es sich, kurz die unabhängige und die abhängige Variable in der postulierten Beziehung zu betrachten. Die inhaltliche Bedeutung der erklärenden Variablen "Ausrichtung am Shareholder Value" wird in den zugänglichen Unterlagen nicht angegeben.<sup>4</sup> Dort heißt es lapidar: "Bewertet wurden die Unternehmen durch die (institutionellen) Investoren und Analysten nach der Ausrichtung der Handlungsweise des Management im Hinblick auf die Steigerung des Shareholder Value" (S.6). Das läßt offen, ob sich ein als stark shareholder-value-orientiert eingestuftes Management vor allem dadurch auszeichnet, daß es in Festreden und PR-Broschüren den Shareholder Value als seine Leitlinie erscheinen läßt oder daß es Mitarbeiter, Lieferanten und Kunden so stark wie möglich "auspreßt" und dadurch zumindest kurzfristige Gewinnsteigerungen produziert, die von "kurzsichtigen" Analysten als gutes Zeichen gewertet werden, oder daß es alle Investitionsmöglichkeiten – und allgemeiner: alle Handlungsmöglichkeiten - mit einem positiven Kapitalwert wahrnimmt und alle anderen unterläßt. Aber woran können die Anleger erkennen, daß dies geschieht? Gibt es konkretere Indikatoren? Möglicherweise wird – in Umkehrung der in der Studie suggerierten Kausalität – das Attribut "shareholder-value-orientiert" gerade den Unternehmen verliehen, die den Aktionären in den vergangenen Jahren hohe Kursgewinne beschert haben.

Nehmen wir für die folgende Überlegung aber an, daß die Shareholder-Value-Orientierung als die Bindung des Management an eine als sinnvoll anzusehende Entscheidungsregel und deren konsequente Umsetzung und damit als ein positives Qualitätsmerkmal des Management verstanden werden soll und von Anlegern erkannt werden kann, und betrachten wir nun die abhängige Variable. Die Price-Waterhouse-Studie verwendet hier die marktbereinigte Durchschnittsrendite der betreffenden Aktie im Untersuchungszeitraum. Würde man auf Basis der etablierten Finanztheorie erwarten, daß die Rendite der Aktien von Unternehmen, die in diesem

---

<sup>3</sup> So schwankt der "total shareholder return" der drittplatzierten SAP etwa zwischen -5% im Jahr 1996 und +163% im Jahr 1997. Der erstplatzierten SGL Carbon wird die größte Ausrichtung am Shareholder Value attestiert, obwohl sich ihr Vorstandsvorsitzender zu diesem Thema weitaus differenzierter äußert, vgl. Koehler (1997), S.532ff. Insgesamt werden nur fünf Unternehmen als ausgeprägt shareholder-value-orientiert eingestuft. Für zwei von ihnen, Adidas und SGL Carbon, liegen Kursdaten nur für die Jahre 1996 und 1997 vor, während sonst fast durchgängig fünf Jahre betrachtet werden. Die beiden weiteren Gesellschaften mit einer sehr starken Shareholder-Value-Orientierung, Hoechst und VEBA, weisen hingegen eine allenfalls durchschnittliche Rendite auf.

<sup>4</sup> Siehe aber unten im Abschnitt 3.2. unsere Vermutung, was gemeint sein könnte.

Sinne deutlich shareholder-value-orientiert (oder aus Anlegersicht einfach: gut) *sind*, höher liegt als die von weniger shareholder-value-orientierten (oder schlechteren) Unternehmen? Auf einem effizienten, korrekt bewertenden Aktienmarkt ist die Rendite der Aktien "guter" Unternehmungen nicht höher als die risikoangepaßte Rendite der Aktien "schlechter" Unternehmen. Das gilt für Shareholder-Value-Orientierung als einem aus Anlegersicht positiven Merkmal oder als einer Ursache für den Wert einer Unternehmung ebenso wie beispielsweise für das erwartete Wachstum von Umsatz und Gewinn: Die Information über alles, was den Wert einer Unternehmung beeinflusst, ist auf einem informationseffizienten Kapitalmarkt immer schon im Aktienkurs "fully reflected"<sup>5</sup>. Deswegen wird man zwar erwarten können, daß die Aktienkurse "guter" bzw. shareholder-value-orientierter Gesellschaften vergleichsweise hoch sind. Aber dies gilt nicht nur für die Kurse am Periodenende, sondern ebenso für die am Periodenanfang. Da die Rendite auch von der Kursänderung abhängt, ist eine positive Bewertung der Aktien "guter" bzw. shareholder-value-orientierter Gesellschaften gerade nicht gleichbedeutend mit einer hohen Rendite.

Eine überdurchschnittliche Rendite der Aktien besonders shareholder-value-orientierter Unternehmen könnte man gemäß der Theorie, daß die Börse Aktien im Prinzip richtig bewertet, dann und nur dann erwarten, wenn sich die Shareholder-Value-Orientierung erst innerhalb des Untersuchungszeitraums herausgebildet hat, anfangs aber gerade nicht vorgelegen hat<sup>6</sup> oder wenn die bereits vorhandene positive Orientierung erst im Zeitverlauf bekannt würde. Ein methodisch korrekter Weg, eine positive Bewertung der Shareholder-Value-Orientierung durch die Börse nachzuweisen, wäre somit eine Event Study, bei der das relevante "Ereignis" die *Um*-Orientierung der Unternehmensleitung auf den Shareholder Value ist.<sup>7</sup>

Die hier kommentierte Untersuchung zeigt nur, daß professionelle Anleger eine Vorstellung davon zu haben scheinen, wie sehr sich einzelne Unternehmen an Aktionärsinteressen ausrichten und daß sie diese Ausrichtung irgendwie gut finden und sie insbesondere bei den Unternehmen vermuten, deren Kurse in den letzten Jahren stark gestiegen sind. Daraus folgt nicht, daß und wie dieser Zusammenhang nutzbar gemacht werden kann. Gehaltvoll und hinsichtlich ihrer Auswirkung auf Börsenkurse – nicht Renditen – überprüfbar wird die Empfehlung einer Ausrichtung auf die Maximierung des Marktwertes erst dann, wenn man wenigstens tendenziell weiß, wie sie inhaltlich

---

<sup>5</sup> Vgl. die beiden Übersichtsartikel von Fama (1970 und 1991) und speziell zum growth stocks paradox Baumann/Miller (1997) mit umfassenden weiteren Nachweisen der amerikanischen Literatur. Der Gedanke findet sich bereits bei Schmidt (1976), S. 111f, und wird dort als keineswegs originell präsentiert.

<sup>6</sup> Höchst wäre dafür ein gutes Beispiel, aber gerade dieses Unternehmen hat im Untersuchungszeitraum eine unterdurchschnittliche Rendite, obwohl ihm in der Studie eine "sehr starke Shareholder-Value-Ausrichtung" attestiert wird.

<sup>7</sup> Zur Vorgehensweise bei solchen Untersuchungen vgl. Brown/Warner (1985) und aus der neueren Literatur z. B. Lee/Varela (1997).

umgesetzt werden kann. Wir wenden uns deshalb nun direkt der Frage zu, ob es eine besonders "shareholder-value-gerechte" Unternehmenspolitik gibt.

### 3. Die zweifelhafte praktische Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts

#### 3.1. Gibt es eine besonders "shareholder-value-orientierte" Unternehmenspolitik?

Wie können Unternehmen ihren Aktionären die angestrebten hohen Kurse bescherehen? Diese Frage wird in der Literatur als Problem der praktischen Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts ausführlich diskutiert.<sup>8</sup> Kann es auf diese Frage spezielle, mit dem Shareholder-Value-Konzept verbundene Antworten geben, die sich von den "praktisch-normativen" Aussagen der derzeit noch weitgehend vorherrschenden entscheidungsorientierten Richtung der Betriebswirtschaftslehre unterscheiden? Das mag auf den ersten Blick zweifelhaft erscheinen, denn die meisten Empfehlungen der betriebswirtschaftlichen Literatur unterstellen das Ziel der Gewinnmaximierung und setzen diese, soweit ein mehrperiodischer Kontext relevant ist, mit der Marktwertmaximierung gleich.<sup>9</sup> Aber wenn man der einschlägigen Managementliteratur glauben darf, gibt es durchaus eine spezielle shareholder-value-orientierte Konzeption der Unternehmenspolitik. Sie betrifft insbesondere die Unternehmensorganisation und -steuerung. Als Sammelbegriff für die verschiedenen Ansätze dieser Art verwenden wir im folgenden den des Wertmanagements.<sup>10</sup> Zahlreiche Fachleute gehen sogar so weit, die Shareholder-Value-Orientierung einer Unternehmung begrifflich mit der Implementierung eines Wertmanagementkonzepts gleichzusetzen.<sup>11</sup>

In diesem Abschnitt wollen wir das vom Shareholder-Value-Gedanken inspirierte und durch diese Verknüpfung als empfehlenswert ausgezeichnete Wertmanagement einschätzen. Dazu fragen wir, welche Vorstellung bezüglich der Struktur und Strategie eines Unternehmens Wertmanagementkonzepte nahelegen. Unsere These dazu lautet, daß die generelle Empfehlung, Shareholder-Value-Orientierung durch die Implementierung eines Wertmanagementsystems zu realisieren, auf einem Mißverständnis beruht. Ihre Befolgung kann dazu führen, daß der Unternehmenswert gerade nicht maximiert wird.

---

<sup>8</sup> Vgl. etwa Kunz (1998), Stern (1997), S. 246, Stewart (1991), S. 118f., Pfaff (1998) und den Übersichtsartikel von Bromwich/Walker (1998).

<sup>9</sup> Vgl. Schmidt/Spindler (1997), S. 517ff., mit Nachweisen. In der Investitions- und Finanzierungstheorie ist die Zielsetzung der Marktwertmaximierung seit langem Standardlehrstoff; siehe dazu unten Abschnitt 4.

<sup>10</sup> Vgl. Bromwich/Walker (1998) und Bruhn et al. (1998). Terminologische Unterscheidungen sind teilweise weniger auf sachliche Unterschiede als auf das Marketing der Beratungsunternehmen zurückzuführen, die diese Konzepte umsetzen. Am weitesten geht dies bei dem unten anzusprechenden Konzept des "economic value added", dessen Bezeichnung EVA® Stern Stewart & Co. sogar als Markennamen geschützt haben. Wenn wir im folgenden den Zusatz ® weglassen, geschieht dies allein der Vereinfachung zuliebe.

<sup>11</sup> Etwa Kaplan/Cooper (1998), S. 265, und Stern (1997), S. 245. Am 20.1.1999 um ca. 22 Uhr wurde in einer n-tv Sendung Herr Stefan Schießler von der SGZ-Bank zu der Frage interviewt, was eine shareholder-value-orientierte Unternehmung sei. In seiner Antwort bezog er sich ausschließlich auf die Implementierung der angesprochenen Konzepte als *Definitionsmerkmal*.

Im Kern läuft die zentrale Empfehlung des Wertmanagements darauf hinaus, ein Unternehmen organisatorisch in Teile zu zerlegen, für die jeweils die Maximierung einer auf den betreffenden Unternehmensteil bezogenen Maßgröße für den Shareholder-Value-Beitrag als Ziel vorgegeben wird, und durch organisatorische Vorkehrungen die Möglichkeiten und die Anreize zur Erfüllung dieser Vorgabe auf dezentraler Ebene zu schaffen.<sup>12</sup> Ganz gleich, ob man beispielsweise die Empfehlungen von Price Waterhouse oder der Boston Consulting Group mit ihrem "Werthebelkonzept" im deutschen Sprachraum oder von Stern Stewart & Co., dem Marktführer im Bereich des Wertmanagement, mit ihrem "Economic Value Added" - Konzept betrachtet: Das Konzept muß unbedingt in der Unternehmung umgesetzt werden, und dazu ist deren Organisation entsprechend auf- und gegebenenfalls auch umzubauen.

Die Forderung, eine Organisation in allen ihren Teilen auf das Gesamtziel der Organisation festzulegen, kann nicht falsch sein. Allerdings ist sie nicht spezifisch für das Shareholder-Value-Konzept; sie gilt bei allen denkbaren Zielen. Um die shareholder-value-spezifische Position zu erkennen, muß man einen Schritt weitergehen und fragen, wie die Forderung nach Dezentralisierung zu verstehen ist. Hier ist der Befund allerdings klar: Die verschiedenen Konzepte der einzelnen Beratungsfirmen, die sich auf diesem Gebiet profilieren,<sup>13</sup> empfehlen übereinstimmend eine möglichst tiefgehende Untergliederung der Unternehmen und weisen den Unternehmensteilen *direkt* die Aufgabe zu, ihren *individuellen* Wertbeitrag zu maximieren.<sup>14</sup> In einem Zeitungsbeitrag, der über die Umsetzung des sogenannten Werthebelkonzepts der Boston Consulting Group bei Bayer berichtet, wird ein von dem Konzept überzeugtes Vorstandsmitglied mit dem Wunsch zitiert, den – individuellen - Wertbeitrag jeder Maschine messen und belohnen zu können.<sup>15</sup> Andere Advokaten des Konzepts sind - oder formulieren - hier zwar etwas vorsichtiger. Doch auch sie gehen, wenn auch nicht explizit, so doch offensichtlich, davon aus, daß man Unternehmensteilen *individuell* Wertbeiträge zurechnen könne und solle und daß die Summe dieser "Abteilungs-Wertbeiträge" dem Gesamtwertbeitrag der übergeordneten Organisationseinheit und damit auf der Ebene der Gesamtunternehmung der Shareholder-Value-Steigerung entspräche. Wie kann es zu einer solchen, alle Zurechnungsprobleme

---

<sup>12</sup> Insofern ist es nur konsequent, wenn in der schon mehrfach zitierten Price-Waterhouse-Studie (auf S. 16) zu lesen ist: "Die Implementierung des Shareholder-Value-Konzepts [ist] ein langfristiger Prozeß", der vermutlich auch sinnvollerweise "auf der strategischen Vorstands- bzw. Holdingebene beginnt und von dort aus bis auf untere Ebenen fortgesetzt wird." Es bestätigt – im Umkehrschluß – nur unsere Einschätzung, daß Shareholder-Value-Orientierung und Wertmanagement sogar begrifflich gleichgesetzt werden, wenn es dort weiter heißt, daß in der Expertenbefragung Adidas eine starke Ausrichtung auf den Shareholder Value attestiert wird, "obwohl das Konzept ..... bisher lediglich auf der Vorstandsebene implementiert worden ist." Somit scheint bei den befragten Experten doch eine klare Vorstellung davon vorzuherrschen, woran man das Ausmaß der Shareholder-Value-Orientierung erkennen kann.

<sup>13</sup> Nicht alle großen Beratungsfirmen tun dies, und dafür gibt es durchaus auch gute Gründe, die vermutlich auf ähnlichen Überlegungen beruhen, wie sie im folgenden skizziert werden.

<sup>14</sup> "You have to push EVA all the way down to the individual operating units to get people's attention and produce results", Adimado (1997), S. 251.

<sup>15</sup> Vgl. Nölting, A. (1998b), S. 114ff.

bagatellisierenden

Vorstellung

kommen?

### 3.2. Unternehmensinterne Organisations- und Steuerungsinstrumente

Nach Brickley/Smith/Zimmerman gibt es drei wesentliche organisatorische Strukturierungsaufgaben, die in einem Unternehmen gelöst werden müssen: Wie werden Entscheidungs- und Verfügungsrechte in einer Unternehmung verteilt und, als Unterpunkt dazu, wie werden Investitionsentscheidungen getroffen? Wie wird Leistung gemessen? Und wie wird Leistung honoriert? Die Art und Weise wie diese drei Fragen beantwortet werden, wird durch die "organizational architecture" einer Unternehmung bestimmt.<sup>16</sup> Damit eine Unternehmung – wie jede andere Organisation - erfolgreich ist, müssen die Antworten auf diese drei Fragen untereinander konsistent sein, und sie müssen in ihrer Gesamtheit zu der strategischen Ausrichtung, d.h. dem Ziel, der Marktposition und den Möglichkeiten der Unternehmung passen.

Ein Ausgangspunkt der Entwicklung von Organisations- und Steuerungskonzepten, die einer Orientierung am Shareholder Value zuträglich sein sollen, ist die Einsicht in die Schwächen herkömmlicher Organisations- und Steuerungskonzepte. Die Einordnung des Wertmanagements macht einen kurzen Blick auf die Entwicklung von Unternehmenssteuerungs- oder Controllingssystemen notwendig. Lange Zeit wurden bei den meisten Unternehmen nicht ausreichend aufeinander abgestimmte Steuerungssysteme angewendet. Die Systeme der Investitionsplanung und Budgetierung waren oft unverbunden mit den Rechenwerken, anhand derer der Erfolg derjenigen dezentralen Organisationseinheiten gemessen wurde, die die Investitionsprojekte vorschlugen und für ihre Realisierung verantwortlich waren. Auch die Belohnung von Führungskräften in einer wohlgedachten Abhängigkeit von dem Erfolg in ihrem Verantwortungsbereich war eher die Ausnahme als die Regel. Eine solche "Unternehmenssteuerung" führt allenfalls durch Zufall zu einer Maximierung des Unternehmenswertes.

Seit Jahren ist der RoI (Return on Investment) als weitgehend integriertes Steuerungsinstrument verbreitet. Diese Kennzahl mißt den erwarteten Nettoertrag einer Bezugseinheit, etwa einer Abteilung, im Verhältnis zum eingesetzten Kapital. Die zur Ermittlung des RoI benötigten Zahlen stammen aus dem betrieblichen Rechnungswesen. Die Steuerung anhand des RoI erfolgt – sehr vereinfacht gesagt - in der Weise, daß den dezentralen Organisationseinheiten Mittel zugewiesen werden, wenn der RoI der von ihnen vorgeschlagenen Investitionsvorhaben über einer meist auf die Situation des Unternehmensteils abgestimmten Mindesthöhe liegt. Die Erfolgsmessung von Abteilungen und im Prinzip auch die Bemessung der erfolgsabhängigen Entlohnungsbestandteile

---

<sup>16</sup> Vgl. Brickley/Smith/Zimmerman (1997), S. 6.

der verantwortlichen Führungskräfte erfolgt anhand des erwirtschafteten RoI. Mit RoI-Systemen läßt sich zumindest eine konzeptionelle Geschlossenheit der Unternehmenssteuerung erreichen. Soweit solche System gut austariert und konsistent implementiert sind, dürften sie auch einen positiven Effekt auf den Erfolg der betreffenden Unternehmung und damit auf den Shareholder Value haben.

Der RoI als Steuerungsinstrument weist allerdings beträchtliche Schwächen auf.<sup>17</sup> Einige sind durch das Konzept selbst vorgegeben, andere sind eher Folgen der Art und Weise, wie es implementiert wird. Entscheidend ist, daß die Konsistenz des Systems mit dem Unternehmensziel nicht gesichert ist, so daß selbst eine konsequente Umsetzung nicht zu einer Shareholder-Value-Maximierung führen würde. Der wesentliche Grund dafür ist, daß die intertemporale Interdependenz der Maßnahmen und Wirkungen nicht ausreichend erfaßt ist. Hier greift das EVA-Konzept ein. Es unterscheidet sich vom RoI durch die solidere kapitaltheoretische Basis. Der EVA ist eine periodenbezogene Erfolgsgröße, die den Ertragswert der Aktivitäten auf mehrere Perioden aufteilt und sich dabei auf Größen stützt, die nach vielfältigen Anpassungen dem Rechnungswesen entnommen sind. Das EVA-Konzept verbindet somit die moderne kapitaltheoretisch formulierte Zielsetzung mit der herkömmlichen Datenbasis.<sup>18</sup> Der Barwert des periodenbezogenen EVA einer Bezugseinheit ist – je nach spezifischer Situation – mit dem Ertragswert bzw. dem Kapitalwert gleichzusetzen.<sup>19</sup> Somit würde ein Verhalten der Entscheidungsträger in den Abteilungen oder Unternehmensteilen, durch das sie den als "Market Value Added" bezeichneten Barwert des periodenbezogenen EVA maximieren, im Prinzip auch den isolierten Marktwertbeitrag jeder Abteilung oder jedes Unternehmensteils *und insoweit den Shareholder Value* maximieren. Da der EVA als Erfolgsmaßstab und zugleich als Bemessungsgrundlage für Boni verwendet werden kann und soll, läßt sich über ein Anreizsystem weitgehend erreichen, daß die verantwortlichen Führungskräfte das System auch nutzen. Durch die Art, wie in dem EVA-Management-System nach Stern Stewart & Co. die Boni verfügbar

---

<sup>17</sup> Eine davon besteht darin, daß die Kennzahl RoI sich auf eine repräsentative Periode bezieht und Unterschiede in Bezug auf Zahlungszeitpunkte nicht adäquat erfaßt. Eine andere Schwäche ist die ungenügende Berücksichtigung von Risikounterschieden zwischen Investitionsvorhaben und Unternehmensteilen. Eine dritte Schwäche ist darin zu sehen, daß die für die Erfolgsmessung verwendeten Zahlen dem Rechnungswesen entstammen und oft auf bilanzrechtliche Vorschriften zurückzuführende Unvollständigkeiten und Verzerrungen aufweisen, so daß zum Beispiel ein Anreiz entsteht, Forschungs- und Entwicklungsausgaben zu unterlassen, um den Periodenerfolg und damit die erfolgsabhängige Bezahlung zu steigern. Oft ist zu beobachten, daß eine Orientierung am Mittelwert des RoI stattfindet und unterdurchschnittliche, aber vorteilhafte Projekte nicht verwirklicht werden. Schließlich ist die sachliche Verbindung zwischen der Zielgröße "Unternehmenswert" und den verwendeten Kennzahlen nicht hinreichend klar, was wiederum häufig dazu führt, daß Bonussysteme und dergleichen in rascher Folge verändert werden und wegen ihrer Instabilität dann nicht die erhofften Anreizwirkungen haben. Diese Liste der Mängel ist keineswegs vollständig.

<sup>18</sup> Vgl. Stewart (1991), S. 174f.

<sup>19</sup> Vgl. Stern et al. (1995), S. 32ff.

gemacht bzw. in einer "Bonusbank" akkumuliert werden, entsteht zudem ein Anreiz zu einer langfristigen Orientierung der Manager.<sup>20</sup>

Auch das EVA-Konzept hat Schwächen. Es löst nicht alle Probleme der verursachungsgemäßen Kosten- und Erfolgzurechnung. Auch ist ein EVA-basiertes Bonussystem kein theoretisch ideales Anreizsystem. Das System vermag in der gegenwärtigen Konzeption auch einige intertemporale Interdependenzen nicht adäquat zu erfassen.<sup>21</sup> Gleichwohl stellt es im Vergleich zu herkömmlichen unverbundenen "Systemen" wie auch gegenüber ROI-Systemen einen wesentlichen Fortschritt dar. Als "organizational architecture" ist es weitgehend konsistent. Dies impliziert jedoch nicht, daß diese "Organisationsarchitektur" auch zur Unternehmensstrategie paßt. Dieser Frage wenden wir uns nun zu.

### **3.3. Die durch EVA implizierte Vorstellung von Unternehmung und Strategie**

Welche Vorstellung einer Unternehmung steckt hinter dem EVA-System? Wie kann man sich die strategische Ausrichtung einer gemäß EVA zu steuernden Unternehmung vorstellen? Woher gewinnt ein "EVA-gemäßes" Unternehmen Wettbewerbsvorteile, und wodurch schafft es Wert?

Der Typus von Großunternehmen, zu dem das EVA-Konzept am besten paßt, ist der konglomerate Konzern. Er besteht idealtypisch aus drei Hierarchiestufen: den untereinander nicht verbundenen operativen Einheiten, den intermediären Organisationseinheiten (z.B. Divisionen) und der Konzernspitze. Die operativen Einheiten entwickeln Investitionspläne, reichen Kapitalanforderungen in der organisatorischen Hierarchie nach oben weiter und führen die Investitionen durch, wenn ihnen dafür die Mittel zugeteilt worden sind. Sie schaffen "economic value added", indem sie ihre Geschäftsbereichs- oder Unternehmensteilstrategien verfolgen. Die Erfolgsmessung mit Hilfe des EVA und die darauf bezogene erfolgsabhängige Belohnung der Führungskräfte, die einen wesentlichen Baustein des Konzepts bildet, schaffen zusammen die dafür geeigneten Anreize.

Die Rolle der mittleren Organisationshierarchien ist – wieder in idealtypischer Beschreibung – die von Postboten und Polizisten: Sie leiten die Investitionsanträge und Finanzmittel weiter und kontrollieren, daß alles, insbesondere der Prozeß der Kapitalallokation, seine Ordnung hat.<sup>22</sup> Sie leisten damit aber im Prinzip keinen eigenen aktiven Beitrag zur Entstehung von Wert. Das Konzept legt diese passive Rolle nahe: Der individuelle Wertbeitrag der einzelnen operativen

---

<sup>20</sup> Vgl. zur Darstellung und Begründung Stewart (1991), S.233ff.

<sup>21</sup> Beispielsweise sprengen Investitionen, die als Schaffung von Realoptionen gedeutet und bewertet werden müssen, und ohne Berücksichtigung ihres Optionscharakters einen negativen Kapitalwert hätten, das System. Vgl. zu Realoptionen etwa Dixit/Pindyck (1995), S. 105ff.

<sup>22</sup> Vgl. zur Darstellung Chandler (1991), S. 31ff., und zur Bewertung Bartlett/Goshal (1995), S.31ff.

Einheiten ist ja die entscheidende Größe, die zu steuern ist und die maximiert werden soll, und es ist nicht die Rolle der mittleren Ebenen, diesen Prozeß der Wertentstehung zu beeinflussen.

Die Rolle der Unternehmensspitze ist nicht ganz so passiv. Ihr fällt die Aufgabe zu, die Investitionsvorschläge zu bewerten und Mittel extern und intern zu beschaffen und den operativen Einheiten zuzuweisen. Faktisch und praktisch wird ein Teil dieser Funktionen auf die mittleren Ebenen delegiert; doch das ändert nichts am System: Die Spitze der divisionalisierten Großunternehmung ist in allererster Linie ein interner Kapitalmarkt. Sie erfüllt gegenüber den Unternehmensteilen sowohl die Finanzierungs- als auch die Kontrollfunktion des Kapitalmarktes. Wert schafft sie nur insoweit, als sie dies besser leistet, als es der Kapitalmarkt selbst könnte. Die strategische Rolle des "head office" reduziert sich auf die, ein kluger und aktiver Investor zu sein, der ein Portefeuille nur finanziell miteinander verbundener Teilunternehmen hält und verwaltet und von Zeit zu Zeit allein aufgrund von finanziellen Überlegungen umstrukturiert.

Das EVA-Konzept entspricht weitgehend den Erfordernissen einer divisionalisierten Großunternehmung in der von Williamson so bezeichneten M-Form.<sup>23</sup> Wie Williamson sehr klar herausgearbeitet hat, bilden ausschließlich Funktionsmängel des externen Kapitalmarktes den Grund dafür, daß die strategisch und operativ völlig selbständigen Unternehmensteile in einem Gesamtunternehmen, einem Konzern, zusammengefaßt sind. Kapital ist die entscheidende Ressource, deren effiziente Verwendung deshalb auch im Mittelpunkt steht. Die anderen in der durch Coase inspirierten Literatur zur Theorie der Unternehmung angesprochenen Gründe, warum es Unternehmen überhaupt gibt, und die in letzter Zeit in den Vordergrund des wissenschaftlichen Interesses getretenen vielfältigen Vorteile interner Beziehungen spielen im EVA-Konzept bzw. in den Unternehmen, die dieses Konzept anwenden, vom Konstruktionsprinzip her keine Rolle, soweit sie die Grenzen der EVA-gemäß abgegrenzten Teilunternehmen übergreifen. Verbundeffekte werden im Rechnungswerk und folglich auch im Anreizsystem nicht erfaßt,<sup>24</sup> und es würde sich für einen Abteilungsleiter nicht lohnen, sie zu nutzen oder auszubauen. Daß dies die beste Art ist, mit den Vorteilen umzugehen, die der Unternehmensverbund bieten könnte, versteht sich nicht von selbst. Gibt es potentielle Synergien, verführt das angeblich am stärksten dem Aktionärsinteresse entsprechende Organisations- und Steuerungssystem dazu, diese ungenutzt zu lassen. EVA fördert den Abteilungsegoismus und behindert die Kooperation: You get what you pay for!

---

<sup>23</sup> Vgl. Williamson (1975), S. 132f.

<sup>24</sup> Zimmerman (1997), S. 264f., nimmt wie folgt zu dem EVA-Konzept kritisch Stellung: "So, there is still lots of evidence of valuable synergies in the corporate world. You can measure the EVA of the whole firm. But when you try and divide it up, you've got the classic hamburger and hide problem of joint costs. And activity-based costing won't solve that problem. It's not just the allocation of joint costs, it's the allocation of joint benefits as well, such as Coca-Cola's brand name capital. It's a very contentious matter, and it's bound to involve subjective judgement by top management overseeing the entire organisation."

Wo Synergien oder Interdependenzen keine Rolle spielen, ist EVA als Steuerungssystem geeignet, Wert zu schaffen, denn es trägt zur Rationalität der Kapitalallokation bei und stärkt die Anreize zur Leistung auf dezentraler Ebene und die Kontrollmöglichkeiten der mittleren und obersten Ebenen. Damit kann Wertmanagement den Unternehmenswert steigern, so daß die Verknüpfung von Shareholder-Value-Orientierung und EVA für bestimmte Organisationsformen durchaus ihre Berechtigung hat. Dies deckt sich auch mit der Beobachtung, daß die Einführung von Wertmanagementsystemen in Großunternehmen zu Ertrags- und Wertsteigerungen geführt hat und insoweit shareholder-value-gemäß ist.

Just für jene Unternehmen stellt sich jedoch die Frage, ob die Steuerung mittels EVA das beste ist, was die betreffende Unternehmensleitung im Aktionärsinteresse unternehmen kann. Genau dort, wo das EVA- Konzept gut paßt, gibt es nämlich - in einer Welt *nicht* schlecht funktionierender Kapitalmärkte - keinen Grund, den Unternehmensverbund überhaupt aufrecht zu erhalten und Privateigentum und marktmäßige Anreize durch ein internes Rechnungs-, Steuerungs- und Entlohnungssystem zu simulieren. Möglicherweise entspricht die Unternehmenserschlagung den Aktionärsinteressen noch wesentlich mehr. Indem die Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts durch die Einführung von "Wertmanagement" geradezu dazu anhält, Verbundeffekte nicht zu suchen, zu schaffen und zu nutzen, legt es nahe, Unternehmen zu zerschlagen. Auch diese mögliche Folge der Art, wie das Shareholder-Value-Konzept praktisch umgesetzt wird, ist in der Realität beobachtbar. Das naheliegende Beispiel ist Hoechst. Man kann sich fragen, ob die Aufteilung des bisherigen Konzerns wirklich aus Anlegerinteresse sinnvoll ist, weil es keine Verbundeffekte etwa durch den Firmennamen oder die Loyalität der Mitarbeiter gibt, oder ob sie nur der von dem Steuerungskonzept nahegelegten Unterschätzung solcher Effekte geschuldet ist.

### **3.4. Strategische Neuausrichtungen und deren Implikationen**

Ist eine Unternehmensstrategie, die die Unternehmensteile nicht weitgehend gegeneinander abschottet, sondern Querbeziehungen ausbaut und so sehr wie möglich zu nutzen versucht, für den Aufbau von Wettbewerbsvorteilen besser geeignet, würde eine informationseffiziente Börse die Verfolgung einer solchen Strategie auch durch einen höheren Aktienkurs honorieren. Die "Organisationsarchitektur" muß nicht nur in sich konsistent sein, sondern sie muß auch zu der verfolgten Strategie passen. EVA und vergleichbare Konzeptionen passen nicht zu einer Gesamtunternehmensstrategie, die Verbundvorteile in den Mittelpunkt stellt, weil sie die zentralen Vorteile nicht erfassen und ihre Entstehung und Nutzung nicht fördern.<sup>25</sup> Ihre Implementierung ist

---

<sup>25</sup> "Neither EVA nor any accounting system is set up to handle this kind of problems that arises from synergies." Zimmerman (1994), S.264.

jedenfalls dann nicht als Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts bzw. als Indikator einer Ausrichtung der Unternehmung am Interesse der Aktionäre anzusehen, wenn stärker integrierte Gesamtunternehmensstrategien geboten sind als in der klassischen M-Form.

In den letzten Jahren haben sich eine Reihe von Veränderungen im Umfeld großer Unternehmen ergeben, die strategische und damit auch organisatorische Anpassungen nahelegen. Zuerst ist hier die Entwicklung der Kapitalmärkte zu nennen. Externe Kapitalmärkte sind nicht mehr so unterentwickelt, daß allein die Funktion, den externen Kapitalmarkt durch einen internen zu ersetzen, einen hinreichenden Existenzgrund und eine ausreichende Aufgabenbeschreibung für die Konzernspitze darstellt und ihr eine strategische Funktion zuweist.

Als zweites ist eine Gewichtsverschiebung zwischen den entscheidenden und knappen Ressourcen zu nennen, deren optimale Nutzung Wettbewerbsvorteile generiert. Kapital ist zwar nach wie vor von großer Bedeutung, aber zumindest nach weit verbreiteter Ansicht wird Wissen als Ressource im Sinne eines konzernweiten Wissensmanagements immer wichtiger.<sup>26</sup> Dies legt es nahe, Unternehmen als Systeme zu begreifen, deren Hauptaufgabe aus strategischer Sicht nicht (mehr) in der Beschaffung oder Erzeugung, Akkumulation, Verteilung und Nutzung von Kapital, sondern von Wissen besteht.<sup>27</sup> Insbesondere scheint heute auch eine bestimmte Art von Wissen wichtiger geworden zu sein als früher, nämlich solches, das sich in vielen Unternehmensbereichen verwenden läßt. Der ökonomische Nutzen dieser Verwendung kann entscheidend davon abhängen, daß die richtige Art von Wissen zur richtigen Zeit am richtigen Ort vorhanden ist.<sup>28</sup> Dadurch entstehen Verbundeffekte oder Synergien zwischen Unternehmensteilen, die wichtig, aber nur sehr schwer planbar sind.

Daß Wissen an einer Stelle in einem Unternehmen genutzt wird, schränkt seine Nutzbarkeit an anderer Stelle nicht in gleicher Weise ein, wie dies bei der Ressource Kapital der Fall ist. Die Aufgabe der Allokation von Wissen unterscheidet sich daher strukturell von der der Kapitalallokation.<sup>29</sup> In der – sich beinahe sprichwörtlich immer schneller verändernden - Realität ist es unvorstellbar, daß eine zentrale Instanz wissen kann, welches Wissen an welchem Ort gebraucht wird, und den strategisch wichtigen Wissenstransfer selbst veranlaßt. Dies macht es aber zugleich schwerer, Unternehmensteile durch ausschließlich quantitative Vorgaben zu steuern und die für sie verantwortlichen Führungskräfte anhand von erzielten, relativ leicht meßbaren Ergebnissen zu beurteilen und sie danach zu belohnen, denn es hängt nicht nur von ihnen ab, ob sie das strategisch wichtige Wissen innerhalb ihrer Organisation auch bekommen und nutzen

---

<sup>26</sup> Vgl. etwa Roos et al. (1998).

<sup>27</sup> So explizit Goshal et al. (1995), S. 756.

<sup>28</sup> Eine Parallele zu dieser Sichtweise findet sich in der strategischen Ausrichtung von Unternehmungen nach Kernkompetenzen bzw. intangiblen Ressourcen vgl. hierzu Collis/Montgomery (1997), insbesondere S. 25ff.

<sup>29</sup> Vgl. Hayek (1945).

können.<sup>30</sup> Verbundeffekte sind in diesen "neuen" Unternehmen nicht die Ausnahme von der Regel, die mit einem auf konsequente Dezentralisierung ausgerichteten Steuerungssystem vorgegeben und verfestigt wird.<sup>31</sup> Sie sind vielmehr von zentraler Bedeutung und stellen genau das dar, was sich unternehmensintern besser realisieren und nutzen läßt als über Märkte. Die Idee von Coase erhält damit auch in einem Konzern eine neue Aktualität.

Veränderungen dieser Art legen eine andere Organisationsarchitektur nahe, in der die Unternehmensteile stärker vernetzt sind.<sup>32</sup> Die organisatorischen Zwischenebenen und die Unternehmensspitze haben den Wissensaustausch zu ermöglichen und zu ermuntern. Die mittleren Ebenen müssen "Integratoren" werden, und die Unternehmensspitze muß sich mehr als "decision shaper" denn als "decision maker" verstehen.<sup>33</sup> Dies sind deutlich andere - und im Falle der mittleren Ebenen auch wesentlich aktivere - und wichtigere Rollen als die der Weiterleitung von Investitionsvorschlägen und der Kontrolle ihrer Umsetzung und der Entscheidung über Investitionsbudgets. Die strategische Bedeutung der "Vernetzung" wird adäquat in der theoretischen Vorstellung einer Unternehmung als eines Bündels von spezifischen und nur schwer über Märkte übertragbaren Ressourcen erfaßt, und organisatorisch entspricht es dieser Konzeption, seitliche oder "laterale" Organisationsstrukturen einzurichten.<sup>34</sup>

Dies hat auch Auswirkungen auf die Art der von Führungskräften geforderten Qualifikationen und der Entlohnungs- oder allgemeiner Kompensationssysteme. Weil Kooperations- und Integrationsfähigkeit über die Grenzen von Unternehmensteilen hinweg wichtiger geworden ist und Leistung weniger planbar und weniger leicht meß- und zurechenbar ist, kann die auf der Ebene der Unternehmensteile gemessene Leistung auch nicht die wesentliche Bemessungsgrundlage der Kompensationssysteme sein. Subjektive Bewertung von Führungskräften durch ihre Vorgesetzten anhand mehrerer und zum Teil auch qualitativer Kriterien, "skill-based pay" statt "performance-based pay" und Aufstieg in Unternehmenshierarchien bekommen zumindest in den Großunternehmen, für deren Erfolg die optimale unternehmensweite Nutzung von Wissen wesentlich ist, wieder eine größere Bedeutung als in dem Unternehmenstypus, auf den EVA und ähnliche Systeme ausgerichtet sind.<sup>35</sup> Wo Kooperation und die Schaffung von Voraussetzungen dafür, daß Kooperation sich gegebenenfalls schnell entfalten kann, so wichtig sind, wird schließlich auch die Ethik ein wesentlicher Teil der Unternehmensorganisation. Es ist bezeichnend, daß auch die zweifellos sehr wissensorientierten Beratungsunternehmen, die Wertmanagementsysteme bei ihren Klienten einführen, selbst andere Konzepte der

---

<sup>30</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1995).

<sup>31</sup> Vgl. Nohira/Goshal (1997).

<sup>32</sup> Vgl. Davenport/Prusak (1998).

<sup>33</sup> Vgl. Galbraith (1995), S. 5.

<sup>34</sup> Vgl. Galbraith (1994).

<sup>35</sup> Gibbons (1998).

Erfolgsmessung und Belohnung praktizieren und der Ethik des unternehmensinternen und – externen Verhaltens oft größte Bedeutung zumessen. Was dies für die inhaltliche Festlegung des "Unternehmensziels" bedeutet, diskutieren wir im folgenden Abschnitt.

Trifft die Vermutung zu, daß all das, was die neuen wissensbasierten Unternehmen und ihre neuen "vernetzten", "integrierten" und "transnationalen" Strukturen kennzeichnet und ihre strategischen Stärken ausmacht, immer wichtiger wird, dann ist die gängige Empfehlung der Managementliteratur, die angestrebte Shareholder-Value-Orientierung durch Wertmanagement praktisch umzusetzen, in der Tat ein Mißverständnis. Dieses Mißverständnis dürfte wesentlich mit der Faszination zu erklären sein, die der hohe Grad von Meßbarkeit und Objektivität auf Berater und Manager ausübt. Es ist aber auch nicht auszuschließen, daß das Interesse einiger Beratungsfirmen an vermarktbareren "Produkten" und das der Analysten, institutionellen Investoren und Börsengurus, besonders shareholder-value-orientierte Unternehmen identifizieren zu können, zu seiner Verbreitung beitragen.

Man darf aus unserer Kritik an der von den Verfechtern des Shareholder-Value-Ansatzes vertretenen Vorstellung, wie dieser Ansatz zu implementieren sei, und aus unserer Vermutung, daß die relativ leichte Meßbarkeit von geforderten und erbrachten Leistungen zur Popularität dieser Umsetzungskonzepte beigetragen haben könnte, nicht den Schluß ableiten, daß eine auf Kooperation und die bessere Verwertung von Wissen ausgerichtete Unternehmung ohne Messung und Anreizsysteme auskäme. Das Gegenteil trifft zu: Erfolgsmessung und an ihr anknüpfende Belohnungen für Leistung sind gerade dann wichtig, wenn die Aufgaben von der Sache her nur wenig präzise definiert werden können. In diesem Falle ist aber eine eindimensionale, nur quantitative Merkmale erfassende Meßmethode wie die nach EVA nicht sachgerecht. Es gibt Vorschläge wie die Balanced Scorecard von Kaplan/Norton (1996), wie Leistung mehrdimensional und unter Einbeziehung qualitativer Merkmale gemessen und darauf aufbauend entlohnt werden kann. Dabei zeigt sich folgender Zusammenhang: Immer dann, wenn es zu den geforderten Aufgaben gehört, Synergien zu nutzen und die für die Erzeugung von Synergien notwendigen Vertrauensbeziehungen zu pflegen, muß sich die an die Messung anschließende Belohnung mehr als im EVA-Konzept an dem Gesamtwert der Unternehmung ausrichten, weil die über Messung und Belohnung zu erzeugenden Anreize darauf abzielen sollten, diesen zu steigern. Dies ist deshalb sinnvoll, weil die Orientierung am Gesamtwert auch die Interessen anderer "Stakeholder" in Betracht zieht und damit die beste Voraussetzung für dauerhafte wirtschaftlich vorteilhafte Beziehungen schafft.<sup>36</sup> Der leichter beobachtbare und damit

---

<sup>36</sup> Aus dieser Formulierung ergibt sich, daß wir den "Gesamtwert" nicht nur als die Summe des Wertes von Eigenkapital und Fremdkapital gemäß der engen, in der Finanzierungsliteratur üblichen Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapitalgebern verstehen, sondern weiter als den Wert aller Ansprüche und (berechtigten) Erwartungen aller Stakeholder-Gruppen auf zukünftige Vorteile aus ihrer Zusammenarbeit mit der Unternehmung.

leichter vertraglich zu vereinbarende "Shareholder Value" kann in einer Entlohnungsformel durchaus eine wichtige Rolle spielen – doch eher als ein Ersatz für den unter Anreizaspekten letztlich wichtigeren Gesamtwert denn als eigentliche Zielgröße.<sup>37</sup>

Greifen wir noch einmal den Zusammenhang zwischen Shareholder-Value-Orientierung und Börsenbewertung auf. Die Umsetzung des Shareholder-Value-Ansatzes durch die Einführung von Wertmanagement dürfte aus den schon genannten Gründen kurzfristig positive Auswirkungen auf den Aktienkurs haben. Langfristig könnte sie sich hingegen negativ auswirken, weil sie die Entstehung von Wert durch Synergie und Kooperation strukturell ausblendet und sogar behindert. Wenn die Börse dies *nicht* korrekt antizipiert und somit eine gewisse Parallelität zwischen periodenbezogener Performance und Aktienkursentwicklung entsteht, steigt der Kurs bei der Einführung eines Wertmanagementsystems zuerst. Wenn der erste positive Effekt, Anreize innerhalb der Unternehmensteile zu verstärken und Kontrollen zu erleichtern, sich aber abgenutzt hat und der negative Effekt, Synergiepotentiale zu unterdrücken, die Oberhand gewinnt, könnte es zu Kursenkungen kommen. Es muß weiteren Arbeiten vorbehalten bleiben, dies empirisch zu untersuchen.

#### **4. Der zweifelhafte normative Geltungsanspruch des Shareholder-Value-Konzepts**

##### **4.1. Shareholder-Value-Maximierung als Norm für die Unternehmensleitung**

Von seinen Anhängern und Gegnern wird das Shareholder-Value-Konzept als eine Norm verstanden, die sich vor allem an die Spitzenmanager von Publikums-Aktiengesellschaften richtet: Sie *sollen* den Wert des Eigenkapitals bzw. den Aktienkurs als Maß des Shareholder Value maximieren. Häufig stehen dahinter offene oder versteckte politische Wertungen und Absichten wie beispielsweise der Vorwurf, Vorstände erfüllten ihre Pflichten gegenüber den Aktionären nicht genügend und verfolgten statt dessen eigene Interessen oder räumten den Interessen anderer Stakeholder zu viel Gewicht ein oder die politischen, gesellschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse ermunterten oder zwängen sie sogar zu einem solchen Verhalten, oder die Befürchtung, daß die Forderung nach Shareholder-Value-Orientierung vor allem Interessen der Mitarbeiter, der Gläubiger, des Fiskus, der relevanten Kommunen etc. zurückdrängen und Mitbestimmungsrechte und soziale Sicherungen und Errungenschaften oder die Sozialpflichtigkeit und die Umweltorientierung der Großunternehmen in Frage stellen soll.<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> Damit der Zusammenhang zwischen individueller Anstrengung und der für die Entlohnung maßgeblichen Zielgröße Gesamtwert (oder ersatzweise Shareholder Value) nicht zu lose und damit die Anreizwirkung zu schwach wird, kann es sich für stark kooperationsorientierte Unternehmen empfehlen, die Unternehmensgrenzen eng zu ziehen und möglichst viele Funktionen, deren Erfüllung leichter meßbar und belohnbar ist, auszugliedern.

<sup>38</sup> Vgl. zum Nachweis einiger solcher Positionen Schmidt/Spindler (1997), S. 515f.

Vielen durchaus wertenden Diskussionbeiträge liegt keine klare Vorstellung davon zugrunde, warum die weitgehende oder sogar ausschließliche Bindung von Vorständen an das Vermögensinteresse der Aktionäre gelten soll und was dabei genau unter der geforderten Shareholder-Value-Orientierung zu verstehen ist. Offenbar hängen der mögliche Geltungsanspruch und der genaue Inhalt der Forderung zusammen. Interessant und gehaltvoll wird die Normdiskussion erst dann, wenn man dabei über die Selbstverständlichkeiten hinausgeht, daß Aktionärsinteressen wichtig sind und daß Aktionäre an hohen Aktienkursen interessiert sind.

Nach verbreiteter Vorstellung ergibt sich die normative Geltung der "Shareholder-Value-Orientierung" schon daraus, daß die Aktionäre die Eigentümer einer AG seien. Dieses Argument ist rechtlich fragwürdig, denn eine AG ist eine juristische Person, und als solche hat sie keine Eigentümer. Die Aktionäre sind nur die Eigentümer der Aktien und Mitglieder der Gesellschaft. Vor allem aber ist das Argument logisch unbefriedigend: Eigentümer in einem umfassenden ökonomischen Sinne sind die Aktionäre genau dann, wenn sie das Recht haben, daß alle Entscheidungen von ihnen oder in ihrem Interesse getroffen werden, d.h. wenn sie nicht nur "residual claimants" sind, sondern auch alle "residual decision rights" innehaben. Aber es geht ja gerade darum, ob dies der Fall sein soll oder nicht. Es würde einen Zirkelschluß darstellen, wenn man mit ihrer Einstufung als Eigentümer diese Rechtsposition der Aktionäre voraussetzen würde, um sie dann aus der Prämisse wieder als normativ geboten abzuleiten.<sup>39</sup>

Juristen diskutieren, ob das Shareholder-Value-Konzept mit der Pflichtenbestimmung für den Vorstand nach dem Aktiengesetz vereinbar ist. Sie stützen sich dabei auf Konstrukte wie das "Unternehmensinteresse" und das "Gesellschaftsinteresse" und kommen so zu unterschiedlichen und für Ökonomen mitunter schwer nachvollziehbaren und allein dadurch nicht überzeugenden Ergebnissen.<sup>40</sup>

Die ökonomische Diskussion läßt sich als zweistufig kennzeichnen. Auf der ersten Stufe steht die Denkfigur der Marktwertmaximierung, wie sie in jedem einführenden Lehrbuch der Investitions- und Finanzierungstheorie als eine Verallgemeinerung der Zielsetzung Gewinnmaximierung auf den Fall von Mehrpersonen- und Mehrperioden-Entscheidungen präsentiert wird.<sup>41</sup> Die Grundlogik der Marktwertmaximierung ist einfach: Die Geltung dieser Zielsetzung setzt *nicht* voraus, daß bei Unternehmensentscheidungen nur die Interessen der "Shareholder" zu berücksichtigen seien. Es gibt auch andere Stakeholder mit legitimen Interessen. Doch es wird unterstellt, daß deren Interessen dadurch hinreichend Rechnung getragen wird, daß sich eine Unternehmensleitung bei ihren Entscheidungen an abgeschlossene Verträge und an Gesetze hält, die diese Verträge

---

<sup>39</sup> Vgl. dazu insbesondere Blair (1995), S. 202.

<sup>40</sup> Vgl. Mühlbert (1997) und dazu sowie zu einem kritischen Überblick über die Entwicklung der juristischen Diskussion Schmidt/Spindler (1997), S. 534ff.

<sup>41</sup> Vgl. beispielsweise Schmidt/Terberger (1997), Kap. 2.

ergänzen und absichern. Die anderen Interessengruppen haben ja die Freiheit, sich nicht auf die Verträge mit der Unternehmung einzulassen. Wenn sie es doch tun, dann wohl weil es in ihrem Interesse liegt. Wenn diese Bedingung erfüllt ist, dann kann eine ausschließliche Orientierung der noch verbleibenden, d.h. nicht durch Verträge und Gesetze vorbestimmten Entscheidungen an Eigentümerinteressen zu einer effizienten Allokation der volkswirtschaftlichen Ressourcen führen.

Wenn es mehrere Eigentümer gibt, die sich hinsichtlich ihrer Zeit- und Risikopräferenzen unterscheiden, sind auch innerhalb des Aktionärskreises Interessenkonflikte nicht ausgeschlossen. Die Marktwertmaximierung stellt für diesen Fall eine die Konflikte auflösende Zielgröße und ein Entscheidungskriterium für Unternehmensentscheidungen dar, auf die sich alle Aktionäre in einer Abstimmung einigen würden. Dahinter steht folgende Überlegung: Wenn ein Aktionär den unsicheren zukünftigen Dividendenstrom, der aus der vom Management verfolgten Unternehmenspolitik A resultiert, nicht so hoch bewertet wie den mit der Politik B erreichbaren, kann er seinen Anteil verkaufen und einen Dividendenstrom kaufen, der seinen Präferenzen entspricht. Wenn die Politik A den Kurs der Aktien am höchsten - und damit auch höher als bei Politik B - werden läßt, dann erlöst der vermeintlich unzufriedene Aktionär beim Verkauf am meisten und kann einen Dividendenstrom der von ihm gewünschten Struktur erwerben, der breiter ist als derjenige, den ihm als Aktionär die Unternehmenspolitik B verschaffen würde. Deshalb befürwortet auch er eine Politik der Marktwertmaximierung. Dies gilt für alle Aktionäre: Sie befürworten einstimmig die Marktwertmaximierung als Unternehmenspolitik. Die Zielsetzung der Marktwertmaximierung kann deshalb auch von der Gesamtheit der Aktionäre dem Vorstand als Entscheidungsregel vorgegeben werden. Somit erscheint die Forderung nach einer Shareholder-Value-Orientierung als theoretisch begründet und ökonomisch sinnvoll und zumindest insoweit auch als normativ geboten.

Wenden wir uns nun der zweiten Stufe der ökonomischen Argumentation zu. Unter theoretisch ausgerichteten Ökonomen wird heute vor allem diskutiert, wie diejenigen Bedingungen, unter denen die Marktwertmaximierung im gemeinsamen Interesse aller Aktionäre liegt, zu einer effizienten Allokation der volkswirtschaftlichen Ressourcen führt und auch zur Lösung des Problems der Verhaltenssteuerung von Managern genutzt werden kann und insofern im Prinzip auch als Norm überzeugend erscheint, im Detail zu formulieren sind und ob sie als realistisch eingestuft werden können. Die Ergebnisse dieser Untersuchungen sind für die Befürworter einer sehr rigiden Vorstellung vom Inhalt und der normativen Verbindlichkeit der angesprochenen Norm eher ernüchternd: Diese Voraussetzungen sind extrem restriktiv und faktisch nicht erfüllt. Die aus wohlfahrtstheoretischer Sicht zweifelsfreie normative Geltung des Shareholder-Value-Konzepts setzt nämlich, ganz im Geiste der herrschenden neoklassischen mikroökonomischen Theorie des allgemeinen Gleichgewichts, vollkommene und vollständige Kapitalmärkte<sup>42</sup> und

---

<sup>42</sup> Vgl. dazu neuestens Laux (1999) und allgemeiner Laux (1998), S. 325ff.

vollkommene und vollständige Verträge voraus. Wenn diese Voraussetzungen erfüllt wären, würde sich freilich das Problem der Unternehmensverfassung in Luft auflösen. Den Managern könnte von den Aktionären eindeutig vorgeschrieben werden, wie sie sich unter allen denkbaren Umständen zu verhalten haben, und alle anderen Stakeholder könnten sich durch Verträge problemlos und vollkommen absichern. Manager und Eigentümer brauchten auch keinen Handlungsspielraum, den sie zu Lasten der Aktionäre oder anderer Interessentengruppen mißbrauchen könnten, und es bedürfte keiner Norm außer der, daß Verträge einzuhalten sind, um dieses Ermessen zu begrenzen.<sup>43</sup> Damit erweist es sich als ein Mißverständnis zu glauben, daß die Shareholder-Value-Orientierung aus theoretischen Gründen geboten und zudem als Norm weitgehend unproblematisch wäre.

In der "realen Welt" mit unsicheren Erwartungen sind Kapitalmärkte nicht vollkommen und vor allem nicht vollständig. Man kann nicht alle Ansprüche auf zukünftige Vorteile in allen denkbaren Umweltlagen ohne Transaktionskosten und zu gegebenen Marktpreisen kaufen und verkaufen. Deshalb ist die Marktwertmaximierung auch aus der Sicht der Aktionäre allenfalls ein pragmatisch plausibles aber eben kein theoretisch streng als sinnvoll herleitbares "Unternehmensziel". In der "realen Welt" sind auch Verträge so gut wie immer unvollständig. Dies gilt für die Verträge zwischen Aktionären und Managern ebenso wie für die zwischen der AG als Rechtssubjekt und den anderen Interessentengruppen neben den Aktionären. Trotz Verträgen und Gesetzen bleibt ein Spielraum für Entscheidungen, der von den Managern gegenüber den "Shareholdern" bzw. von der AG gegenüber den anderen Stakeholdern in einer Weise genutzt werden kann, die auch solche Interessen verletzt, die in einem idealen Vertrag abgesichert würden. Es ist Raum für "moral hazard" oder "hold up": Wenn die Verträge geschlossen sind und dann konkrete Entscheidungen anstehen, kann es im Interesse derer liegen, die dann über Informationsvorteile und Entscheidungsspielräume verfügen, diese auch zu Lasten ihrer Vertragspartner auszunutzen.<sup>44</sup>

#### **4.2. Ein alternativer Ansatz: "faire Gesamtwertmaximierung"**

Aus der Unvollständigkeit zeitübergreifender Verträge erwächst das Interesse derer, die später negativ betroffen sein können, an Absicherungen oder Bindungen. Aber nicht nur das – es liegt auch im Interesse derer, die später in der stärkeren Position sein werden, also der Manager bzw. der Gesellschaft, daß die anderen geschützt werden, denn wenn sie es nicht sind und wenn sie dies richtig voraussehen, werden sie sich selbst schützen. Die einfachste Möglichkeit des

---

<sup>43</sup> Erste gedankliche Schritte über diese wissenschaftliche "Pattsituation" hinaus, nämlich der, daß bisher lediglich gezeigt worden ist, daß in einer Welt unvollkommener Märkte und Verträge die Marktwertmaximierung keine "first best-Lösung" darstellt, finden sich in einer neuen Arbeit von Tirole (1999), der auch wie wir davon ausgeht, daß die ausschließliche und jederzeitige Orientierung der Manager an dem Interesse der Aktionäre nicht von vornherein als richtig unterstellt werden kann, und der in seiner Analyse berücksichtigt, daß sich nicht alle Interessenkonflikte durch vollständige Verträge ausräumen lassen.

<sup>44</sup> Klein et al. (1978) und Williamson (1985).

Selbstschutzes besteht darin, sich nicht auf die entsprechenden Verträge einzulassen, eine andere darin, sich nach Vertragsabschluß nicht in eine Situation zu begeben, in der es schwierig wäre, sich ohne Verluste aus der Beziehung zu lösen.

Um die Diskussion überschaubar zu halten und weil es faktisch den wichtigsten Anwendungsfall der im folgenden zu entwickelnden allgemeineren Überlegung darstellt, sei die Situation sehr qualifizierter Mitarbeiter betrachtet. Was würde es für die Beziehungen einer AG zu solchen Mitarbeitern bedeuten, wenn das Management an die Norm gebunden wäre, jederzeit den Marktwert des Eigenkapitals zu maximieren?

In vielen Fällen - und heute vielleicht mehr denn je - gründet sich der Wert qualifizierter Mitarbeiter vor allem darauf, daß sie Wissen verkörpern, das auf die besondere Situation ihres Unternehmens ausgerichtet ist. Diese Mitarbeiter *sollen* im Interesse der Unternehmung und im eigenen Interesse viel unternehmensspezifisches Humankapital bilden und nutzen. Definitionsgemäß ist spezifisches Humankapital an anderer Stelle nicht so viel wert wie in der betreffenden Unternehmung. Außerdem kostet es Zeit, unternehmensspezifisches Humankapital zu bilden und Mitarbeiter mit viel spezifischem Humankapital zu ersetzen. Das schafft Abhängigkeiten für beide Seiten.

Es ist allerdings nicht leicht, zeitnah und eindeutig zu überprüfen, ob Mitarbeiter solches Humankapital bilden und nutzen. Weil eine entsprechende Verpflichtung auch nicht rechtlich durchsetzbar wäre, kommt eine strikt leistungsabhängige Entlohnung für derartige Mitarbeiter nicht in Betracht. Ihnen werden vielmehr typischerweise dauerhafte Beschäftigung und Aufstiegschancen in Aussicht gestellt.<sup>45</sup> Aber auch dies ist nicht einklagbar. In einer solchen Situation besteht offenbar ein starkes Interesse der Mitarbeiter, daß die Unternehmensleitung durch ihre Politik auch die Voraussetzungen für die in Aussicht gestellte Dauerhaftigkeit des Arbeitsverhältnisses und die Aufstiegsmöglichkeiten schafft. Qualifizierte und auf die speziellen Verhältnisse der Unternehmung eingerichtete Mitarbeiter sind damit in einer ähnlichen Position wie Eigenkapitalgeber: Für sie ist entscheidend, wie die zukünftigen Entscheidungen getroffen und damit die unvermeidlichen Unvollkommenheiten in den Verträgen ausgefüllt werden. Sie haben etwas zu verlieren, sie haben aber nicht nur etwas "at stake", sondern sie sind auch insofern "residual claimants", als ihre zukünftigen Einkommenserwartungen vom Schicksal der Unternehmung abhängen.

Aber nicht nur das – es liegt auch im Interesse der Gesellschaft und damit der Aktionäre, daß diese Mitarbeiter sich als hinreichend geschützt empfinden: Sind sie es nicht und erkennen sie diese Gefahr, werden sie entweder überhaupt nicht für die Unternehmung zu gewinnen sein oder

---

<sup>45</sup> Vgl. dazu insbesondere Rajan/Zingales (1998).

zumindest nicht in dem Ausmaß unternehmensspezifisches Humankapital bilden, in dem dies wünschenswert wäre. Gleichwohl muß man hier die Gefahr erkennen, daß sich die Interessen der "Arbeitgeber" im Zeitablauf ändern: Sie wollen zwar, daß Mitarbeiter den Versprechungen von dauerhafter Beschäftigung und Aufstiegschancen Glauben schenken und infolge dessen viel unternehmensspezifisches Humankapital bilden. Aber gleichzeitig wollen die Arbeitgeber *später* die Möglichkeit haben, diese Versprechen zu brechen, weil dies *später* durchaus den "Shareholder Value" steigern kann. Genau deshalb sind die Versprechungen nicht glaubwürdig. Die Vorgabe für die Spitzenmanager, *jederzeit* den Aktienkurs zu maximieren, zwingt geradezu zu einem Verhalten, das von den Betroffenen antizipiert werden kann und damit verhindert, was man erreichen will.

Was folgt daraus für die Unternehmensverfassung und speziell für die Zielsetzung einer Unternehmung? Es legt nahe, Mitbestimmung und arbeitsrechtlichen Schutz als funktional zu interpretieren. Sie sind – jedenfalls bei bestimmten Ausformungen – Mittel zur Herstellung wirksamer Bindungen und Voraussetzungen zur Stärkung des Humankapitals und damit letztlich auch der Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen.<sup>46</sup> Aber nicht alle Probleme können in mitbestimmungsrechtlichen Gremien und Prozessen und in arbeitsrechtlichen Verfahren geklärt werden. Die unvermeidliche Unvollständigkeit aller wichtigen Verträge wirkt sich auch dahingehend aus, daß das Management wirklich und nicht nur, um implizite Verträge mit anderen Stakeholdern brechen zu können, Flexibilität braucht. Ein idealer Vertrag würde diesem Erfordernis Rechnung tragen: Er würde neben Gremien und Prozeduren zur Konfliktlösung auch ethische Normen dafür vorsehen, wie in unvorhergesehenen Situationen Interessen gegeneinander abgewogen werden können. Er wäre nicht nur ein substantieller Vertrag, sondern auch ein konstitutioneller.

Hierzu gibt es zwei Vorschläge. Der bekanntere besteht darin, die Unternehmung als eine Koalition aus verschiedenen Interessengruppen zu sehen und ihre Verfassung entsprechend zu gestalten.<sup>47</sup> Dem Vorstand käme dabei die Rolle zu, für einen "fairen" Interessenausgleich zu sorgen. Ein Nachteil dieser Konzeption besteht darin, daß der Maßstab fehlt, nach dem der Vorstand seine "überparteiliche" Rolle "fair" ausfüllen und anhand dessen er seine Entscheidungen normativ begründen könnte. Der zweite Nachteil ist, daß der Vorstand selbst Partei ist und der Versuchung ausgesetzt wäre, seine eigenen Interessen für "das Unternehmensinteresse" zu halten. Ein dritter Nachteil ist, daß es schwer sein könnte, Aktionäre zu gewinnen, die einer so verstandenen und so gestalteten Unternehmung Eigenkapital zur Verfügung stellen würden, weil die pluralistische Unternehmensverfassung keine Vorkehrungen enthält, die die wirtschaftliche Überlebensfähigkeit der Unternehmen fördern würde.

---

<sup>46</sup> Vgl. Bertelsmann Stiftung/Hans-Böckler-Stiftung (1998).

<sup>47</sup> Ein grundlegender Beitrag für diese Sichtweise ist Steinmann (1969).

Ein anderer Vorschlag<sup>48</sup> geht davon aus, daß eine Unternehmung typischerweise als Veranstaltung der Gründer-Kapitalisten in Gang gesetzt worden ist, um für diese Shareholder Value zu schaffen, und daß die Beziehungen zu den meisten anderen Stakeholdern zumindest ursprünglich als Vertragsbeziehungen entstehen, so daß sie sich schützen und sozusagen ihren "Stakeholder Value" sichern können, indem sie sich gegebenenfalls nicht auf ihnen angebotene Verträge einlassen. Als Leitidee für die Ausgestaltung einer Unternehmensverfassung kommt die Vorstellung des "idealen" Vertrages in Betracht. Damit ist der Vertrag gemeint, den die verschiedenen Stakeholder schließen würden, wenn es die Probleme der Zeitinkonsistenz von Verhaltensanreizen und der sich später einstellenden Informationsvorsprünge und Verschiebungen von Verhandlungsmacht, also von "moral hazard" und "hold up", nicht gäbe. Wir sehen keinen triftigen Grund, daran zu zweifeln, daß sich unter diesen bewußt idealisierten Bedingungen die Beteiligten nur auf Verträge einlassen würden, die in ihrem Interesse liegen, und daß die Verträge fair, also im Sinne der Intentionen beider Seiten bei Vertragsabschluß, umgesetzt würden.

Als Unternehmensziel, an das sich der Vorstand einer AG zu halten und dessen Verfolgung der – sinnvollerweise mitbestimmte - Aufsichtsrat zu überwachen hätte, kommt die Gesamtwertmaximierung in Betracht: Der Gesamtwert einer Unternehmung ist die Summe der Werte der allen Interessengruppen zufließenden Vorteile. Gesamtwertmaximierung ist nicht in jedem Zeitpunkt gleichzusetzen mit der Maximierung des Wertes des Eigenkapitals, denn eine Wertsteigerung für die Aktionäre, also "Shareholder Value", kann aus der Ausnutzung der schwächeren Position der Nicht-Aktionäre oder, anders ausgedrückt, aus Umverteilungen zu deren Lasten entstehen.<sup>49</sup> Nur im (fiktiven) Zeitpunkt der Gründung und des Abschlusses der Verträge mit den anderen Stakeholdern ist die Maximierung des "Shareholder Value" (fast immer) gleichbedeutend mit der Maximierung des Gesamtwertes, weshalb man statt von Gesamtwertmaximierung (*ex nunc*) auch von "Shareholder-Value-Maximierung *ex tunc*" und statt von "radikaler" und jederzeitiger auch von "moderater" Shareholder-Value-Orientierung sprechen kann.<sup>50</sup> Später, nach dem (fiktiven) Zeitpunkt der Gründung, ist diese Gleichsetzung nicht mehr möglich, denn Vermögensumverteilungen oder Steigerungen des Wertes für die Aktionäre auf Kosten der anderen Parteien - oder umgekehrt Steigerungen des Wertes für die anderen Stakeholder auf Kosten der Aktionäre – durch Entscheidungen des Managements sind durch die Norm der Gesamtwertmaximierung nicht ausgeschlossen. Um ein Unternehmen liquide und wettbewerbsfähig zu halten, müssen sie auch möglich sein. Sie kommen aber nur in Betracht, wenn und soweit sie in dem gedachten ursprünglichen idealen Vertrag als zulässig vereinbart worden wären. Dort hätte man vermutlich nur solche späteren Umverteilungen zugelassen, bei

---

<sup>48</sup> Vgl. dazu ausführlicher Schmidt/Spindler (1997) und kürzer Schmidt (1997).

<sup>49</sup> Vgl. Shleifer/Summers (1988) zu diesem Argument.

<sup>50</sup> Von Gesamtwertmaximierung sprechen zum Beispiel Blair (1995), Kap. 6, und Blair/Stout (1998). Die Unterscheidung zwischen einem radikalen und einem moderaten Shareholder-Value-Ansatz stammt aus Schmidt/Spindler (1997) und ist dort weiter ausgeführt.

denen die eine Seite mehr gewinnt, als die andere verliert, d.h. nur solche, die den Gesamtwert erhöhen.

Das Konzept der Gesamtwertmaximierung oder der moderate Shareholder-Value-Ansatz hat einige Schwächen. Die wichtigste ist wohl die, daß die Vorgabe an den Vorstand, er solle den Gesamtwert maximieren - oder er solle den Wert des Eigenkapitals maximieren, dabei aber die legitimen Interessen der anderen Stakeholder in fairer Weise berücksichtigen - als handlungsleitende Maxime wenig handfest und deshalb schwer zu befolgen ist. Allerdings muß man hier nicht zu pessimistisch sein: Wer wie Horst Steinmann viel Vertrauen in die Kraft begründender und begründeter Rede auch in Situationen mit offenen Interessenkonflikten hat,<sup>51</sup> gewinnt mit dem vorgeschlagenen Rückgriff auf einen fiktiven idealen Vertrag einen Maßstab dafür, welche Argumente in dem interessen- und konfliktbezogenen Diskurs – beispielsweise zwischen Vorstand und mitbestimmtem Aufsichtsrat - zulässig und gewichtig sind.

Wichtig erscheint noch ein anderer Vorteil: Mit dem vorgeschlagenen Konzept wird die gängige Empfehlung des Shareholder-Value-Ansatzes in einem entscheidenden Punkt modifiziert: Es werden die negativen Anreize, zu wenig unternehmensspezifisches Humankapital zu bilden, abgeschwächt, indem ein Gegengewicht gegen die dem radikalen Shareholder-Value-Konzept inhärente Aufforderung zur wohlfahrtstheoretisch ineffizienten, d.h. den Gesamtwert vermindern, Steigerung des Aktienwertes auch auf Kosten anderer gesetzt wird. Damit wird eine Voraussetzung dafür geschaffen, daß viel "Value" entsteht. Die Aufforderung an das Management, sich konsequent um eine Wertsteigerung zu bemühen, verliert das Odium der Parteilichkeit und ihre inhaltliche Fragwürdigkeit und wird damit auch als wirtschaftlich vernünftige und ethisch faire Norm akzeptierbar und letztlich, wenn man Akzeptanz als Basis der Verbindlichkeit betrachtet, auch gültig.

## **5. Schlußbemerkungen**

Wir haben in unserem Beitrag drei verbreitete Mißverständnisse in der aktuellen Diskussion des Shareholder-Value-Ansatzes diskutiert. Die dabei aufgegriffenen Positionen betreffen die Wirkung, die praktische Implementierung und den normativen Geltungsanspruch des Shareholder-Value-Konzepts. Sie stellen Vermutungen dar, daß es sich aus Sicht der Aktionäre lohnt, ihr Interesse an hohen Aktienkursen zur Richtschnur der Unternehmenspolitik zu machen, daß sich eine systematische Shareholder-Value-Orientierung praktisch umsetzen läßt und daß es vorteilhaft ist, sie in einer bestimmten Weise umzusetzen und daß sie moralisch-ethisch als Norm geboten und als solche aus theoretischen Gründen auch wenig problematisch ist.

---

<sup>51</sup> Vgl. Steinmann (1978).

Die drei Positionen hängen zusammen: Es stärkt die Überzeugungskraft einer Empfehlung und vermutlich auch die Bereitschaft, ihr zu folgen, wenn man zeigen kann, daß es sich lohnt, sie zu akzeptieren, daß und wie sie sich umsetzen läßt und daß sie zudem "moralisch sauber" ist.

Die drei aufgegriffenen Vermutungen sind in dieser Allgemeinheit nicht zu kritisieren. Erst die Konkretisierung zeigt die Schwächen: Wir teilen zwar die Vermutung, daß sich eine Ausrichtung der Unternehmenspolitik an dem Vermögensinteresse der Aktionäre für diese lohnt. Aber so, wie dies in der aufgegriffenen Literatur gezeigt werden soll, gerät der vermeintliche empirische Beleg zur Propaganda für Beratungskonzepte und für eine einseitige Machtverschiebung in Großunternehmen. Das erste von uns aufgegriffene Mißverständnis ist allerdings unseres Erachtens das am wenigsten gravierende.

Wir teilen auch die Einschätzung, daß sich ein Shareholder-Value-Konzept umsetzen läßt. Aber die in der Literatur mit Vehemenz vorgetragene Vorstellung, wie dies praktisch zu geschehen habe, scheint uns auf einem Mißverständnis zu beruhen. Die verbreiteten Implementierungskonzepte unterschätzen die Bedeutung von Kooperation und Vertrauen innerhalb von Unternehmen und behindern die Kooperation und die Herausbildung von Vertrauen. Damit wird auch der Bedeutung von Wissen als einer vielfältig nutzbaren Ressource nicht ausreichend Rechnung getragen und zugleich wird die Rolle von ethischen Normen in der Unternehmensführung zu Unrecht in den Hintergrund gedrängt. Die rechnerische Kontrolle der Wertentstehung überwiegt im Vergleich zur Schaffung der Voraussetzungen für die Entstehung von Wert. Wer die gängigen Umsetzungsvorschläge kritiklos übernimmt, setzt sich der Gefahr aus, ein Unternehmen zu schaffen, das mehr für die Erfordernisse von gestern als für die von morgen gerüstet ist. Ob diese Konzepte wirklich den langfristigen Unternehmenserfolg - und damit den Wert für Shareholder und für andere Stakeholder - erhöhen, scheint uns fraglich.

Besonders wichtig und besonders heikel ist der normative Anspruch, mit dem das Shareholder-Value-Konzept oft präsentiert wird. Auch wir halten es für wichtig und richtig, daß es für die Leitung eines Großunternehmens eine Norm oder zumindest eine Richtschnur des Handelns gibt, die sich auf solide ökonomische Überlegungen gründen läßt. Das Shareholder-Value-Konzept erfüllt diese Bedingung. Es stellt unseres Erachtens aber ein Mißverständnis dar, daß die Empfehlung, das Management einer Großunternehmung solle sich jederzeit ausschließlich am Wert des Eigenkapitals orientieren, normativ geboten bzw. als Norm wohlfahrtstheoretisch gut fundiert und zumindest insoweit "harmlos" und *zugleich* wirtschaftlich sinnvoll ist. Die Voraussetzungen, unter denen diese Norm leicht akzeptierbar wäre, sind nicht gegeben. Zudem ist eine radikale Ausrichtung am Shareholder Value auch ökonomisch fragwürdig, denn sie behindert die Entstehung von unternehmensspezifischem Humankapital. Das Konzept der Shareholder-Value-Maximierung läßt sich aber umdeuten in das der Gesamtwertmaximierung, und die Norm, das Management solle den Wert der Vermögenspositionen aller mit einem Unternehmen dauerhaft verbundenen Interessengruppen maximieren, ist vermutlich weitaus leichter zu akzeptieren, da sie "unfaire" Umverteilungen zugunsten der Aktionäre und zu Lasten

anderer Gruppen ausschließt. Um die Orientierung am Gesamtwert umzusetzen, kommt ein Management allerdings nicht ohne ethische Prinzipien aus. Doch in einer Welt, in der die Bedeutung von Wissen als Ressource und die Flexibilität von Unternehmen immer wertvoller werden, dürfte eine gewisse ethische Verpflichtung des Managements zu einer fairen Behandlung aller Stakeholder auch eher im langfristigen Interesse der Aktionäre liegen als eine primär auf Konfrontation, Kontrolle und Umverteilung ausgerichtete Unternehmenspolitik, genau weil sie die Anreize für die Erzeugung und Nutzung von unternehmensspezifischem Humankapital und damit die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen verstärkt.

## Literatur

Adimado, C. (1994): (Diskussionsbeitrag zu) Stern Stewart EVA Bank of America Roundtable. Wiederabgedruckt in: *Discussing the Revolution in Corporate Finance*, hrsg. von D.H. Chew. Malden, MA.: Blackwell, 1998, S. 242- 266.

Baker, G.P. (1992): *Beatrice: A Study in the Creation and Destruction of Value*. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 47 1992, S. 1081-1119.

Bartlett, C.A./Ghoshal, S. (1992): *Transnational Management*. Homewood, Il.: Irwin 1992.

Bartlett, C.A./Ghoshal, S. (1993): *Beyond the M-Form: Toward a Managerial Theory of the Firm*. In: *Strategic Management Journal*, Vol. 14, 1993, S. 23-46.

Bartlett, C.A./Ghoshal, S. (1997): *The Individualized Corporation: A Fundamentally New Approach to Management*. New York: Harper Collins 1997.

Bauman, W.S./Miller, R.E.(1997): *Investor Expectations and the Performance of Value Stocks versus Growth Stocks*. In: *Journal of Portfolio Management*, Vol. 23 (3), Spring 1997, S. 57-68.

Bertelsmann Stiftung/Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) (1998): *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen – Bilanz und Perspektiven (Bericht der Kommission Mitbestimmung)*. Gütersloh 1998.

Blair, M.M. (1995): *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington: The Brookings Institution 1995.

Blair, M.M./Stout, L.A. (1998): *A Team Production Theory of Corporate Law*. Georgetown University Law School Working Paper, Washington D.C. 1998.

Brickley, J.A./Smith, C.B./Zimmerman, J.L. (1997): *Managerial Economics and Organizational Architecture*. Chicago et al.: Irwin 1997.

Bromwich, M./Walker, M. (1998): *Residual income past and future*. In: *Managerial Accounting Research*, Vol. 9 1998, S. 391-419.

Brown, S.J./Warner, J.B (1985): *Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies*. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 1985, S. 3-32.

Bruhn, M./Lusti, M./Müller, W.R./Schierenbeck, H./Studer, T. (Hrsg.) (1998): *Wertorientierte Unternehmensführung: Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen*, Wiesbaden 1998.

Chandler, A.D. Jr. (1990): *Scale and Scope*. Cambridge, MA.: The Belknap Press 1990.

Chandler, A.D. Jr. (1991): *The Functions of the HQ Unit in the Multibusiness Firm*. In: *Strategic Management Journal*, Vol. 12 1991, S. 31-50.

Coase, R. (1937): *The Nature of the Firm*. In: *Economica, New Series*, Vol. 4 1937, S. 386-405.

Collis, D./Montgomery, C.A. (1997): *Corporate Strategy: Resources and the Scope of the Firm*. Chicago et al.: Irwin-McGraw-Hill 1997.

Davenport, T.H./Prusack, L. (1998): *Working Knowledge: How Organizations Manage What They Know*. Boston: Harvard University Press 1998.

Day, J.D./Wendler, J.C. (1998): *The New Economics of Organisation*. In: *The McKinsey Quarterly*, Spring 1998, S. 4-19.

Dixit, A.K./Pindyck R.S. (1995): *The Options Approach to Capital Investment*. In: *Harvard Business Review*, May-June 1995, S. 105-115.

Fama, E. (1970): *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. In: *Journal of Finance*, Vol. 25, 1970, S. 383-417.

Fama, E. (1991): *Efficient Capital Markets II: A Review of Theory and Empirical Work*. In: *Journal of Finance*, Vol. 46, 1991, S. 1575-1617.

Galbraith, J.R. (1994): *Competing with Flexible Lateral Organizations*. Second Edition. Reading et al.: Addison-Wesley 1994.

Galbraith, J.R. (1995): *Designing Organizations*. San Francisco: Jossey-Bass Publishers 1995.

Galunic, C./Eisenhardt, K.M. (1997): *Reconfiguring Firm Resources: Architectural Innovation and Corporate Structure*. Insead Working Paper, 97/93/OB 1997.

Gibbons, R. (1998): *Incentives in Organizations*. In: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12 (4), Fall 1998, S. 115- 132.

Goshal, S./ Moran, P./Almeida-Costa, L. (1995): *The Essence of the Megacorporation: Shared Context, not Structural Hierarchy*. In: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 151, 1995, S. 748-759.

Hayek, F.A. (1945): *The Use of Knowledge in Society*. In: *American Economic Review*, Vol. 35, 1945, S.1-18.

Holmström, B./Milgrom, P. (1991): *Multitask Principal-Agent Analysis: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*. In: *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 7, 1991, S. 24-52.

Holmström, B./Milgrom, P. (1994): *The Firm as an Incentive System*, *American Economic Review*, Vol. 84, 1994, S. 972-991.

Holmström, B./ Roberts, J. (1998): *The Boundaries of the Firm Revisited*. In: *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12 (4), Fall 1998, S. 73- 94.

Jensen, M.C./ Meckling, W.H. (1995): *Specific and General Knowledge, and Organizational Structure*. In: *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8 (2), Summer 1995, S. 4-18.

Kaplan, R.S./Norton, D.P. (1996): *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*. Boston: Harvard Business School Press 1996.

Kaplan, R.S./Cooper R. (1998): Cost & Effect: Using Integrated Cost Systems to Drive Profitability and Performance. Boston: Harvard Business School Press 1998.

Klein, B./Crawford, R./Alchian, A. (1978): Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. In: Journal of Law and Economics, Vol. 21 1978, S. 297-326.

Koehler, R.J. (1997): Shareholder Value bei SGL CARBON. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 5/1997, S. 532-536.

Kunz, R.M. (1998): Das Shareholder-Value-Konzept: Wertsteigerung durch eine aktionärsorientierte Unternehmensstrategie. In: Wertorientierte Unternehmensführung: Perspektiven und Handlungsfelder für die Wertsteigerung von Unternehmen, hrsg. von M. Bruhn, M. Lusti, W.R. Müller, H. Schierenbeck und T. Studer, Wiesbaden 1998, S. 391-412.

Laux, H. (1998): Risikoteilung, Anreiz und Kapitalmarkt. Berlin et al. 1998, S. 241-280.

Laux, H. (1999): Marktwertmaximierung und CAPM im Ein- und Mehrperioden-Fall, in: Unternehmensführung, Ethik und Umwelt, Festschrift zum 65. Geburtstag von Hartmut Kreikebaum, hrsg. von G.-R. Wagner, Wiesbaden 1999, S. 226-251.

Lee, S./Varela, O. (1997): An Investigation of Event Study Methodologies with Clustered Events and Event Day Uncertainty. In: Review of Quantitative Finance and Accounting, Vol. 8 1997, S. 211-228.

Milgrom, P./Roberts, J. (1995): Complementarities and Fit: Strategy, Structure, and Organizational Change in Manufacturing. In: Journal of Accounting and Economics, Vol. 19, 1995, S. 179-208.

Mintzberg, H. (1994): The Rise and Fall of Strategic Planning. New York: The Free Press 1994.

Mülbart, P.O. (1997): Shareholder Value aus rechtlicher Sicht. In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 26. Jahrgang, 1997, S. 129-172

Nohira, N./Ghoshal, S. (1997): The Differentiated Network: Organizing Multinational Corporations for Value Creation. San Francisco: Jossey-Bass 1997.

Nölting, A. (1998a): Unter Wert verkauft. In: Manager-Magazin, 4/1998, S. 172-181

Nölting, A. (1998b): Hebelwirkung. In: Manager-Magazin, 5/1998, S. 114-125

Peteraf, M.A. (1993), The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource Based View. In: Strategic Management Journal, Vol. 14, 1993, S. 179-191.

Pfaff, D. (1998): Wertorientierte Unternehmenssteuerung, Investitionsentscheidungen und Anreizprobleme. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 5/1998, S. 491-516.

Prahalad, C.K. (1994): Corporate Governance or Corporate Value Added?: Rethinking the Primacy of Shareholder Value. In: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 6, Winter 1994, S. 40-51.

Price Waterhouse (1998): Shareholder Value und Corporate Governance: Bedeutung im Wettbewerb um institutionelles Kapital. Frankfurt 1998.

Rajan, R./Zingales, L. (1998): The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origins and Growth of Firms. University of Chicago Working Paper 1998.

Roos, J./Roos, G./Edvinsson, L./Dragonetti, N.C. ( 1998): Intellectual Capital: Navigating in the new business landscape. New York: New York University Press 1998.

Schmidt, R.H. (1976): Aktienkursprognose. Wiesbaden 1976.

Schmidt, R.H. (1997): Corporate Governance: The Role of Other Constituencies. In: Corporate Governance: Les Perspectives Internationales, hrsg. von A Pezard und J.-M. Thiveaud, Paris: Montchrétien, 1997, S. 61-74.

Schmidt, R.H./Spindler, G. (1997): Shareholder Value zwischen Ökonomie und Recht. In: Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie, Freundesgabe für Friedrich Kübler, hrsg. von H.-D. Assmann u.a., Heidelberg 1997, S. 515-555.

Schmidt, R.H./Terberger, E. (1997), Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., Wiesbaden 1997.

Shleifer, A./Summers, L.H. (1988): Breach of Trust in Hostile Takeovers. in: Corporate Takeovers: Causes and Consequences, hrsg. von A.J. Auerbach, Chicago, University of Chicago Press 1988, S. 33-68.

Steinmann, H. (1969): Das Großunternehmen im Interessenkonflikt, Stuttgart 1969.

Steinmann, H. (1978): Die Betriebswirtschaftslehre als normative Handlungswissenschaft. In: Betriebswirtschaftslehre als normative Handlungswissenschaft, hrsg. v. H. Steinmann, Band 9 der Schriftenreihe der Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Wiesbaden 1978, S. 73-102.

Stern, J.M. (1994): (Diskussionsbeitrag in) Stern Stewart EVA Bank of America Roundtable. Wiederabgedruckt in: Discussing the Revolution in Corporate Finance, hrsg. von D.H. Chew, Malden, MA.: Blackwell 1998, S.242- 266.

Stern, J.M./Stewart, G.B./Chew, D.H. (1995): The EVA Financial Management System. In: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 8 (2), Summer 1995, S. 32-46.

Stewart, G.B. (1991): The Quest for Value: The EVA Management Guide. New York: Harper Collins 1991.

Tirole, J. (1999): Corporate Governance. MIT Working Paper 1999.

Tully, S. (1993): The Real Key To Creating Wealth. In: Fortune, 20. September 1993, S. 38-50.

Williamson, O.E. (1975): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. New York: Free Press 1975.

Williamson, O.E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism. New York: Free Press 1975.

Zimmerman, J. (1994): (Diskussionsbeitrag in) Stern Stewart EVA Bank of America Roundtable. Wiederabgedruckt in: *Discussing the Revolution in Corporate Finance*, hrsg. von D. H. Chew, Malden, MA.: Blackwell 1998, S.242- 266.