

SHAREHOLDER-VALUE

1	Gliederung	2
2	Was besagt das Shareholder-Value-Konzept	3
2.1	Shareholder-Value als Managementstrategie	4
2.2	Der wirtschaftswissenschaftliche Shareholder-Value-Ansatz	4
2.3	Was erklärt der SVA?	8
2.4	Welche Unternehmenspolitik entspricht der Shareholder-Value-Orientierung?	8
2.5	Die ökonomische Basis des Shareholder-Value	9
2.5.1	Trennung von Eigentum und „privater Verfügungsgewalt, in der Aktie	10
2.5.2	Das Verhältnis von Shareholder und Management	12
2.6	Shareholder-Value als Management Controlling	13
2.7	Die Bedeutung von Börsenkapitalisierung, von Fonds, von „Aktiensparen,“	15
2.7.1	Fonds und Shareholder-Value	16
2.7.2	Kredit auf Basis von Shareholder-Value	16
2.7.3	„Aktiensparen,“ – „Der Kollege als Aktionär,“ (Huber 2000)	18
2.8	Shareholder-Value und „New Economy,“	20
2.9	Die Börsenkapitalisierung von Unternehmen der „New Economy“ und der „Old Economy“: Rationaler Ausdruck von Bewertungsstrategien oder irrationale Überbewertung von Unternehmen der „New Economy“?	21
3	Shareholder-Value als Reaktion auf eine Umstrukturierung des US-amerikanischen Finanzsystems	21
3.1	Das Bretton-Woods-System und sein Scheitern	22
3.2	Deregulierung des US-Finanzsystems	23
3.3	Raiders / Übernahmen	25
3.4	Einfluss der Shareholder auf die Unternehmenspolitik in den USA	26
4	Der „rheinische Kapitalismus,“	26
4.1	Quantitative Unterschiede des „rheinischen Kapitalismus,“	27
4.2	Qualitative Unterschiede des „rheinischen Kapitalismus,“	28
5	Mögliche Veränderungen des „rheinischen Kapitalismus,“ durch Unternehmenswert-Orientierung	30
5.1	Die Auswirkungen der Unternehmenswert-Orientierung auf Arbeitnehmer	31
5.2	Auswirkungen auf andere Stakeholder	32
6	Empfehlungen	33
7	Literatur	33

Shareholder-Value

1 Gliederung

Im folgenden sollen die möglichen Auswirkungen des Shareholder-Value-Konzepts diskutiert werden. Ausgegangen wird dabei von den Thesen:

DIE DISKUSSION UM SHAREHOLDER-VALUE DARF SICH NICHT BESCHRÄNKEN AUF FRAGEN DER UNTERNEHMENSFÜHRUNG, SONDERN MUSS DIE GESAMTGESELLSCHAFTLICHEN VERÄNDERUNGEN IM BLICK HABEN, DIE DIESES KONZEPT IMPLIZIERT.

DAS SHAREHOLDER-VALUE-KONZEPT IST IN DEN USA ALS *REAKTION* AUF EINE ÖKONOMISCHE VERÄNDERUNG EINGEFÜHRT WORDEN, WÄHREND IN DEUTSCHLAND DER SHAREHOLDER-VALUE ÖKONOMISCHE UND SOZIALE VERÄNDERUNGEN HERBEIFÜHREN SOLL. DIE SHAREHOLDER-VALUE-DEBATTE HAT DAHER IN DEUTSCHLAND EINEN OFFENSIVEN CHARAKTER.

Um dies zu zeigen wird zunächst geklärt, was sich hinter dem Konzept des Shareholder-Values verbirgt (Teil 1). Dabei wird u. a. auf die wirtschaftswissenschaftliche Grundlage des Shareholder-Value eingegangen, der reelle ökonomische Gehalt geklärt, sowie die Zusammenhänge zwischen Shareholder-Value und „New Economy“, sowie die Bedeutung von institutionellen Anlegern diskutiert (Teil 2). Auf dieser Basis lässt sich ein Vergleich zwischen dem „amerikanischen“, (Teil 3) und dem „rheinischen Kapitalismus“, (Teil 4) anstellen.

Erst auf der Grundlage dieser komplexen Analyse wird versucht, mögliche Auswirkungen des Shareholder-Values zu diskutieren.

Am 26. November 2000 wird bei dem U.S. District Court in Delaware eine Klage des Unternehmens Tracinda Corp. eingereicht. Der Hauptanteilseigner dieser Firma, Kirk Kerkorian, verklagt den Daimler/Chrysler-Konzern auf 9 Milliarden U.S. \$ Schadensersatz, weil sich der Shareholder-Value des Unternehmens nach der Fusion nicht seinen Erwartungen entsprechend entwickelt hat.

Knapp ein Jahr zuvor sorgt ein „feindliches Übernahmeangebot„ in Deutschland für Aufsehen. Dem 15 Jahre jungen Unternehmen Vodaphone AirTouch gelingt die Übernahme des „Flaggschiff-Unternehmens„ Mannesmann. Die Anteilseigner von Mannesmann verabschieden sich von 109 Jahren deutscher Industriegeschichte zugunsten einer Steigerung ihres „Shareholder-Values„.

2 Was besagt das Shareholder-Value-Konzept

Shareholder-Value bezeichnet den Wert eines Unternehmens, der an der Börse ermittelt wird, bzw. dem an der Börse ermittelten Wert zugrunde liegt. In allen Aspekten, die über diese Basisdefinition hinausgehen, herrscht Uneinigkeit, wobei viele Erklärungen sehr stark normative Züge aufweisen. So wird Shareholder-Value einerseits definiert als „die Wertschöpfung für den Aktionär. Eine am Shareholder-Value orientierte Unternehmenspolitik hat zum Ziel, für den Aktionär eine angemessene Rendite zu gewährleisten. Dies nutzt auch anderen Gruppen, die dem Unternehmen z. B. als Arbeitnehmer oder Lieferanten verbunden sind, durch langfristige Sicherung der Rentabilität der Aktiengesellschaft„ (Deutsches Aktieninstitut e.V.: <http://www.dai.de/glossar>). Andere setzen Shareholder-Value gleich mit „sozialer Kälte„ (vgl. Jürgens / Naumann / Rupp 2000: 55.).

2.1 Shareholder-Value als Managementstrategie

Bekannt ist das Shareholder-Value-Konzept aus der Unternehmensberatung. Da die angewandten Formeln von verschiedenen Consulting-Unternehmen patentiert sind, tauchen hier verschiedene Namen auf für Berechnungsweisen, die prinzipiell sehr ähnlich sind. Am bekanntesten sind wahrscheinlich die Bezeichnungen „Economic Value Added„ (EVA) von Stern/Stewart Consulting und „Shareholder-Value Added„ (SVA) von Alfred Rappaport.

Die Debatten, die Shareholder-Value zum Thema haben und auf diesen Ansätzen basieren, drehen sich meist nur um die Frage, ob durch die Konzentrierung auf den Shareholder-Value nicht der kurzfristige Gewinn gegenüber dem langfristigen Erfolg überbetont wird.

DADURCH, DASS DIE DEBATTE UM SHAREHOLDER-VALUE NAHEZU AUSSCHLIEßLICH AUF DER GRUNDLAGE DER NEOKLASSISCHEN WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFT DISKUTIERT WIRD, WERDEN DIE SOZIALEN FOLGEN SYSTEMATISCH AUSGEBLENDET, ALLEIN SCHON DADURCH, DASS UNTERSTELLT WIRD, EIN RATIONALES, AUF WERTSTEIGERUNG AUSGERICHTETES VERHALTEN, SEI FÜR ALLE IMMER POSITIV. MARRY O’SULLIVAN SPRICHT IN DIESEM ZUSAMMENHANG VON EINER „NEOKLASSISCHEN HEGEMONY„ (VGL. O’SULLIVAN: HEARTLAND 33).

2.2 Der wirtschaftswissenschaftliche Shareholder-Value-Ansatz

Die folgende komprimierte Darstellung des Shareholder-Value-Ansatzes (SVA) ist insofern unvollständig, dass gewisse Zwischenschritte (z. B. die Auflösung der Zusatzinvestitionsrate in Sachlageninvestitionen – Abschreibungen : Umsatzsteigerung) unberücksichtigt bleiben, wobei der

Gehalt dieses Analyseansatzes jedoch m. E. nicht verändert wird.

Im Modell von Rappaport bezeichnet der Shareholder-Value den Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens. Der Unternehmenswert insgesamt ergibt sich aus dem Shareholder-Value plus Fremdkapital, wobei unter Fremdkapital die Netto-Finanzschulden des Unternehmens verstanden werden. Dieser Unternehmenswert ist nicht identisch mit dem Marktwert oder Börsenwert des Unternehmens, was mit „unvollkommenen Märkten,“ und „unvollständigen Informationen,“ begründet wird.

Der SVA ist jedoch keine Berechnungsmethode der Kapitalanteile oder des Wertes eines Unternehmens. Dies wäre ein müßiges Unterfangen, da jedes Unternehmen genau weiß, welches Fremdkapital es mit einem Zins zu bedienen hat und der Wert des Unternehmens nicht abhängt von einer *Rechnung*, sondern sich an der Börse entscheidet. Der SVA versucht, den unsicheren Ergebnissen der Spekulation an den Aktienmärkten die Verlässlichkeit eines mathematischen Modells entgegenzustellen. Ziel ist es, den zukünftigen Wert des Unternehmens zu schätzen. Als Grundlage dafür wird die *angenommene* Entwicklung spezieller „Value Driver,“ (Werttreiber) betrachtet, die so brisante Unbekannte wie das *Umsatzwachstum* oder die *betriebliche Gewinnmarge* enthalten. Von diesen Schätzungen ausgehend wird der Cash-flow (Zahlungsfluss) „berechnet,“ aus dem dann auf die Kapitalkosten geschlossen wird.

DIE SOGENANNTTE BERECHNUNG DES SHAREHOLDER-VALUES BASIERT AUF SPEKULATIONEN ÜBER DEN ZUKÜNFTIGEN GESCHÄFTSERFOLG. ES HANDELT SICH ALSO UM EINE „BERECHNUNG OHNE GRUNDLAGE,“ (HIRSCH-KREINSEN 1999, 323).

Shareholder Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte,“
Prof. Dr. Brigitte Young

Die Formel für den Cash-flow stellt sich dar als:

$$\text{Cash-flow des Umsatzes) = [(Umsatz des Vorjahres)(1 + Wachstumsrate des Umsatzes) (betriebliche Gewinnmarge)(1 - Cash-Gewinnsteuersatz)] - (Zusatzinvestitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen)$$

Alle Variablen bis auf den Cash-Gewinnsteuersatz basieren auf Schätzungen des Umsatzes.¹

Als nächstes erfolgt die „Abzinsung„ des prognostizierten Cash-flows anhand der *Kapitalkosten*. In Bezug auf das Fremdkapital wird anhand der langfristig *zu erwartenden* Zinssätze unter Berücksichtigung der *Inflationserwartung* ein Diskontierungsfaktor geschätzt, d. h. die zu erwartende Bedienung der Kredite des Unternehmens werden als Kapitalkosten abgezogen.

Beim Eigenkapital ist diese Schätzung deshalb noch mal schwieriger, weil es keine vereinbarte Rendite für die Anteilseigner gibt. Rappaport geht von der Überlegung aus, dass „rein ökonomisch betrachtet [...] die zu erwartende Eigenkapitalrendite des Unternehmens die beste Rendite im Vergleich zu alternativen, risikoäquivalenten Anlagen sein [muss], will das Unternehmen Investoren als Eigenkapitalgeber gewinnen„ (Löhnert 1996: 19). Die Eigenkapitalkosten können demnach formal geschätzt werden, indem ein „risikofreier Zinssatz„ angenommen wird (z. B. der Zinssatz von Staatsanleihen) über dem die erwartete Marktrendite liegen muss unter Berücksichtigung des

¹ „Die betriebliche Gewinnmarge beschreibt das Verhältnis zwischen dem operativen Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern (Earnings Before Interest and Taxes = EBIT) und dem Umsatz. [...] Weil für den Unternehmensexternen eine Schätzung der Investitionen ins Anlagevermögen auf Basis von Vergangenheitsdaten so gut wie unmöglich ist, schlägt Rappaport vor, diese als Prozent-

„unsystematischen Risikos,, Beta, welches die Volatilität der einzelnen Aktie in Relation zur Volatilität des Marktportfolios beschreibt. „Ein Beta von 1,5 bedeutet demzufolge, dass bei einer Bewegung des Marktindex um 1% nach unten (oben) der entsprechende Aktienkurs um 1,5% fällt (steigt), (Löhnert 1996: 19f.).

Die *gewichteten Kapitalkosten* (Weight Average Cost of Capital = WACC) ergeben sich also aus den Kosten des Fremdkapitals plus den Eigenkapitalkosten, die definiert sind als:

$$\text{Eigenkapitalkosten} = \text{Risikofreier Zinssatz} + \text{Beta} \\ (\text{Erwartete Markttrendite} - \text{risikofreier Zinssatz})$$

Aus dem Verhältnis des Cash-flows und des WACC „berechnet,, sich der Gegenwartswert des Unternehmens.

satz der Umsatzsteigerung zu schätzen. Das gleiche gilt für die Investitionen ins Umlaufvermögen,, (Löhnert 1996: 18).

2.3 Was erklärt der SVA?

Der ganze Gehalt dieser „Rechnungen,, ist demnach, dass der Unternehmenswert und damit der Shareholder-Value (Shareholder-Value = Unternehmenswert – Fremdkapital) umso höher eingeschätzt wird, je größer der Umsatz ist und je kleiner die „Kapitalkosten,, ausfallen, die aus diesem Umsatz bedient werden. Mit anderen Worten: Der SVA kommt zu dem Ergebnis, dass der Wert eines Unternehmens abhängt von den *geschätzten* zukünftigen Gewinnerwartungen im Verhältnis zum eingesetztem Kapital und dessen Zinsansprüchen, also davon, wie gut das eingesetzte Kapital verwertet wird. Für diese Einsicht braucht es kein wissenschaftliches Modell, da sie an der Börse jeden Tag *vollzogen* wird.

Die Leistung des SVA besteht darin, dass er den spekulativen Charakter des Börsenwertes eines Unternehmens verdeckt hinter wirtschaftswissenschaftlichen Berechnungen, die selbst allesamt auf Spekulationen basieren. Darüber hinaus verplausibilisiert er das Verhältnis, dass das Zahlen einer Rendite an Anteilseigner zugleich eine Beschneidung *ihres* Eigentums ist, indem die *Eigenkapitalkosten* als Abzug vom Shareholder-Value (also dem was die *shares* eigentlich repräsentieren) betrachtet werden.

2.4 Welche Unternehmenspolitik entspricht der Shareholder-Value-Orientierung?

Der Shareholder-Value-Ansatz soll die Managemententscheidungen unmittelbar an die Bedingungen des Kapitalmarktes und damit an die Interessen der Anleger

binden. „Die Verbesserung der Fähigkeit, Cash zu schaffen muß daher ein ständiges Anliegen sein., (Rappaport 1995, S. 13). Um die Gesamtrendite des Unternehmens zu steigern, wird seine Geschäftstätigkeit in einzelne Bereiche zerteilt, die jeder für sich den Anforderungen einer überdurchschnittlichen Rendite genügen sollen. Daraus folgt eine „Konzentration auf das Kerngeschäft., (Hirsch-Kreinsen 1999: 325). Bei der Übernahme von Mannesmann war Vodaphone AirTouch sehr daran gelegen, die Mobilfunkfähigkeiten von Mannesmann auszubauen, während man sich von den restlichen Unternehmensbereichen gerne getrennt hätte. Zu dieser Strategie passt auch das „Outsourcing., und die Verlagerung von Unternehmensbereichen, sowie die Fremdvergabe von Aufträgen.

„IM KERN LÄUFT DIE ZENTRALE EMPFEHLUNG DES WERTMANAGEMENT DARAUF HINAUS, EIN UNTERNEHMEN ORGANISATORISCH IN TEILE ZU ZERLEGEN, FÜR DIE JEWEILS DIE MAXIMIERUNG EINER AUF DEN BETREFFENDEN UNTERNEHMENSTEIL BEZOGENE MAßGRÖßE FÜR DEN SHAREHOLDER-VALUE-BEITRAG ALS ZIEL VORGEGEBEN WIRD [...],“ (SCHMIDT: 1999, S. 7).

2.5 Die ökonomische Basis des Shareholder-Value

Um im folgenden die Bedeutung des Shareholder-Value-Konzepts erörtern zu können, ist der Unterschied zwischen einer Aktiengesellschaft und einem Kapital in privater Hand zu klären. Dies ermöglicht es, den Konflikt zwischen Shareholdern und Management nachzuvollziehen und zu klären, wie die Rekapitalisierung der Shareholder-Value als Kreditmittel fungiert.

2.5.1 Trennung von Eigentum und „privater Verfügungsgewalt,“ in der Aktie

Der Sache nach sind Aktien Kapital, das einen Anspruch auf Verwertung erhebt. Der Unterschied zwischen einer Aktiengesellschaft und einem Kapital in Privatbesitz, liegt in der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt über dieses. („Verwandlung des wirklichen fungierenden Kapitalisten in einen bloßen Dirigenten, Verwalter fremdes Kapitals, und der Kapitaleigentümer in bloße Eigentümer, bloße Geldkapitalisten.“ (MEW 25: 452)). Dass ein „Unternehmen seinen Anteilseignern [gehört] und ihr Recht auf Eigentum ihnen die Verfügungsgewalt über das Unternehmen [garantiert],“ (IG Metall 2000: 29), stimmt eben nur sehr vermittelt.

Während der Besitzer eines Unternehmens selbst über die Verwendung seines Kapitals entscheiden kann, hat der Anteilseigner keinen Einfluss² auf die Entscheidungen der Unternehmensführung. Diese Trennung führt zu der irri- gen Vorstellung, das in Aktien angelegte Kapital würde doppelt existieren: einmal in der Hand der Unterneh- mensleitung und zum anderen als Eigentum der Anteils- eigner. Shareholder z. B., die sich bei einem Kurseinbruch um ihr Eigentum betrogen sehen, unterliegen diesem Irr- tum, da ihr Eigentum in nichts anderem besteht als in dem Eigentumstitel, der ihnen einen Anteil an den erziel- ten (bzw. zu erzielenden) Profiten des Unternehmens ver- spricht. Oder anders: Wer eine Aktie sein eigen nennt, die zu einem Preis von 50 DM gehandelt wird, besitzt nicht 50 DM, sondern einen Anteil an einem Kapital, das sich ver-

² Natürlich kann der Anteilseigner auf der Hauptversammlung Einfluss ausüben. Auch das Shareholder-Value-Konzept soll eine Einflussnahme ermöglichen. Diese Formen der „Mitbestimmung,“

werten soll. Denn „dies Kapital existiert nicht doppelt, einmal als Kapitalwert der Eigentumstitel, der Aktien, und das andre Mal als das in jenen Unternehmungen wirklich angelegte oder anzulegende Kapital. Es existiert nur in jener letzteren Form, und die Aktie ist nichts als ein Eigentumstitel, pro rata, auf den durch jenes zu realisierenden Mehrwert., (MEW 25: 485).

DIE SELBSTÄNDIGE BEWEGUNG DES WERTS DER AKTIEN BESTÄTIGT DEN SCHEIN, DASS SIE WIRKLICHES KAPITAL WÄREN, NEBEN DEM KAPITAL ODER DEM ANSPRUCH, WORAUF SIE TITEL SIND. OHNE DAS SICH DER WERT DES EIGENTLICHEN KAPITALS ÄNDERT, VERÄNDERT SICH DER MARKTWERT DER AKTIEN IN DOPPELTER WEISE: ZUM EINEN DURCH EINE VERÄNDERTE EINSCHÄTZUNG DER HÖHE UND SICHERHEIT DER ZU ERWARTENDEN GEWINNE, ZUM ANDEREN DURCH DEN VERGLEICH ZU ANDEREN ANLAGEMÖGLICHKEITEN.

Eine Aktie, die zu 50 DM gekauft wurde, wird im Wert steigen, wenn erwartet wird, dass das Unternehmen höhere Umsätze erzielt. Die Grundlage dieser Wertveränderung ist die Kapitalisierung auf Basis der Rendite. Ist die Aktie zu 50 DM gekauft worden bei einem Durchschnittszins von 5% und es stellt sich heraus, dass das Unternehmen 10% an Gewinn ausschüttet, steigt der Wert der Aktie auf 100 DM. Auf Grundlage dieser Kapitalisierungsrechnung, verändert sich der Wert einer Aktie entsprechend, wenn andere Anlagemöglichkeiten unattraktiver werden (z. B. Sinken des Durchschnittszins) und die Bewertung des Unternehmens gleich bleibt. Der Ausgangspunkt dieser Wertveränderungen ist die Beteiligung der Anteilseigner an den Erträgen des Unternehmens. Da es sich bei der

sind allerdings keine Widerlegung des angesprochenen Konflikts, sondern belegen einen prakti-

Shareholder-Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte“, Prof. Dr. Brigitte Young

Bewertung aber um Spekulationen auf zukünftige Erträge handelt, und nicht die erzielten Erträge bewertet werden, kann ein Unternehmen einen extrem hohen Shareholder Value haben, obwohl bis auf weiteres keine Ausschüttung von Dividenden in Sicht ist. Der „guter Ruf„ eines solchen Unternehmens erklärt sich damit, dass darauf spekuliert wird, dass in Zukunft die Erträge mit den Erwartungen übereinstimmen werden.

2.5.2 Das Verhältnis von Shareholder und Management

Shareholder und Management stehen in einem Gegensatz dahingehend, dass der Shareholder die Vermehrung seines Kapitals im Auge hat, während das Management mit der Vermehrung des gesamten Unternehmenskapitals beschäftigt ist. Dieser Gegensatz ist Resultat der beschriebenen Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt. Beim traditionellen Aktienmarkt sind diese Interessen zunächst antagonistisch (vgl. Hirsch-Kreinsen 1999: 322). Der Aktionär hat ein Interesse an der Vermehrung seines Kapitals, erhofft sich also eine möglichst hohe Dividende. Das Management hat die Vermehrung des Unternehmenskapitals insgesamt im Sinn und wertet daher jede Ausschüttung von Gewinn als Abzug vom Kapital.³ Andererseits vertragen sich die Interessen dahingehend, dass sie sich gegenseitig zum Mittel haben. Damit auch in Zukunft Gewinne zu verteilen sind, muss der Erfolg des Unternehmens gewährleistet sein. Daher kann es im Interesse der Aktionäre liegen, eine niedrige Dividende hinzunehmen. Für den Erfolg des Unternehmens ist sein Zugriff auf Kapital entscheidend. In einer hohen Dividende

schen Umgang mit ihm.

Shareholder-Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte„
Prof. Dr. Brigitte Young

kann das Management also durchaus ein geeignetes Mittel sehen, Kapital anzuziehen.

DIE TRENNUNG VON EIGENTUM UND VERFÜGUNGSGEWALT IST DIE BASIS FÜR DIE DEBATTE, OB EIN UNTERNEHMEN EHER AUF KURZFRISTIGEN SHAREHOLDER-VALUE ODER LANGFRISTIGE WERTSTEIGERUNG SETZEN SOLL.

Wenn die Shareholder nicht auf Dividenden, sondern auf Shareholder-Value setzen, sind ihre Interessen zunächst deckungsgleich mit denen des Managements.⁴ Die Vermehrung des Unternehmenswertes ist schließlich nichts anderes als die Vermehrung des eingesetzten Kapitals. Aber auch hier entsteht ein Konflikt. Denn die Unternehmensleitung darf nicht nur den kurzfristigen Erfolg im Auge haben, sondern muss bei der Verfolgung langfristiger Strategien auch kurzfristige Entwertungen hinnehmen. Besonders, wenn die Shareholder nicht dem Irrtum der Verdopplung des Kapitals unterliegen, sind Konflikte zwischen Eigentümern und Dirigenten unvermeidlich, da die Shareholder versuchen werden, ihre Shares gewinnbringend zu verkaufen und damit das Unternehmen tendenziell entwerten.

2.6 Shareholder-Value als Management Controlling

Das Konzept des Shareholder-Values setzt genau an diesem Konflikt an. Als Methode der „Corporate Governance“,⁵ soll es den Anteilseignern ermöglichen, das Handeln des Managements stärker zu kontrollieren. Zwar wird davon

³ Dem Sachverhalt, dass die Dividende einen Abzug vom Unternehmenskapital und damit vom Shareholder-Value darstellt, trägt der SVA unter dem Titel „Eigenkapitalkosten„ Rechnung.

⁴ Schließlich ist Shareholder-Value eine Unternehmensstrategie.

ausgegangen, dass das Management die Interessen der Shareholder vertreten soll, „[b]ut managers, with effective control over the company, can make decisions and take actions that serve their own interests instead. The best way to ensure they act in the interests of the shareholders is to tie their compensation to the company's performance“ (Aggarwal 2000). Der Grundgedanke besteht darin, dass die Unternehmensführung an der Wertsteigerung des Unternehmens selbst partizipiert. Wenn das Management mit Aktien bezahlt wird, so liegt es im Privatinteresse der Manager, den Aktienwert zu steigern. Auf diesem Gedanken beruhen auch die wirtschaftswissenschaftlichen Ansätze zur Berechnung des Shareholder-Value wie SVA und EVA. „Die Erfolgsmessung mit Hilfe des EVA und die darauf bezogene erfolgsabhängige Belohnung der Führungskräfte [...] schaffen zusammen die dafür geeigneten Anreize,“ (Schmidt 1999: 10).

Über diese prinzipielle „Vermarktlichung der Steuerungsprozesse,“ (Hirsch-Kreinsen 1999: 322) hinaus, scheint es einen weiteren Effekt des Shareholder-Value-Konzepts zu geben, der es den Anteilseignern ermöglicht, Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen. In verschiedenen Fällen hat sich gezeigt, dass die Bewertung eines Unternehmens schlechter ausfällt, wenn es nicht auf die Anregungen seiner Anteilseigner reagiert. „Managements that fail to heed their holders' wishes increasingly find themselves subject to glaring scrutiny“ (Ip 2000). Wenn Shareholder unabhängige Bewertungslisten erstellen („Shareholder Rankings,“), alternative Unternehmensstrategien propagieren oder öffentlich die Forderung nach ei-

⁵ „Corporate Governance beschreibt also die institutionellen Mechanismen, mit denen Unternehmen geleitet und ihre Führungskräfte kontrolliert werden, und die die Beziehungen aller Beteiligten un-

Shareholder-Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte, Prof. Dr. Brigitte Young

nem Managementwechsel vertreten spricht man von „Shareholder Activism“.

IN EINEM AUF SHAREHOLDER-VALUE AUSGERICHTETEN UNTERNEHMEN WIRD DAS MANAGEMENT BEEINFLUSST, ZUM EINEN DURCH DEN MATERIELLEN ANREIZ, SELBST VON EINER UNTERNEHMENSWERTSTEIGERUNG ZU PROFITIEREN, UND ZUM ANDEREN DURCH „SHAREHOLDER-ACTIVISM“, ALS DEN VERSUCH EINER GEZIELTEN EINFLUSSNAHME DURCH WICHTIGE ANTEILSEIGNER.

Empirisch ist es schwer nachzuweisen, wie groß der Einfluss von Shareholdern auf die Unternehmenspolitik tatsächlich ist, allein schon, weil bedacht werden muss, dass die unterschiedlichen Shareholder verschiedene Möglichkeiten der Einflussnahme haben. Institutionelle Anleger wie Fonds können einen weitaus größeren Druck auf ein Unternehmen ausüben, als Kleinanleger, zum einen, weil sie über viel größere Kapitalmengen verfügen, zum anderen, weil sich ihr Kapital auf eine Vielzahl von Unternehmen verteilen und somit eine Umstrukturierung zu Lasten eines Unternehmens für Fonds unproblematischer ist.

2.7 Die Bedeutung von Börsenkapitalisierung, von Fonds, von „Aktien sparen“

In einer auf Shareholder-Value orientierten Wirtschaft verändern sich teilweise die Handlungsmöglichkeiten der Akteure. Nicht nur die Bedeutung von institutionellen Anlegern wie Fonds nimmt zu, sondern es entstehen auch andere Möglichkeiten der Kreditierung. Die starke Perzeption des Börsengeschehens durch die Gesellschaft zeigt sich u. a. am „Aktien sparen“.

tereinander regeln, (FR 11.11.00: 11)

Shareholder-Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte“, Prof. Dr. Brigitte Young

2.7.1 Fonds und Shareholder-Value

Institutionelle Anleger wie Investmentfonds, Pensionskassen, Versicherungen und Banken nehmen im Shareholder-Value-System eine besondere Rolle ein. Sie sind die Anleger, in deren Interesse die Shareholder-Value-Strategie überhaupt entwickelt worden ist. Da sie Kapital-sammelstellen sind, verfügen institutionelle Anleger meist über sehr große Kapitalmengen, die jedoch nicht auf einzelne Unternehmen konzentriert sind, sondern stark fragmentiert sind (vgl. Hirsch-Kreinsen 1999: 327).

IM „INSTITUTIONELLEN KAPITALISMUS„ (WINDOLF/BEYER 1995) HABEN FONDS EIN INTERESSE AN SHAREHOLDER-VALUE ERSTENS, UM IHR BEREITS EINGESETZTES KAPITAL ZU KONTROLLIEREN, UND ZWEITENS, UM EINE BEMESSUNGSGRUNDLAGE FÜR IHR WEITERES INVESTITIONSVERHALTEN ZU HABEN.

Warum es den institutionellen Anlegern möglich war, in den USA eine so entscheidende Rolle im Finanzsystem einzunehmen, wird im weitem noch geklärt (s. u.).

2.7.2 Kredit auf Basis von Shareholder-Value

Für die Kreditierung ist der Shareholder-Value in zweifacher Weise von Bedeutung. Zum einen ist „going public,, also der Gang an die Börse eine Methode für ein Unternehmen, sich Kredit zu verschaffen. Wenn ein Unternehmen an die Börse geht, richtet sich der Preis der Aktien nicht nach dem aktuellen Wert des Unternehmens, also nach dem vorhandenen Kapital, sondern nach dem Shareholder-Value, d. h. nach dem geschätztem zukünftigem Wert des Unternehmens. Das Unternehmen, das neu an

die Börse geht, lässt sich also von seinen Anteilseignern auf Basis des erwarteten Erfolgs kreditieren.

Der Shareholder-Value ist aber natürlich nicht nur beim Börsengang entscheidend. Das Kreditvolumen, über das ein Unternehmen verfügen kann, ist ein wichtiges Mittel, um sich in der Konkurrenz durchzusetzen. Ein Unternehmen, dem an der Börse ein hoher Shareholder-Value attestiert wird, bekommt leichter Kredit, da die Anleger in ihm eine gute Verwertungsmöglichkeit für ihr Kapital sehen.

Umgekehrt wirkt sich die günstige Kreditierung, die ein Unternehmen mit hohem Shareholder-Value sich verschaffen kann, positiv auf seinen Shareholder-Value aus. Die Berechnungsmethoden tragen diesem Effekt zweifach Geltung. Zum einen ist die Kreditmenge, über die ein Unternehmen verfügt teil seines *Cash-flows*, zum anderen sinken die *Eigenkapitalkosten* bei unterdurchschnittlichen Zinsen (s. o.).

SHAREHOLDER-VALUE IST WICHTIG FÜR DIE KREDITIERUNG EINES UNTERNEHMENS. SOWOHL DER KREDIT, DER DURCH DEN GANG AN DIE BÖRSE VERSCHAFFT WERDEN KANN, ALS AUCH DIE LAUFENDE „KREDITWÜRDIGKEIT„ EINES UNTERNEHMENS WERDEN IN EIN VERHÄLTNIS ZU SEINEM SHAREHOLDER-VALUE GESETZT.

Für die Beurteilung, wie relevant der Shareholder-Value in einem konkreten Fall für die Kreditierung eines Unternehmens ist, hängt natürlich nicht zuletzt von dem Stellenwert ab, den die Börse als Kreditverschaffungsinstitution einnimmt.

2.7.3 „Aktiensparen, – „Der Kollege als Aktionär,“ (Huber 2000)

Im Zuge der Diskussion um Shareholder-Value wird auch die Frage aufgeworfen, ob für die Arbeitnehmer eine Möglichkeit besteht, durch Beteiligung an den Unternehmensaktien an dem steigenden Unternehmenswert zu partizipieren, und ob damit eine neue Art der Mitbestimmung erreicht werden kann.

SHAREHOLDER-VALUE ALS HANDLUNGSPERSPEKTIVE FÜR ARBEITNEHMER IST KEIN ERFOLGSVERSPRECHENDES KONZEPT. DER EINFLUSS DER ARBEITNEHMER MIT ANTEILSBETEILIGUNG VERSCHWINDET IM VERGLEICH ZU GROßANLEGERN. EINE REELLE PARTIZIPATION AN UNTERNEHMENSERFOLGEN GINGE NOTWENDIG AUF KOSTEN JEDER BETEILIGUNGSTÄTIGKEIT (VERKAUF DER AKTIE). ZUDEM TRÄGT DER ARBEITNEHMER DAS RISIKO EINER ENTWERTUNG DER AKTIEN.

Zu bedenken ist, dass das Argument, das für die Aktienbeteiligung der Arbeitnehmer sprechen soll, eine negative Ausgangsbasis hat. „Die Attraktivität der Aktie ergibt sich aus ihrer langfristigen Effizienz im Vergleich zu anderen Anlageformen,“ (Huber 2000). Mit anderen Worten, nur weil traditionelle Anlageformen, inklusive der Altersvorsorge, als wenig ergiebig bewertet werden, kommt die Aktie überhaupt ins Gespräch. Dabei sind allerdings einige Effekte zu bedenken, die den Shareholder-Value für Arbeitnehmer unattraktiv machen sollten. Angenommen, der Unternehmenswert steigt tatsächlich, partizipiert der Shareholder reell erst dann an diesem Wertzuwachs, wenn er die Aktie verkauft. Eine Aktie im Wert von 50 DM ist eben etwas anderes als 50 DM (s. o.).

In einem solchen Fall wäre dann aber der zweite erwünschte Effekt, die Einflussnahme auf Unternehmensentscheidungen, gänzlich ausgeräumt.

Hinzu kommt, dass der Arbeitnehmer selbst am Risiko des Unternehmenswert beteiligt ist. Dadurch befürchten die Gewerkschaften „eine zu enge Bindung der Arbeitnehmer an den Betrieb, woraus der Abbau des Interessenbewusstseins und mithin eine Schwächung der gewerkschaftlichen Mobilisierungs- und Durchsetzungsfähigkeit entstehen könnte„ (Huber 2000).

Die selben Bedenken gelten im übrigen auch in Bezug auf die „Volksaktien„. Denn wenn der „Kleinanleger„ die Börsenwerte studiert und sich als Teilhaber der Unternehmenserfolge wähnt, darf auch er nicht vergessen, dass er den Shareholder-Value erst dann realisiert hat, wenn er die Aktie verkauft (es sei denn es wird eine entsprechende Rendite ausgezahlt). Als „sichere Altersvorsorge„ können Aktien deshalb auch nur als umfangreiches Portfolio gelten.

2.8 Shareholder-Value und „New Economy“

Besonders in Bezug auf die „New Economy“ wird das Shareholder-Value-Konzept angewandt. Getrennt von Trends und Modeerscheinungen, lassen sich einige ökonomische Gründe finden, warum Shareholder-Value und „New Economy“ gut zusammen passen.

In der new economy ist Schnelligkeit ein wichtiges Argument: „Zunehmend sind heute das erste und das zweite Unternehmen, die mit einer Innovation an den Markt treten, die großen Gewinner, während alle, die zu spät kommen, leer ausgehen.“ „Die Schnelligkeit, mit der ein neues Produkt entwickelt und in den Markt eingeführt werden kann, erzwingt eine neuartige Konzentration und Größe,“ (Schmidt 2000: 3). Um diese Größe zu erreichen ist der Shareholder-Value eine mögliche Methode der Kreditbeschaffung (s. o.). Hinzu kommt, dass die „New Economy“, eine Konzentration auf die Unternehmensbereiche, in denen eine Wertsteigerung erwartet wird, begünstigt.

IM GEGENSATZ ZUR „OLD ECONOMY“, WIRD DIE „NEW ECONOMY“, ALS DER WACHSTUMSMARKT DER ZUKUNFT GEHANDELT. DIE SPEKULATIVE ERWARTUNG EXORBITANTER UMSÄTZE SCHLÄGT SICH NOTWENDIG IN EINEM HOHEN SHAREHOLDER-VALUE NIEDER.

So kommt es, dass z. B. das Internet-Portal Yahoo! mit einem Börsenwert von 176 Mrd. DM höher gehandelt wurde als Volkswagen, BASF, VEBA, Metro und Lufthansa zusammen (174 Mrd. DM) (vgl. Spiegel 5 / 2000).

2.9 Die Börsenkapitalisierung von Unternehmen der „New Economy“ und der „Old Economy“: Rationaler Ausdruck von Bewertungsstrategien oder irrationale Überbewertung von Unternehmen der „New Economy“?

Bedenkt man die enorm hohen Werte, mit denen Unternehmen der „New Economy,“ gehandelt werden, stellt sich natürlich die Frage, inwieweit es eine rationale Basis für diese Bewertung gibt. Auch wenn die Frage in diesem Rahmen nicht geklärt werden kann, so lässt sich doch festhalten, dass das Shareholder-Value-Konzept eine Überbewertung begünstigt.

DIE FRAGE NACH DER ÜBERBEWERTUNG DER „NEW ECONOMY,“ STELLT SICH NICHT NUR, WEIL DER SHAREHOLDER-VALUE DEM BEGRIFF NACH EINE SPEKULATION IST. INDEM DER SHAREHOLDER-VALUE ALS BASIS FÜR NEUE KREDITE FUNGIERT, LÄSST SICH EINE „SPEKULATIONSSPIRALE,“ AUF DER HEUTIGEN BEWERTUNG EINES UNTERNEHMENS AUFBAUEN, DIE JA BEREITS AUF EINER SPEKULATION AUF DIE GEWINNE VON MORGEN BASIERT.

Es sollte allerdings aber nicht außer Acht gelassen werden, dass auch die „Old Economy,“ auf Krediten basiert, die sich auf spekulativen Erwartungen begründen. Fraglich ist, inwieweit der Unterschied zwischen „Old,“ und „New Economy,“ tatsächlich qualitativen Charakter hat, oder ob es sich eher um eine quantitative Differenz handelt.

3 Shareholder-Value als Reaktion auf eine Umstrukturierung des US-amerikanischen Finanzsystems

Das Shareholder-Value-Konzept entstand in den USA als Reaktion auf Veränderungen im Finanzsystem und der

Kapitalstruktur. Um Shareholder-Value zu verstehen und einen komparativen Ansatz in Bezug auf den „rheinischen Kapitalismus„ zu erhalten, ist es notwendig, die Entwicklungen des U.S.-Finanzsystems nachzuvollziehen.

3.1 Das Bretton-Woods-System und sein Scheitern⁶

Im System von Bretton Woods manifestierte sich die Hegemonie der USA nach dem Zweiten Weltkrieg. Das Währungssystem wurde der neuen „atlantischen Ordnung„ angepasst, indem der Dollar zur internationalen Leitwährung erklärt wurde. Das Bretton Woods System folgte einem klaren Regelsystem: Goldbindung des US-Dollar, Bindung aller beteiligten Währungen mit fixen Kursen an den US-Dollar, Herstellung der Konvertibilität der Währungen, ein Mechanismus zur Finanzierung von Defiziten der Zahlungsbilanz.

Die Voraussetzungen, damit das System funktioniert, waren allerdings widersprüchlich. Der US-Dollar war als Leitwährung einerseits Stabilitätsanker des Systems (und selbst noch an das Gold gebunden) und musste deshalb zur Wertsicherung knapp gehalten werden. Andererseits musste er zur Finanzierung der Transaktionen ausreichend verfügbar sein. In quantitativen Größenordnungen sind die Dollarbestände daher in der Hand von Ausländern gewachsen und die Goldbestände geschrumpft, so dass die Goldbindung des Dollar ihre reale Basis verloren hat. Im August 1971 wurde daher die Goldbindung des Dollar für definitiv beendet erklärt.

⁶ Dieser Teil basiert auf den Thesen von Elmar Altvater (Enquete-AG der SPD-Fraktion, Klausur am 18.5.2000, Thesen zum Bretton Woods System und seinem Scheitern).

Shareholder-Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte„
Prof. Dr. Brigitte Young

DAS SCHEITERN DES BRETTON WOODS SYSTEMS WAR RESULTAT SEINER ERFOLGREICHEN BENUTZUNG. ES HAT EINE IN DER GESCHICHTE DES KAPITALISMUS EINZIGARTIGE ÖKONOMISCHE EXPANSION VON PRODUKTEN UND HANDEL ABGESICHERT.

Diese Expansion führte u. a. dazu, dass der Produktivitätsabstand der USA zu ihren Konkurrenten verringert wurde. Hinzu kam eine sehr starke Inflation des Dollar aufgrund der intensiven Verschuldung der USA zur Finanzierung ihrer Rüstungsindustrie. Die Folge war, dass die USA 1971 zum ersten Mal seit 1891 ein Handelsdefizit hinnehmen musste. Auf dieser Basis wurde das heutige System der flexiblen Wechselkurse eingeführt.

Als Mitte der 70er nicht nur die Handelsbilanz, sondern auch die Leistungsbilanz der USA strukturell negativ wurde, reagierte die US-Regierung mit einer Hochzinspolitik, die den Dollarkurs durch Kapitalimport hochtrieb.

3.2 Deregulierung des US-Finanzsystems

Ausgangspunkt für die steigende Bedeutung des Shareholder Value war in den USA eine Liberalisierung der Finanzmärkte.

In den späten Siebzigern kam es zur Aufhebung der „fixed commission on stock exchange transaction,, (Lazonick / O’Sullivan 2000: 16) durch die Security and Exchange Commission (SEC). Dadurch gewann der Sektor der Finanztransaktionen an Bedeutung, besonders als mit der Einführung des Computerhandels größere Volumina und schnelleren Transfer ermöglicht wurden.

Durch die hohe Inflation in den 70ern hatten Pensionsfonds und Versicherungen große Probleme, ihren Kunden eine angemessene Rendite zu verschaffen.

ALS FOLGE DER REAGANOMICS WURDE VERSICHERUNGSANSTALTEN UND RENTENFONDS ERLAUBT, IN RISIKOREICHE, HOCHVERZINSLICHE ANLAGEFORMEN ZU INVESTIEREN („JUNK-BONDS“⁷). DADURCH GELANG ES DIESEN INSTITUTIONEN, IHR KAPITAL AUSZUWEITEN. DAS MAßGEBLICHE GESETZ HIERZU WAR ERISA (EMPLOYEE RETIREMENT INCOME SECURITY ACT), DAS 1978 IN KRAFT TRAT.

Diese Deregulierung ermöglichte eine Vergrößerung des Kapitalvolumens der institutionellen Anleger und sorgte für eine größere Flexibilität.

Ein weiterer Grund für den Erfolg des Shareholder Value-Konzepts in den USA besteht darin, dass die Gewichtung des Shareholder-Values ideologisch durch die „agency-theory“, gefördert wurde. Im Sinne der „agency-theory“, wird das Handeln der Manager vom Markt reguliert („Market for corporate control“), wodurch dem Shareholder-Value-Konzept eine sehr hohe Legitimität zugesprochen wurde (und wird).

Eine interessante Besonderheit des amerikanischen Systems ist darüber hinaus, dass Shareholder ihr Unternehmen verklagen können, wenn es zu plötzlichen Kurseinbrüchen kommt.

⁷ „Junk Bonds steht für (wörtlich) „Müll-Anleihen“, also Schuldverschreibungen mit sehr hohem Risiko (Langfristating unter B→). Bei diesen Papieren besteht innerhalb der Laufzeit eine konkrete Gefahr, dass der Kapitaldienst (Zins und Tilgung) teilweise oder ganz ausfällt. Daher sind die Umlaufrenditen dieser Papiere auch außerordentlich hoch. Emittent können Unternehmen oder Staaten sein. Ein Junk-Bond-Fonds ist ein Rentenfonds, der vorwiegend oder ausschließlich in hochverzinsliche Anleihen "wackliger" Schuldner investiert. Bei den Schuldnern kann es sich um hochverschuldete Staaten (Entwicklungsländer, Schwellenländer) oder Unternehmen mit niedriger Bonität handeln.“ ([http://www.indexinvestment.de/menue%20\(f\).htm](http://www.indexinvestment.de/menue%20(f).htm))

3.3 Raiders / Übernahmen

DIE HARTEN ÖKONOMISCHEN GRÜNDE FÜR FUSIONEN WAREN UND SIND FAST IMMER VERÄNDERUNGEN DER PRODUKTIONSTECHNIKEN UND –METHODEN, DER ABSATZMÄRKTE, DER KAPITALMÄRKTE UND DER STAATLICHEN REGULIERUNG DER WIRTSCHAFTSTÄTIGKEIT, (SCHMIDT 2000: 1)

Besonders die Beteiligung von Fonds in junk-bonds-Geschäften ermöglichte eine Reihe von Unternehmensübernahmen in den 80ern. Pensions- und Versicherungsfonds verkauften ihre Anteile an einem Unternehmen an ein Raider-Unternehmen und kauften nach der Übernahme mit Hilfe von junk-bonds Anteile an dem neuen Unternehmen. Durch solche Übernahmestrategien nahm die Rolle von institutionellen Anlegern in den USA erheblich zu.

HEUTE SIND ÜBER 65% DER SHAREHOLDER USA INSTITUTIONEN.⁸ (VGL. LAZONICK / O'SULLIVAN 2000: 18) DIESE VERÄNDERUNG DER KAPITALSTRUKTUR FÜHRT ZU EINEM PARADIGMENWECHSEL IN DER UNTERNEHMENSPOLITIK. WÄHREND FRÜHER AUF DIE TAKTIK: „RETAIN AND REINVEST“, GESETZT WURDE, LAUTET DAS MOTTO NUN: „DOWNSIZE AND DISTRIBUTE“.

Diese Managementstrategie wurde unter anderem begründet mit der Shareholder Value-Theorie, die in den Investitionen „value driver“, ausmachte. (Diese Politik führte unter anderem dazu, dass zwischen 1983 und 1987 4,6 Millionen Arbeiter ihre Jobs verloren.)

„SHAREHOLDER-VALUE ERLEICHTERT ÜBERNAHMEN“, (SCHMIDT 2000: 3).

⁸ Andere Schätzungen gehen von über 60% Anteilsbeteiligung von Finanzinstitutionen aus. (Vgl. Economist 19.03.1994)

Shareholder-Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte“, Prof. Dr. Brigitte Young

3.4 Einfluss der Shareholder auf die Unternehmenspolitik in den USA

Nicht nur die Struktur der Kapitalsverteilung in den USA begünstigt eine am Shareholder-Value ausgerichtete Ökonomie. Die große Bedeutung der Börse und die institutionelle Verankerung der Shareholder im Finanzsystem wird ergänzt, durch ein gesetzliches Regelwerk, das Shareholder-Value-Orientierung prinzipiell unterstützt.

BASIEREND AUF DEN „SECURITY EXCHANGE ACT,“ VON 1934 GIBT ES DIE MÖGLICHKEIT FÜR US-SHAREHOLDER, DIE UNTERNEHMENSFÜHRUNG ZU VERKLAGEN, FALLS DER SHAREHOLDER-VALUE DRAMATISCH SINKT.

Von dieser Klagemöglichkeit wird zur Zeit gegen Daimler-Chrysler gebrauch gemacht. Als einige Unternehmen der „New Economy,“ Mitte der 90er starke Kurseinbrüche erlitten, ging die rechtliche Begünstigung des Shareholder-Interesses anscheinend so weit, dass „many investors are starting to consider litigation as a form of insurance against share prices ever falling,“ (The Economist, 19.3.1994).

4 Der „rheinische Kapitalismus,“

Um die Auswirkungen einer Shareholder-Value-Orientierung in Deutschland analysieren zu können, ist es notwendig, die Eigenarten des „rheinischen Kapitalismus,“ zu definieren. Dabei ist zu unterscheiden zwischen quantitativen Unterschieden, die sich auf das Ausmaß der vom Shareholder-Value-Konzept betroffenen Bereiche erstrecken, und qualitativen Unterschieden, die eine essentiell andere Struktur beschreiben. Quantitative Unterschiede

sind dabei die Bedeutung des Aktienmarktes für die Nationalökonomie, die Verteilung des Aktienbesitzes, sowie die Relevanz der „new economy“.

4.1 Quantitative Unterschiede des „rheinischen Kapitalismus“

Damit eine Shareholder-Value-Orientierung die Ökonomie als ganze beeinflussen kann, muss erstens der Aktienmarkt eine zentrale Rolle einnehmen, zweitens müssen die Aktien in Besitz von Akteuren sein, die ein Interesse an einer am Shareholder-Value ausgerichteten Unternehmensführung haben und drittens muss die Art der Unternehmen eine solche Orientierung begünstigen, d. h. es ist nach dem Stellenwert der „new economy“ zu fragen.

„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 DIE AKTIONÄRE LOHNT, JE PRAKTIKABLER ER IST UND JE SOLIDER SEINE THEORETISCHE FUNDIERUNG IST.“ (SCHMIDT, 1999: 3)

Im Vergleich zur Nationalökonomie ist der Aktienmarkt relativ klein. Es scheint jedoch eine Tendenz zu geben, dass der Aktienmarkt in Deutschland an Bedeutung gewinnt. Der Anteil der Aktionäre an der Bevölkerung über 14 Jahre ist in den letzten Jahren von 6,2% (1997) auf 7,9% (1999) gestiegen. Das bedeutet eine Zunahme von knapp 4 Millionen auf über 5 Millionen (Dai-fact-book 6). Trotzdem lagen die Umsätze auf dem Aktienmarkt 1997 bei nur relativ geringen 31.4 % des BIP (Jürgens / Naumann / Rupp 2000: 56) und die Anzahl der Aktiengesellschaften lag bei 700 (allerdings hat es eine enorme Zunahme bis 1999 auf 760 gegeben).

WÄHREND IN DEN USA DIE MEISTEN AKTIEN IN BESITZ VON FINANZINSTITUTIONEN (RENTENFONDS, VERSICHERUNGEN, INVESTMENTFONDS) SIND, SIND IN DEUTSCHLAND UNTERNEHMEN UND BANKEN DIE EINFLUSSREICHSTEN SHAREHOLDER.

Auch der Einfluss der „New Economy„ ist momentan eher gering, wenn die Frage nach der momentanen Relevanz gestellt wird.

4.2 Qualitative Unterschiede des „rheinischen Kapitalismus„

Qualitative Unterschiede werden an vier Strukturmerkmalen des rheinischen Kapitalismus verdeutlicht: die dominante Rolle der Banken, die Verankerung der Mitbestimmung gegenüber dem Management, die Technikorientierung des Managements der Industriebetriebe und die besondere Rolle der KMU.

DIESE UNTERSCHIEDE ZUM AMERIKANISCHEM SYSTEM VERDEUTLICHEN, DASS SHAREHOLDER-VALUE KEIN KONZEPT IST, DAS SICH AUS DER STRUKTUR DES DEUTSCHEN KAPITAL- UND FINANZSYSTEMS ERGIBT, SONDERN DASS AUF DER GRUNDLAGE DER SHAREHOLDER-VALUE-DISKUSSION VERÄNDERUNGEN IM „RHEINISCHEM KAPITALISMUS„ HERBEIGEFÜHRT WERDEN SOLLEN.

Während die Verfügung über Kredit in den USA größtenteils über die Börse geregelt wird, sind in Deutschland die Banken von großer Bedeutung. Aufgrund des Depotstimmrechtes⁹ sind Banken oft an den Aufsichtsräten beteiligt. Dadurch entsteht in Deutschland ein Netzwerk von sich überschneidenden Anteilen an den AGs.

⁹ „Im Rahmen des Wertpapier-Depotgeschäfts erledigt eine Bank zugleich noch die Wertpapier-Verwaltung: Sie löst Zins- und Dividendenscheine ein, übernimmt das Inkasso fälliger Anleihen und übt auch meistens das Stimmrecht aus. [...] Hat der Aktionär seiner Bank keine spezielle Weisung erteilt, dann kann die Bank das Stimmrecht entsprechend den eigenen Vorstellungen ausüben.“ (Wirtschaftslexikon: 90)

Shareholder-Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte“, Prof. Dr. Brigitte Young

DIE DOMINANTE ROLLE DER BANKEN LÖST BEREITS DEN KONFLIKT ZWISCHEN EIGENTUM UND PRIVATER VERFÜGUNGSGEWALT. DIE BANKEN ALS HAUPTANTEILSEIGNER HABEN GROßEN EINFLUSS AUF DIE UNTERNEHMENSPOLITIK DURCH IHRE POSITION IN DEN AUFSICHTSRÄTEN.

Die institutionelle Verankerung von „Mitbestimmungssystemen,, gegenüber dem Management liegt konträr zur Shareholder-Value-Orientierung.

DIE BETEILIGUNG VON ARBEITNEHMERN AN ENTSCHEIDUNGSPROZESSEN IST IM SHAREHOLDER-VALUE-KONZEPT ÜBERHAUPT NICHT VORGESEHEN.

Als weiteres Merkmal des deutschen „corporate governance,, Systems gilt die Technikorientierung im Management der Industrieunternehmen im Gegensatz zur starken Gewichtung der Finanzsphäre. „The idea that a firm is not a *money making machine* but a place where products get designed, made and eventually sold, with profits ensuing, tends in Germany to restrict the allure of accountants and financial controllers and to dignify the makers and those associated with them“ (Lawrence, s. Jürgens / Naumann / Rupp 2000b: 12).

Hinzu kommt, dass die Klein- und Mittelunternehmen in der deutschen Ökonomie eine größere Rolle spielen als in den USA. Shareholder-Value ist für diese Unternehmen aus mehreren Gründen im Normalfall kein geeignetes Konzept.

DIE MEISTEN KMUS SIND GAR NICHT AN DER BÖRSE. DARÜBER HINAUS IST EIN HAUPTZIEL DER SHAREHOLDER-VALUE-ORIENTIERUNG IM ENTSPRECHENDEN MARKTSEGMENT WELTWEIT DIE NUMMER 1 ZU SEIN. FÜR KMUS IST DIESES ZIEL ZUMEIST NICHT REALISTISCH.

5 Mögliche Veränderungen des „rheinischen Kapitalismus„ durch Unternehmenswert-Orientierung

Zum einen gibt es Veränderungen, die sich durch die internationale Konkurrenz ergeben. Wenn die Kreditierung über die Börse ein Mittel in der Konkurrenz (insbesondere für die „New Economy„) wird, werden deutsche Unternehmen ebenfalls versuchen, dieses Mittel für ihren Erfolg zu nutzen. Wie bereits angedeutet nimmt die Bedeutung des Aktienmarktes zu. Die „typisch deutsche„ Struktur hat sich in einigen Bereichen bereits verändert (Zunahme der Investmentfonds, Veränderung der Investitionsstrategien von Versicherungsgesellschaften hin zu einem auf Shareholder-Value abgestimmten Portfolio). Darüber hinaus müssen auch die deutschen Shareholder ein stärkeres Interesse an der Vermehrung ihres Shareholder-Value gewinnen, wenn dies im internationalen Vergleich als Vorteil einer Anlagemöglichkeit angesehen wird, da sonst ihre *Anlagesphäre* als ganze relativ abgewertet wird. Eine Veränderung der Gewichtung von Shareholder-Value wird daher von niemanden langfristig ausgeschlossen und ein Wandel des „rheinischen Kapitalismus„ erscheint vielen als wahrscheinlich.

„Ein Garant und Eckfeiler des „rheinischen Kapitalismus„ wird bestimmt eingerissen: die klassische Beziehung (oder Kumpanei) eines Unternehmens zu seiner Hausbank, die das Gros der Anteile hält, im Aufsichtsrat sitzt, die Kredite gewährt und die Wirtschaftsprüfung bestellt„ (Leggewie 2000: 8).

Von der bisherigen Analyse ausgehend, ist in Deutschland momentan jedoch nicht der Fall entscheidend, dass eine

Shareholder-Value • Vorschlag für den Zwischenbericht der AG „Globalisierung der Finanzmärkte„
Prof. Dr. Brigitte Young

bereits stattgefundene Veränderung eine Umorientierung auf Shareholder-Value verlangt oder begünstigt. Vielmehr wird das Shareholder-Value-Konzept als Strategie zur Veränderung des „rheinischen Kapitalismus,“ diskutiert.

DAS INTERESSE AM SHAREHOLDER-VALUE IN DEUTSCHLAND FÄLLT IN DEN BEREICH DER AKTIVEN STANDORTPOLITIK. IN DER HOFFNUNG, DASS SICH DIESES KONZEPT IN ZUKUNFT FÜR DEN DEUTSCHEN STANDORT AUSZAHLT, WIRD EIN SACHZWANG SUGGERIERT, DER SICH SO NICHT ÖKONOMISCH BELEGEN LÄSST.

Die Befürworter einer solchen Veränderung setzen voraus, dass es hier nicht einfach um eine andere Unternehmensstrategie geht, sondern dass die Umorientierung auf Shareholder-Value Veränderungen in allen gesellschaftlichen Bereichen nachsichziehen würde.

Eine solche Umorientierung kann wahrscheinlich nicht nur auf eine Reform des Handels- und Gesellschaftsrechts reduziert werden.

Ein verstärktes Setzen auf Shareholder-Value impliziert z. B. auch, dass die Rolle der institutionellen Anleger ausgebaut wird, was private Renten- und Versicherungsfonds als Akteure voraussetzen würde.

5.1 Die Auswirkungen der Unternehmenswert-Orientierung auf Arbeitnehmer

Für die Beschäftigten in Betrieben der „Old Economy,“ wäre eine Umorientierung des „rheinischen Kapitalismus,“ wahrscheinlich mit Entlassungen verbunden. Wenn nur noch die Unternehmensteile weiterexistieren, die die Wertsteigerungsvorgaben erfüllen, werden andere Bereiche eventuell verlagert oder geschlossen.

Letzten Endes ist dies jedoch eine Spekulation, da auch argumentiert werden kann, dass aufgrund der weltweiten Konkurrenz nur die Unternehmen bestehen können, die sich dem internationalen Standard anpassen. Dies würde bedeuten, dass der Verlust von Arbeitsplätzen langfristig die Beschäftigung sichert. Genauso lässt sich in Bezug auf die Löhne argumentieren.

IN BEZUG AUF DIE GEWERKSCHAFTLICHE MITBESTIMMUNG LÄSST SICH SAGEN, DASS EIN SOLCHER EINFLUSS IM SHAREHOLDER-VALUE-KONZEPT NICHT VORGESEHEN IST. AUCH DIE BETEILIGUNG DER ARBEITNEHMER AN DEN AKTIEN DES UNTERNEHMENS STELLT KEINE PERSPEKTIVE IN DIESEM SINNE DAR (S. O.).

5.2 Auswirkungen auf andere Stakeholder

Auswirkungen auf andere Stakeholder lassen sich nur schwer diskutieren. Zum einen ist der Begriff „Stakeholder“, mehr als unklar. Nach Freeman sind Stakeholder wie folgt definiert:

Any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the firm's objectives.

(Freeman 1984: 25)

Dieses Interesse beschränkt sich nicht auf finanzielle Fragen, ist also nicht monetär messbar. Wenn also prinzipiell jeder als Stakeholder denkbar ist, so kann die Frage ob den Shareholder Value-Strategien im Interesse der Stakeholder sind, eigentlich nicht beantwortet werden, weil damit ein gemeinschaftliches Interesse aller Stakeholder unterstellt wird. Der Zulieferer hat aber ganz andere Interessen als der Arbeiter oder der Anwohner in der Nachbarschaft des Unternehmens. Das Konzept des Stakeholder taugt also nur für den Verweis auf ein *Allgemeinwohl*. Die

Hinweise auf mögliche Probleme, die sich aus einer Shareholder-Value-Ökonomie ergeben seien hier allerdings noch einmal wiederholt: Veränderung der Anlegerstruktur und damit mögliche Veränderung des Rentensystems, Zunahme von Fusionen und damit mögliche Einsparung von Arbeitskräften durch Synergieeffekte, Zunahme des Stellenwerts der „New Economy,“ auf Kosten der „Old Economy,“.

6 Empfehlungen

Von essenzieller Bedeutung ist, dass erstens das Shareholder-Value-Konzept nicht verharmlost wird, durch die Reduzierung auf eine Managementstrategie, und dass zweitens die Politik sich ihrer Doppelrolle bewusst ist, dass sie nicht nur passiv auf Veränderungen reagiert, sondern diese selber aktiv in die Welt setzt. Sich hinter Sachzwängen zu verstecken ist sicherlich keine Alternative.

7 Literatur

Aggarwal, R. K. / Samwick (2000): Performance Incentives within Firms.
<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/raj.aggarwal/perf0001.pdf>
 (27.10.2000)

Altwater, Elmar (2000): Enquete-AG DER SPD-Fraktion, Klausur am 18.5.2000, Thesen zum Bretton Woods System und seinem Scheitern

Freeman, R. E. (1984): Strategic Management. A Stakeholder Approach. Boston.

Deutsches Aktieninstitut e.V.: <http://www.dai.de/glossar> (29.09.2000)

Löhnert, Peter (1996): Shareholder Value. Reflexion der Adaptionsmöglichkeiten in Deutschland. München.

Hirsch-Kreinsen, Hartmut (1999): Shareholder Value – Zum Wandel von Unternehmenstrukturen und Kapitalmarktbedingungen. In: WSI Mitteilungen 5/1999.

Höhmann, Kai (1998): Shareholder Value von Banken. Wiesbaden.

Huber, Berthold (2000): Der Kollege als Aktionär. In: Frankfurter Rundschau, 02.11.2000.

IG Metall (2000): Shareholder Value – Kapitalmarktorientierte Konzepte auf dem Prüfstand. Frankfurt.

Ip, Greg (2000): Bull Market Charges Ahead, Led by Activist Shareholders. http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/articles/activist.htm (26.09.2000)

Jürgens, Ulrich and Katrin Naumann, Joachim Rupp (2000): Shareholder value in an adverse environment: the German case. In: Economy and Society. Vol. 29 / 1.

Jürgens, Ulrich and Katrin Naumann, Joachim Rupp (2000b): Corporate Governance and Shareholder-Value in Deutschland. Berlin.

Lazonick, William and Mary o'Sullivan (2000): Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. In: Economy and Society. Vol. 29 / 1.

Leggewie, Claus (2000): Der Aktionär als Souverän. In: Blätter für deutsche und internationale Politik. 5/2000.

Marx, Karl (MEW 25): Das Kapital – Dritter Band. Berlin.

O'Sullivan, Marry (1999 heartland): Shareholder Value, Financial Theory, and Economic Performance. The Second Heartland Labour-Capital Conference, Washington.

Rappaport, Alfred (1995): Creating shareholder value. New York.

Schmidt, Reinhard (1999): Drei Missverständnisse zum Thema Shareholder-Value. Working Paper Series: Finance and Accounting, Frankfurt.

Schmidt, Reinhard (2000): Fusionen und Übernahmen: - immer wichtiger und immer schwieriger. Working Paper Series: Finance and Accounting, Frankfurt.

Windolf/Beyer (1995): Kooperativer Kapitalismus. In: KZfSS. Jg. 47, H. 1, S. 1-36.