
SHAREHOLDER VALUE
STANDORTPOLITIK IM SCHATTEN AMERIKAS

PROF. DR. BRIGITTE YOUNG

Institut für Politikwissenschaft
WWU-Universität Münster
Scharnhorstr. 100
48151 Münster
Tel.: 49 (0)251-83 25318
Fax: 49 (0)251-83 29341
e-mail: byoung@uni-muenster.de

Münster, März 2001

SHAREHOLDER VALUE – STANDORTPOLITIK

IM SCHATTEN AMERIKAS

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | <u>Einleitung</u> | 3 |
| 2 | <u>Shareholder Value in den USA</u> | 4 |
| 2.1 | <u>Die Entwicklung des US-amerikanischen Finanzsystems</u> | 4 |
| 2.1.1 | <u>Das Bretton-Woods-System und sein Scheitern</u> | 4 |
| 2.1.2 | <u>Deregulierung des US-Finanzsystems</u> | 6 |
| 2.1.3 | <u>Raiders / Übernahmen</u> | 6 |
| 2.2 | <u>Das Shareholder Value-Konzept</u> | 7 |
| 2.2.1 | <u>Trennung von Eigentum und „privater Verfügungsgewalt“ in der Aktie</u> | 7 |
| 2.2.2 | <u>Das Verhältnis von Shareholder und Management</u> | 9 |
| 2.2.3 | <u>Shareholder Value als Management Controlling</u> | 10 |
| 2.2.4 | <u>Der wirtschaftswissenschaftliche Shareholder Value-Ansatz</u> | 12 |
| 2.2.5 | <u>Welche Unternehmenspolitik entspricht dem Shareholder Value?</u> | 15 |
| 2.3 | <u>Shareholder Value als Reaktion auf die Umstrukturierungen in den USA</u> | 16 |
| 2.3.1 | <u>Das US-Finanzsystem und Shareholder Value</u> | 16 |
| 2.3.2 | <u>Kredit auf Basis von Shareholder Value</u> | 17 |
| 2.3.3 | <u>Gesetzlicher Rahmen und Shareholder Value</u> | 18 |
| 2.3.4 | <u>Shareholder Value und „New Economy“</u> | 18 |
| 3 | <u>Shareholder Value in Deutschland</u> | 19 |
| 3.1 | <u>Der „rheinische Kapitalismus“</u> | 19 |
| 3.1.1 | <u>Quantitative Unterschiede des „rheinischen Kapitalismus“</u> | 20 |
| 3.1.2 | <u>Qualitative Unterschiede des „rheinischen Kapitalismus“</u> | 21 |
| 3.2 | <u>Shareholder Value begünstigende Veränderungen</u> | 22 |
| 4 | <u>Shareholder Value als Standortstrategie</u> | 23 |
| 4.1 | <u>Die Auswirkungen der Shareholder Value-Debatte auf die Arbeitnehmer – „Der Kollege als Aktionär“?</u> | 24 |
| 4.2 | <u>Auswirkungen auf andere „Stakeholder“</u> | 25 |
| 5 | <u>Resümee</u> | 25 |
| 6 | <u>Literatur</u> | 27 |

1 Einleitung

Am 26. November wird beim 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 Vodafone 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“.

Ob in bezug auf den Absturz der „New Economy“, die Kerkorian-Klage gegen Daimler-Chrysler oder die „feindliche Übernahme“ von Mannesmann: Der Begriff des Shareholder Values, der Unternehmenswertsteigerung, gewinnt in der Diskussion um Globalisierung in Deutschland zusehends an Bedeutung. Diese Entwicklung gilt es nachzuvollziehen, um Shareholder Value zu verstehen und einen komparativen Ansatz in bezug auf das deutsche Wirtschaftssystem, den sogenannten „rheinischen Kapitalismus“, zu erhalten.

Unser Ziel ist es zu zeigen, dass das Shareholder Value-Konzept in den USA als *Reaktion* auf eine ökonomische Veränderung eingeführt worden ist, während in Deutschland diskutiert werden muss, welche ökonomischen und sozialen Veränderungen sich durch die Orientierung auf Shareholder Value ergeben. In Deutschland hat die Shareholder Value-Debatte daher einen offensiven Charakter. Die Diskussion um Shareholder Value darf sich deshalb nicht beschränken auf Fragen der Unternehmensführung, sondern muss die gesamtgesellschaftlichen Veränderungen im Blick haben, die dieses Konzept impliziert.

Im folgenden geht es darum, die unterschiedlichen Voraussetzungen für eine am Shareholder Value orientierte Wirtschaft in den USA (2) und in Deutschland (3) zu analysieren. Auf dieser Basis lässt sich dann „Shareholder Value als Standortstrategie“ diskutieren (4).

2 Shareholder Value in den USA

Das Shareholder Value-Konzept entstand in den USA als Reaktion auf Veränderungen im Finanzsystem und in der Kapitalstruktur. Die Bedeutung des Shareholder Value-Konzepts lässt sich nur unter Einbeziehung dieser Entwicklung analysieren. Daher wird zunächst die Entwicklung des US-amerikanischen Finanzsystems betrachtet (2.1). Anschließend werden das Shareholder Value-Konzept und seine ökonomische Grundlage entwickelt (2.2), um dann zu zeigen, wie die konkreten Gegebenheiten des amerikanischen Kapitalismus zu dem theoretischen Gehalt des Shareholder Values passen (2.3).

2.1 Die Entwicklung des US-amerikanischen Finanzsystems

Es ist nicht das Ziel, eine umfassende Einführung in die Entwicklung des amerikanischen Finanzsystems zu geben. Von besonderer Bedeutung für die Analyse des Shareholder Values sind der Übergang vom Bretton-Woods-System hin zum heutigen Finanzsystem (2.1.1), die amerikanische Deregulierungspolitik (2.1.2) und die Übernahmewelle in den 80ern (2.1.3). Diese Themen sind nicht als chronologischer Querschnitt zu verstehen, sondern werden behandelt als Phasen einer polit-ökonomischen Entwicklung, welche die Basis für die heutige Diskussion um Shareholder Value darstellt.

2.1.1 Das Bretton-Woods-System und sein Scheitern

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 basierte auf der Goldbindung des US-Dollar, der Bindung aller beteiligten Währungen mit fixen Kursen an den US-Dollar, und somit der Herstellung der Konvertibilität der Währungen. Hinzu kam ein Mechanismus zur Finanzierung von Defiziten der Zahlungsbilanz.

Durch das Bretton-Woods-System gelang es den USA eine in der Geschichte des Kapitalismus einzigartige ökonomische Expansion von Produkten und Handel zu gewährleisten. Dieses System war jedoch in seinen Voraussetzungen widersprüchlich. Der an das Gold gebundene US-Dollar war als Leitwährung einerseits Stabilitätsanker des Systems und musste deshalb zur Wertsicherung knapp gehalten werden.¹ Andererseits musste er zur

¹ „Da das Währungssystem von Bretton Woods nicht mehr [...] direkt an das Gold, sondern direkt an den US-Dollar und indirekt ans Gold (wegen der Goldbindung des Dollar bis zum Jahre 1971) gebunden war, hing sein Funktionieren einerseits von der *Verfügbarkeit* von Dollar zur *Zirkulation* der Waren und zur Bewältigung der zunehmenden Kapitalbewegung (Geld als Zirkulationsmittel und als Zahlungsmittel) ab, musste aber anderer-

Finanzierung der internationalen Transaktionen ausreichend verfügbar sein. „Wie für seine innere Zirkulation, braucht jedes Land für die Weltmarkt-zirkulation einen Reservefonds“ (MEW 23: 158). Wenn der US-Dollar die Funktion des „Weltgeldes“ einnimmt, so folgt für die übrigen beteiligten Länder daraus, dass ihre Reservefonds ebenfalls in Dollars (oder weiterhin in Gold) bestehen müssen. Die internationale Benutzung des Dollars führte daher zu wachsenden Dollarbeständen im Ausland. Der Reservefonds der USA bestand in Gold. Die Goldbindung des Dollars besagt jedoch nicht, dass tatsächlich der Wert jedes Dollars in Fort Knox in Gold vorliegen müsste. Das Gold muss nur ausreichen, um alle Dollars, die *tatsächlich* umgetauscht werden sollen, zu ersetzen. Mit anderen Worten: So lange das Vertrauen besteht, prinzipiell ließe sich jeder Dollar in Gold eintauschen, kann die Dollarmenge weitaus größer sein als das Gold, das sie repräsentiert, ohne dass das Geld in seinen Funktionen dadurch beeinträchtigt wird. Dieses Finanzsystem ermöglichte es den USA, ihren nationalen Kreditrahmen zu erweitern.

Durch die exzessive Benutzung dieses Kredites zur Finanzierung des Vietnamkrieges verlor die Goldbindung des Dollar 1971 endgültig ihre reale Basis und wurde für beendet erklärt. Das Scheitern des Bretton-Woods-Systems war somit Resultat seiner erfolgreichen Benutzung. Eine Folge dieser Entwicklung war eine sehr starke Inflation des Dollar, wodurch die USA 1971 zum ersten Mal seit 1891 ein Handelsdefizit hinnehmen mussten. Auf dieser Basis wurde das heutige System der flexiblen Wechselkurse eingeführt.

Als Mitte der 70er Jahre 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.² Diese Hochzinspolitik wurde unter Reagan noch verstärkt, da die Rüstungsvorhaben der USA immense Staatsausgaben bedeuteten, die nicht zu einer Abschwächung des Dollar führen sollten und somit durch ausländisches Kapital ausgeglichen werden mussten. In Form von sog. Zero-Bonds wurde Anlegern über eine Laufzeit von 30 Jahren eine Rendite von 12% zugesichert.

seits institutionell *knapp* gehalten werden, um als Anlagewährung sicher zu bleiben und den festgelegten Dollarpreis des Goldes (35 US\$ je Feinunze) zu halten“ (Altvater, Mahnkopf 1999: 206).

² Als weiterer Grund wird oft die Ölkrise in den 70ern angeführt: „The oil price rise of 1973 brought on the ‚stagflation‘ recession of the mid-1970s and a down-turn in growth rates“ (Strange 1996: 75f.).

2.1.2 Deregulierung des US-Finanzsystems

Ausgangspunkt für die steigende Bedeutung des Shareholder Values 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 schnellerer Transfer ermöglicht wurden. Die Hochzinspolitik, mit der die Regierung ausländisches Kapital ins Land holte, stellte für Renten- und Versicherungsfonds ein Problem dar, da sie ihren Anlegern Renditen zusichern mussten, die über den extrem hohen Leitzinsen lagen. Den Versicherungsanstalten und Rentenfonds wurde daher erlaubt, in risikoreiche, hochverzinsliche Anlageformen zu investieren („junk-bonds“³). Dadurch gelang es diesen Institutionen, ihr Kapital auszuweiten. Das maßgebliche Gesetz hierzu (ERISA, Employee Retirement Income Security Act) trat bereits 1978 in Kraft. Im Zuge der „Reaganomics“ wurde diese Entwicklung auf die Spitze getrieben.

Heute wird allein das Eigenkapital der amerikanischen Rentenfonds auf über 7000 Milliarden Dollar geschätzt.⁴

2.1.3 Raiders / Übernahmen

Die Betrachtung der Ursachen der Übernahmewelle in den USA in den 80ern wird oft auf ökonomische Faktoren beschränkt. Dabei wird außer Acht gelassen, dass wirtschaftliche Entwicklungen oft durch politische Entscheidungen initiiert werden. „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, unsere Hervorh.).

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

³ „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))

⁴ Vgl. Patterson 2000: 41.

nach der Übernahme mit Hilfe von neu ausgegebenen 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%⁵ der Shareholder in den USA Institutionen (vgl. Lazonick / O'Sullivan 2000: 18). Diese Veränderung der Kapitalstruktur machte in den USA ein Problem spürbar, das prinzipiell bereits in der Form der Aktie angelegt ist.

2.2 Das Shareholder Value-Konzept

Der theoretische Ausgangspunkt für die Beschäftigung mit Shareholder Value ist die Aktie selbst. Sie enthält bereits die „Trennung von Eigentum und privater Verfügungsgewalt“ (2.2.1), wodurch überhaupt der Shareholder als eigenes Subjekt entsteht. Die Folge ist, dass Management und Shareholder potentiell in Gegensätze geraten können. Das Verhältnis von Shareholder und Management gilt es daher zu bestimmen (2.2.2). Das Shareholder Value-Konzept setzt als Form des „Managementcontrolling“ (2.2.3) an genau diesem potentiellen Konflikt an, wobei zu klären ist, wie Shareholder Value auf das Managementverhalten wirken kann. Dafür ist es erforderlich, den wirtschaftswissenschaftlichen Shareholder Value-Ansatz zu untersuchen (2.2.4) und nachzuvollziehen, welches Verhalten für ein Unternehmen folgt, wenn es seine Strategien am Shareholder Value-Ansatz ausrichtet (2.2.5).

2.2.1 Trennung von Eigentum und „privater Verfügungsgewalt“ in der Aktie

Der Sache nach sind Aktien (Shares) ein Teil eines Kapitals, das einen Anspruch auf Verwertung erhebt. Obwohl bei jeder Erstemission der Unternehmenswert ermittelt und durch die auszugebenden Aktien dividiert wird, existiert die irrige Vorstellung, das in Aktien angelegte Kapital würde doppelt existieren: einmal in der Hand der Unternehmensleitung und zum anderen als Eigentum der Anteilseigner. Shareholder z. B., die sich bei einem Kurseinbruch um ihr Eigentum betrogen sehen, unterliegen diesem Irrtum, da ihr Eigentum in nichts anderem besteht als in dem Eigentumstitel, der ihnen einen Anteil an den erzielten (bzw. zu erzielenden) Profiten des Unternehmens verspricht. Oder anders: Wer eine Aktie sein eigen nennt, die zu einem Preis von 50 DM gehandelt wird, besitzt nicht 50 DM, sondern einen Eigentumstitel an einem Kapital, das sich verwerten soll. Denn „dies Kapital

⁵ Andere Schätzungen gehen von über 60% Anteilsbeteiligung von Finanzinstitutionen aus. (Vgl. Economist 19.03.1994)

existiert nicht doppelt, einmal als Kapitalwert der Eigentumstitel, der Aktien, und das andere 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 dass 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. Die zugrundeliegende Überlegung der Kapitalisierung schließt vom erzielten Gewinn über den Durchschnittszins *rückwärts* auf die eingesetzte Kapitalmasse. Auf Grundlage dieser Kapitalisierungsrechnung verändert sich der Wert einer Aktie entsprechend, wenn andere Anlagemöglichkeiten unattraktiver werden (z. B. Sinken des Durchschnittszinses) 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 Bewertung aber um Spekulationen auf zukünftige Erträge handelt, und nicht die erzielten Erträge bewertet werden, kann ein Unternehmen an der Börse extrem hoch gehandelt werden, 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.

Diese Eigenarten der Aktie sind zurückzuführen auf die in ihr vorliegende 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)). Bei einem Unternehmen in Privatbesitz entscheidet der Eigentümer über die Verwendung seines Kapitals. Ist das Unternehmen aber eine Aktiengesellschaft, so sind die Eigentümer (die Shareholder) von ihrem Eigentum dergestalt getrennt, dass nicht sie, sondern die Unternehmensführung die Unternehmenspolitik bestimmt. Dass ein „Unternehmen seinen Anteils-

eignern [gehört] und ihr Recht auf Eigentum ihnen die Verfügungsgewalt über das Unternehmen [garantiert]“ (IG Metall 2000: 29), stimmt eben nur sehr vermittelt (Formulierung?).

Während der Besitzer eines Unternehmens selbst über die Verwendung seines Kapitals entscheiden kann, hat der Anteilseigner keinen Einfluss⁶ auf die Entscheidungen der Unternehmensführung.

2.2.2 Das Verhältnis von Shareholder und Management

Aus der beschriebenen Trennung von Eigentum und der Verfügungsgewalt über dasselbe, folgt, dass Shareholder und Management potentiell in einem Gegensatz zueinander stehen. Der Shareholder hat nur die Vermehrung seines Kapitals im Auge, während das Management mit der Vermehrung des gesamten Unternehmenskapitals beschäftigt ist. 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 Rendite in Form einer Wertsteigerung und/oder einer hohen Dividende. Das Management hat die Vermehrung des Unternehmenskapitals insgesamt im Sinn und wertet daher jede Ausschüttung von Dividenden als Abzug vom Kapital.⁷ 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. Ein Unternehmen, das eine hohe Dividende ausschüttet, kann für Anleger attraktiver sein. In einer hohen Dividende kann das Management also durchaus ein geeignetes Mittel sehen, Kapital anzuziehen. Dieser recht versöhnliche Gegensatz ist die Basis für die Debatte, ob ein Unternehmen eher auf kurzfristigen Shareholder Value oder langfristige Wertsteigerung setzen soll. Es zeigt sich bereits an dieser Stelle, dass die Differenz zwischen langfristiger und kurzfristiger Wertsteigerung eine konstruierte ist, die keineswegs den wirklichen Inhalt des Shareholder Value-Konzepts trifft.

⁶ Natürlich kann der Anteilseigner auf der Hauptversammlung Einfluss ausüben. Auch das Shareholder Value-Konzept soll eine Einflussnahme ermöglichen. Diese Formen der „Mitbestimmung“ sind allerdings keine Widerlegung des angesprochenen Konflikts, sondern belegen einen praktischen Umgang mit ihm.

⁷ Dem Sachverhalt, dass die Dividende einen Abzug vom Unternehmenskapital und damit vom Shareholder Value darstellt, trägt der SVA unter dem Titel „Eigenkapitalkosten“ Rechnung.

Wenn die Shareholder nicht auf Dividenden, sondern auf Wertsteigerung insgesamt setzen, sind ihre Interessen zunächst deckungsgleich mit denen des Managements.⁸ Die Vermehrung des Unternehmenswertes ist schließlich nichts anderes als die Vermehrung des eingesetzten Kapitals. Aber auch hier entsteht ein Konflikt. Die Unternehmensleitung muss bei der Verfolgung langfristiger Strategien eventuell auch kurzfristige Entwertungen hinnehmen. Wenn die Shareholder ihre Investition in das Unternehmen aber als kurzfristige Investition geplant haben, wird diese Strategie auf wenig Zustimmung stoßen. 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.

2.2.3 Shareholder Value als Management Controlling

Das Konzept des Shareholder Values setzt an genau dem beschriebenen Konflikt an. Als Methode der „Corporate Governance“⁹ soll es den Anteilseignern ermöglichen, das Handeln des Managements stärker zu kontrollieren. Zwar wird davon 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).

Da die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt wie beschrieben der Aktie als solcher eigen ist, ist es nicht verwunderlich, dass sich bereits vor dem Shareholder Value-Ansatz Theorien mit diesem Problem auseinandergesetzt haben. Ein solcher Ansatz ist die bereits in den 30ern entwickelte Agency-Theorie.¹⁰ Die Agency-Theorie beschäftigt sich nicht speziell mit dem Verhältnis von Management und Shareholdern, sondern formuliert das Problem allgemeiner. „Whenever one individual depends on the action of another, an *agency relationship* arises. The individual taking the action is called the *agent*. The effected party is the *principal*“ (Pratt, J. W. / Zeckenhauer, R. J. 1985: 2). Das Problem besteht darin, dass der Prinzipal den Agenten für eine Handlung entlohnt, die sich entweder der Beobachtung des Prinzipals entzieht (versteckte Aktion) oder handlungsrelevante

⁸ Schließlich ist Shareholder Value eine Unternehmensstrategie.

⁹ „Corporate Governance beschreibt also die institutionellen Mechanismen, mit denen Unternehmen geleitet und ihre Führungskräfte kontrolliert werden, und die die Beziehungen aller Beteiligten untereinander regeln“ (FR 11.11.00: 11)

¹⁰ Um die spezifische Bedeutung der Agency-Theorie zu analysieren, wäre eine Betrachtung der Kapitalstruktur zu der entsprechenden Zeit notwendig.

Sachverhalte einschließt, die nur dem Agenten, nicht aber dem Prinzipal bekannt sind (versteckte Information).¹¹ Die Aufgabe, die sich die Agency-Theorie stellt, ist es nun, eine *Entlohnungsfunktion* zu finden, die für den Prinzipal einerseits möglichst geringe Kosten bedeutet, die ihm andererseits aber versichert, dass der Agent tatsächlich so handelt, wie es für den Prinzipal am besten ist.

Der Shareholder Value-Ansatz überträgt diesen Ansatz auf das Verhältnis zwischen Management und Shareholdern. „In einer Welt, in der die Eigentümer (z. B. Aktionäre) nur beschränkt Kontrolle über ihre Agenten (z. B. Manager) ausüben, ist es möglich, dass diese Agenten nicht immer im besten Interesse der Eigentümer handeln“ (Rappaport, Alfred: Shareholder Value, Stuttgart 1999, S. 3). Die Frage ist, wie das Management zu entlohnen ist, damit es am ehesten im Interesse der Shareholder handelt. 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 einem Managementwechsel vertreten, spricht man von „Shareholder Activism“. In einem auf Shareholder Value ausgerichteten Unternehmen wird das Management somit beeinflusst, zum einen durch den materiellen Anreiz, selbst von einer Unternehmenswertsteigerung zu profitieren, und zum anderen durch „Shareholder Activism“ als dem 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

¹¹ Vgl. Arrow 1985: 39 ff.

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, und zum anderen, weil sich ihr Kapital auf eine Vielzahl von Unternehmen verteilt und somit eine Umstrukturierung zu Lasten eines Unternehmens für Fonds unproblematischer ist.

Getrennt von Shareholder Value als Managementcontrolling ist der Shareholder Value-Ansatz als Berechnungsmethode des Unternehmenswertes zu untersuchen, um prüfen zu können, wie dieser wirtschaftswissenschaftliche Ansatz zu der beschriebenen Situation in den USA passt.

2.2.4 Der wirtschaftswissenschaftliche Shareholder Value-Ansatz

Im Modell von Alfred 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 theoretische Ausgangspunkt dabei ist die Feststellung, dass bei der gängigen Bewertung eines Unternehmens der Gewinn pro Aktie (EPS, Earning per Share) als Grundlage dient, wobei bestimmte Faktoren, wie die Zunahme der Debitorbestände, unberücksichtigt bleiben. Für die Shareholder kann dies bedeuten, dass auch bei positiver EPS-Bilanz sich ihr Eigentum verringert, obwohl das Unternehmen Gewinne einführt, weil z. B. neue Kredite nicht in die Berechnung eingeflossen sind. Die Folge davon ist, dass traditionell berechnete Kennzahlen, wie die Rentabilität des investierten Kapitals (ROI) und die Rentabilität des Eigenkapitals (ROE) nicht so aussagekräftig sind, wie gemeinhin angenommen wurde.¹²

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

¹² „Der ROI ist weiterhin die bei weitem beliebteste Kennzahl zur Erfolgsbeurteilung von Geschäftsbereichen. Jedoch lösen die Verwendung eines unzuverlässigen Zählers (d. h. Gewinn) und das In-Beziehung-Setzen zu einem Nenner (d. h. Investitionen), der durch dieselbe fragwürdige Buchungslogik zustande kam, das Problem nicht“ (Rappaport 1999: 24).

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.

Der betriebliche Cash-flow berechnet sich wie folgt:

$$\begin{aligned} \text{Cash-flow} &= \text{Einzahlungen} - \text{Auszahlungen} \\ &= [(\text{Umsatz des Vorjahres})(1 + \text{Wachstumsrate des Umsatzes}) \\ &\quad (\text{betriebliche Gewinnmarge})(1 - \text{Cash-Gewinnsteuersatz})] - \\ &\quad (\text{Zusatzinvestitionen ins Anlagevermögen und ins Umlaufvermögen}) \end{aligned}$$

Alle Variablen bis auf den Cash-Gewinnsteuersatz basieren auf Schätzungen des Umsatzes.¹³

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 „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%

¹³ „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 Prozentsatz der Umsatzsteigerung zu schätzen. Das gleiche gilt für die Investitionen ins Umlaufvermögen“ (Löhnert 1996: 18).

fällt (steigt)“ (Löhnert 1996: 19f.). Selbst die gegenwärtigen Eigenkapitalkosten sind demnach Resultat einer Spekulation, weil das „unsystematische Risiko“ eine Schätzung ist, die sich auf die zukünftige Entwicklung des Unternehmens bezieht. Die „Risikoprämie“ Beta, die zusätzliche Vergütung, die den Investoren zugestanden wird, damit sie Anteilsscheine des Unternehmens und keine Staatsanleihen kaufen, bezieht sich demnach nicht auf die gegenwärtige Lage des Unternehmens, sondern ebenfalls auf seine zukünftige Performance. „Die Prämie sollte auf künftigen Renditen basieren und nicht auf historischen Durchschnittsrenditen“ (Rappaport 1999: 47).

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

$$\begin{aligned} \text{Eigenkapitalkosten} &= \text{Risikofreier Zinssatz} + \text{Beta} \\ &\quad * (\text{Erwartete Marktrendite} - \text{risikofreier Zinssatz}) \end{aligned}$$

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

Der SVA begnügt sich bei seiner „Berechnung“ des Shareholder Values nicht mit der beschriebenen Schätzung eines Gegenwartswertes. Der Shareholder Value ist definiert als der Unternehmenswert ohne Fremdkapital. Für den Unternehmenswert ist neben dem Gegenwartswert der Residualwert entscheidend.

$$\begin{aligned} \text{Unternehmenswert} &= \text{Gegenwartswert der betrieblichen Cash-flows während der} \\ &\quad \text{Prognoseperiode} \\ &\quad + \text{Residualwert} \\ &\quad + \text{Marktwert handelsfähiger Wertpapiere} \end{aligned}$$

Der Residualwert beschreibt „den Wert, der im Zeitraum nach der Prognoseperiode anfällt“ (Rappaport 1999: 48). Nachdem bereits der Gegenwartswert eine Schätzung auf zukünftige Entwicklungen war, ist es nicht verwunderlich, dass auch die „Berechnung“ des Residualwerts die Bezeichnung „Berechnung“ nicht durch ein exaktes Ergebnis, sondern einzig dadurch verdient, dass sie sich in einer Formel darstellen lässt.

$$\text{Residualwert} = \frac{\text{Betrieblicher Cash-flow}_{t+1}}{\text{Kapitalkostensatz}}$$

Der Residualwert ist demnach nichts weiter als die Übertragung der zuvor angenommenen Unternehmensentwicklung auf eine Zeitperiode. Der spekulative Kern der gesamten Berechnung wird durch die Einführung des Residualwerts also nicht aufgehoben, sondern potenziert, zumal der Residualwert „oft den größten Teil am Unternehmenswert aus[macht]“ (Rappaport 1999: 48).

Der ganze Gehalt dieser „Rechnungen“ ist demnach, dass der Unternehmenswert und damit der Shareholder Value ($\text{Shareholder Value} = \text{Unternehmenswert} - \text{Fremdkapital}$) 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 sich das eingesetzte Kapital verwerten wird. Für diese Einsicht braucht es kein wissenschaftliches Modell, da sie an der Börse jeden Tag *vollzogen* wird.

Die sogenannte Berechnung des Shareholder Values basiert somit auf Spekulationen über den zukünftigen Geschäftserfolg. Es handelt sich folglich um eine „Berechnung ohne Grundlage“ (Hirsch-Kreinsen 1999: 323).

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 *ihrer* Eigentums ist, indem die *Eigenkapitalkosten* als Abzug vom Shareholder Value (also dem, was die *Shares* eigentlich repräsentieren) betrachtet werden.

2.2.5 Welche Unternehmenspolitik entspricht dem Shareholder Value?

Dass der SVA sein Versprechen nicht einlöst, den Wert eines Unternehmens objektiv zu berechnen, ändert nichts daran, dass eine Unternehmenspolitik, die auf diesem Ansatz basiert, bestimmte Merkmale aufweist, die in ihrer Verbindung mit dem amerikanischen Finanzsystem diskutiert werden sollen. 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: 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 Vodafone AirTouch sehr daran interessiert, 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: 7).

2.3 Shareholder Value als Reaktion auf die Umstrukturierungen in den USA

Wenn der ökonomische Kern des Shareholder Value-Konzepts bereits in jeder Form der Aktiengesellschaft zu finden ist, stellt sich die Frage nach dem Zusammenhang der beschriebenen Entwicklung der amerikanischen Finanzsphäre und diesem Managementkonzept. Es geht also darum, die empirischen Erkenntnisse über die Entwicklung des US-amerikanischen Finanzsystems zu verbinden mit den theoretischen Aussagen über Shareholder Value (2.3.1). Auf Basis dieser Verbindung kann gezeigt werden, wie Shareholder Value und die große Bedeutung der Börse in den USA zusammenhängen (2.3.2), wie gesetzliche Rahmenbedingungen Shareholder Value begünstigen (2.3.3) und wie der Zusammenhang von Shareholder Value und „New Economy“ zu verstehen ist (2.3.4).

2.3.1 Das US-Finanzsystem und Shareholder Value

Obwohl vom Prinzip in jeder Aktie enthalten, wird der Gegensatz zwischen Eigentümer und Unternehmensführung unterschiedlich spürbar. Entscheidend ist dabei die Verteilung der Aktien. Solange die Hauptanteilseigner über ihren Aktienbesitz sicherstellen können, dass die Unternehmenspolitik ihren Interessen entspricht, ist das Shareholder Value-Konzept wenig attraktiv. Erst durch die Übernahmewelle in den 80ern verloren die traditionellen Eigentümer einer Vielzahl der amerikanischen Unternehmen ihren in großen Aktienanteilen bestehenden Einfluss. Durch die Beteiligung institutioneller Anleger an den Übernahmen wurde der Aktienbesitz viel stärker gestreut.¹⁴ Ein Eigentümer, der z. B. weniger als 20% der Aktien eines Unternehmens sein eigen nennen kann, wird es schwer haben, eventuelle Sonderinteressen bei der Führung des Unternehmens durchzusetzen. Für das Management bedeutet eine solche Aktienverteilung umgekehrt, dass es weniger auf

¹⁴ Kirk Kerkorian z. B. galt mit 11% der Chrysler Aktien als wichtigster Aktionär.

den Einfluss einzelner Aktionäre Rücksicht nehmen muss. So bekommen die Eigentümer zu spüren, was bereits zuvor ihre ökonomische Situation war: Sie sind im Besitz eines Eigentumstitels, der sie von der Verfügung über seinen Inhalt trennt.

Als Unternehmensstrategie passt der Shareholder Value-Ansatz gut zu der beschriebenen Situation in den USA. Die Anteilseigner versichern sich einer Unternehmenspolitik, die sich voll und ganz der Vermehrung ihres Kapitals widmet. In den verschiedenen Berechnungsmethoden für Shareholder Value der unterschiedlichen Consulting-Groups (z. B. SVA, Shareholder Value Added und EVA, Economic Value Added)¹⁵ haben die institutionellen Anleger einen Maßstab, auf dessen Grundlage sie die Leistungen der Unternehmensführungen bewerten. Da die Bewertung eines Unternehmens nicht nur über seinen Marktwert an der Börse entscheidet, sondern auch die Vergabe von Krediten bestimmt, kann es sich kaum ein Management leisten, eine Unternehmenspolitik zu betreiben, die nicht in allen Unternehmensbereichen auf Wertsteigerung setzt. Dies erklärt auch die enge Verbindung zwischen Shareholder Value und der „New Economy“. In einem Wirtschaftsbereich, dessen ökonomische Potenz nicht in einer gegenwärtigen Produktion, sondern in seiner zukünftigen Bedeutung gesehen wird, ist die Beschaffung von Krediten das wichtigste Mittel in der Konkurrenz.

2.3.2 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 geschätzten zukünftigen 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.

¹⁵ „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 [...] Konzept des „economic value added“, dessen Bezeichnung EVA® Stern Stewart & Co. sogar als Markenname geschützt haben“ (Schmidt 2000 (3Miß): 6.).

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.).

2.3.3 Gesetzlicher Rahmen und Shareholder Value

Die große Bedeutung der Börse und die institutionelle Verankerung der Shareholder im Finanzsystem wird ergänzt durch ein gesetzliches Regelwerk, das Shareholder Value-Orientierung recht 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).

2.3.4 Shareholder Value und „New Economy“

Besonders in bezug auf die „New Economy“ wird das Shareholder Value-Konzept angewandt. Die „New Economy“ hat ihren Ursprung zweifelsohne in den USA. 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).

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 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 in Deutschland

Anhand des Vergleichs mit der Situation in den USA sollen die spezifischen Merkmale des deutschen Systems, des „rheinischen Kapitalismus“, entwickelt werden (3.1). Es geht darum zu zeigen, dass die polit-ökonomische Basis, auf welcher das Shareholder Value-Konzept basiert, in Deutschland nicht existiert. Dabei werden auch neuere Veränderungen des „rheinischen Kapitalismus“ skizzenhaft umrissen (3.2).

3.1 Der „rheinische Kapitalismus“

Um die Auswirkungen einer Shareholder Value-Orientierung in Deutschland analysieren zu können, ist es notwendig, sich mit den Eigenarten des deutschen ökonomischen Systems auseinander zu setzen. Dabei ist zu unterscheiden zwischen quantitativen Unterschieden, die sich auf das Ausmaß der vom Shareholder Value-Konzept betroffenen Bereiche erstrecken (3.1.1), und qualitativen Unterschieden, die eine essentiell andere Struktur beschreiben (3.1.2).

3.1.1 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 in Deutschland 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 eher gering, wenn die Frage nach der momentanen Relevanz gestellt wird. Einige der erfolgreichsten deutschen Unternehmen, die der „New Economy“ zugeordnet werden, ließen sich ebenso als herkömmliche Industriewerte verstehen (Infineon, Siemens). Die Eigenart der „New Economy“, dass die Bewertung des Unternehmenserfolges völlig unabhängig von einer momentanen Produktion verläuft, tritt damit in Deutschland in den Hintergrund.

3.1.2 Qualitative Unterschiede des „rheinischen Kapitalismus“

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

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 „rheinischen 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 Depotstimmrechtes¹⁶ sind Banken oft an den Aufsichtsräten beteiligt. Dadurch entsteht in Deutschland ein Netzwerk von sich überschneidenden Anteilen an den Aktiengesellschaften.

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 und durch ihre Rolle als Debitoren.

Zwei Missverständnisse sollen an dieser Stelle explizit ausgeräumt werden: Erstens wird die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt weder durch die dominante Rolle der Banken in Deutschland noch durch Shareholder Value-Orientierung in den USA aufgehoben. Es handelt sich vielmehr um Umgangsweisen mit diesem „Problem“. Wenn die eine jedoch bereits mit Erfolg eingesetzt wird, erübrigt sich die andere. Zweitens ist mit der „dominanten Rolle der Banken“ keine Monopolkapitalismusideologie gemeint. Dass die Banken Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen können, ist etwas anderes als die Vorstellung, die Gewinne der Unternehmen wären nicht begründet durch ihren Erfolg in der Konkurrenz, sondern durch monopolistische Absprachen.

Die institutionelle Verankerung von „Mitbestimmungssystemen“ gegenüber dem Management passt ebenfalls nicht zur Shareholder Value-Ökonomie, denn die Beteiligung von Arbeitnehmern an Entscheidungsprozessen ist im Shareholder Value-Konzept überhaupt nicht vorgesehen. Vom Standpunkt des SVA gehen alle möglichen Interessen auf in

¹⁶ „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)

der angestrebten Wertsteigerung. Deshalb bedarf es auch keines Mitbestimmungsrechts. „Von einem wertschaffenden Unternehmen profitieren nicht nur seine Eigentümer, sondern es dient allen anderen Forderungen seiner Anspruchsgruppen; umgekehrt sind alle Anspruchsgruppen in Gefahr, wenn es dem Management nicht gelingt, Shareholder Value zu schaffen. Aufgeklärtes Eigeninteresse schreibt vor, dass sich Eigentümer und andere Anspruchsgruppen partnerschaftlich an der Wertsteigerung beteiligen“ (Rappaport 1999: 8 f.).

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). Das Argument an dieser Stelle ist, dass ein Management, das eher auf technische Entwicklung als auf gute Bewertung setzt, vom Shareholder Value-Ansatz weniger profitieren kann.

3.2 Shareholder Value begünstigende Veränderungen

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 niemandem langfristig ausgeschlossen und ein Wandel des „rheinischen Kapitalismus“ erscheint vielen als wahrscheinlich.¹⁷

¹⁷ z. B.: „Ein Garant und Eckpfeiler 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).

Diese Veränderungen weisen im Vergleich zu den USA einen wichtigen Unterschied auf. Es handelt sich hier nicht um strukturelle Veränderungen, die eine neue Unternehmensstrategie begünstigen würden, sondern um Anpassungen an den amerikanischen Standard.

4 Shareholder Value als Standortstrategie

Von der bisherigen Analyse ausgehend ist in Deutschland momentan jedoch nicht der Fall entscheidend, dass eine 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. Dem Shareholder Value-Konzept fehlt in Deutschland die ökonomische Grundlage, weswegen von einem Sachzwang, also einer notwendigen Veränderung, nicht die Rede sein kann. Die Befürworter einer solchen Veränderung müssen sich bewusst darüber sein, dass es nicht einfach um eine andere Unternehmensstrategie geht, sondern dass die Umorientierung auf Shareholder Value Veränderungen in allen gesellschaftlichen Bereichen nach sich ziehen würde.

Eine solche Umorientierung müsste wahrscheinlich nicht nur von einer Reform des Handels- und Gesellschaftsrechts begleitet sein. Eine verstärkte Ausrichtung auf Shareholder Value impliziert z. B. auch, dass die Rolle der institutionellen Anleger ausgebaut wird, was private Renten- und Versicherungsfonds als Akteure voraussetzen würde. Inwieweit eine gesetzliche Rentenversicherung Bestand haben kann, wenn das eigentliche Ziel in privaten Rentenfonds besteht, die international konkurrieren können sollen, ist sicher mehr als fraglich.

Im folgenden soll überprüft werden, welche Folgen die intendierte Umorientierung auf Shareholder Value in Deutschland für Arbeitnehmer (4.1) und andere Betroffene („Stakeholder“) (4.2) haben könnte.

4.1 Die Auswirkungen der Shareholder Value-Debatte auf die Arbeitnehmer – „Der Kollege als Aktionär“?

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 bezüglich der Löhne argumentieren.

In bezug auf die gewerkschaftliche Mitbestimmung lässt sich allerdings sagen, dass ein solcher Einfluss im Shareholder Value-Konzept nicht vorgesehen ist. 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 ein wenig erfolgversprechendes Konzept. Der Einfluss der Arbeitnehmer mit Anteilsbeteiligung wäre verschwindend gering im Vergleich zu Großaktionären.

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 Altersversorgung, 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 beteiligt ist, dass der Unternehmenswert sinkt. 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).

Dieselben Bedenken gelten im übrigen auch in Bezug auf die „Volksaktien“. Denn wenn der „Kleinanleger“ die Börsenwerte studiert und sich als Teilhaber der Unternehmensfolge 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.

4.2 Auswirkungen auf andere „Stakeholder“

Auswirkungen auf andere Stakeholder lassen sich kaum diskutieren, weil der Begriff „Stakeholder“ selbst mehr als unklar ist. 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 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“.

5 Resümee

Der Vergleich mit den USA hat verdeutlicht, dass die bisherigen Debatten um Vor- und Nachteile des Shareholder Values oft nicht den ökonomischen Kern dieses Konzepts erfassen. Shareholder Value entstand in den USA als *Reaktion* auf spezifische Strukturveränderungen. Obwohl auch in Deutschland inzwischen ansatzweise die Börse an Bedeutung zunimmt, institutionelle Anleger zunehmend in den Vordergrund treten und traditionelle Formen der Mitbestimmung aufgekündigt werden, ist die Reihenfolge hier eine umge-

kehrte: Shareholder Value ist nicht Reaktion, sondern Aktion. Es handelt sich nicht einfach um eine ökonomische Entwicklung, sondern unter dem Etikett „Shareholder Value“, das seine Legitimation aus der angeblich objektiven Berechnung und dem Vorbild USA bezieht, werden Veränderungen intendiert, die die unterschiedlichsten gesellschaftlichen Bereiche betreffen.

Ob solche Veränderungen gewünscht bzw. erforderlich sind, ist eine Frage, ob es zu einer umfassenden und offenen Diskussion kommt, oder aber essentielle Veränderungen unter dem Etikett „Sachzwang der Globalisierung“ schulterzuckend hingenommen werden, ist eine andere.

6 Literatur

Aggarwal, R. K. / Samwick (2000): Performance Incentives within Firms.

[URL:<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/raj.aggerwal/perf0001.pdf>]

(27.10.2000)

Altvater, Elmar / Birgit Mahnkopf (1999): Grenzen der Globalisierung – Ökonomie, Ökologie und Politik in der Weltgesellschaft. Münster, Westfälisches Dampfboot.

Arrow, K. J. (1985): The Economics of agency, in: Pratt, J. W. / Zeckenhauer, R. J. (1985): Principals and Agents. The Structure of Business. Boston: Harvard University Press, S. 37-51.

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

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

Löhnert, Peter (1996): Shareholder Value. Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland. München: Verlag V. Florentz GmbH.

Hirsch-Kreinsen, Hartmut (1999): Shareholder Value – Zum Wandel von Unternehmenstrukturen und Kapitalmarktbedingungen. In: WSI Mitteilungen 5/1999, S. 322-330.

Höhmann, Kai (1998): Shareholder Value von Banken. Wiesbaden: Hallesche Schriften zur Betriebswirtschaft (Gabler Verlag).

Huber, Berthold (2000): Der Kollege als Aktionär. In: Frankfurter Rundschau, 02.11.2000, S. 7.

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

Ip, Greg (2000): Bull Market Charges Ahead, Led by Activist Shareholders.

[URL: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, S. 54-80.

Jürgens, Ulrich and Katrin Naumann, Joachim Rupp (2000b): *Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland*. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung gGmbH (WZB).

Lazonick, William and Mary O'Sullivan (2000): Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. In: *Economy and Society*. Vol. 29 / 1, S. 13-36.

Leggewie, Claus (2000): Der Aktionär als Souverän. In: *Blätter für deutsche und internationale Politik*. 5/2000, S. 6-8.

Marx, Karl (MEW 23, 1972): *Das Kapital – Erster Band*. Berlin: Dietz-Verlag.

Marx, Karl (MEW 25, 1972): *Das Kapital – Dritter Band*. Berlin: Dietz-Verlag.

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

Pratt, J. W. / Zeckenhauer, R. J. (1985): *Principals and Agents. The Structure of Business*. Boston: Harvard University Press.

Patterson, William (2000): Den Stier reiten, in: *Mitbestimmung* 5 / 2000, S. 41-43.

Rappaport, Alfred (1995): *Creating shareholder value*, New York: The Free Press.

Rappaport, Alfred (1999): *Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag.

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

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

Strange, Susan (1996): *The Retreat of the State – The Diffusion of Power in the World Economy*, Cambridge: University Press.

Windolf, P., J. Beyer (1995): Kooperativer Kapitalismus. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie (KZfSS)*. Jg. 47, H. 1, S. 1-36.