

*Yasmine Chahed
Malte Kaub
Hans-Erich Müller*

Konzernsteuerung börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland

edition der
**Hans Böckler
Stiftung** ■■■

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

*Yasmine Chahed
Malte Kaub
Hans-Erich Müller*

**Konzernsteuerung
börsennotierter
Aktiengesellschaften
in Deutschland**

**Eine Studie im Auftrag
der Hans-Böckler-Stiftung**

edition der Hans-Böckler-Stiftung 109

Über die Autoren:

Dipl. Kauffrau (FH) Yasmine Chahed absolviert den »Master of Science in Law and Accounting« an der London School of Economics (LSE). Ihr Erststudium schloss sie ab an der Fachhochschule für Wirtschaft (FHW) Berlin, der Ecole Supérieure du Commerce Extérieur Paris und der International Business School Groningen mit den Schwerpunkten Rechnungswesen, Controlling und Strategisches Management. Sie sammelte Erfahrung in der Corporate Finance Beratung sowie Wirtschaftsprüfung und war als wissenschaftliche Mitarbeiterin an der FHW Berlin, der Reims Management School und der LSE tätig.

Dipl. Kaufmann (FH), Bachelor of Science Malte Kaub arbeitet heute im Berliner Büro von Deloitte im Bereich Internationale Rechnungslegung. Er strebt zudem einen »Master of Science in Finance« an der University of London an. Sein Erststudium schloss er mit Auszeichnung ab an der Fachhochschule für Wirtschaft (FHW) Berlin, der International Business School in Groningen und der South Bank University in London mit dem Schwerpunkt Finance and Accounting. Herr Kaub ist Stipendiat der »Studienstiftung des deutschen Volkes« und Projektleiter im Think Thank »Oxford Council for Good Governance«.

Dr. Hans-Erich Müller ist Professor für Unternehmensführung und Organisation an der Fachhochschule für Wirtschaft in Berlin. Er ist Autor zahlreicher Publikationen – zuletzt zu Outsourcing, Merger & Acquisitions und internationale Führungskräftepolitik.

© Copyright 2004 by Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf

Buchgestaltung: Horst F. Neumann Kommunikationsdesign, Wuppertal

Produktion: Der Setzkasten GmbH, Düsseldorf

Printed in Germany 2004

ISBN 3-935145-86-1

Bestellnummer: 13109

Alle Rechte vorbehalten, insbesondere die des öffentlichen Vortrages,
der Rundfunksendung, der Fernsehausstrahlung,
der fotomechanischen Wiedergabe, auch einzelner Teile.

Wertorientierte Unternehmensführung, einst unter dem Schlagwort »Shareholder Value« in Deutschland sehr umstritten, hat sich inzwischen in der Unternehmenspraxis weitgehend durchgesetzt. Das Konzept hat offenbar einige Häutungen hinter sich gebracht, um das derzeitige Maß an Verbreitung zu finden. Geraade für die Interessenvertretungen der Arbeitnehmer in Betrieben und Unternehmen war das ursprüngliche Konzept nicht annehmbar, da es neben betriebswirtschaftlich sinnvollen Steuerungsmechanismen auch eine verteilungspolitische Weichenstellung vorsah. »Alles für die Aktionäre« kann nicht das Motto einer von der Mitbestimmung mitgetragenen Unternehmenspolitik sein, zumal einige der Steuerungsmethoden offenbar wirkungsvoll zur Selbstbedienung von Managern genutzt werden konnten. Diese kritische Sichtweise ist im übrigen durch Bilanzskandale und Unternehmenszusammenbrüche in den USA eindrucksvoll unterstützt worden.

Vor diesem Hintergrund ist es interessant zu erfahren, wie sich deutsche, börsennotierte Unternehmen ausrichten. Verfolgen sie eher solche Modelle, die das Aktionärsinteresse herausstellen oder solche, die sich an den Interessen verschiedener Stakeholder orientieren? Da es inzwischen einen bunten Strauß an Methoden und Berechnungsweisen zum wertorientierten Management gibt, besteht auch hier ein Informationsbedarf zur jeweiligen Unternehmenspraxis. Nicht zuletzt war für unser Projekt auch die den Modellen zugrunde liegende Forderung nach einer Kommunikation des wertorientierten Managements an den Kapitalmarkt anstoßgebend. Unternehmen, die sich für ein solches Modell entschieden haben, sollten dies im Internet bekannt machen und die Informationen leicht zugänglich platzieren. Das Projektteam hat daher einerseits einen kritischen Blick auf die vom Unternehmen veröffentlichten Steuerungsprinzipien geworfen und andererseits auch die auf Wertorientierung bezogene Internetkommunikation analysiert.

Die ersten beiden Kapitel des vorliegenden Bandes stellen die Ergebnisse der empirischen Untersuchung dar, was ihn vor allem für den wissenschaftlich interessierten Leser interessant macht.

In den darauffolgenden Kapiteln geht es um eine Bewertung der Ergebnisse und eine kritische Betrachtung der hier dargestellten und diskutierten Konzepte auch aus der Sicht der Mitbestimmung.

Diese Veröffentlichung ist nicht zur Erstinformation über Shareholder Value bzw. wertorientiertes Management gedacht. Hierzu sei auf die hier zitierte Broschüre von A. Prangenbergs, »Der Shareholder Value-Ansatz«, verwiesen.

Matthias Müller
Referatsleiter Wirtschaft
in der Hans-Böckler-Stiftung

Düsseldorf, Januar 2004

INHALTSVERZEICHNIS

VORWORT	3
EINLEITUNG	5
1. GRUNDZÜGE WERTORIENTIERTER UNTERNEHMENS-FÜHRUNG	13
1.1 Ebenen Wertorientierter Unternehmensführung	14
1.2 Wertorientierte Kennzahlensysteme	17
1.2.1 Moderne versus traditionelle Kennzahlensysteme	20
1.2.2 Cashflow-basierte Modelle	20
1.2.2.1 Shareholder Value-Ansatz	21
1.2.2.2 Wertsteigerungsansatz	22
1.2.3 Jahresabschlussbasierte Modelle	23
1.2.3.1 Economic Value Added-Ansatz	24
1.2.3.2 Cashflow Return on Investment-Ansatz	26
1.2.4 Die Ansätze im Vergleich	27
2. KONZERNSTEUERUNG BÖRSENNOTIERTER AKTIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND	29
2.1 Die Studie Konzernsteuerung im Verhältnis zu bisherigen Studien	29
2.1.1 Datenerhebung	29
2.1.2 Untersuchungsstand wertorientierte Unternehmensführung	30
2.2 Ergebnisse der vorliegenden Studie	32
2.2.1 Wertorientierung als oberstes Unternehmensziel	32
2.2.2 Relevanz der Eigentümerstruktur	35
2.2.3 Wertorientierung und Rechnungslegung	36
2.2.4 Anpassung von Unternehmensprozessen an Wertorientierung	37
2.2.5 Bezugsgrößen in Managementvergütungssystemen	39
2.2.6 Spitzenkennzahlen der internen Steuerung und Performancemessung	42
2.2.7 Bestimmung von Mindestrenditen	46

2.2.8 Segmentierung und Operationalisierung der Spitzenkennzahlen	48
2.3 Zwischenergebnis	50
3. ZUR KRITIK DES SHAREHOLDER VALUE	51
3.1 Vom Shareholder Value zur wertorientierten Unternehmensführung	52
3.1.1 Die drei Säulen wertorientierter Unternehmensführung	52
3.1.2 Verständigungsprobleme beim Controlling	54
3.1.3 Strategie und Struktur – Der Kaiser ist nackt	56
3.2 Vom Elend des Shareholder Value	59
3.2.1 Reichtum für Aktionäre steigern?	59
3.2.2 Schiefe Machtverteilung	61
3.2.3 Der Kreislauf der Habgier	62
3.2.4 Nachhaltige Wertsteigerung als Ziel	64
3.3 Die Einseitigkeit der Finanzperspektive überwinden	66
3.3.1 Gleichrangigkeit nicht-finanzieller Steuerungsgrößen	66
3.3.2 In der Wildnis des Strategischen Managements	69
3.3.3 Kontinuität durch Veränderung	70
4. WERTSTEIGERUNG, CORPORATE GOVERNANCE UND MITBESTIMMUNG	73
4.1 Wertorientierte Unternehmensführung als Strategiekonzept	73
4.2 Corporate Governance zwischen Marktsteuerung und Regulierung	75
4.2.1 Corporate Governance durch Shareholder Value?	76
4.2.2 Ziel ist die Ausgewogenheit von Marktautonomie und Regulierung	66
4.2.3 Wer soll das Management überwachen?	80
4.3 Wertsteigerung und Mitbestimmung	81
4.3.1 Was ist neu an Wertsteigerung?	81
4.3.2 Schwächt Kapitalmarktorientierung den Arbeitnehmereinfluss?	82
4.3.3 Value Reporting für Aufsichtsräte	84
SCHLUSSBETRACHTUNG	87
QUELLENVERZEICHNIS	91

ANHANG	99
LISTE DER UNTERSUCHTEN UNTERNEHMEN	101
KRITERIENKATALOG STUDIE KONZERNSTEUERUNG	102
UNTERSUCHUNGSERGEBNISSE NACH INDEX UND BRANCHE	106
SELBSTDARSTELUNG DER HANS-BÖCKLER-STIFTUNG	113

Das Shareholder Value-Konzept, seit Mitte der 1990er Jahre auch in Deutschland kontrovers diskutiert, hat bereits eine bewegte Geschichte hinter sich. Zeitgleich mit dem Aufstieg der so genannten »New Economy« und einem sagenhaften Börsenboom, wurde anfangs darin vor allem ein Bewertungs- und Controllinginstrument gesehen, das die Schwächen der traditionellen Rechnungslegung überwindet, mehr Anreize für Manager setzt, sich an Börsenwerten zu orientieren und damit den Unternehmenserfolg steigert. Davon ausgelöste Restrukturierungen und verschlechterte Arbeitsbedingungen galten vielfach als schmerzhafte, aber notwendige Behandlungsmaßnahmen für die »Old Economy«.

Heute wiederum scheinen die Skeptiker Recht zu bekommen: In der öffentlichen Wahrnehmung gibt der Shareholder Value-Orientierung Anreize zur Bilanzmanipulation, eröffnet Möglichkeiten zur Bereicherung oberster Managementtagen und führt zur Aushöhlung des Unternehmens. Ist nur deshalb heute anstelle von Shareholder Value zunehmend von wertorientierter Unternehmensführung die Rede? Und werden über instrumentelle Funktionen hinaus nun noch weitere Bastionen und die Spalte selbst, die Unternehmensführung, eingenommen?

Nach der überwiegenden Meinung in der entsprechenden Fachliteratur und einigen empirischen Untersuchungen haben sich Shareholder Value und wertorientierte Unternehmensführung weltweit durchgesetzt. Kapitalmarktfinanzierte Unternehmen erkannten im Verlauf der letzten 20 Jahre, zunächst in den USA und im Folgenden auch in Europa und in Deutschland, die Notwendigkeit eines nachhaltigen Wert-Managements. Ausgelöst wurde dieser Trend vor allem durch die Globalisierung der Kapitalmärkte, durch die den Anlegern eine Vielzahl von Investitionsalternativen erwuchs.¹ Der zunehmende Wettbewerb um das an Mobilität gewinnende Kapital² rückte ein Konzept in den Mittelpunkt der betriebswirtschaftlichen Diskussion, das sich als ganzheitlicher Managementansatz versteht, der die gesamte Organisation auf die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes für Anteilseigner (Shareholder Value) ausrichtet:³ die »Wertorientierte Unternehmensführung« oder auch »Value Based Management« (VBM).

1 Vgl. Pape (2000), S. 711.

2 Vgl. Weber et al. (2002), S. 7.

3 Vgl. Martin & Petty (2000), S. XIII.

Stand der Shareholder Value-Gedanke vor allem Mitte der 90er Jahre noch im Zusammenhang mit einem Rennen um Superlative, so zwingen das gegenwärtig verlangsamte Wirtschaftswachstum, die höheren Schwankungen an den Aktienmärkten und die jüngsten Bilanzskandale die Unternehmen mehr denn je, die eigene Attraktivität und Vertrauenswürdigkeit für Investoren zu steigern, um die eigene Kapitalbasis und damit die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens, auch für Mitarbeiter und Kunden, zu sichern. Die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt bildet dabei die wesentliche Schnittstelle zwischen Unternehmen und Investoren bzw. Analysten.

Die vorliegende Studie soll zunächst Aufschluss über die empirische Verbreitung und Qualität wertorientierter Steuerungssysteme bei deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften geben. Dazu geben wir im ersten Kapitel zunächst eine Einführung in die Grundzüge wertorientierter Unternehmensführung. In diesem Zusammenhang wird zunächst das Verhältnis von Anlegern und anderen Anspruchsgruppen im Rahmen von VBM betrachtet und ein Überblick über die wesentlichen Elemente dieses Managementansatzes gegeben. Anschließend beschreiben wir die Aufgaben wertorientierter Steuerungssysteme und Ansprüche an wertorientierte Kennzahlen. Abschließend wird ein Überblick über die bekanntesten Konzepte wertorientierter Kennzahlen gegeben.

Im zweiten Kapitel stellen wir die Ergebnisse unserer eigenen empirischen Studie zur Wertorientierung bei der Konzernsteuerung börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland dar. Ausgehend von Kriterien anspruchsvoller Konzepte wertorientierter Unternehmensführung prüfen wir, inwieweit die größten Unternehmen in Deutschland darüber auf ihren Internetseiten berichten und damit diesen Ansprüchen genügen. Um die Ergebnisse abzusichern und mehr über den derzeitigen Stand berichten zu können, werden darüber hinaus weitere einschlägige empirische Studien ausgewertet.

Gegenstand des dritten Kapitels ist es, auf dieser Grundlage einige kritische Überlegungen zum Shareholder Value und, soweit darunter dasselbe verstanden wird, ebenfalls zur wertorientierten Unternehmensführung zu entwickeln. Im vierten Kapitel geht es dann um eine abschließende Wertung des Zusammenhangs von Wertsteigerung, Corporate Governance und Mitbestimmung. Es versteht sich, dass im vorliegenden Rahmen die letzten beiden Kapitel das Thema nicht abschließend behandeln können.

Wir bedanken uns bei unserem Auftraggeber, der Hans-Böckler-Stiftung, insbesondere aber bei Herrn Matthias Müller, dort Leiter eines Wirtschaftsreferates, der uns mit einer Vielzahl von Anregungen zur Seite gestanden hat. Unser Dank gilt

auch Frau Prof. Dr. Heike Langguth für die kritischen Anmerkungen zum Manuskript. Verantwortlich sind wir natürlich selbst. Yasmine Chahed und Malte Kaub haben vor allem Konzeption und Umsetzung der empirischen Untersuchung im ersten und zweiten Kapitel auf den Weg gebracht, während Hans Erich Müller für das dritte und vierte Kapitel verantwortlich ist. Wir alle standen bei dem Thema vor der Herausforderung unterschiedliche Fachdisziplinen zu übersehen, ein Prozess der nicht immer einfach war, bei dem wir aber viel gelernt und auch Freude hatten – wir hoffen, dem Leser geht es ebenso.

Berlin, im Januar 2004

1. GRUNDZÜGE

WERTORIENTIERTER

UNTERNEHMENSFÜHRUNG

Wertorientierte Unternehmensführung (»Value Based Management«, »VBM«) steht traditionell für eine Vielzahl von Führungsinstrumenten, die die unterschiedlichen Bereiche und Disziplinen eines Unternehmens auf die Steigerung des Unternehmenswertes für die Anteilseigner (Shareholder) ausrichtet.⁴ Problematisch ist jedoch die Unschärfe der Begriffe. Ist »Wert« im Rahmen wertorientierter Unternehmensführung reiner »Shareholder Value«, also die eindimensionale Ausrichtung auf den Kapitalgeber, oder werden auch andere Interessen einbezogen? In der wissenschaftlichen Diskussion herrscht hierzu Uneinigkeit.⁵ Im folgenden Kapitel werden die Begriffe wertorientierte Unternehmensführung und Shareholder-Value-Orientierung zunächst gleichgesetzt. Trotz dieser Definition wird die Bedeutung anderer Anspruchsgruppen eines Unternehmens (Stakeholder) in der Theorie wertorientierter Unternehmensführung jedoch keinesfalls bestritten. Auch wenn die Frage nach der Rolle der Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten sowie der Verantwortung des Unternehmens gegenüber Umwelt und Gesellschaft⁶ häufig kontrovers diskutiert wird, betont die Theorie die Notwendigkeit der Zufriedenheit aller Anspruchsgruppen zur Erreichung der Wertsteigerung. Alfred Rappaport, Begründer des Shareholder Value-Ansatzes, führt in diesem Zusammenhang einen Kreislauf an, in dem nur ein im Sinne der Anleger erfolgreiches Unternehmen auch in der Lage ist, den finanziellen Ansprüchen der Stakeholder zu entsprechen.⁷ Andere Quellen sprechen von der Zusammenführung der Interessen von Shareholdern und Stakeholdern auf finanzieller Ebene⁸ bzw. von einem fortlaufenden Wertschaffungskreislauf.⁹ Relevante theoretische Ansätze weisen jedoch ausdrücklich darauf hin, dass Shareholder Value stets oberstes Ziel wertorientierter Unternehmensführung sein soll und nicht eines unter gleichen ist.¹⁰

4 Vgl. Martin & Petty (2000), S. XIII.

5 Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003), S. 6; Macharzina & Neubürger (2002).

6 Vgl. Young & O'Byrne (2001), S. 13.

7 Vgl. Rappaport (1998), S. 7.

8 Vgl. Pape (2000), S. 712.

9 Vgl. Martin & Petty (2001), S. 2.

10 Vgl. Rappaport (1999), S. 8.

Kritiker hingegen betonen, dass gerade der Shareholder Value-Ansatz dafür verantwortlich zu machen ist, dass nicht nur die Interessen der Shareholder, sondern auch anderer Anspruchsgruppen verletzt werden.¹¹ Ob dieses Konzept als Managementkonzept in Zukunft Bestand haben wird, ist alles andere als gesichert. Seine Bedeutung als finanzwirtschaftliches Planungs- und Controllingkonzept ist indes weniger umstritten. Um diesen Unterschied zu verdeutlichen, soll der Shareholder Value-Ansatz zunächst darstellt werden.

Im folgenden Kapitel werden die Begriffe wertorientierte Unternehmensführung und Shareholder Value-Orientierung analog zur meist englischsprachigen Literatur synonym verwendet.

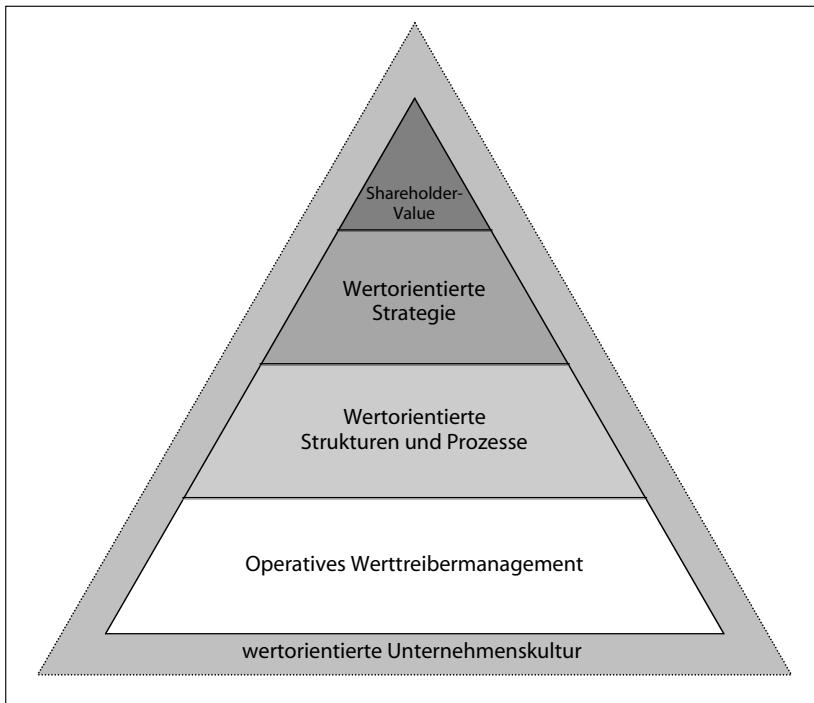
1.1 EBENEN WERTORIENTIERTER UNTERNEHMENSFÜHRUNG

Für ein erfolgreiches Wertmanagement ist die gesamte Organisation einschließlich ihrer Strukturen, Prozesse und Unternehmenskultur auf das Ziel der langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes für Anteilseigner auszurichten. Somit geht die Einführung wertorientierter Unternehmensführung über die Implementierung eines rein finanzwirtschaftlichen Planungs- und Kontrollsystems hinaus.¹² Sie verfolgt vielmehr die grundlegende Veränderung aller Bereiche und Führungsebenen, um sicherzustellen, dass sich alle wertbeeinflussenden Entscheidungen an diesem Unternehmensziel orientieren. Die Implementierung wertorientierter Unternehmensführung erfolgt im Wesentlichen in sechs Stufen:

11 Vgl. unten Kapitel 3

12 Vgl. Haspeslagh et al. (2001), S. 66.

Abb. 1: Ebenen wertorientierter Unternehmensführung



Quelle: In Anlehnung an Knight (1998), S. 3.

1) Unternehmensziel

Der erste Schritt ist das ausdrückliche Bekenntnis des Managements zur langfristigen Steigerung des Shareholder Value als oberstem Unternehmensziel einschließlich der internen und externen Kommunikation dieses Ziels.¹³ Da der Begriff des Shareholder Value im deutschsprachigen Raum zunehmend negativ besetzt ist, wird hier vorzugsweise von der Steigerung des Unternehmenswertes als Unternehmensziel gesprochen.

2) Strategie

Die Entwicklung einer wertorientierten Strategie ist ein Schlüsselfaktor auf dem Weg zu erfolgreichem VBM. Die Unternehmensstrategie richtet sich am Unterneh-

13 Vgl. Haspeslagh et al. (2001), S. 67.

mensziel aus und definiert, wie die Wertsteigerung unter Berücksichtigung der Branche und Wettbewerbsposition des Unternehmens zu erreichen ist.¹⁴ Die Strategieentwicklung basiert auf eingehender Analyse des Wettbewerbsumfeldes,¹⁵ über die beispielsweise Rückschlüsse auf Preise, Absatzmengen, branchenspezifische Geschäftsrisiken sowie Finanzrisiken gezogen werden.¹⁶ Zur Auswahl der Strategie mit dem höchstem Wertschaffungspotential werden wertorientierte Verfahren zur Unternehmens- und Strategiebewertung herangezogen.

3) Strukturen

Die Strategie kann nur dann erfüllt werden, wenn alle Ressourcen und Prozesse des Unternehmens auf sie ausgerichtet werden.¹⁷ Eine flache, dezentrale Organisationsstruktur bricht die Verantwortung für die langfristige Steigerung des Unternehmenswertes bis auf die Ebene der Geschäftseinheiten herunter.¹⁸ Auf diese Weise ergibt sich eine transparentere Struktur für die Bewertung der Strategien der einzelnen Geschäftseinheiten und ihres Wertsteigerungsbeitrages.¹⁹

4) Prozesse

Prozesse müssen so gestaltet werden, dass sie die Strategie unterstützen. Hierzu bedarf es (1) eines effektiven *Planungs- und Kontrollsyste*ms, das in der Lage ist, die Strategie in Ziele zu übersetzen und deren Erreichung zu messen.²⁰ Weiterer Bestandteil ist (2) ein *wertorientiertes Managementvergütungssystem* zur Überwindung der Diskrepanz zwischen Managementinteressen und Unternehmensziel. Schließlich soll (3) die *Kapitalmarktkommunikation* des Unternehmens Informationslücken zwischen Management und Investoren abbauen und eine angemessene Bewertung durch die Kapitalmärkte sicherstellen. Auf diese Weise soll die Attraktivität und Vertrauenswürdigkeit des Unternehmens für Investoren gesteigert und damit die Kapitalbasis und Zukunftsfähigkeit des Unternehmens gesichert werden.²¹

14 Vgl. Martin & Petty (2001), S. 2.

15 In der Literatur wird hierzu namentlich Bezug auf die Strategiekonzepte nach Michael E. Porter genommen.

16 Vgl. Rappaport (1998), S. 63ff.

17 Vgl. Stern et al. (2001), S. 34.

18 Vgl. Copeland et al. (2000), S. 96; Haspeslagh et al. (2001), S. 69f; Stern et al. (2001), S. 40ff.

19 Vgl. Haspeslagh et al., S. 69f.

20 Vgl. Bear et al. (2000), S. s2.

21 Vgl. Pape (2000), S. 714.

5) Operatives Werttreibermanagement

Die Identifikation und Kommunikation der wesentlichen *Werttreiber* schafft Entscheidungshilfen für das operative Tagesgeschäft. Die Analyse der einzelnen Werttreiber und ihrer Interdependenzen soll die Verbindung zwischen betrieblichem Handeln und der Erreichung des Unternehmensziels aufzeigen und so ein effektives Wert-Management auf operativer Ebene ermöglichen.²²

6) Unternehmenskultur

Die Umsetzung des Konzepts kann nur dann erfolgreich sein, wenn es durch eine konsistente wertorientierte Unternehmenskultur über alle Ebenen des Unternehmens unterstützt wird.

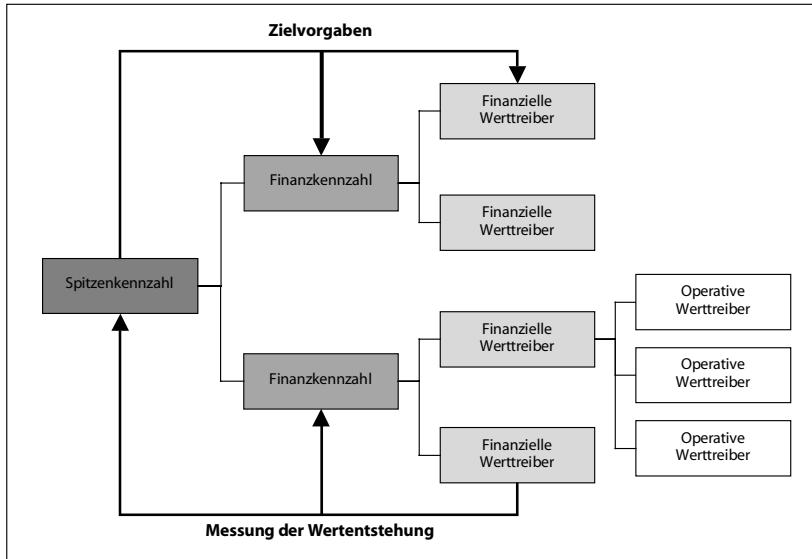
1.2 WERTORIENTIERTE KENNZAHLENSYSTEME

Wie bereits bemerkt, geht wertorientierte Unternehmensführung über die rein finanzielle Betrachtung von Erfolg und Misserfolg hinaus. Das Konzept fordert die Kommunikation aller wertschöpfungsrelevanten quantitativen und qualitativen Faktoren bis an die Unternehmensspitze, deren Entscheidungen ganzheitlich und nicht ausschließlich finanzorientiert sein sollten. Daher ist ein Kennzahlensystem, das die Strategieerreichung messbar macht, unabdingbar. An der Spitze dieses Systems steht eine finanzielle Spitzenkennzahl, die den internen Unternehmenswert abbildet und die Wertsteigerung auf Unternehmensebene misst. Auf den nachgelagerten Entscheidungsebenen folgen weitere Finanzkennzahlen zur Wertermittlung in den relevanten Unternehmensbereichen. Zur Operationalisierung der Finanzkennzahlen werden diese in ihre quantitativen (finanziellen) und qualitativen Werttreiber herunter gebrochen. Finanzielle Werttreiber sind i.d.R. GuV- und Bilanzgrößen und daran anschließend weitere quantitative aber auch qualitative Werttreiber. Die Wirkungszusammenhänge der Werttreiber werden in so genannten Werttreiberbäumen dargestellt.²³

22 Vgl. Knight (1998), S. 1, 7.

23 Vgl. Copeland et al. (2000), S. 55 ; KPMG (2002), S. 26ff.

Abb. 2: Das System der Wertkennzahlen



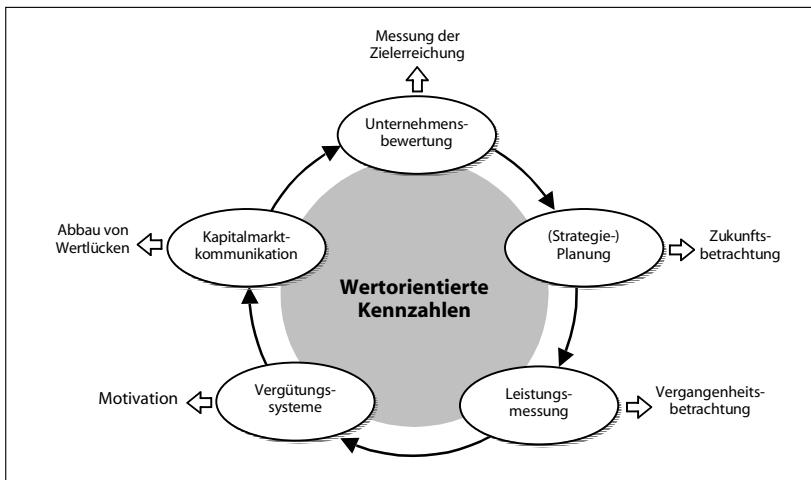
Quelle: In Anlehnung an Copeland et al. (2000), S. 56ff.

Durch das Kennzahlensystem soll Wertsteigerung quantifiziert und Konsistenz zwischen dem Handeln einzelner Akteure im Unternehmen hergestellt werden. In einem effektiven wertorientierten Steuerungssystem verbinden Kennzahlen die Bereiche Bewertung, Planung, Kontrolle, Vergütung und externe Kommunikation und erfüllen so eine integrative Funktion. Zugleich schaffen sie Konsistenz zwischen zukunftsgerichteter (Unternehmensbewertung, Planung, Ressourcenallokation) und vergangenheitsorientierter Betrachtung (Leistungsmessung).²⁴ Über diese Verbindung von Funktionen und Zeiten hinaus hat ein wertorientiertes Steuerungssystem auch Motivationswirkung: Die Vorgabe klarer Entscheidungskalküle forciert wertsteigernde Entscheidungen auf jeder Ebene und belohnt erfolgreiches Handeln im Rahmen wertorientierter Vergütungssysteme. Bei der externen Kommunikation (im Wesentlichen an den Kapitalmarkt) verdeutlichen die Kennzahlen die Fähigkeit des Unternehmens zur eigenen Wertsteigerung und tragen zum Abbau von Wertlücken bei.²⁵

24 Vgl. Pape (2000), S. 713.

25 Vgl. Weber et al. (2002), S. 10f.

Abb. 3: Integrative Funktion wertorientierter Kennzahlen



Quelle: Eigene Darstellung.

Die vielfältigen Ansprüche an wertorientierte Kennzahlen können jedoch weder durch eine einzige Kennzahl noch durch eines der traditionellen, rechnungsweisenbasierten Kennzahlensysteme erfüllt werden: Operative Entscheidungen verlangen quantitative und qualitative Werttreiber, Leistungsmessung und Vergütungssysteme fordern Indikatoren für den Wertzuwachs und Unternehmens- und Strategiebewertung benötigen Modelle, die langfristige Erfolgspotentiale abbilden. Dabei soll das Steuerungssystem eine dem jeweiligen Risiko angemessene Mindestrendite des langfristigen Anteilseigners als zentrale Zielgröße berücksichtigen, um die langfristige Unternehmenswertsteigerung für Anteilseigner zu unterstützen.²⁶

Im Wesentlichen müssen zwei Voraussetzungen erfüllt sein, um diesen Ansprüchen gerecht zu werden.

- 1) Berücksichtigung der risikoadjustierten, langfristigen Mindestrendite (entspricht gewichteten Kapitalkosten) --> Berücksichtigung des Ziels der Unternehmenswertsteigerung für Anteilseigner im Kennzahlensystem.
- 2) Verwendung einer Erfolgsgröße, die wirtschaftliche Erfolge statt buchhalterischer Erfolge abbildet --> Abbildung der ökonomischen Realität.

26 Vgl. Lorson (1999), S. 1329.

1.2.1 Moderne versus traditionelle Kennzahlensysteme

Traditionelle rechnungswesenbasierte Kennzahlensysteme bieten nur stark eingeschränkte Möglichkeiten entscheidungsrelevante Informationen bereit zu stellen.²⁷ Zum einen lassen Rechnungslegungsvorschriften die Berücksichtigung von Eigenkapitalkosten nicht zu, zum anderen können Erfolgsgrößen durch bilanzpolitische Maßnahmen beeinflusst werden.²⁸ In diesem Zusammenhang wird häufig von der Manipulierbarkeit der Zahlen des Rechnungswesens gesprochen. Weiterhin wird die Verwendbarkeit von Jahresabschlusszahlen in wertorientierten Steuerungssystemen dadurch beschränkt, dass sie lediglich historische Ereignisse erfassen und keinen Bezug zu zukünftigen Wachstumserwartungen haben.²⁹

In Wissenschaft und Praxis wurden verschiedene Kennzahlenmodelle entwickelt, die die Schwächen traditioneller Kennzahlen überwinden und den Ansprüchen wertorientierter Steuerung gerecht werden. Sie lassen sich in zwei Gruppen einteilen: jahresabschluss- und Cashflow-basierte Konzepte, die jeweils Modelle zur einperiodischen Leistungsmessung sowie zur mehrperiodischen Bewertung enthalten. Alle wertorientierten Kennzahlenmodelle leiten eine zu erwirtschaftende Mindestrendite aus den gewichteten Kosten von Eigen- und Fremdkapital³⁰ ab und bestimmen die Wertsteigerung anhand wirtschaftlicher Erfolge.

1.2.2 Cashflow-basierte Modelle

Im Gegensatz zu den Gewinngrößen des Jahresabschlusses steht der Freie Cashflow für die erwirtschafteten Mittel, mit denen u.a. die Ansprüche von Eigen- und Fremdkapitalgebern beglichen werden können. Er ist theoretisch unabhängig von Bilanzierungsregeln und wird als weniger manipulationsanfällig betrachtet, weshalb er einen besseren Indikator für die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit darstellt.³¹ Werden prognostizierte Cashflows mit den gewichteten Kapitalkosten ab-

27 Vgl. Weber et al. (2002), S. 5.

28 Z.B. die Abbildung historischer Anschaffungs- und Herstellungskosten statt wirtschaftlicher Zeitwerte im Rechnungswesen.

29 Vgl. Byrnes et al. (2001). [online]

30 Die gewichteten Kapitalkosten werden in der Regel nach dem WAAC-(Weighted Average Cost of Capital) Ansatz bestimmt. Dieser gewichtet die Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital entsprechend einer langfristig angestrebten Zielkapitalstruktur. Der Marktwert des Eigenkapitals wird nach CAPM (Capital Asset Pricing Model) aus drei Elementen bestimmt: (1) Langfristiger risikoloser Zins, (2) allgemeine Marktprämie, (3) individuelle Risikoprämie des Unternehmens.

31 Vgl. N.N. (1997).

gezinst, so wird der Unternehmenswert unter Einbeziehung wirtschaftlicher Erfolge (Cashflows) und der Ansprüche der Anteilseigner (gewichtete Kapitalkosten) bestimmt. Die beiden bekanntesten Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren werden im Folgenden kurz vorgestellt. Es handelt sich um den Shareholder Value-Ansatz nach Alfred Rappaport und den Wertsteigerungsansatz nach McKinsey.

1.2.2.1 Shareholder Value-Ansatz

Ziel des Shareholder Value-Ansatzes nach Rappaport ist die nachhaltige Steigerung des Wertes des Eigenkapitals (Shareholder Value).³² Der Shareholder Value selbst ist eine zahlungsstrombasierte Größe zur Bewertung von Strategien und Investitionen.³³ Er wird berechnet als Saldo aus Unternehmenswert und Schulden zu Marktwerten.

$$\text{Shareholder Value} = \text{Unternehmenswert} - \text{Marktwert des Fremdkapitals}$$

Der Unternehmenswert enthält drei Komponenten:

- Barwert zukünftiger betrieblicher Cashflows (discounted Cashflows)
- Barwert des Restwertes am Ende des Planungszeitraums
- Wert des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens.³⁴

Im Shareholder Value-Ansatz werden die betrieblichen Cashflows ausgehend von sechs Werttreibern geplant. Die Treiber des Cash inflow sind die Umsatzerlöse des Vorjahres, eine konstante Wachstumsrate des Umsatzes, eine konstante betriebliche Gewinnmarge und ein Cashflow-bezogener Ertragsteuersatz. Der Cash outflow ergibt sich aus Erweiterungsinvestitionen in das Anlage- und das Umlaufvermögen. Wegen der Annahme konstanter Wachstumsraten für die einzelnen Werttreiber, sind die geplanten Cashflows konstant ansteigend.

	Umsatzerlöse des Vorjahres
x	1 + Konstante Wachstumsrate des Umsatzes
x	Betriebliche Gewinnmarge
x	1 – Auf Cashflow bezogener Ertragsteuersatz
=	Cash inflow
/.	Erweiterungsinvestitionen Anlagevermögen
/.	Erweiterungsinvestitionen Umlaufvermögen
=	Cashflow

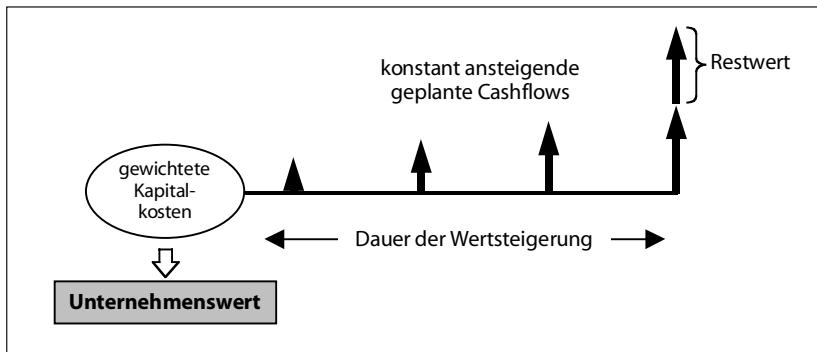
32 Vgl. Rappaport (1998), S. 32.

33 Vgl. Rappaport (1998), S. 80ff.

34 Vgl. Rappaport (1999), S. 40.

Der Planungszeitraum entspricht der angenommenen Dauer der Wertsteigerung.³⁵ Shareholder Value wird nur dann geschaffen, wenn die erwirtschaftete Rendite die Kapitalkosten übersteigt. Daher sind die gewichteten Kosten für Eigen- und Fremdkapital der angemessene Diskontierungsfaktor zur Ermittlung des Unternehmenswertes.³⁶

Abb. 4: DCF-Konzept nach Rappaport



Quelle: In Anlehnung an Lorson (1999), S. 1332.

In Ergänzung zur mehrperiodischen Bewertungskennzahl »Shareholder Value« drückt der einperiodische Shareholder Value Added (SVA) die Wertsteigerung pro Periode aus. Für die periodenbezogene Leistungsmessung berechnet er sich als Differenz aus Shareholder Value am Ende und am Anfang des Betrachtungszeitraumes.

1.2.2.2 Wertsteigerungsansatz

Der Wertsteigerungsansatz nach McKinsey ähnelt dem Ansatz von Rappaport. Der Unterschied liegt in der Bestimmung zukünftiger Cashflows. Grundlage sind nicht, wie bei Rappaport, operative Werttreiber, sondern die geplanten bzw. fortgeschriebenen Jahresabschlüsse, aus denen die Freien Cashflows nach der indirekten Methode abgeleitet werden:³⁷

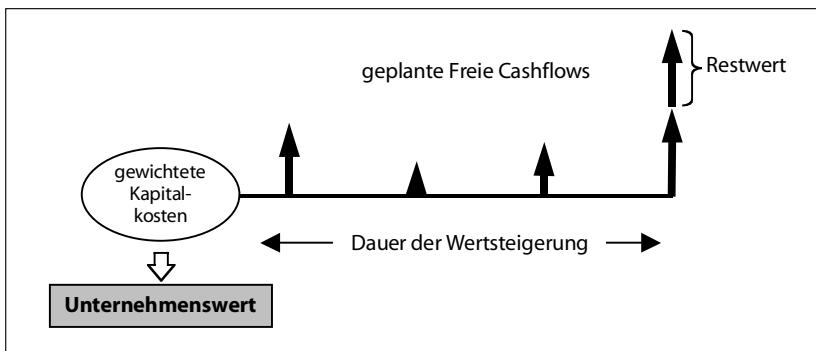
35 Vgl. Lorson (1999), S. 1333.

36 Vgl. Rappaport (1999), S. 44.

37 Vgl. Lorson (1999), S. 1333.

	EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)
'/.	Ertragsteuern, die auf das operative Ergebnis entfallen
'/.	Veränderung sonst. Steuern u. Steuerrückstellungen
=	NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Taxes)
+	Abschreibungen
=	Brutto Cashflow
+/-	Zunahme/Abnahme Working Capital
-	Investitionen in das Anlagevermögen
=	Freier Cashflow (vor Goodwill)
-	Investitionen in Goodwill
=	Freier Cashflow

Abb. 5: DCF-Konzept nach McKinsey



Quelle: In Anlehnung an Lorson (1999), S. 1332.

1.2.3 Jahresabschlussbasierte Modelle

Im Gegensatz zu den DCF-Verfahren dienen die jahresabschlussbasierten Modelle in erster Linie zur Ermittlung einperiodischer Erfolgsgrößen, die sowohl wirtschaftliche Erfolge als auch Kapitalkosten berücksichtigen. Sie sind daher primär Nachrechnungsinstrumente.³⁸ Die bekanntesten jahresabschlussbasierten Modelle sind der Economic Value Added-(EVA)-Ansatz nach Stern Stewart und der Cash-flow Return on Investment-(CFROI)Ansatz.

38 Vgl. Lorson (1999), S. 1335.

1.2.3.1 Economic Value Added- Ansatz

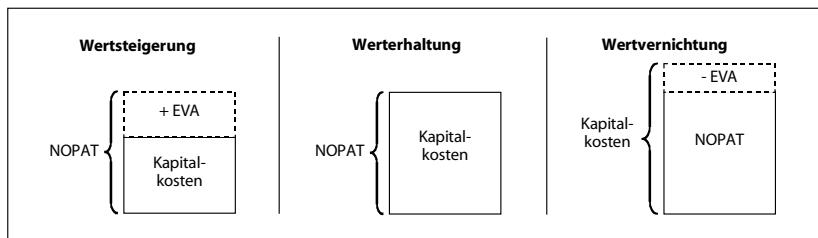
Der EVA ist eine aus dem Rechnungswesen abgeleitete einperiodische Erfolgsgröße. Allgemein berechnet er sich als Residualgewinn, d.h. als Differenz aus der Erfolgsgröße Nettobetriebsergebnis nach Steuern (Net Operating Profits After Taxes, NOPAT)³⁹ und den Kosten für Eigen- und Fremdkapital ergibt.⁴⁰

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Kapitalkosten}$$

Die absoluten Kapitalkosten sind eine Funktion des verzinslichen Vermögens (»invested capital« oder »capital employed«) und des gewichteten Kapitalkostensatzes, der nach dem gleichen Verfahren wie bei den beschriebenen DCF-Modellen bestimmt wird.⁴¹

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Invested capital} \cdot \text{Kapitalkostensatz})$$

Wertsteigerung für Aktionäre wird erreicht, wenn der NOPAT die Kapitalkosten übersteigt.



Die Erfolgsgröße NOPAT und das Invested capital werden durch Überführung der Jahresabschlusswerte in ökonomische Werte ermittelt.⁴²

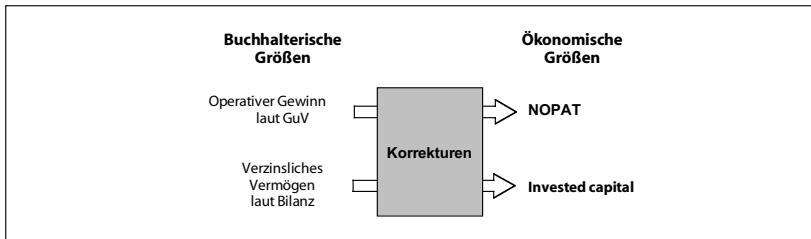
39 Es wird unterstellt, dass Abschreibungen mit Reinvestitionen gleichzusetzen und somit bei der Berechnung des NOPAT von den Erlösen abzuziehen sind [Vgl. Stewart (1991), S. 86].

40 Vgl. Stewart (1991), S. 2.

41 Vgl. Young & O'Byrne (2001), S. 43.

42 Vgl. Martin & Petty (2000), S. 87ff.

Abb. 6: Überführung buchhalterischer in ökonomische Größen



Quelle: Eigene Darstellung.

Hierzu müssen vier Arten von Korrekturen (Adjustments) vorgenommen werden:

- 1) Eliminierung betriebsfremder Einflüsse
- 2) Erfassung aller offenen und versteckten Finanzierungsmittel (z.B. Leasing)
- 3) Abzug von Steuern, die auf das Betriebsergebnis entfallen.
- 4) Erfassung aller Eigenkapitaläquivalente (z.B. stillle Reserven aus LIFO-Bewertung des Vorratsvermögens)

Hier stellt sich allerdings die Frage nach Anspruch und Wirklichkeit, denn in der Praxis wurden über 150 mögliche Anpassungen zur Bereinigung der Jahresabschlusszahlen um Bilanzierungseinflüsse identifiziert.⁴³ Die rechnerische Qualität des EVA als ökonomische Kenngröße nimmt mit dem Umfang der vom Management beschlossenen Anpassungen zu, die praktische Qualität leidet dagegen, weil die Nachvollziehbarkeit und die Glaubwürdigkeit sinken. Wegen dieses Definitionsspielraumes ist der EVA nicht als Vergleichsgröße z.B. für den Unternehmensvergleich geeignet.⁴⁴

Für die Unternehmens- und Strategiebewertung hält der EVA-Ansatz eine weitere Kennzahl bereit, die aus zukünftigen EVAs abgeleitet wird: den Market Value Added (MVA).⁴⁵ Der MVA steht wie der Unternehmenswert in den DCF-Verfahren für die Fähigkeit des Unternehmens zukünftige wirtschaftliche Erfolge zu erzielen.⁴⁶ Eine Strategie wird als wertsteigernd eingestuft, wenn sie einen positiven MVA erzeugt. Die Qualität des MVA hängt ebenfalls von der Zahl der Anpassungen der Jahresabschlusswerte ab, da er intern als Barwert zukünftiger EVAs bestimmt wird. Im Idealfall entspricht der interne MVA der Differenz aus Marktwert des Unternehmens und dem investierten Kapital (externer MVA).⁴⁷

43 Vgl. Young & O'Byrne (2001), S. 111.

44 Vgl. Keys et al. (2001), S. 70.

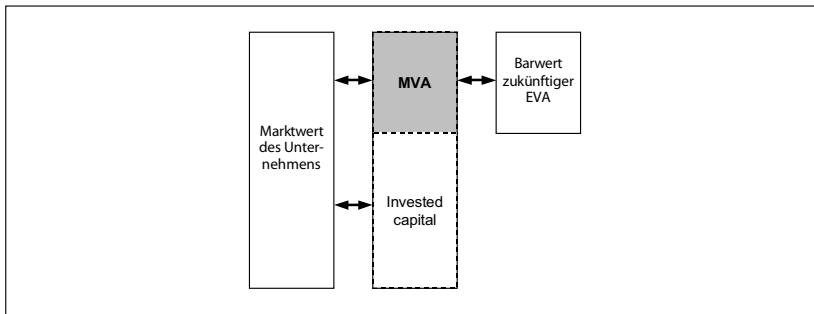
45 Vgl. Young & O'Byrne (2001), S. 34f.

46 Vgl. Martin & Petty (2000), S. 99.

47 Vgl. Stewart (1991), S. 153.

MVA (extern) = Marktwert – Investiertes Kapital

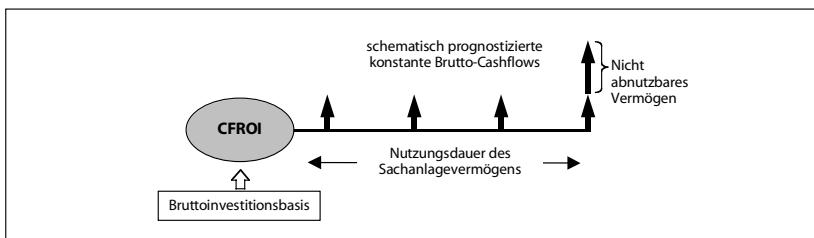
MVA (intern) = Barwert zukünftiger EVAs



1.2.3.2 Cashflow Return on Investment-Ansatz

Der Ansatz unterliegt der Prämisse, dass auf der Basis des vorhandenen und um Bewertungs- und Inflationseffekte bereinigten Vermögens (Bruttoinvestitionsbasis) in Zukunft konstante Cashflows erwirtschaftet werden. Der zugrunde gelegte Prognosezeitraum entspricht der durchschnittlichen Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens, der verbleibende Residualwert dem Wert des nicht-abnutzbaren Vermögens. Aus diesem fiktiven Investitionsprofil wird der Cashflow Return on Investment (CFROI), ein realer interner Zins, abgeleitet.⁴⁸

Abb. 7: CFROI Berechnung



Quelle: In Anlehnung an Martin & Petty (2000), S. 122.

Zur Messung der Wertsteigerung wird der CFROI einem Kapitalkostensatz gegenübergestellt, der anders als in den vorigen Modellen aus zukunftsgerichteten Marktdaten abgeleitet wird.

48 Vgl. Lorson (1999), S. 1335.

$CFROI > \text{Kapitalkostensatz} \rightarrow \text{Wertsteigerung}$

$CFROI = \text{Kapitalkostensatz} \rightarrow \text{Werterhaltung}$

$CFROI < \text{Kapitalkostensatz} \rightarrow \text{Wertvernichtung}$

Um die Wertsteigerung einer Periode in absoluten Werten auszudrücken, wird der Cash Value Added (CVA) ermittelt. Wie beim EVA handelt es sich um eine Residualgewinngröße. Zur Bestimmung des CVA wird die prozentuale Wertschaffung der Periode als Differenz aus CFROI und Kapitalkostensatz ermittelt und mit der Bruttoinvestitionsbasis multipliziert.

$$\mathbf{CVA = (CFROI - Cost\ of\ capital) \cdot Gross\ cash\ investment}$$

Ähnlich dem EVA-Ansatz kann der Unternehmenswert aus der Prognose zukünftiger CVA und deren Diskontierung mit dem Kapitalkostensatz abgeleitet werden.

1.2.4 Die Ansätze im Vergleich

Die Cashflow basierten Konzepte sind zukunftsorientiert und eignen sich besonders zur Strategieplanung sowie zur Projekt- und Investitionsrechnung. Zwar baut auch der CFROI auf dem dynamischen Investitionsrechenverfahren des internen Zinsfuß auf, jedoch ist er wegen seiner Herleitung auf der Basis nur eines Jahresabschlusses ebenso wie der EVA den Nachrechnungsinstrumenten zuzuordnen. Der EVA ist eine rein statische Kennzahl zur einperiodischen Leistungsmessung. Die Aussagefähigkeit eines aus zukünftigen EVA bestimmten Unternehmenswertes im Vergleich zu den DCF-Verfahren wird in der Literatur bezweifelt.⁴⁹

Jahresabschlussbasierte Kennzahlen sind in der Regel manipulationsanfälliger als Cashflow basierte. Es sei auf die Vielzahl möglicher Anpassungen, die im Ermessens des Managements liegen, verwiesen. Jedoch ist zu bedenken, dass auch Cashflow basierte Verfahren durch bewusste oder unbewusste Planungsfehler beeinflusst werden können.

EVA und CFROI haben den Vorteil, dass sie auch von externen Analysten aus den veröffentlichten Jahresabschlusszahlen abgeleitet werden können. Wegen der Komplexität der internen Zinsfußmethode im CFROI-Ansatz ist der EVA-Ansatz leichter zu kommunizieren und unterstützt durch die Schaffung einer gemeinsamen »Sprache« das Herunterbrechen der Wertorientierung auf alle Unternehmensebenen.⁵⁰ Wegen der Vorzüge und Nachteile der Konzepte empfiehlt sich in der

49 Vgl. Lorson (1999), S. 1335.

50 See <http://www.sternstewart.com>.

Praxis eine Kombination aus Cashflow basierten Kennzahlen für zukunftsgerichtete Planung und Unternehmenswertermittlung und jahresabschlussbasierten Kennzahlen zur vergangenheitsorientierten Leistungsmessung. Um eine Kurzfristorientierung zu vermeiden, sollten wertorientierte Vergütungssysteme stets an eine langfristige Wertsteigerung gekoppelt sein.

Abschließend bietet die folgende Tabelle eine Zusammenfassung der wesentlichen Merkmale des Shareholder Value-, EVA- und CFROI-Ansatzes:

	Shareholder Value-Ansatz	EVA-Ansatz	CFROI-Ansatz
Einperiodische Kennzahl	Shareholder Value Added (SVA)	Economic Value Added (EVA)	Cashflow Return on Investment (CFROI) bzw. Cash Value Added (CVA)
Bewertungs-Kennzahl	Shareholder Value	Barwert zukünftiger EVA bzw. Market Value Added (MVA)	Barwert zukünftiger CVA
Erfolgsgröße	Operativer Cashflow	NOPAT	Brutto Cashflow
Kapitalkosten	Weighted Average Cost of Capital (WACC) auf Basis des Capital Asset Pricing Model (CAPM)		Aus zukünftigem Marktportfolio abgeleitet.
Individuelles Risiko	Unternehmens-Beta		
Prognose-Zeitraum	Dauer der Wertsteigerung		Durchschnittliche Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens
Restwert	Ewige Rente	Ewige Rente	Nicht abnutzbares Vermögen

2. KONZERNSTEUERUNG BÖRSENNOTIERTER AKTIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND

2.1 DIE STUDIE KONZERNSTEUERUNG IM VERHÄLTNIS ZU BISHERIGEN STUDIEN

Ansatzpunkt der empirischen Untersuchung in der vorliegenden Studie Konzernsteuerung ist die Auswertung extern zugänglicher Angaben zur Konzernsteuerung börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland. Dazu wurden Internetauftritte ausgewertet und den Ergebnissen anderer Untersuchungen, die auf der Versendung von Fragebögen bzw. persönlichen Interviews basieren, gegenübergestellt. Die vorliegende Studie soll somit einen Beitrag dazu leisten, auf Grundlage extern zugänglicher Informationen Rückschlüsse auf die Verbreitung und Qualität wertorientierter Unternehmensführung bei deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften zu ziehen.

2.1.1 Datenerhebung

Der der Untersuchung zu Grunde gelegte Kriterienkatalog überprüft, inwieweit Unternehmen über die wesentlichen Elemente wertorientierter Unternehmensführung berichten und damit unter anderem zum Abbau von Wertlücken zwischen der Einschätzung des Unternehmenswertes aus Management- und aus Kapitalmarktsicht beitragen. Insbesondere wird überprüft, ob ein Bekenntnis zur Wertorientierung vorliegt, ob eine Spitzenkennzahl für interne Steuerung und Performancemessung verwendet wird sowie ob Unternehmensprozesse und Managementvergütungssysteme wertorientiert sind. Können Hinweise hierzu ermittelt werden, wird zusätzlich noch die Segmentierung und Operationalisierung der wertorientierten Unternehmensführung untersucht. Die verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze und die Eigentümerstruktur werden mit einbezogen, um mögliche Interdependenzen und Korrelationen aufzuzeigen.

Im Rahmen der Untersuchung wurde zu jeder Fragestellung eine subjektive Einschätzung zur Auffindbarkeit der Daten in den Internetauftritten der Unternehmen getroffen – schließlich ist die externe Berichterstattung ein wesentliches

Instrument zur positiven Beeinflussung des wahrgenommenen Unternehmenswertes für Anteilseigner.

Ausgewertet wurden im Herbst 2003 die Internetauftritte der Ende 2002 im damaligen DAX100 notierten Unternehmen. Zusätzlich wurden die im SDAX notierten Industrieunternehmen der Branchen Automobilindustrie, Chemie, Elektrotechnik, Energiewirtschaft, Maschinenbau, Pharma und Stahlindustrie in die Untersuchung einbezogen. Nach dieser Vorauswahl ergab sich eine Grundgesamtheit von 117 Unternehmen.

	Gesamt	DAX	MDAX	SDAX	CDAX	TECDAX
Automobilindustrie	7	4	1	2	0	0
Chemie	10	3	5	2	0	0
Elektrotechnik	11	2	3	5	0	1
Energiewirtschaft	3	2	1	0	0	0
Maschinenbau	17	1	10	6	0	0
Pharma	11	3	6	2	0	0
Stahlindustrie	2	1	1	0	0	0
Finanzdienstleistung	11	6	4	1	0	0
Übrige	45	8	22	10	2	3
Gesamt	117	30	53	28	2	4

Durch diese Auswahl soll insbesondere an Studien der KPMG und des Instituts für Unternehmensführung und Unternehmensforschung der Ruhr-Universität Bochum angeknüpft werden. Sofern auf weitere Studien eingegangen wurde, wird im Text an der entsprechenden Stelle darauf verwiesen.

2.1.2 Untersuchungsstand wertorientierte Unternehmensführung

Die Studie »Beteiligungscontrolling in Deutschland – eine empirische Untersuchung der DAX 100 Unternehmen« des Instituts für Unternehmensführung und Unternehmensforschung der Ruhr-Universität Bochum (IUU-Studie) aus dem Jahre 2000 untersucht, ob und in welchem Umfang sich die wertorientierte Unternehmensführung in deutschen Konzernen als Zielsetzung etabliert hat und das Controlling-instrumentarium zunehmend daraufhin ausgerichtet wurde.⁵¹ Zu die-

51 Pellens et al. (2000), S. 5.

sem Zweck wurden persönliche Interviews mit den Ressortverantwortlichen von 24 DAX- und 35 MDAX-Unternehmen geführt.⁵² Gegenüber einer Vergleichsstudie aus dem Jahre 1997 sind folgende wesentliche Veränderungen zur erkennen:

- zunehmende Verwendung wertorientierter Erfolgsgrößen als zentrale Steuerungskennzahl
- zunehmend wertorientierte Vergütungssysteme
- vermehrte Ermittlung kapitalmarktorientierter Eigenkapitalkosten im Rahmen interner Steuerung und Kontrolle

Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass ein eindeutiger »Ruck« in Richtung Shareholder Value-Management zu erkennen sei.

Die von der KPMG Deutsche Treuhand Gesellschaft im Herbst 2002 durchgeführte Studie »Shareholder Value-Konzepte und ihre Umsetzung bei den DAX100-Unternehmen« (KPMG-Studie) verfolgt das Ziel, die Entwicklung und den aktuellen Stand in der Praxis der wertorientierten Unternehmensführung in Deutschland mit all seiner Vielfalt zu beschreiben.⁵³ Hierzu wurden zehnseitige Fragebögen an die Finanzvorstände der DAX100-Unternehmen (Zusammensetzung zum 30. 12.2002) gesandt. Die Rücklaufquote lag bei 38 %.⁵⁴ Im Vergleich mit einer gleichartigen Studie der KPMG aus dem Jahre 2000 ergeben sich folgende wesentliche Veränderungen:

- gesteigerte Verbreitung von Value Based Management,
- zunehmende Bedeutung des Residualgewinns als Shareholder Value-Spitzenkennzahl.
- Mangelnde Umsetzung des Wertmanagements auf allen Unternehmensebenen.
- Weiterer Verbesserungsbedarf bei VBM-kompatiblen Entlohnungssystemen und der Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation.⁵⁵

52 Pellens et al. (2000), S. 6.

53 KPMG (2002), S. 5.

54 KPMG (2002), S. 12.

55 Vgl. KPMG (2002), S. 10.

Die folgende Tabelle bietet eine vergleichende Darstellung der Vorgehensweisen der vorliegenden Studie und anderer, bisheriger Studien:

	Vorliegende Studie	Referenzstudien	
Titel	Konzernsteuerung börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland (Studie Konzern- steuerung)	Beteiligungs- controlling in Deutschland (IUU-Studie)	Shareholder Value- Konzepte und ihre Umsetzung bei den DAX 100-Unter- nehmen (KPMG-Studie)
Durchgeführt von	FHW – Berlin im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung	Institut für Unterneh- mensführung und Un- ternehmensfor-schung unterstützt durch die Arthur Andersen Business Consulting GmbH	KPMG Deutsche Treuhand Gesellschaft
Wissenschaftliche Leitung	Prof. Dr. Hans-Erich Müll- er Fachhochschule für Wirtschaft Berlin	Prof. Dr. Bernhard Pellens Ruhr Universität Bochum	Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser Ludwig-Maximilians- Universität München
Untersuchungsge- genstand	DAX100 – (Stand Ende 2002) und ausgewählte SDAX-Unternehmen	DAX100-Unternehmen mit Mindeststrebesitz 25 %	DAX100-Unternehmen (Stand Ende 2002)
Untersuchungs- zeitraum	Herbst 2003	Oktober 1999 bis Febru- ar 2000	Herbst 2002
Vergleichsstudie	–	1997	2000
Datenerhebung	Auswertung der Internetauftritte	Persönliche Interviews mit Ressortverantwortli- chen	Fragebogen, Auswer- tung Geschäfts- berichte/Internet bei Einzelfragen
Grundgesamtheit	Gesamt: 117 Unternehmen 30 DAX30-Unternehmen 53 MDAX-Unternehmen 28 SDAX-Unternehmen 2 CDAX-Unternehmen 4 TECDAX-Unterneh- men	Gesamt: 59 Unternehmen 24 DAX30-Unternehmen 35 MDAX-Unternehmen	38 DAX100-Unter- nehmen

2.2 ERGEBNISSE DER VORLIEGENDEN STUDIE

2.2.1 Wertorientierung als oberstes Unternehmensziel

Grundlegend wurde zunächst die Frage nach dem Bekenntnis zur Wertorientierung gestellt. Wie erwähnt, ist das intern wie auch extern kommunizierte Bekenntnis zum

Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes für Anteilseigner der erste Schritt auf dem Weg zu einer wertorientierten Steuerung.⁵⁶ Vor dem Hintergrund der oben diskutierten Gleichsetzung der Begriffe wertorientierte Unternehmensführung und Shareholder Value-Orientierung in der Theorie müsste folglich in der Praxis gelten dass Unternehmen, die sich zur wertorientierten Unternehmensführung bekennen, die Steigerung des Unternehmenswertes für ihre Anteilseigner verfolgen.

Bei der Suche nach Aussagen zum Unternehmensziel wurden zunächst die Seiten mit der Eigendarstellung des Unternehmens (»wir über uns«) auf Hinweise zu Visionen und Strategien untersucht. Fanden sich hier keine derartigen Aussagen, wurden die Investor Relations Seiten überprüft. In 57 Fällen (49 %) waren die Informationen zur Unternehmenszielsetzung sehr schnell verfügbar, jedoch bei 35 Unternehmen (30 %) sehr schwer bzw. gar nicht auffindbar.

Insgesamt bekennen sich 65 Unternehmen (56 %) zur Wertorientierung.⁵⁷ Von den 30 Unternehmen des DAX treffen 24 (80 %) eine Aussage zur Wertorientierung, von den 53 untersuchten Unternehmen des MDAX 28 Unternehmen (53 %).

Bekennnis zur Wertorientierung	Gesamt	Davon		
		DAX	MDAX	SDAX
Automobilindustrie	5	4	0	1
Chemie	7	3	4	0
Elektrotechnik	5	2	1	1
Energiewirtschaft	3	2	1	0
Maschinenbau	9	1	6	2
Pharma	5	1	3	1
Stahlindustrie	2	1	1	0
Finanzdienstleistung	4	4	0	0
Übrige	25	6	12	5
Gesamt	65	24	28	10

Die TECDAX Unternehmen werden in der folgenden Übersicht berücksichtigt. Damit zeigt sich, dass die extern bereitgestellten Informationen zur Unternehmenszielsetzung in unserer Untersuchung die gleiche Tendenz wie die Ergebnisse der IUU-Studie aufweisen. Laut dieser Studie bekannten sich in persönlichen In-

56 Vgl. Haspeslagh (2001), S. 67.

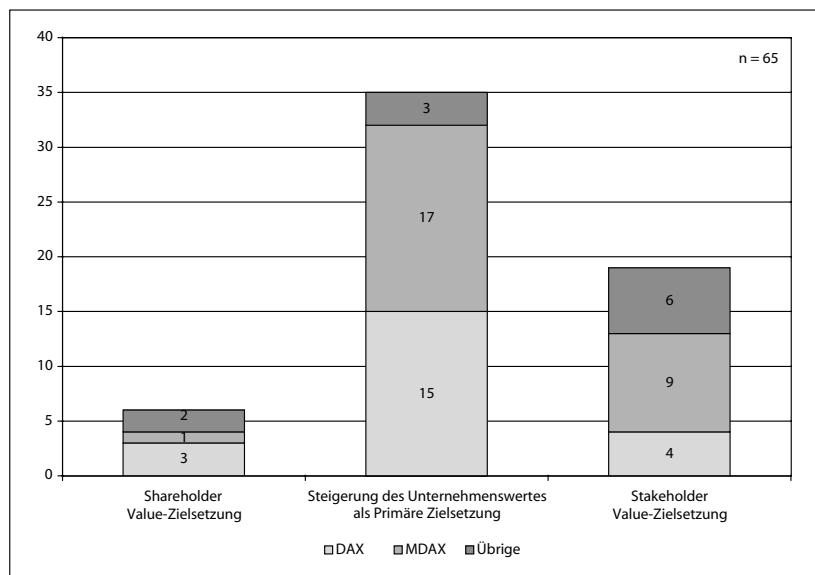
57 Ein Sonderfall ist DaimlerChrysler. Die Gesellschaft wird zwar wertorientiert geführt, jedoch findet sich in der Selbstdarstellung des Unternehmens sowie im Investor-Relations-Bereich kein explizites Bekennnis zur Wertorientierung als oberstem Unternehmensziel. Wegen der Eindeutigkeit der Wertorientierung wird DaimlerChrysler in der weiteren Auswertung dennoch in die Gruppe der Unternehmen mit expliziter Wertorientierung aufgenommen.

terviews Anfang 2000 von 24 befragten DAX-Unternehmen 20 Gesellschaften (83 %) zu einer Orientierung am Unternehmenswert als primärer finanzwirtschaftlicher Zielsetzung, wogegen nur 13 der 35 MDAX-Unternehmen (37 %) eine derartige Zielsetzung angaben.⁵⁸

Wertorientierung als Unternehmenszielsetzung	DAX	MDAX
Studie »Konzernsteuerung« (2003)	24 (80 %)	28 (53 %)
IUU-Studie (2000)	20 (83 %)	13 (37 %)

Für den Kreis der Unternehmen, die sich zur Wertorientierung bekennen, wurde die Spezifizierung der Zielsetzung näher untersucht. Dabei haben wir die Frage gestellt »für wen« diese Wertsteigerung erzielt werden soll. Insofern dabei eine besondere Priorität für Aktionäre genannt wurde, haben wir dies als explizite Shareholder Value-Zielsetzung bezeichnet. Sofern die Bedeutung aller Anspruchsgruppen betont wurde, haben wir eine Stakeholder-Zielsetzung erkannt. Insgesamt sind bei Unternehmen mit explizitem Bekenntnis zur Wertorientierung allgemeine Angaben zur Unternehmenswertsteigerung vorherrschend (35 Unternehmen, 54 %). Lediglich 6 Unternehmen (9 %) nennen eine explizite Shareholder Value-Orientierung.

Angabe zur Wertorientierung



58 Pellens et al. (2000), S. 13.

Darüber hinaus ist von Interesse, dass sich 5 Unternehmen zwar zur Wertorientierung bekennen, sich in diesem Zusammenhang jedoch auf traditionelle Zielgrößen wie z.B. die Steigerung des Umsatzes beziehen.

Auch eine fragebogenbasierte Studie des Instituts für Industriebetriebslehre und Organisation der Universität Hamburg (UH-Studie) zum Shareholder Value in deutschen Unternehmen aus dem Jahre 2000 zeigt eine deutlich stärkere Stakeholder-Orientierung. Es gab 64 % der 46 teilnehmenden börsennotierten Unternehmen an, bewusst einen Stakeholder Value-Ansatz zu verfolgen. Dabei berücksichtigten sie eigenen Angaben zufolge besonders die Mitarbeiter, gefolgt von den Kunden. Dies steht im eigenartigen Widerspruch zu den sonstigen Ergebnissen dieser Studie, die eine überwiegend positive Einschätzung des Shareholder Value-Konzeptes belegen.⁵⁹

Das Bekenntnis zur Wertorientierung wird vielfach getroffen. Die Studien zeigen jedoch, dass in der Praxis – entgegen der Theorie – wertorientierte Unternehmensführung und eine einseitige Shareholder Value-Orientierung nur selten gleichgesetzt werden. Stattdessen gilt: Wo nicht die Stakeholder explizit im Fokus der Unternehmen stehen, wird das Ziel der Unternehmenswertsteigerung oft allgemein gehalten und der Adressat nicht genannt.

2.2.2 Relevanz der Eigentümerstruktur

Die Informationen zur Eigentümerstruktur finden sich in der Regel im Bereich Investor Relations der Homepages. 84 (72 %) der Gesellschaften machen die Information leicht zugänglich, bei 22 (19 %) ist sie nur schwer bzw. nicht auffindbar.

Die Eigentümerstruktur lässt auf den Grad externer Einflussnahme schließen. Bei den Anteilseignern, für die im Rahmen wertorientierter Unternehmensführung die Steigerung des Unternehmenswertes erreicht werden soll, können in der Regel drei Hauptgruppen unterschieden werden: Großanleger, institutionelle Anleger und Kleinanleger. Institutionelle Anleger zeichnen sich insbesondere dadurch aus, dass sie versuchen, einen größeren Einfluss auf das Management zu nehmen, um für ihre eigenen Anspruchsgruppen möglichst hohe Renditen zu erzielen. In einzelnen Fällen, z.B. bei der Ausgabe von Aktienoptionen, können die Anteilseigner auch Mitarbeiter des Unternehmens sein.

59 Hansmann/ Kehl (2000), S. 18ff.

Der Streubesitz (Freefloat) ist der Besitz an Aktien eines Unternehmens, der sich nicht in festen Händen befindet, also frei über den Markt handelbar ist.⁶⁰ Üblicherweise wird angenommen, dass eine höhere Konzentration des Eigentums zur schärferen Kontrolle und aktiveren Einflussnahme genutzt wird.⁶¹ Auf der anderen Seite kann man auch annehmen, dass gerade Unternehmen mit hohem Streubesitz aus Legitimationsgründen wertorientiert geführt werden.

Die Auswertung unserer empirischen Daten lässt indes keinen Zusammenhang zwischen der Existenz von Großaktionären und dem nach außen kommunizierten Bekenntnis oder Nicht-Bekenntnis zur Wertorientierung erkennen.

2.2.3 Wertorientierung und Rechnungslegung

Generell verfolgt der Konzernabschluss in erster Line eine Informationsfunktion. Doch die zugrunde gelegten Rechnungslegungssysteme verfolgen primär unterschiedliche Ziele. So basiert das deutsche HGB auf dem Gläubigerschutz- und dem Vorsichtsprinzip. Die internationalen Rechnungslegungsgrundsätze IAS (International Accounting Standards) und US-GAAP (US Generally Accepted Accounting Principles) verfolgen dagegen primär eine Investorenschutzfunktion durch das Anbieten realistischer Informationen über die wirtschaftliche Lage des Konzerns. Diese entsprechen damit zum Bilanzstichtag mehr den Erfordernissen wertorientierter Unternehmensführung. Dennoch können auch die nach IAS oder US-GAAP ermittelten Zahlen des Rechnungswesens nicht dem Anspruch gerecht werden, ökonomische Werte richtig abzubilden, Risiken zu berücksichtigen und die Kosten für Eigen- und Fremdkapital bei der Ermittlung einer Erfolgsgröße einzubeziehen.

Die folgenden Daten über verwendete Rechnungslegungsstandards wurden auf Grundlage der Angaben im Bestätigungsvermerk erhoben.

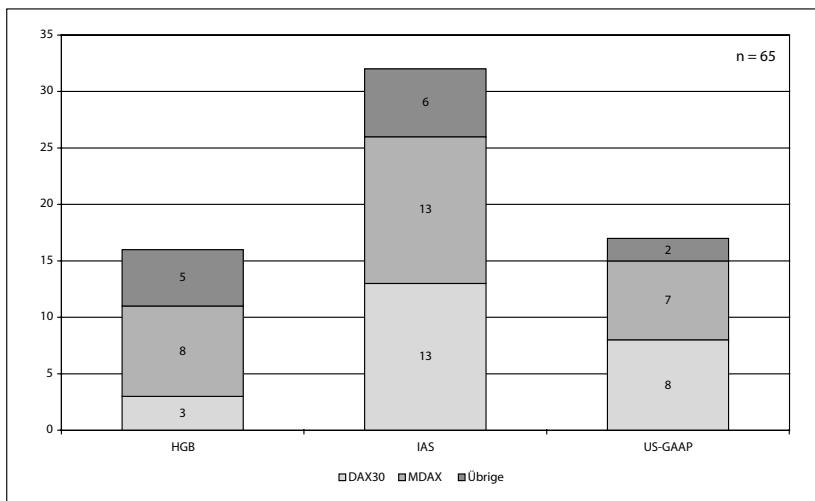
Insgesamt 39 der untersuchten Unternehmen (33 %) bilanzieren nach HGB, hierunter 33 % DAX-Gesellschaften. Mehrheitlich werden international anerkannte Rechnungslegungsstandards verwendet: 50 Unternehmen (43 %) bilanzieren nach IAS, 24 (21 %) nach US-GAAP. Die Ergebnisse beziehen sich auf Unternehmen, die nur einen Rechnungslegungsstandard verwenden. Zwei Unternehmen, die nach HGB bilanzieren und eine Überleitungsrechnung (reconciliation) auf US-GAAP vornehmen, sind nicht berücksichtigt. Die Begrenzung der Untersuchung

60 <http://www.boersenlexikon.de>

61 Vgl. Müller-Stewens & Lechner (2003), S. 514

auf Unternehmen die explizit wertorientiert führen, zeigt folgende Verteilung der verwendeten Rechnungslegungsgrundsätze:

Rechnungslegungssysteme explizit wertorientierter Unternehmen



Demnach bilanzieren 25 % der wertorientierten Unternehmen nach HGB, 49 % nach IAS und 26 % nach US-GAAP.

Wie erwartet, bilanzieren explizit wertorientierte Unternehmen mehrheitlich nach internationalen Rechnungslegungsstandards. Das Ergebnis ist jedoch kein Beleg für einen Zusammenhang zwischen Orientierung am Unternehmenswert und der Anwendung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze. Die vermehrte Verwendung internationaler Rechnungslegungsgrundsätze kann unter anderem dadurch begründet sein, dass Gesellschaften, die ein Listing in den USA anstreben, zwingend nach US-GAAP bilanzieren bzw. eine Überleitung auf US-GAAP vornehmen müssen. Der Trend zu den IAS könnte mit der verpflichtenden Umstellung der Rechnungslegung deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften auf IAS ab dem Jahr 2005 zusammenhängen.

2.2.4 Anpassung von Unternehmensprozessen an Wertorientierung

Für eine erfolgreiche Umsetzung des VBM-Konzeptes gilt es, nicht allein die Prozesse im Bereich Rechnungswesen und Controlling, sondern auch in anderen Un-

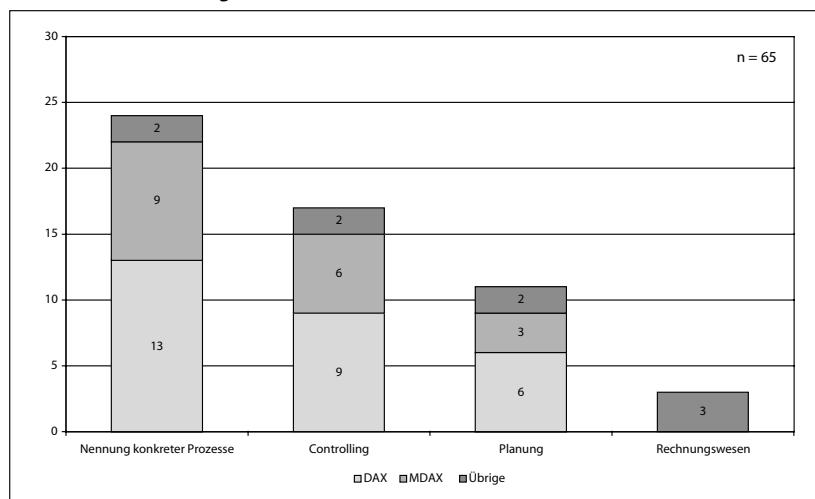
ternehmensbereichen entsprechend zu verändern.⁶² Bei der Untersuchung der Internetauftritte galt zu klären, ob Unternehmen Informationen über die Anpassung ihrer Unternehmensprozesse an eine Wertorientierung kommunizieren, um damit die Ernsthaftigkeit zu belegen, mit der das oberste Unternehmensziel verfolgt wird. Zunächst wurde untersucht, ob im Internetauftritt die Anpassung von Unternehmensprozessen an die Wertorientierung bemerkt wird. Im zweiten Schritt wurde die Nennung konkreter Prozesse überprüft.

Informationen zu den Unternehmensprozessen fanden sich vor allem in den Investor-Relations-Seiten der Unternehmen mit Menüpunkten zur wertorientierten Unternehmensführung. Waren hier keine Informationen auffindbar, wurden noch der Brief an die Aktionäre, die Segmentberichterstattung und der Lagebericht untersucht. Nur in 17 Fällen waren Informationen zu Unternehmensprozessen gut bis sehr gut auffindbar. Bei 85 (73 %) der untersuchten Homepages fanden sich keine derartigen Informationen.

Von insgesamt 65 Unternehmen, die sich zur Wertorientierung bekennen, erwähnen 24 Gesellschaften die Anpassung interner Prozesse an die wertorientierte Unternehmensführung. Von diesen 24 Unternehmen sind 13 DAX-Unternehmen, d.h. 54 % der 24 DAX-Unternehmen, die sich zur Wertorientierung bekennen, erwähnen die Anpassung unternehmensinterner Prozesse an die Wertorientierung. Die Anpassung des Controllings wird 17mal, die der Planung 11mal und die Anpassung des Rechnungswesens 3mal genannt. Mehrfachnennungen waren möglich.

62 Vgl. Haspeslagh et al. (2001), S. 70.

Nennung wertorientierter Unternehmensprozesse bei explizit wertorientierter Unternehmen (Mehrfachnennungen)



Die Bereitschaft, über die Anpassung von Unternehmensprozessen an das Ziel der Wertorientierung zu berichten, scheint gering. Werden dennoch Aussagen getroffen, so sind sie entweder allgemeiner Natur oder beziehen sich lediglich auf die finanziellen Bereiche Controlling, Planung und Rechnungswesen.

2.2.5 Bezugsgrößen in Managementvergütungssystemen

Zur wertorientierter Steuerung gehört die Einbindung entsprechender Kennzahlen in Managementvergütungssysteme.⁶³ Die Theorie fordert Kennzahlen, die zur Lösung der Agency-Problematik beitragen. Der Manager soll über entsprechende Vergütungsmodelle angehalten werden, im Sinne der Anteilseigner zu handeln.

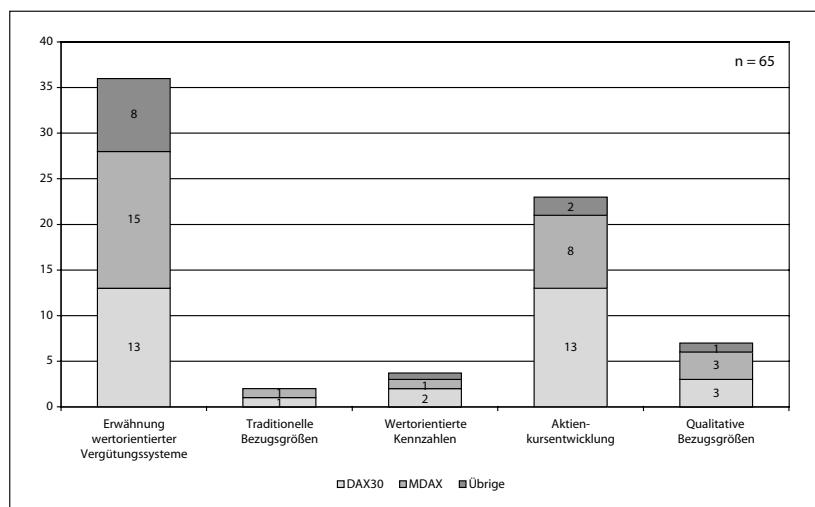
Informationen zu den Vergütungssystemen wurden erst auf den Investor Relations Seiten, dann im Bereich Corporate Governance sowie Human Resources gesucht. Waren die Aussagen nicht ausreichend, wurde der Geschäftsbericht analysiert – genauer der Brief an die Aktionäre, Lagebericht, Bericht des Aufsichtsrates und die Personalaufwendungen. Die Mehrzahl der Unternehmen (56 %) trifft keine oder nur schwer auffindbare Aussagen zur Einbindung der Kennzahlen in Vergü-

63 Vgl. Fischer (2002), S. 167.

tungssysteme. In 24 % der Fälle standen die Informationen erst nach längerer Suche zur Verfügung.

Aussagen zu wertorientierten Managementvergütungssystemen werden von 57 Unternehmen getroffen, auch von Gesellschaften, bei denen sich kein explizites Bekenntnis zur Wertorientierung findet. Von den 65 Unternehmen, die sich zur Wertorientierung bekennen, geben 36 an, wertorientierte Vergütungssysteme zu verwenden. Bei den Bezugsgrößen für die variable Vergütung wird zwischen quantitativen und qualitativen Größen unterschieden. Die quantitativen Bezugsgrößen, die von 30 wertorientierten Unternehmen genannt werden, sind weiter untergliedert: 2 Gesellschaften vergüten anhand von traditionellen Bezugsgrößen, 4 anhand wertorientierter Kennzahlen und 23 anhand der Entwicklung des Aktienkurses. Qualitative Bezugsgrößen werden lediglich von 7 Unternehmen genannt. Es gab auch Unternehmen, die Mehrfachnennungen vornahmen.

Managementvergütungssysteme explizit wertorientierter Unternehmen (Mehrfachnennungen)



Es zeigt sich, dass etwa die Hälfte der explizit wertorientierten Unternehmen in ihren Internetauftritten Informationen zu Managementvergütungssystemen bereitstellt und dabei in erster Linie auf aktienbasierte Entlohnungsformen verweist, worunter u.a. Aktienoptionen fallen. Der Bezug zum Aktienkurs hat die Aufgabe, auf Geschäftsfeldebene das Management zu Entscheidungen zu motivieren, die die Steigerung des gesamten Unternehmenswertes berücksichtigen. Die freiwilli-

ge Kommunikation lässt die Verwendung traditioneller und wertorientierter Kennzahlen in Vergütungssystemen un wesentlich erscheinen.

Im Gegensatz zur vorliegenden Auswertung der Internetauftritte stehen die Ergebnisse der auf persönlichen Interviews basierenden IUU-Studie. Hiernach werden vielfach noch traditionelle Bezugsgrößen verwendet. Dennoch wird im Vergleich zur Studie von 1997 von einem Trend zu wertorientierten Bezugsgrößen gesprochen.⁶⁴

Bezugsgrößen in Vergütungssystemen	Studie »Konzernsteuerung« (2003)	IUU-Studie (2000)
	n = 117	n = 59
Traditionelle Bezugsgrößen	4 (3 %)	34 (58 %)
Wertorientierte Kennzahlen	6 (5 %)	7 (12 %)
Aktienkursentwicklung	39 (32 %)	15 (25 %)
Qualitative Bezugsgrößen	11 (9 %)	22 (37 %)

Die KPMG-Studie kommt zu dem Ergebnis, dass aktienbasierte Vergütungsformen insbesondere für die oberen Hierarchieebenen eine hohe Bedeutung haben. Fast drei Viertel der 38 teilnehmenden Unternehmen gab an, Aktienoptionen für Angehörige des Vorstands und das mittlere Management einzusetzen. Lediglich die Hälfte der Unternehmen bezieht ihre »Shareholder Value-Spitzenkennzahl« in die Vergütungsbemessung ein. Bonuszahlungen in Abhängigkeit von traditionellen Erfolgsgrößen werden häufig angewendet: 23 % der Unternehmen gewährleisten umsatzabhängige, 37 % ergebnisabhängige (EBIT, EBITDA) und vom 40 % GuV-Gewinn abhängige Boni.⁶⁵

Trotz des seltenen Bekennnisses zum Shareholder Value, steht der Aktienkurs bei der Ermittlung variabler Vergütungsbestandteile im Vordergrund. Wertorientierte Kennzahlen spielen scheinbar nur eine untergeordnete Rolle. Allerdings kann nicht geklärt werden, ob dieses Ergebnis lediglich auf die fehlende Verpflichtung zur Berichterstattung über andere als aktienkursbasierte Vergütungssysteme zurückzuführen ist oder tatsächlich eine erhöhte Börsenkursorientierung vorliegt.

64 Pellens et al. (2000), S. 33f.

65 KPMG (2002), S. 34ff.

2.2.6 Spitzenkennzahlen der internen Steuerung und Performancemessung

Die Kommunikation der geplanten und realisierten Wertsteigerung mittels geeigneter Kennzahlen ist wesentlich für das interne Wertmanagement. Darüber hinaus soll die externe Kommunikation der Kennzahlen die langfristig positive Entwicklung des Börsenkurses unterstützen, um die Kapitalbasis des Unternehmens langfristig zu sichern. Es wurde daher untersucht, inwieweit die Unternehmen Transparenz bezüglich der in der internen Steuerung und Performancemessung verwendeten Kennzahlen schaffen. Es wurden nur solche Angaben ausgewertet, die auf eine Verwendung der Kennzahl bei der Unternehmenssteuerung und Messung der Wertsteigerung schließen ließen. Da konkrete Angaben zur genauen Verwendung der Kennzahlen nur selten getroffen wurden, wird bei der Auswertung nicht unterschieden, ob die genannten Kennzahlen für die Unternehmenssteuerung oder die Leistungsmessung verwendet werden. Die reine Angabe einer Kennzahl, beispielsweise des Cashflow im Geschäftsbericht, genügte nicht für die Berücksichtigung als Steuerungsgröße in der Untersuchung. Da eine einzige Größe nicht den Ansprüchen zukunftsgerichteter Unternehmenssteuerung und nachträglicher Messung der Wertsteigerung gerecht werden kann, wurden Mehrfachnennungen einbezogen. Die Kennzahlen werden in der Auswertung zunächst nach traditionellen (jahresabschlussbasierten) Kennzahlen und nach wertorientierten Kennzahlen unterschieden.

Bei 25 Unternehmen (21 %) waren Informationen über die interne Steuerung und Performancemessung auf den Internetseiten schnell zugänglich.

72 Unternehmen (62 %) berichteten gar nicht bzw. nicht auffindbar über ihre Steuerungsgrößen.

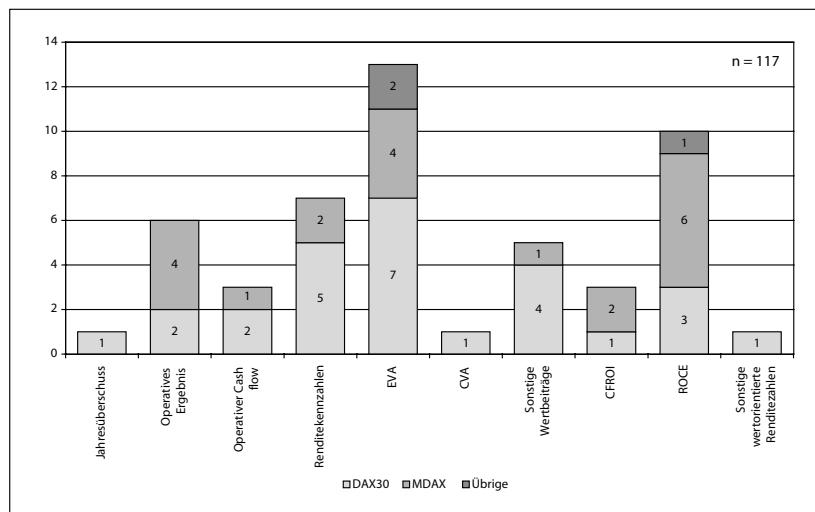
Insgesamt treffen 43 Unternehmen (37 %) Aussagen über die Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung und Leistungsmessung. Von den 65 explizit wertorientierten Unternehmen treffen 34 (52 %) Aussagen zu ihren Spitzenkennzahlen.

Traditionelle Kennzahlen werden von insgesamt 15 Unternehmen (13 %) – davon 10 DAX-Unternehmen – wertorientierte Kennzahlen von 31 Unternehmen (26 %) – davon 15 DAX-Gesellschaften – als Steuerungsgrößen kommuniziert. Bei den wertorientierten Kennzahlen wurde zwischen absoluten Größen und Renditeziffern unterschieden. Der Return on Capital Employed (ROCE) wurde unter den wertorientierten Renditeziffern berücksichtigt, sofern er zur Berechnung eines »Value Spread« ins Verhältnis mit den Kapitalkosten gesetzt wird. Fehlte dieser Bezug im Internetauftritt, wurde der ROCE unter den bilanziellen Renditekennzahlen erfasst.

Bei den absoluten Größen handelt es sich um Wertbeiträge (Residualgewinngrößen), die in 19 Fällen (16 %) als Steuerungsgröße genannt werden. Dabei wird der EVA explizit 13mal, der CVA einmal und ein sonstiger Wertbeitrag 5mal genannt. Wertorientierte Renditeziffern werden 14mal als Steuerungsgröße erwähnt, wobei ein CFROI in nur 3 Fällen explizit genannt wird. 10mal wird ein Value Spread auf Basis des ROCE genannt.

Nur in zwei Fällen werden sowohl wertorientierte absolute Kennzahlen als auch wertorientierte Renditeziffern kommuniziert. Unter den 117 untersuchten Gesellschaften sind 5 Unternehmen, bei denen sich kein explizites Bekenntnis zur Wertorientierung findet⁶⁶, die jedoch wertorientierte Kennzahlen zur internen Steuerung nennen.

Kennzahlen zur internen Steuerung und Performancemessung (Mehrfachnennungen)



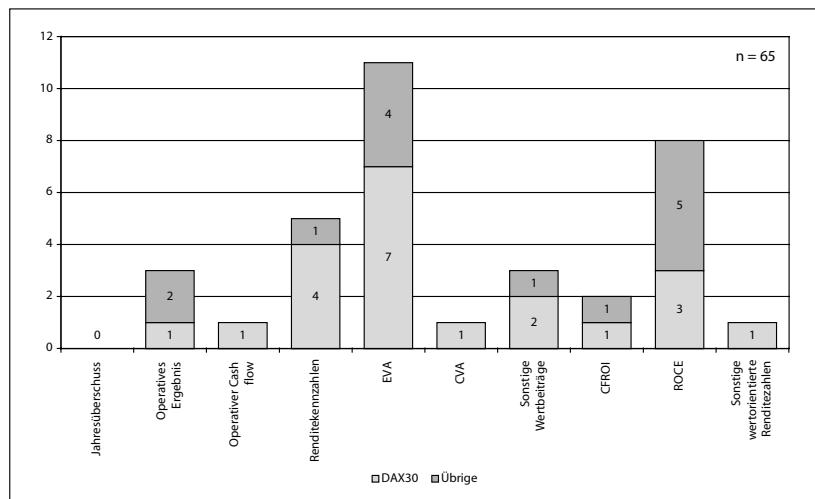
Trotz des Bekenntnisses zur Wertorientierung verweisen 11 (17 %) der 65 explizit wertorientierten Unternehmen im Zusammenhang mit interner Unternehmenssteuerung auf die traditionelle Kennzahlen. In 26 Fällen (40 %) wird auf die Verwendung wertorientierter Kennzahlen verwiesen, hierunter 14 (58 %) der wertorientierten DAX-Unternehmen.

Es ist schwierig, anhand extern bereitgestellter Informationen Rückschlüsse auf die tatsächlich verwendeten Kennzahlen zur internen Steuerung und Performan-

66 Exklusive DaimlerChrysler, die in der Auswertung als explizit wertorientiert berücksichtigt wurde.

cemessung zu ziehen. Ein untersuchtes Unternehmen gibt im Geschäftsbericht an den CFROI zur Messung der Kapitalrendite zu verwenden und den Wertbeitrag anhand des EVA zu messen. Analog zum CFROI wäre jedoch die Verwendung des CVA konsistent. Die Gesellschaft bestätigte auf Nachfrage, dass es sich um einen Fehler im Geschäftsbericht handele und intern der CVA ermittelt würde. Die Schwäche war auf den ersten Blick kaum zu bemerken, da das Unternehmen scheinbar professionell und detailliert über sein Wertmanagement und die Zusammensetzung der verwendeten Kennzahlen informiert.

Angabe zu Kennzahlen zur internen Steuerung und Performancemessung explizit wertorientierter Unternehmen (Mehrfachnennungen)



Zusammenfassend ist festzustellen, dass mehrheitlich die dem DAX angehörenden Unternehmen und damit die Unternehmen mit der größten Marktkapitalisierung nähere Angaben zu ihren Steuerungs- und Leistungskennzahlen treffen. Die am häufigsten genannte Größe ist ein absoluter Wertbeitrag, wobei das EVA-Konzept eindeutig dominiert.

Die KPMG-Studie hat in dieser Frage einen deutlichen Bezug zur vorliegenden Untersuchung, da bei den nicht auf den Fragebogen antwortenden DAX100 Unternehmen die Geschäftsberichte und Internetauftritte bezüglich Angaben zur Spitzenkennzahl untersucht wurden. Die Tendenz der vorliegenden Studie wird bestätigt. Es zeigen sich jedoch deutliche Unterschiede zwischen den Angaben im Fragebogen und Angaben im Internet. So werden Wertbeiträge wesentlich häufiger genannt als andere Kennzahlen.

ger als interne Spitzenkennzahl verwendet, als freiwillig nach außen kommuniziert wird.

	Studie Konzernsteuerung (2003)	Shareholder Value-Spitzenkennzahlen laut KPMG-Studie (2002)		Generelle Performancekennzahlen laut IUU-Studie (2000)
	Internet / Geschäftsberichte	Internet / Geschäftsberichte	Fragebogen	Interviews
	n = 117	n = 62	n = 38	n = 59
EVA / andere Wertbeiträge	18 (15 %)	16 %	54 %	16 (32 %)
CVA	1 (1 %)	0 %	7 %	3 (5 %)
CFROI	3 (3 %)	2 %	5 %	4 (7 %)
ROCE	10 (9 %)	13 %	0 %	17 (29 %)
Keine Angabe	74 (63 %)	60 %	9 %	-

Die KPMG-Studie kommt zu dem Ergebnis, dass das an sich mehrperiodische Shareholder Value-Konzept eindeutig mittels einperiodischer Größen umgesetzt wird, wobei klar Residualgewinnkonzepte bzw. Wertbeiträge (z.B. EVA) dominieren. Sie werden von 54 % der Unternehmen als Shareholder Value-Spitzenkennzahl genannt. Mit 20 % Häufigkeit werden Value Spreads als Shareholder Value-Kennzahl verwendet.⁶⁷

Laut IUU-Studie zeigte sich im Zeitraum von 1997 bis 2000 eine klare Zunahme wertorientierter Erfolgsgrößen. Als generelle Performancekennzahl wurden 19mal wertorientierte absolute Größen und 24mal wertorientierte Renditeziffern genannt. Es zeigte sich jedoch auch, dass die meisten der 59 befragten Gesellschaften im Jahr 2000 weiterhin traditionelle Erfolgsgrößen betrachteten.⁶⁸

Neben der reinen Nennung von Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung und Performancemessung wurde untersucht, ob Angaben zu den Komponenten der Spitzenkennzahlen getroffen werden. Diese Informationen sind notwendig, um zum einen die Berechnung der Kennzahlen nachvollziehen und zum anderen die praktische Aussagefähigkeit der verwendeten Größen einschätzen zu können. Es sei beispielhaft auf den EVA verwiesen, der je nach Anpassungsgrad mehr oder weniger dazu geeignet ist, die ökonomische Wertschaffung abzubilden.

67 KPMG (2002), S. 14.

68 Pellens et al. (2000), S. 27f.

Von den insgesamt 43 Unternehmen, die in ihren Internetauftritten über Kennzahlen zur Unternehmenssteuerung und Leistungsmessung informieren, treffen 14 Unternehmen (33 %) nähere Angaben zur Zusammensetzung der Spitzenkennzahlen. Von den 34 wertorientierten Unternehmen, die sich zu Spitzenkennzahlen äußern, sind es 13 Gesellschaften (38 %). Die Angabe inhaltlicher Komponenten scheint dabei unabhängig von der Verwendung absoluter wertorientierter Größen oder wertorientierter Renditeziffern.

Vor dem Hintergrund der vorliegenden Untersuchung und weiterer Studien ist festzuhalten, dass sich die Verwendung wertorientierter Kennzahlen durchzusetzen scheint. Die Frage nach der Qualität der Steuerungsgrößen bleibt. Ob exakte Kenngrößen oder Praktikermaße verwendet werden, ist nicht zu klären.

2.2.7 Bestimmung von Mindestrenditen

Zur Ermittlung der wertorientierten Kennzahlen ist ein Kalkulationszins notwendig, der die erwirtschaftende Mindestrendite unter Berücksichtigung des Unternehmensrisikos darstellt. Im Rahmen wertorientierter Unternehmensführung entspricht die Mindestrendite den gewichteten Kosten für Eigen- und Fremdkapital.

Aussagen zum verwendeten Kalkulationszinsfuß wurden bei 89 Unternehmen (76 %) schlecht auffindbar bzw. gar nicht getroffen. In 16 Fällen (14 %) waren die Informationen gut bis sehr gut verfügbar.

Bezüglich des verwendeten Kalkulationszinsfußes erwähnt ein Unternehmen einen pauschal ermittelten Zins. 22 Unternehmen (19 %) geben an, sich bei der Bestimmung der Kennzahlen zur internen Steuerung auf einen Kapitalkostensatz zu beziehen. Von diesen Unternehmen nennen 21 einen konkreten Kapitalkostensatz, der von 9 Unternehmen in Kosten für Eigen- und Fremdkapital untergliedert wird. Diese Unternehmen definieren zudem die inhaltlichen Komponenten der Eigen- und Fremdkapitalkosten. Es zeigt sich, dass die Mehrzahl der Unternehmen, die auf Kapitalkosten verweisen, auch Angaben zu wertorientierten Kennzahlen in der internen Unternehmenssteuerung und Leistungsmessung treffen (16 von 19 Unternehmen).

Von den 65 explizit wertorientierten Unternehmen geben 19 (29 %) die Berücksichtigung eines Kapitalkostensatzes bei der internen Steuerung und Performancemessung an. 16 Unternehmen (25 %) nennen einen konkreten Kapitalkostensatz. Etwa die Hälfte dieser Unternehmen weist dabei die Kosten für Eigen- und Fremdkapital getrennt aus und definiert deren inhaltliche Komponenten. Die fol-

gende Tabelle bietet eine Übersicht über die Angaben zum Kalkulationszins bei allen untersuchten Unternehmen, bei den explizit wertorientierten Gesellschaften und den wertorientierten DAX-Unternehmen.

Verwendeter Kalkulationszinsfuß	Gesamt		Davon explizit wertorientiert		Davon DAX-Werte	
	n = 117	100 %	n = 65	100 %	n = 24	100 %
Pauschal ermittelter Zins	1	1 %	1	2 %	1	4 %
Kapitalkostensatz	22	19 %	19	29 %	13	54 %
– Davon Angabe eines Kapitalkostensatzes	21	18 %	16	25 %	8	33 %
– Davon getrennter Ausweis von Eigen- und Fremdkapitalkostensatz	9	8 %	7	11 %	5	21 %
– Davon Definition der inhaltlichen Komponenten	9	8 %	7	11 %	5	21 %

Die Ergebnisse des IUU und der KPMG gehen durch die Auswertung der Angaben zur Ermittlung der Kapitalkosten über die vorliegende Studie hinaus. Die IUU-Studie von 2000 fragt nach der Bestimmung der Kapitalkosten für die Performancemessung. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass von den 23 Unternehmen, die eine wertorientierte Spitzenkennzahl einsetzen, 15 Unternehmen (65 %) die Kapitalkosten kapitalmarkttheoretisch ableiten (z.B. gemäß dem Capital Asset Pricing Model), 4 Unternehmen (17 %) pauschale Risikozuschläge verwenden und 3 Unternehmen (13 %) sich an branchenüblichen Sätzen orientieren. Im Vergleich zu den Ergebnissen der Studie von 1997 wird eine zunehmende Kapitalmarktorientierung festgestellt. Die KPMG-Studie von 2002 bestätigt diesen Trend zur vermehrten Kapitalmarktorientierung bei der Ermittlung der Kapitalkosten. 81 % der 38 teilnehmenden Unternehmen geben an, die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) zu verwenden. Aus den Angaben der Unternehmen wird jedoch auch geschlossen, dass eine Tendenz zur Vereinfachung der Berechnung der Kapitalkosten herrscht, was zu einer systematischen Unterbewertung der Kapitalkosten führen kann.⁶⁹

69 KPMG (2002), S. 20.

2.2.8 Segmentierung und Operationalisierung der Spaltenkennzahlen

Zur wertorientierten Führung eines Unternehmens genügt es nicht, nur auf Unternehmensebene eine Spaltenkennzahl zu ermitteln. Da sie eine aggregierte Größe darstellt, ist sie für die Steuerung des operativen Geschäfts nicht geeignet. Die Spaltenkennzahl muss für eine differenzierte Wertermittlung auf alle steuerungsrelevanten Unternehmensebenen heruntergebrochen werden.⁷⁰ Zur vollständigen Operationalisierung des Steuerungssystems müssen die auf nachgelagerten Unternehmensebenen ermittelten Finanzkennzahlen in Bezug zu den Werttreibern gebracht werden. Nur so können am Unternehmenswert orientierte Zielvorgaben weitergegeben und Wertsteigerung über die Unternehmensebenen gemessen werden.

In der Untersuchung wurde zunächst überprüft, ob über die interne Segmentierung von wertorientierten Kennzahlen berichtet wird oder ob die Kennzahlen lediglich auf Konzernebene ermittelt bzw. nach außen kommuniziert werden. Sofern bei den untersuchten Unternehmen Aussagen zur Segmentierung der Kennzahlen getroffen wurden, waren diese sehr gut bis gut verfügbar. In 80 Fällen waren Informationen zur Segmentierung von Kennzahlen schwer oder gar nicht zu finden.

Insgesamt informieren 31 Unternehmen über die Verwendung wertorientierter Kennzahlen. Von diesen Unternehmen geben 11 (35 %) lediglich eine einheitliche Kennzahl für den Konzern an. Eine Untergliederung der Kennzahlen wird von 16 Gesellschaften genannt. Hierbei werden die Kennzahlen je nach Organisationsstruktur nach Produkten bzw. Geschäftsfeldern (11 Unternehmen), Regionen (3 Unternehmen) bzw. nach Funktionsbereichen (2 Unternehmen) gegliedert. Von den 15 DAX-Unternehmen (13 MDAX-Unternehmen), die im Internetauftritt wertorientierter Kennzahlen nennen, informieren 9 (5 MDAX) über die Untergliederung der Steuerungsgröße.

Die Studie der KPMG kommt bei der Frage nach den Ebenen der Wertmessung zu dem Ergebnis, dass eine Vielzahl der befragten Unternehmen angibt, die Spaltenkennzahl auf rechtlich unselbständige Einheiten herunter zu brechen, die konsequente Operationalisierung der Kennzahlen jedoch angezweifelt werden muss. Bei der Untersuchung wurde unter anderem zwischen der Untergliederung auf

70 Vgl. KPMG (2002), S. 26f.

Ebene der strategischen Geschäftsfelder (58 %), Management Units (47 %), rechtlich selbständigen Einheiten (32 %) und Kunden- und Produktgruppen (16 %) unterschieden. Die Wertermittlung nach Management-Strukturen überwiegt. KPMG fragte zusätzlich nach der Ermittlung der Vermögens- und Kapitalzuordnung zur Ermittlung der Steuerungsgrößen für die rechtlich nicht selbständigen Einheiten. Sie kommt zu dem Ergebnis, dass die Zuordnung häufig lediglich pauschal erfolgt, weshalb nicht von einer konsistenten Operationalisierung der Shareholder Value-Spitzenkennzahl gesprochen werden kann.⁷¹

Nach der Zuordnung der Spitzenkennzahlen auf nachgelagerte Unternehmensebenen wurde untersucht, ob im Kennzahlensystem eine Verbindung zu den finanziellen und operativen Werttreibern hergestellt wird. Die Untersuchung führt zu dem Ergebnis, dass ca. 90 % der untersuchten Unternehmen keine bzw. kaum auffindbare Angaben zum Aufbau ihrer Kennzahlensystemen machen. Lediglich 11 Unternehmen (9 %) – hierunter 9 DAX- und 2 MDAX-Unternehmen, informieren angemessen über ihre Kennzahlensysteme. Davon berichten 6 Unternehmen über die Verwendung finanzwirtschaftlicher Kennzahlensysteme. Die Einbindung der Kennzahlen in die Balanced Scorecard wird nur in 3 Fällen explizit genannt. Ein Unternehmen gibt an Werttreibermodelle zu verwenden, zwei Unternehmen informieren über die gleichzeitige Verwendung von Werttreibermodellen und der Balanced Scorecard.

Die Ergebnisse der Internetstudie gleichen denen der fragebogenbasierten Studie der KPMG. Hier gab weniger als die Hälfte der 38 untersuchten Unternehmen an, die Shareholder Value-Spitzenkennzahl auf finanzielle Werttreiber zurückzuführen. Die weitere Überleitung auf operative Werttreiber und die Einbindung in die Balanced Scorecard wird nur in 29 % der Fälle genannt.⁷²

Beide Studien ergeben, dass die Spitzenkennzahlen zwar noch relativ häufig für die nachgelagerten Unternehmensebenen berechnet, jedoch nur selten auf eine weitere Operationalisierung der Kennzahlen verwiesen wird. Dies widerspricht dem theoretischen Anspruch an ein ganzheitliches Managementsystem, in dem durch geeignete Kennzahlensysteme Wertsteigerung über alle entscheidungsrelevanten Unternehmensebenen abgebildet wird.

71 Vgl. KPMG (2002), S. 26f.

72 Vgl. KPMG (2002), S. 30ff.

Wird die Wertorientierung auf oberster Führungsebene noch belegt, wird dem theoretischen Anspruch der Wertorientierung auf allen Unternehmensebenen in der Praxis scheinbar kaum Rechnung getragen. Ob Modelle wie die Balanced Scorecard, die den Bezug zwischen jeder Art von relevanten Werttreibern der operativen Ebenen und den Finanzz Zielen sicher stellen sollen, tatsächlich nicht angewandt werden oder lediglich keine freiwilligen Angaben darüber getroffen werden, kann jedoch nicht geklärt werden.

2.3 ZWISCHENERGEBNIS

Das Bekenntnis zur Wertorientierung ist bei mehr als der Hälfte der untersuchten 117 Unternehmen zu finden. Bei den DAX-Unternehmen beträgt der Anteil 80 %. Bei der Frage nach dem primären Adressaten zeigt sich jedoch zum einen eine Abkehr vom reinen Shareholder Value zum Stakeholder Value; zum anderen die Verallgemeinerung der Zielsetzung.

- Bei den untersuchten Unternehmen scheint kein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der kommunizierten Wertorientierung zu bestehen.
- Wertorientierte Unternehmen bilanzieren mehrheitlich nach internationalen Standards, wobei kein direkter Zusammenhang zwischen Wertorientierung und verwendetem Rechnungslegungsstandard bestehen muss.
- Unter Berücksichtigung der anderen Studien ist ein Trend zur Anwendung wertorientierter Kennzahlen zu erkennen. Dabei überwiegen Residualgewinngrößen, wie z.B. der EVA. Wegen mangelnder Informationen zur Ermittlung der Kennzahlen, ist die Qualität der Steuerungsgrößen nur schwer einschätzbar.
- Die in der Theorie geforderte Wertorientierung auf allen Unternehmensebenen scheint noch nicht ausreichend umgesetzt. Zumindest werden Informationen zur wertorientierten Steuerung und Performancemessung auf operativer Ebene nur selten bereitgestellt.

3. ZUR KRITIK DES SHAREHOLDER VALUE

*Grau, mein Freund, ist alle Theorie
Und grün des Lebens goldner Baum.
(Mephistopheles in »Faust«)*

Selten hat ein Managementkonzept, auch noch Jahre nach seinem ersten Auftreten, so viele Kontroversen und Missverständnisse ausgelöst, wie das Shareholder Value-Konzept. Dessen Botschaft, dass unternehmerische Entscheidungen zuerst daran zu messen sind, ob sie den Wert (Value) des Unternehmens für seine Aktionäre (Shareholder) steigern, löste politische Kontroversen und fachliche Debatten aus, die bis heute anhalten.

In letzter Zeit ist häufiger von wertorientierter Unternehmensführung (Value Based Management) die Rede. Wir haben in den vorhergehenden Kapiteln gezeigt, dass beide Konzepte einerseits synonym verstanden werden und sich auch in den Ansätzen kaum unterscheiden, andererseits aber völlig unterschiedliche Interpretationen einschließen. Nur eine kleine Minderheit der größten deutschen Unternehmen bekennt sich zur Wertsteigerung für Aktionäre als Spitzensziel, die Mehrheit hingegen zur Steigerung des Unternehmenswerts. Ist das nun nur eine kosmetische Maßnahme oder verbirgt sich mehr dahinter? Wir können diese Konzepte heute bereits vor dem Hintergrund der praktischen Erfahrungen beurteilen – wobei nicht zu vergessen ist, dass die kausale Zurechnung bei gesellschaftlichen Entwicklungen weit weniger möglich ist, als im Reagenzglas des Labors.

Zur kritischen Würdigung eines Konzeptes gehört zuerst, dessen Stimmigkeit an sich selbst zu überprüfen – eine Vorgehensweise, die man als immanente Kritik bezeichnet. Es reicht nicht aus, einfach ein anderes Konzept nur plakativ entgegenzusetzen – etwa die Argumentation, dass ein Unternehmen sich an allen Anspruchsgruppen (Stakeholder) ausrichten und gesellschaftlich verantwortlich handeln sollte, um nachhaltig erfolgreich zu sein. Denn auch das Stakeholder-Konzept⁷³ ist nicht ohne Risiken. Kann es doch zu der Vorstellung verleiten, Unternehmen sind politische Veranstaltungen – kaum zu unterscheiden von anderen Organisationen, wie öffentliche Einrichtungen, Kirchen oder Verbände.

73 Vgl. zuerst Freeman (1984).

Deshalb soll auch die Kritik nicht weiter entwickelt werden, dass für die überwiegende Zahl der Unternehmen, Familienunternehmen und kleine und mittlere Unternehmen, eine unmittelbare Shareholder-Orientierung ausfällt. Vielmehr soll erstens der Frage nachgegangen werden, warum heute eher von wertorientierter Unternehmensführung die Rede ist – hierbei lassen sich Gemeinsamkeiten aber auch relevante Unterschiede festhalten. Im darauf folgenden Unterkapitel »Vom Elend des Shareholder Value« geht es darum nachzuweisen, dass die ursprüngliche Idee weder theoretisch noch praktisch den Anforderungen moderner Unternehmensführung genügt. Weiter soll gezeigt werden, dass das wertorientierte Instrumentarium einen Beitrag zur Konzernsteuerung leisten kann, wenn die Einseitigkeit der Finanzperspektive überwunden wird. Weil es sich um ein Konzept mit universalem Anspruch handelt, werden wir uns nicht allein auf Deutschland beschränken, sondern insbesondere Erfahrungen in den USA mit einbeziehen. Es versteht sich von selbst, dass diese Fragen im vorliegenden Rahmen nur angerissen werden können und dass auf weiterführende Literatur verwiesen werden muss.

Erst im folgenden vierten Kapitel dieser Untersuchung wird schließlich der Zusammenhang von wertorientierter Unternehmensführung, Corporate Governance und Mitbestimmung skizziert.

3.1 VOM SHAREHOLDER VALUE ZUR WERTORIENTIERTEN UNTERNEHMENSFÜHRUNG

3.1.1 Die drei Säulen wertorientierter Unternehmensführung

Vergleicht man die verschiedenen Untersuchungen zum Thema, so stößt man auf einen eigenartigen Widerspruch: Einerseits wird abgefragt, dass große deutsche Unternehmen überwiegend eine positive Einstellung zum Shareholder Value haben, darin ein zukunftsweisendes Konzept sehen und keinesfalls nur eine Modescheinung – ein Konzept, das die Motivation fördere und keinesfalls nur zu einer kurzfristigen Orientierung führe. Shareholder Value und wertorientierte Unternehmensführung werden dabei synonym verwendet.⁷⁴

74 Vgl. Hansmann & Kehl (2000), S. 9. Es handelt sich um eine Befragung der obersten Managementebenen der größten deutschen Unternehmen. Bei 400 versandten Fragebögen wurde eine Rücklaufquote von knapp 22 % erzielt.

Andererseits findet sich die Aussage, dass Unternehmen vermeiden, sich zum Shareholder Value zu bekennen: »Allerdings scheint sich die Mehrheit der Unternehmen, die uns Auskunft gaben, vor einer ausdrücklichen Selbstverpflichtung zum Shareholder Value zu drücken....Europäische und asiatische Unternehmen neigten weit seltener dazu, eine ausdrückliche Verpflichtung abzugeben.«⁷⁵

Eine Erklärung dafür könnte sein, dass Unternehmensführungen sich opportunistisch oder marketingorientiert verhalten und den mit dem Bekenntnis verbundenen politischen Konflikt scheuen. Deshalb könnte die konflikträchtige Orientierung an der Wertsteigerung für Aktionäre, durch den allgemein positiv besetzbaren Begriff der »Wertorientierung«, der die Nähe zu allgemein menschlichen Werten nahe legt, ersetzt werden.

Die Tatsache, dass das Shareholder Value Konzept zu Beginn der 1980er Jahre in den USA zur externen Bewertung managerkontrollierter Aktiengesellschaften entwickelt wurde, heute aber weltweit als Management- bzw. Controllinginstrument für Unternehmen jeder Art und Größe diskutiert wird⁷⁶, kommt als weiterer Aspekt hinzu.

Es kann aber auch daran liegen, dass es sich bei der ausschließlichen Orientierung an den Zielen der Shareholder um ein falsches Verständnis von wertorientierter Unternehmensführung handelt:

»Nachhaltigkeit der Wertsteigerung setzt eine Ausbalancierung der Spannungsverhältnisse zwischen den Interessengruppen eines Unternehmens voraus. Bei einer ausschließlichen Orientierung an den Zielen der Shareholder handelt es sich um ein falsches Verständnis von wertorientierter Unternehmensführung. Nicht Konflikt, sondern Konsens ist gefragt. Ziel muss es sein, für alle Interessengruppen Wert zu schaffen: Für die Shareholder und zugleich auch für die Kunden, die Arbeitnehmer und die übrigen Gesellschaftsgruppen. Nur wenn es gelingt, einen solchen ‚Vierklang‘ zu formen, kann die Gleichung aufgehen.«⁷⁷

Wertorientierte Unternehmensführung sei angesichts des Leistungsdrucks der Märkte eine zwingende Notwendigkeit. Dazu gehörten aber:

- Die Säulen Strategie, Struktur und Controlling als solide Grundlage und nicht nur der Streit um die richtige Kennzahl.
- Es darf nicht der Versuchung nachgegeben werden, kurzfristige Erfolge zu Lasten von langfristiger Wertsteigerung zu erkaufen.

75 Haspeslagh (2002), S. 49.

76 Vgl. Lorson (1999).

77 Macharzina & Neubürger (Hrsg.) (2002), S. V in ihrem Resümee des 55. Deutschen Betriebswirtschaftertages 2001.

■ Dazu gehört weiterhin die oben benannte Orientierung an allen relevanten Anspruchsgruppen, mit anderen Worten: eine Stakeholderorientierung.⁷⁸

Diese Kritik am Shareholder Value Konzept ist die zentrale Ursache dafür, dass heute, bei allen Gemeinsamkeiten zunehmend von wertorientierter Unternehmensführung (*Value Based Management*) die Rede ist. Dass auch die Praxis so verfährt, haben wir in unserer Untersuchung oben gezeigt.

An den an Gemeinsamkeiten beider Begriffe festhaltenden, aber mit dem Thema und mit Rabulistik wenig vertrauten Leser stellt das allerdings hohe Anforderungen: Shareholder Value soll durch Stakeholder Value erreicht werden! Es geht auch nicht nur um einen anderen Namen für »das Kind«⁷⁹ Wir halten uns deshalb in der folgenden Darstellung an diesen begrifflichen und wirklichen Unterschied.

Im Folgenden sollen anhand des oben genannten Bildes der drei Säulen wertorientierter Unternehmensführung deren Stabilität im Einzelnen betrachtet werden.

3.1.2 Verständigungsprobleme beim Controlling

Betrachten wir zunächst die neben Strategie und Struktur dritte Säule wertorientierter Unternehmensführung – die Controllingperspektive. Diese dominiert bisher in den empirischen Studien zur Umsetzung wertorientierter Unternehmensführung. Ein zentrales Ergebnis ist, dass die Verbreitung wertorientierter Steuerungsgrößen zwar zunimmt, dass aber traditionelle Kennzahlen weiterhin verwendet werden. Vor der Anforderung der oben genannten »zwingenden Notwendigkeit« wird dies regelmäßig als Umsetzungsschwäche interpretiert. Die mangelnde Umsetzung wertorientierter Steuerungskonzepte kann aber auch an Vorbehalten liegen – daran, dass die Suche nach der richtigen Spaltenkennzahl weiter anhält und die Kennzahlen nicht verstanden werden. Denn darin liegt das Kernproblem der heutigen wertorientierten Unternehmensführung: »Die auf Zentral- und Geschäftsbereichsebene eingesetzte und mit der Zielsetzung im Einklang stehende Performancekennzahl kommt nur dann vollends zu Geltung, wenn sie in alle Ebenen integrierendes Steuerungskonzept eingebettet und zudem von allen Mitarbeitern verstanden wird.«⁸⁰

78 Vgl. ebd.; ebenso auch Coenenberg/Salfeld (2003), S. 4 ff.

79 »Durch eine falsche Wortwahl wurde diese Bewertungsmethode und -philosophie mit einem starken kapitalistischen und negativen Beigeschmack versehen und löste hohe Diskussionswellen aus. Daher die Empfehlung, den Begriff »Value Management« statt »Shareholder Value« zu benutzen.« Piccot (2001), S. 36.

80 Pellens et al. (2000), S. 32.

Die Entwicklung immer neuer, komplizierter, schwer verständlicher und unterschiedlichst definierter Spitzenkennzahlen behindert deren Verbreitung über den Expertenkreis hinaus. Es wäre schon eine eigene Untersuchung wert, ob die wertorientierten Kennzahlen über den Kreis des Finanzvorstands und des Controllings hinaus überhaupt verstanden werden und nicht nur die Expertenmacht stärken. EVA™, CVA, ROCE, DCF usw.: Die verwirrende Vielfalt der Spitzenkennzahlen wird auch getrieben von den wirtschaftlichen Interessen der auf diesem Gebiet tätigen Unternehmensberatungen, die diese als geschützte Handelsmarken entwickeln. Hinzu kommen die »Hausmarken« der Unternehmen und branchenspezifische Abwandlungen.⁸¹ Darüber hinaus werden Berechnungsmethoden vielfach nicht offen gelegt oder im Zeitablauf verändert.⁸² Vor dem Hintergrund dieses »War of Metrics« ist daher die Frage berechtigt: Wird Transparenz angestrebt, aber Desorientierung erreicht?

Natürlich ist es richtig, dass an traditionellen Kennzahlen orientierte Entscheidungen tatsächlich wertvernichtend sein können. »Kostensenkungen bei der Mitarbeiterweiterbildung, bei Werbefeldzügen und in der Entwicklung von neuen Produkten verbessern zwar kurzfristig das Ergebnis pro Aktie beziehungsweise den Cash-flow, können aber gleichzeitig den Unternehmenswert mindern.«⁸³ Es ist nichts Neues, dass Jahresabschlusszahlen dafür wenig geeignet sind, weil diese bilanzpolitisch gestaltet und vergangenheitsorientiert sind. Dabei kann der eigentümliche Umstand, dass Shareholder Value-Konzepte in England deutlich geringer verbreitet sind, aus dem hohen Nachholbedarf in Deutschland erklärt werden: »Das deutsche Rechnungswesen gilt durch seine Gläubigerorientierung und hohe Bilanzspielräume als eher schwacher Indikator für eine Wertsteigerung. Dies dürfte die Bereitschaft Shareholder Value-Instrumente zu implementieren, stark begünstigt haben.«⁸⁴ Nicht zuletzt deshalb waren deutsche Unternehmen an ausländischen Börsen häufig unterbewertet.

Aber das heißt doch nicht, dass die in den Studien immer wieder abgefragte Feststellung, dass viele Unternehmen noch nach traditionellen Kennzahlen steuern, wie z. B. dem Jahresüberschuss, ernst zu nehmen ist. Jedermann kennt die Grenzen traditioneller Rechnungslegung und hat deshalb praktisch immer schon Bilanzanalyse betrieben. Lohnt sich daher der Aufwand für die Durchsetzung wer-

81 Vgl. etwa RAVE™ der Boston Consulting Group jeweils für kapitalgetriebenes, kundengetriebenes oder personalgetriebenes Geschäft (Vgl. Strack & Villis 2000). Siemens z.B. steuert das Finanz- und Immobiliengeschäft anders als das operative Geschäft. (Vgl. Neubürger 2002)

82 Vgl. dazu selbst aus Expertensicht: Ballwieser (2002), S. 79 ff.

83 Wolbert (2003) hier nur als ein Beispiel für viele.

84 Horváth & Minning (2001), S.281.

torientierter Kennzahlen? Kritiker bezweifeln das, denn ein Vergleich herkömmlicher Renditekennzahlen mit den kapitalmarktorientierten Größen bei einundsiebzig deutschen Unternehmen zeigte eine hohe Korrelation: »Ob diese modernen Kennzahlen im Vergleich zu den herkömmlichen einen zusätzlichen Informationsgehalt liefern, scheint aufgrund dieser Betrachtung zumindest fragwürdig.⁸⁵

In der Praxis führt das dazu, das zeigt auch unsere Untersuchung, dass weniger exakte, dafür aber noch nachvollziehbare Kennzahlen, wie ein überschlägig ermittelter EVA (Economic Value Added) oder ROCE (Return on Capital Employed) bevorzugt werden. Während letzterer sich nur dann von einer traditionellen Renditekennzahl unterscheidet, wenn die gesamten Kapitalkosten einbezogen werden, liegt der Reiz von EVA vor allem darin, dass diese Kennzahl leicht nachvollzogen werden kann. Dies darf aber nicht zu dem Trugschluss führen, dass man es nun mit dem »wahren Wert« zu tun habe. Bei EVA handelt es sich um den Gewinnbeitrag in der Periode, der über die Mindesterwartungen der Anleger und Kreditgeber hinausgeht und risikobewertet ist. Aber EVA misst nicht den Zuwachs an Wert in einer Periode, wenn auf umfangreiche Korrekturen verzichtet wird: »Ein positiver EVA ist noch kein Zeichen für eine gute Investition; ein negativer kein Zeichen für eine schlechte Investition.⁸⁶ Andere gehen noch weiter und halten EVA zur Konzernsteuerung für ungeeignet und die Verknüpfung zur Mehrperiodendarstellung für unzutreffend. Diese ist aber aufgrund von Zeitverzug und -Struktur der Auszahlungen und Rückflüssen notwendig (Discounted Cashflow).⁸⁷

Das eigentlich Neue ist an den wertorientierten Spitzenkennzahlen zunächst nicht zu erkennen, denn das Risiko wurde auch bei traditionellen Spitzenkennzahlen mitgedacht. Neu ist hingegen die systematische Einbeziehung des Risikos und der Rendite der Eigentümer nach den Erwartungen des Kapitalmarktes: »Der Vorteil der internen Steuerung nach EVA wie der externen Berichterstattung von EVA ist nichtsdestotrotz die Betonung der Eigenkapitalkosten und damit die Bedeutung der Eigentümer.⁸⁸

3.1.3 Strategie und Struktur – Der Kaiser ist nackt

Die Kernaussage des Shareholder Value Konzeptes ist es, die Unternehmensführung an der Rendite des langfristigen Anteilseigners (Eigentümers) auszurichten.

85 Price Waterhouse & ZEW (1998), S. 33, zitiert nach Höpner (2003), S.52.

86 Ballwieser (2002), S.78.

87 Vgl. Schneider (2001).

88 Ballwieser (2002) S.79.

ten. Diese Eigentümerrendite, die sich zusammensetzt aus Gewinnausschüttung und Änderung des Unternehmenswerts – bezogen auf den Kapitaleinsatz der Eigentümer – messe, so die verbreitete Auffassung, zugleich den Unternehmenserfolg und die Managementleistung. »Unternehmensleitungen sollen im Zuge der Wahrnehmung ihrer Aufgaben auch die Perspektive externer Unternehmensaufkäufer (sog. Raider) einnehmen und die den Anteilseignern zu gebende ‚Garantie‘ einer risikoadäquaten Mindestrendite (sog. hurdle rate) bezogen auf den Unternehmenswert überwachen.«⁸⁹ Danach ist nur in Geschäftsfelder zu investieren, die diese risikoadäquate Mindestrendite versprechen, minder rentierliche Bereiche sind zu verkaufen oder zu zerschlagen. Frei verfügbare Mittel, für die keine lukrative Anlagemöglichkeit besteht, sind auszuschütten. Um diese Zielsetzungen im Unternehmen zu verankern, ist, wie oben auch abgeprüft⁹⁰, das Bekenntnis der Wertorientierung zu kommunizieren, die Organisation in selbstständige Geschäftseinheiten zu dezentralisieren, die Geschäftsführung z.B. durch Stock-Options an der Wertentwicklung zu beteiligen und ein entsprechendes Planungs- und Controllingsystem zu implementieren.

Richtig an dieser Argumentation zu den Säulen »Strategie und Struktur« wertorientierter Unternehmensführung ist zunächst, dass in Zeiten moderner Informations- und Kommunikationstechnologien, flüssiger Kapitalmärkte, zunehmender Immaterialisierung der Werte sowie wachsendem Interesse an Transparenz der Anteilseigner, aber auch der Mitarbeiter und anderen Anspruchsgruppen (Stakeholder), der Informationsgehalt der traditionellen Rechnungslegung nicht mehr ausreicht. In diese Lücke stoßen finanzwirtschaftliche Instrumente zur Wertentwicklung des Unternehmens, die die spezifischen Risiken und erwarteten Zahlungsströme darstellen und daraus durch Abzinsen den Unternehmenswert ermitteln. Der Aktionärswert ergibt sich nun, wenn man von dem so ermittelten Unternehmenswert den Marktwert des Fremdkapitals abzieht. Diese Größen waren traditionell nicht transparent und wurden in dieser Weise nicht zur Steuerung des Unternehmens eingesetzt. Das ist der rationelle Kern des Shareholder Value-Konzeptes⁹¹.

Aber zwei Bemerkungen sind doch angebracht: Jenseits technischer Feinheiten, die nicht nur den Laien durchaus verwirren können, ist neu, dass die An-

89 Lorson (1999), S. 1329 dort angegebene Literatur.

90 Vgl. Kap. 2 mit der Fragestellung in Anlehnung an Haspeslagh u.a. (2002).

91 Rappaport (1999) hat den Shareholder Value nicht erfunden. Um die Wirksamkeit von Strategien überprüfen zu können, entwickelt er dynamische Messgrößen der Wertsteigerung, weil er die traditionellen Maßgrößen des Rechnungswesens dafür nicht geeignet hält.

sprüche der Anteilseigner, aus einer Residualgröße als Prämie für das unternehmerische Risiko, in eine feste Anspruchsgröße (Stichwort: hurdle rate) verwandelt wird. In dieser Umdeutung des Eigentümergevinns aus einer Residualgröße in einen festen Anspruch hätten schon Klassiker der ökonomischen Lehre wie Marx, Keynes und Schumpeter sich wohl bestätigt gesehen, signalisiert dieses doch die Verwandlung der Kapitalisten mit der Entwicklung der Publikumsgesellschaften in eine Rentiersklasse, deren Ablösung durch Manager als neue herrschende Schicht.

Außerdem können Unternehmenswerte nicht beobachtet werden – Börsenkurse bilden dafür nur einen schwachen Anhaltspunkt. In der Theorie wird noch darauf hingewiesen, dass der fundamentale Aktionärswert langfristig zu verstehen ist und nicht mit dem aktuellen Börsenwert gleichzusetzen sei. Denn der Börsenwert wiederum kann über oder unter diesem errechneten Aktionärswert liegen, entweder weil eine Kommunikationslücke besteht, oder, wichtiger noch, weil der Börsenwert gegenüber diesen fundamentalen Daten ein Eigenleben führt und neben den Erwartungen über die zukünftige Unternehmensentwicklung durch Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt, durch Herdenverhalten und Psychologie bestimmt wird. Insofern ist die oben angestellte Gleichsetzung von Eigentümerrendite, Unternehmenserfolg und Managementleistung praktisch nicht haltbar, denn sie unterstellt die Informationseffizienz des Kapitalmarktes und über sieht, dass die Eigentümerrendite der Aktionäre vom Management nur teilweise beeinflusst werden kann.⁹²

Die beiden Säulen Strategie und Struktur des Shareholder Value Managements sind alles andere als einfach zu bestimmen. Das entscheidende Problem des Shareholder Value-Modells ist, dass es eine Lösung anbietet, die keine ist. Das fängt bei der Ermittlung des Unternehmenswerts an. Dessen Ermittlung nach der Discounted Cashflow Methode ist nicht neu. Die Verfahren sind als Net Present Value etwa in der Unternehmensfinanzierung, als dynamische Rechnung bei der Investitionsbeurteilung oder als Ertragswertverfahren bei der Unternehmensbewertung seit langem bekannt und verbreitet.⁹³ Allerdings auch die Probleme, etwa eine dynamische, simultane Investitionsrechnung für den Konzern zu modellieren und umzusetzen – weshalb man in der Praxis regelmäßig davon Abstand nimmt. Der Unternehmenswert stellt keine direkt aus dem Rechnungswesen ableitbare Kennzahl dar. »Vielmehr ist er die Ergebnisgröße in einem durch mehrere interdependente

92 Diese Frage hat eine durchaus handfeste, praktische Relevanz: Im Unterschied zu Europa sind die Mega-Options von durchschnittlich 50 Millionen \$, die Amerikas Top-200-CEO's im Jahre 2001 empfingen, nicht indexiert. Sie sind gewissermaßen Windfall-Profits bei steigenden Börsenkursen – durch die Praxis der Neubewertung sogar auch bei fallenden Kursen (Vgl. Cassidy 2002).

93 Vgl. dazu die Standard-Lehrbuchliteratur; z.B. Thommen & Achleitner (2001); Brealey & Myers (1996).

Variablen bestimmten Modell. Eine direkte Beeinflussung des Unternehmenswerts ist daher ausgeschlossen; eine umfassende Strategie muss vielmehr darauf abziehen, alle Variablen bzw. Einflussfaktoren, von denen er abhängt, in einer koordinierten Anstrengung gleichzeitig in die gewünschte Richtung zu verändern.⁹⁴ Gefordert ist also die Auseinandersetzung mit unterschiedlichen Ansätzen zur Strategieentwicklung – eine Materie, die der Modellierung nur begrenzt zugänglich ist.

Aussagen zu wertorientierten Strukturen, einer weiteren Säule des Shareholder Value-Konzeptes, sollten näher bestimmen, was damit inhaltlich gemeint sein soll. Wenn diese durch Dezentralisierung Transparenz schaffen wollen⁹⁵ so ist dies keine neue Einsicht sondern gehört gewissermaßen zum Zeitgeist. Wertorientierung lässt sich daher auch nicht beobachten, weil sich die vorgefundene Struktur diesem Konzept nicht zurechnen lässt. Zur Kritik können wir hier exemplarisch auf unsere Auseinandersetzung mit dem Thema »Outsourcing-Management« verweisen.⁹⁶ Denn die Fragen, die sich stellen sind: Dezentralisierung ja – aber wieviel Zentralisierung ist notwendig, die Verflechtungen herstellt (Porter), Kernkompetenzen (Prahalad & Hamel) und den Wissensaustausch (Nonako & Takeuchi) im Unternehmen, wie im Unternehmensnetzwerk (Sydow) entwickelt?

Bevor wir auf diese Themen zumindest ansatzweise zurückkommen, sollen zunächst einige Erfahrungen mit dem Shareholder Value Konzept in den USA skizziert werden. Mit den Bilanzskandalen der jüngsten Zeit, mit dem Aufstieg und Fall der »New Economy« werden Kapitalmarktorientierung und finanzielle Steuerungskonzepte neu bewertet und in einen größeren Zusammenhang eingeordnet.

3.2 VOM ELEND DES SHAREHOLDER VALUE

3.2.1 Reichtum für Aktionäre steigern?

Unsere internetbasierte Auswertung börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland orientiert sich an der zentralen These, dass ein erfolgreiches Wertmanagement die gesamte Organisation einschließlich ihrer Strukturen, Prozesse

94 Coenenberg & Salfeld (2003), S. 72.

95 Vgl. oben Kapitel 1.1.

96 Vgl. Müller & Prangenber (1997).

und Unternehmenskultur auf das Ziel der langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts für Anleger auszurichten habe, also mehr ist als ein finanzwirtschaftliches Planungs- und Kontrollsysteem. Wenn in der Praxis ein öffentliches Bekenntnis zum Shareholder Value unterbleibe, dann häufig, weil dieser in europäischen oder asiatischen Unternehmen als »politisch unkorrekt« gelte.⁹⁷

Tatsächlich bekennt sich nur eine Minderheit der von uns untersuchten Unternehmen in Deutschland ausdrücklich zu einer Shareholder Value-Zielsetzung im engeren Sinn, hingegen die Mehrzahl zur Wertsteigerung als Unternehmensziel. Auch eine Untersuchung börsennotierter Unternehmen in Japan ergab, dass dort die Unternehmen eine besondere Shareholder-Orientierung vermeiden.⁹⁸ Während aber nach unserer internetgestützten Untersuchung ein Bekenntnis zur Stakeholder-Value-Zielsetzung zurückhaltend ausfällt, zeigt die Befragung von Hansmann/Kehl geradezu eine paradoxe Situation. Die positive Einstellung bundesdeutscher Unternehmen zum Shareholder Value Konzept kontrastiert damit, dass nur 26 % der Unternehmen sich primär auf die Maximierung des Shareholder Value ausrichten, während 57 % bewusst einen Stakeholder-Ansatz verfolgen.⁹⁹

Ist diese Verweigerungshaltung zur »Verpflichtungserklärung« (!) nun nur ein opportunistisches Zugeständnis zur »political correctness«, oder könnte mehr dahinter stecken? Auch nach unserer, wie weiterer Untersuchungen, hat die Verbreitung wertorientierter Spitzenkennzahlen zwar zugenommen, aber die Unternehmenssteuerung und Vergütungsbemessung folgt vielfach noch traditionellen Zielgrößen. Handelt es sich dabei nur um eine Umsetzungslücke eines an sich richtigen Konzeptes, oder aber um mehr oder minder begründete Vorbehalte, die die Anwendung in der Praxis verhindern? Wenn sich der Personalvorstand der Deutschen Bank zum Stakeholder-Ansatz bekennt,¹⁰⁰ ist er dann nicht auf der Höhe der Zeit und hat die Notwendigkeit einer durchgängigen Steuerung nach dem Shareholder Value-Gedanken noch nicht verinnerlicht, oder sieht er nur die Komplexität des wirklichen Geschehens? Denn: Lassen sich Mitarbeiter dadurch leiten, motivieren und orientieren, wenn sich das Unternehmen der Wertsteigerung für Aktionäre – polemisch ausgedrückt: dem Reichtum für Aktionäre – als obersten Ziel verschreibt? Mehr noch: Haben Shareholder Value-Konzepte dazu beigetragen, dass sich wenige Top-Manager massiv bereichern konnten, bevor die anderen

97 vgl. Haspeslagh u.a. (2002).

98 »The most common response (76,7%) was: 'We do not give priority to any specific stakeholders, as we emphasize balancing the interests of multiple stakeholders.'« (Morisawa/Kurosaki 2002, S. 4)

99 Vgl. Hansmann& Kehl (2000), S. 11 u. 19.

100 Vgl. Fischer/Decken 2002.

Aktionäre und Arbeitsplätze ausgelöscht wurden, wie bei den jüngsten Unternehmensskandalen von Enron, Global Crossing und WorldCom in den USA?

3.2.2 Schiefe Machtverteilung

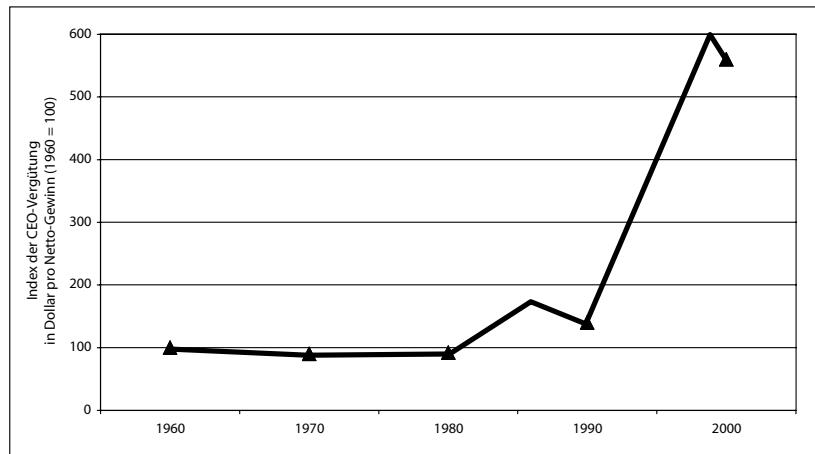
Bereits Mitte der 1990er Jahre regte sich in den Vereinigten Staaten Kritik am Shareholder Value-Konzept. Der lang anhaltenden Hause in Wall Street waren Umstrukturierungen vorausgegangen, die mit erheblichen Belastungen der Beschäftigten einhergingen. Politiker, Gewerkschafter und zunehmend auch einige Großaktionäre appellierte deshalb an Amerikas Wirtschaftsführer, über der betont aktionärsfreundlichen Unternehmenspolitik die Interessen von Mitarbeitern, Standortgemeinden und anderen Interessengruppen nicht zu vernachlässigen. Auch von Calpers, mit einem Vermögen von 100 Milliarden Dollar einer der größten amerikanischen Pensionsfonds und zugleich prominentesten Vertreter der Shareholder Value-Bewegung, kam Kritik. Vorstände und Verwaltungsräte hätten Unternehmen »ausgehöhlt« und das Humankapital auf dem Altar kurzfristiger Kursgewinne geopfert. Das aber sei kurzsichtig und liege nicht im Interesse von Calpers, einem langfristig orientierten Investor. Denn der Abbau von Arbeitsplätzen sei zwar ein Instrument, um kurzfristig die Profitabilität zu steigern; nicht aber, um dauerhaften Wertzuwachs zu schaffen.¹⁰¹ Damals wurde daraus der Schluss gezogen, dass das Pendel zu stark zugunsten der Aktionäre ausgeschlagen sei.

Heute, nach Bilanzskandalen und drastischen Einkommenssteigerungen für Top-Manager, sehen manche hingegen nicht mehr Arbeit durch Kapital sondern Kapital durch Manager ausgebeutet (vgl. Abb. 8).¹⁰² Tatsächlich aber sind nicht nur die Verteilungswirkungen komplizierter, sondern auch die Produktion, die Wertschöpfung ist betroffen, wie das folgende Kapitel zeigt.

101 Vgl. o. V. (1996).

102 Vgl. Martin & Moldoveanu (2003).

Abb. 8: Shareholder Value in den USA: Umverteilung zugunsten des Top-Managements



Quelle: Martin & Moldoveanu (2003), S. 39.

3.2.2 Der Kreislauf der Habgier

Die Shareholder Value-Bewegung hat eine Kurzfrist-Orientierung mit langfristigen Folgen hervorgebracht – einen »Kreislauf der Habgier«.¹⁰³ Das Topmanagement erhält durch neue Vergütungssysteme ungewöhnlich wertvolle Aktienpakete und Aktienoptionen und damit das Interesse an rasch steigenden Börsenkursen. Dadurch gewinnen die Banken, die mit den Gebühren des Investment Bankings viel mehr verdienen als mit dem Kreditgeschäft. Höhere Börsenkurse lassen sich auch erzielen durch die Anwendung der Rechnungslegung nach US-GAAP (»US-General Accepted Accounting Principles«), weil sich Ausgaben stärker als nach deutschem Handelsgesetz in die Zukunft verlagern lassen. Auch wenn die Wirtschaft stagniert, steigen die Börsenkurse und die Manager steigern ihre Gesamtbezüge, allerdings zu Lasten zukünftiger Gewinne. Reichen die Möglichkeiten der Bilanzpolitik nicht mehr aus, treibt die Habgier manche Manager zur Bilanzfälschung und selbst der danach unrühmliche Abgang wird mehr als vergoldet.¹⁰⁴

103 Vgl. Kennedy (2001); Cassidy (2002); Albach (2003).

104 Nach einer Untersuchung der Financial Times kamen die Top-Manager der 25 größten Unternehmenszusammenbrüche in den USA in den beiden Jahren 1999–2001 mit 3,3 Milliarden \$ an Gehalt, Bonus, Aktien und Aktienoptionen davon; im einzelnen Gary Winnick von Global Crossing mit 512 Mio \$, Kenneth Lay von Enron mit 247 Mio \$ und Scott Sullivan von WorldCom mit 50 Mio \$ (nach Cassidy 2002, S. 64).

Die Folge dieser kurzfristigen Orientierung am Börsenkurs ist die Vernachlässigung von Innovationen, Traditionssunternehmen werden radikal zerlegt und umgebaut, die Loyalität der Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten zum Unternehmen nimmt ab.¹⁰⁵ Am Ende steht nicht der Erfolg, sondern ein wirtschaftliches und menschliches Desaster:

Die Tragik der Shareholder Value-Bewegung und ihrer theoretischen Köpfe ist, dass sie selbst für diese Entwicklung verantwortlich sind. Ausgangspunkt ist die Annahme, dass der Manager (Agent) mit dem ihm vom Aktionär (Prinzipal) anvertrauten Kapital nicht mit der gleichen Sorgfalt umgehe wie der Eigentümer-Unternehmer. Die Lösung soll darin bestehen, dass man die Manager dafür belohnt, wenn sie im Interesse der Aktionäre handeln.¹⁰⁶ Die ersten, die diese Idee realisierten, waren reiche und aggressive Investoren in den USA, die mit geliehenem Kapital Traditionssfirmen kauften, zerlegten und dann teurer verkauften, die so genannten »corporate raiders«. Später dann entdeckte man Aktienpakete und Aktienoptionen (stock-options) die eine »Orgie der Selbstbereicherung«¹⁰⁷ für Top-Manager auslösten, bis die Blase platzte: »Manager die zur neuen Religion des Shareholder Value überwechselten, hatten die Chance sehr reich zu werden, während jene, die argumentierten, dass Unternehmen auch ihre Mitarbeiter und Kunden ebenso wie ihre Aktionäre in Betracht ziehen sollten, oftmals ihren Job verloren.«¹⁰⁸

»Where's the stick?« so der Titel der angesehenen Zeitschrift »The Economist« vom 11. Oktober 2003. Die Lösung des Principal-Agent-Problems nach der »carrot/stick«-Methode ging schief. Noch im Jahre 1973 verdiente ein durchschnittlicher Chief Executive Officer eines großen Unternehmens in den USA 45mal mehr als das Durchschnittsgehalt seiner Mitarbeiter, 1991 war dieses Verhältnis bei 140, heute liegt es bei 500.¹⁰⁹ Stock-Options, die das Unternehmen nur scheinbar nichts kosten¹¹⁰ und in einem Umfang, der die Möglichkeit eröffnet, reich zu werden »wie Rockefeller«, sind ein enormer Anreiz zu kreativer Buchführung, zu kurzfristiger Orientierung an den Vorstellungen der Börsenanalysten, statt an langfristiger Steigerung des Unternehmenswerts. Es war das Shareholder

105 Vgl. zum Zusammenhang von Shareholder Value und Outsourcing schon Müller/Prangenberg (1997).
Vgl. weiter Kennedy (2001).

106 Vgl. Jensen & Meckling (1976)

107 Cassidy (2002), S. 76

108 Cassidy (2002), S. 68

109 Graef Crystal zitiert nach Cassidy 2002, S. 76

110 Vgl. Bodie et al. (2003).

Value-System, das den Nährboden dafür abgab, dass amerikanische Top-Manager »ihre Unternehmen wie Geldautomaten behandeln konnten, indem sie sich selbst \$-Millionensummen zusprachen.«¹¹¹ Die Folgen waren aber nicht nur eine ungerechte Verteilung, sondern die Produktion selbst war negativ betroffen. Somit sind auch die Väter des Shareholder Value-Konzeptes, die Business Schools und Unternehmensberater die es verbreiten und daran verdienen, mitverantwortlich für das Desaster, das im Enron-Fall seinen symbolischen Ausdruck findet.¹¹²

3.2.4 Nachhaltige Wertsteigerung als Ziel

Nicht zuletzt die so genannte »New Economy« hat der wertorientierten Führungsphilosophie zum Durchbruch verholfen. Hohe Börsenbewertungen eröffneten neue Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung, aber auch zum Aufkauf von Unternehmen und zur auskömmlichen Vergütung von Führungskräften und Spezialisten. An den Kapitalmärkten stieg die Bereitschaft, die Bewertung von Unternehmen auf zukunftsorientierte Kennzahlen zu stützen, der Marktwert stieg auf das Vielfache des Buchwertes¹¹³. Nachdem die spekulativen Börsenblase geplatzt ist, sind diese Handlungsmöglichkeiten weniger wirksam, ja in Verruf geraten. Dabei wurde besonders deutlich, dass die Unternehmenskontrolle über den Kapitalmarkt nicht ausreicht, im Gegenteil: »In den Exzessen, die insbesondere an den Aktienmärkten zu beobachten waren, kommen die Wechselbeziehungen zwischen dem Glauben an die »New Economy« und den Entwicklungen an den Finanzmärkten besonders deutlich zum Ausdruck.«¹¹⁴

In der Blütezeit der so genannten »New Economy« standen Traditionssunternehmen, wie Siemens, enorm unter Druck. Sie entsprachen in keiner Hinsicht den strengen Ansprüchen der Shareholder Value Bewegung. Damals, im Jahre 1999, hatte das junge Internet-Unternehmen Yahoo mit 1200 Mitarbeitern den gleichen Marktwert an der Börse wie Volkswagen, VEBA, BASF, Metro und Lufthansa mit 563.000 Mitarbeitern zusammen – heute ist davon nicht viel übrig geblieben. Hätten diese Unternehmen der Old-Economy, unterstellt gesteuert nach EVA oder einem anderen wertorientierten Ansatz, auf dem Höhepunkt der New-Economy das Handtuch werfen sollen und sich bis auf einige Reste industrieller Aktivitäten und auf das Kaufen und Verkaufen von Beteiligungen zurückziehen sollen? Oder

111 Elson (2003), S.69.

112 Vgl. auch Goshal (2003). Anders hingegen Moynihan 2003.

113 Vgl. Henzler (2003), S. 28.

114 Duisenberg (2003), S.2

sollten sie es heute, bei geringerer Börsenattraktivität, etwas ruhiger angehen lassen? Die Steuerung eines Unternehmens nur nach einer wertorientierten Spitzenkennzahl kann zur Fehlsteuerung führen.¹¹⁵ Die Ausrichtung des Unternehmens an kurzfristigen Aktionärs-Interessen führt zur Fehlsteuerung. »Wertsteigerung fordert Langfrist-Management und nicht Streben nach kurzfristiger Gewinnerwartung«, hält deshalb Siemens-Vorstandsmitglied E. Krubasik, zutreffend fest.¹¹⁶

Vor diesem Hintergrund ist der Dogmatismus in manchen empirischen Studien unverständlich. So kommt eine Untersuchung des Neuen Marktes (Rücklaufquote 19 %), zu dem durch nichts bewiesenen Schluss, dass das Scheitern dieses Börsensegments auf die ungenügende Umsetzung von Shareholder Value-Konzepten zurückzuführen sei.¹¹⁷ Das Gegenteil kann der Fall sein – wie der »Kreislauf der Habgier« als Extrembeispiel zeigt.

Außerdem ist der Beitrag wertorientierter Steuerungssysteme zum Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens nicht leicht nachzuweisen. Studien, die eine überdurchschnittliche Eigentümerrendite (Total Shareholder Return = Dividende plus Börsenwertsteigerung) auf erfolgreiches Shareholder Value-Management zurückführen¹¹⁸, sind noch kein Beweis für einen Kausalzusammenhang. Denn: »Der empirische Beleg der These, Wertorientierung bringt Wertsteigerung«, ist nicht so leicht zu führen, wie es erscheinen mag. Schwierigkeiten der Beweisführung kann es schon allein aufgrund des Henne-Huhn-Problems geben: Kommen erfolgreiche Unternehmen auf die Idee der Wertorientierung oder macht die Wertorientierung Unternehmen erfolgreich?¹¹⁹ In seiner Auswertung verschiedener Studien zur Spitzenkennzahl Economic Value Added (EVA) kommt Ballwieser zu der Einschätzung: »Alles in allem liegt noch keine gesicherte Datenbasis als Beleg für die Vorteilhaftigkeit der Einführung und Verwendung von EVA vor.«¹²⁰ Mehr noch: Durch »wertorientierte Verschlankung«, durch Outsourcing und Downsizing, kann umgekehrt eine »Schwächung der Wettbewerbsposition« eintreten.¹²¹

Wenn in den letzten zehn Jahren in Deutschland von wenigen frühen Anwendern anfangs heute die überwiegende Zahl der Unternehmen auf den Shareholder Value-Zug aufgesprungen sind, so kann das auch dran liegen, dass sie dies aus Gründen der sozialen Anerkennung und Legitimation tun, ohne aber danach zu

115 Vgl. zur Kritik schon Schneider (2001).

116 Vgl. Krubasik (2003).

117 Vgl. Ossadnik & Barklage (2003).

118 Vgl. zuletzt PA Consulting Group (2002).

119 Ballwieser (2002), S. 81.

120 Ballwieser (2002), S. 86.

121 Vgl. Kieser (2002), vgl. auch schon Müller/Prangenber (1997).

handeln.¹²² Das Bekenntnis zur Wertorientierung sagt also noch nicht aus, wie dieses zur Steuerung im Unternehmen umgesetzt wird.

Zusammenfassend kann also festgehalten werden, dass die nur gering verbreitete Bekenntnis zur expliziten Shareholder Value-Orientierung in Deutschland nicht allein auf Fragen der »political correctness« zurückgeht, sondern wohl auch auf sachliche Vorbehalte. Die Mehrzahl der Unternehmen bekennt sich zur Steigerung des Unternehmenswerts als primäre Zielsetzung. Der Begriff »wertorientierte Unternehmensführung« (»Value Based Management«) lässt unterschiedliche Sichtweisen zu und ist weniger politisch belastet. Aber er schützt nicht davor, dass kurzfristige Gewinne den Vorrang haben vor nachhaltiger Wertsteigerung.

3.3 DIE EINSEITIGKEIT DER FINANZPERSPEKTIVE ÜBERWINDEN

3.3.1 Gleichrangigkeit nicht-finanzialer Steuerungsgrößen

Unter dem Shareholder Value-Konzept versteht man zum einen ein finanzwirtschaftliches Planungs- und Controllinginstrument, zum anderen aber ein umfassendes Konzept der Unternehmensführung. Zur Beurteilung ist es nützlich, dieses Konzept mit der Balanced Scorecard, einem weiteren aktuellen Managementkonzept zu vergleichen.

Als Kaplan und Norton vor einigen Jahren die Balanced Scorecard vorstellten, gingen sie von der Annahme aus, dass die »teilweise schlechte Effektivität und Effizienz von Unternehmen aus dem alleinigen Vertrauen in finanzielle Größen resultiert. Finanzielle Größen sind nachlaufende Indikatoren. Sie informieren über Resultate, zeigen die Konsequenzen früherer Handlungen. Das uneingeschränkte Vertrauen in diese Größen führt zu einem Verhalten, das die langfristige Wertschöpfung zugunsten eines kurzfristigen Erfolges opfert. Die Balanced Scorecard hat die finanziellen Größen beibehalten und durch vorlaufende Indikatoren ergänzt, die den finanziellen Erfolg aufzeigen.¹²³ Neben der Finanzperspektive sind dies die Kundenperspektive, die interne Perspektive sowie die Lern- und Entwick-

122 Vgl. Bühner (2002).

123 Kaplan & Norton (2001), S. 5.

lungsperspektive, die untereinander und mit der Vision und Strategie in Ursache-Wirkungsbeziehungen verkettet sind. Dadurch wollen die Autoren einen Beitrag zur Strategie liefern, die häufig gerade an der Umsetzung scheiterte. Im Grunde geht es also um Fragen des Strategischen Controllings.

An dieser Stelle ist es weder notwendig noch möglich, die Balanced Scorecard näher zu erläutern. Hier kommt es nur darauf an, dass wertorientierte Kennzahlen im Konzept der Balanced Scorecard als gleichrangig gegenüber nicht-finanziellen Steuerungsgrößen angesehen werden. Aus Sicht des Shareholder Value-Konzeptes hingegen sind qualitative Kennzahlen nur Werttreiber, sie stellen indes die finanzielle Vorherrschaft nicht in Frage. Bezeichnend ist, das in beiden Ansätzen gesellschaftliche Veränderungen als Triebfeder angesehen werden¹²⁴ – nur die Schlussfolgerungen sind verschieden: Die einen heben darauf ab, dass das traditionelle Rechnungswesen als Informationsbasis nicht mehr ausreicht und durch wertorientierte, d.h. finanzorientierte Steuerungsgrößen zu ersetzen sei, während die anderen die Grenzen einer finanziell orientierten Steuerung hervorheben: »Die Möglichkeiten zur Schaffung von Unternehmenswerten haben sich also deutlich verschoben: Vom Management materieller Vermögenswerte bis hin zum Management wissensbasierter Strategien, die auch die immateriellen Vermögenswerte der Organisation berücksichtigen – z.B. Kundenbeziehungen, innovative Produkte und Dienstleistungen, hohe Qualität und flexible Arbeitsprozesse, Informationstechnologie und Datenbanken, Fähigkeiten der Mitarbeiter, Fachkenntnisse sowie Motivation.«¹²⁵ Harte finanzielle Daten reichen nicht mehr aus, wenn Unternehmen in der Wissensgesellschaft vor der schwierigen Aufgabe stehen, etwas zu steuern, was sie weder beschreiben noch messen können.¹²⁶

Und noch ein weiterer Unterschied ist auszumachen: Während beim Shareholder Value-Konzept die Wertschaffung für den Aktionär das Oberziel ist und Strategien daraus abgeleitet werden¹²⁷, heißt es beim Balanced Scorecard Konzept umgekehrt: »*Miss die Strategie!* Sämtliche Ziele und Messgrößen der Balanced Score-

124 Vgl. Rappaport (1999), Kaplan & Norton (2001).

125 Kaplan & Norton (2001), S. 3 f.

126 Zur Frage, wie eine einzelne Unternehmenseinheit zu bewerten ist, wenn Verflechtungen bestehen und wie auf dieser Grundlage das Gesamtunternehmen zu steuern ist, geben Kaplan & Norton zwar Hinweise, wie die Strategien und Scorecards aller Einheiten aufeinander abgestimmt und miteinander verbunden werden können. Sie lösen jedoch nicht das Problem im Sinn finanzieller Exaktheit. Vgl. Kaplan & Norton (2001), S. 145 ff.

127 Vgl. oben Kapitel 1.1

card – sowohl finanzielle als auch nicht-finanzielle – sind dabei von der Unternehmensvision und -strategie abzuleiten.«¹²⁸

Dieser Rang als Finanzperspektive bei der Strategieumsetzung ist der, den das Wertmanagement danach einnehmen sollte. Die Frage ist dann: »Wie sollten wir gegenüber den Shareholdern auftreten, um finanziellen Erfolg zu erzielen?«¹²⁹ und nicht mehr: »Was müssen wir tun, um das Unternehmen zuerst an den Interessen der Aktionäre auszurichten?« Damit steigen auch die Chancen, das Konzept des Wertmanagements mit der Lehre von der Unternehmensführung (Strategisches Management) zu versöhnen, die noch nicht bemerkt zu haben scheint, dass sie hierdurch zu einem bloßen Mittel degradiert ist. Der Finanzbereich wird also mehr strategisch und weniger funktional¹³⁰, muss sich aber nach diesem Konzept mit den anderen Vorstandsbereichen abstimmen.

Nun zeigen aber verschiedene empirische Untersuchungen, dass große deutsche Unternehmen ein der Balanced Scorecard vergleichbares Steuerungssystem nur in Ausnahmefällen einsetzen. Zwar geben nach der KPMG-Untersuchung immerhin 29 % der Unternehmen an, eine Verbindung von finanziellen und operativen Werttreibern vorzunehmen und 18 % bereiten dies vor.¹³¹ Nach unserer internetgestützten Untersuchung wird hingegen kaum darüber informiert. In der Befragung von Pellens u. a. berichten nur vier Konzerne (7 %), dass sie ein solches System anwenden, aber auch nur sechs Konzerne (10 %), dass sie ein rein finanzielles System mit funktionalen, mathematischen Zusammenhängen (z.B. traditionelles Du-Pont-Kennzahlensystem, EVA-Werttreibermodell) anwenden, während immerhin 42 % angeben, kein System installiert zu haben.¹³² Also eine weitere Umsetzungslücke?

Zunächst ist festzuhalten, dass hier ein objektives Problem vorliegt: »Die Beurteilung von Teileinheiten mit traditionellen wie auch mit wertorientierten Spitzenkennzahlen stößt immer dann an Grenzen, wenn für eine Organisationseinheit, nicht mehr alle Bestandteile einer solchen Kennzahl (sinnvoll) ermittelt werden können.«¹³³ Hinzu kommt die Notwendigkeit der Berücksichtigung von Verflechtungen (Synergien) und zeitlichen Zusammenhängen (Lebenszyklus von Produkten). Schließlich müssten die Kennzahlen in Richtung beeinflussbarer Komponen-

128 Kaplan & Norton (2001), S. 5.

129 Kaplan & Norton (2001), S. 70.

130 Vgl. Booz, Allen & Hamilton (2003)

131 Vgl. KPMG (2003), S.31.

132 Vgl. Pellens u. a. (2000), S. 31 f.

133 Pellens u. a. (2000), S .31

ten modifiziert werden, wodurch aber wiederum die Komplexität steigt und die Vergleichbarkeit leidet.¹³⁴

Der Reiz »harter«, finanzieller Kennzahlen liegt darin, dass sie, als Maß der abstrakten Form des Reichtums, auch auf der Ebene einer Teileinheit, z.B. einer strategischen Geschäftseinheit, (scheinbar) exakte Ergebnisse liefern, eine Eigenschaft, die »weiche«, nicht-finanzielle Kennzahlen, nicht haben. Denn wenn in einer Einheit, beispielsweise die Kunden- und Mitarbeiterzufriedenheit schlecht, in einer anderen aber ausgezeichnet ist, dann ist das Gesamtergebnis durchschnittlich – also wenig aussagefähig und zur Beurteilung der wirtschaftlichen Lage kaum geeignet. Dennoch geht man in der Strategielehre davon aus, dass in der Pyramide des Zielsystems einer Unternehmung an der Spitze ein »weiches« Ziel mit hoher Reichweite und niedrigem Bestimmtheitsgrad stehen sollte (Vision, Mission) während es an der Basis auf Ziele mit hohem Bestimmtheitsgrad und niedriger Reichweite (z.B. Produktivität, Durchlaufzeit) ankommt.¹³⁵ Daher ist es sinnvoll, auf das Strategie-Thema näher einzugehen.

3.3.2 In der Wildnis des Strategischen Managements

Zur Strategielehre gehört bekanntlich mehr als die Positionierungsschule des Strategiekästes Porter, die aufgrund ihres instrumentellen Charakters in der finanzorientierten Controllingwelt beliebt ist. Demgegenüber hat der renommierte Strategieforscher Mintzberg bis zu zwölf unterschiedliche Schulen der Strategielehre ausgemacht.¹³⁶ Die Skala reicht hier von eher technokratischen Planungsansätzen bis hin zu der These, dass grundlegende Innovationen wie die Kreditkarte oder der Personalcomputer nicht aus Voraussicht, sondern eher durch einen glücklichen Zufall entstanden sind.¹³⁷ Nicht die »reine Lehre«, sondern jener Weg sei der Praxis angemessen, der aus den verschiedenen Ansätzen das Beste macht.

Wenn also Strategien nicht nur geplant werden, sondern mehr oder weniger emergieren, also aus intuitiven und sozialen Prozessen auch als Störungen der geplanten Ordnung hervortreten, dann folgt daraus, dass der wertorientierten Strategie – der zweiten Ebene in der Pyramide des Shareholder Konzeptes¹³⁸ –, der verlockende Charme scheinbar eindeutiger Ergebnisse verloren geht, den etwa

134 Vgl. KPMG (2003), S. 29 f.

135 Vgl. Bea & Haas (1995), S. 64

136 Vgl. Mintzberg (1999).

137 Vgl. Crainer (2000).

138 Vgl. oben Kapitel 1.1

eine instrumentelle Strategieschule noch suggeriert. In der Folge wird dann der Ansatz gewählt, der zum Konzept oder zum fachlichen Horizont passt – aber nur unzureichend zur Wirklichkeit.

3.3.3 Kontinuität durch Veränderung

Welche Bedeutung hat nun die Entwicklung einer Vision für die Unternehmenssteuerung? »Built to Last«: In einer langfristig angelegten Untersuchung haben Collins & Porras herausgefunden, dass Unternehmen, die langfristig an ihrer Vision, ihren grundlegenden Werten und Zwecken, festhalten, aber ihre Geschäftsstrategien und -praktiken beständig an eine sich verändernde Welt anpassen, besser sind. Sie haben sich seit 1925 um 12fach besser entwickelt, als der allgemeine Börsenwert.¹³⁹ Keines dieser grundlegenden Zwecke (core purposes) fällt in die Kategorie »Maximiere den Reichtum der Aktionäre.«¹⁴⁰ Die Menschen auf allen Ebenen der Organisation ließen sich damit weder inspirieren noch orientieren (vgl. Textbox).

Der Serien-Unternehmens-Killer

Um die grundlegenden Ziele der Vision zu ermitteln, empfehlen Collins & Porras u.a. ein Planspiel, dass sie der »Serien-Unternehmens-Killer« nennen: Stellen Sie sich vor, Sie können ihr Unternehmen zu einem Preis an jemand verkaufen, den jedermann, auch bei großzügigen Annahmen über zukünftige Cashflows, als mehr als gerecht bezeichnet würde. Nehmen Sie weiter an, der Käufer wird gleich bleibende Bedingungen für alle Beschäftigten garantieren, nur nicht in derselben Branche. Nehmen Sie weiter an, das Unternehmen wird nach dem Kauf umgebracht: bisherige Produkte oder Dienstleistungen nicht mehr angeboten, die Produktion eingestellt, die Markenamen ausrangiert und so fort. Das Unternehmen würde völlig aufhören zu existieren. Würden Sie das Angebot annehmen? Warum oder warum nicht? Was würde verloren gehen, wenn das Unternehmen aufhörte zu existieren? Warum ist es wichtig, dass das Unternehmen weiter besteht? Die Autoren halten diese Übung für sehr wirksam um sture, finanziell zentrierte Top-Manager über die tieferen Existenzgründe ihrer Organisation nachdenken zu lassen.¹⁴¹

139 Vgl. Collins & Porras (1994). Dieser Ansatz wird vertieft und bestätigt in Collins (2001).

140 Vgl. Collins & Porras (1996).

141 Vgl. Collins & Porras (1996).

Die Zwecke eines Unternehmens sind die langfristigen, tiefer liegenden Existenzgründe einer Organisation jenseits derer nur Geld zu verdienen; Werte (»core values«) gehen über die finanzielle Einseitigkeit der so genannten wertorientierten Unternehmensführung weit hinaus. Die Autoren zitieren dazu David Packard, Firmengründer von Hewlett Packard aus den 1960er Jahren:

»Ich möchte darüber reden, warum ein Unternehmen vor allem existiert. Anders gesagt: Warum sind wir hier? Ich meine viele nehmen an, ein Unternehmen ist einfach dazu da, Geld zu verdienen. Zwar ist das ein wichtiges Ergebnis der Existenz eines Unternehmens, aber wir müssen weiter gehen und herausfinden, was die wirklichen Gründe sind. Wenn wir das untersuchen, werden wir unvermeidlich zu der Schlussfolgerung kommen, dass eine Gruppe von Menschen zusammenwirken und als Institution existieren, die wir Unternehmen nennen, sie können etwas gemeinsam leisten wozu sie als Einzelne nicht in der Lage sind – sie leisten einen Beitrag zur Gesellschaft, ein Satz, der banal klingt, aber grundlegend ist. ... Sie können sich in der Geschäftswelt umschauen und noch Menschen finden, die nur an Geld interessiert sind, aber der unterliegende Antrieb kommt vor allem aus dem Verlangen etwas anderes zu machen, – ein Produkt, einen Dienst zu leisten – etwas was Wert hat.«¹⁴²

Visionäre Unternehmen schaffen nach dieser Untersuchung in der ersten Hälfte der 1990er Jahre mehr Unternehmenswert und Arbeitsplätze als gewöhnliche Unternehmen.¹⁴³ Nun kann man sich heute, nach Jahren der Shareholder Value-Bewegung, des Business Reengineering, Downsizings und Outsourcings, der Neukonfiguration der Wertschöpfungskette und anderer Managementkonzepte mit Recht die Frage stellen, ob dieser Zusammenhang noch zutrifft. Einige gehen deshalb davon aus, dass Unternehmen ihr Portfolio an Beteiligungen wie eine Finanzholding verwalten und auf längerfristige Visionen verzichten sollten. Auch Private-Equity-Gesellschaften kaufen Unternehmen nur, um sie wieder zu verkaufen. Manche Unternehmen haben ihren Zweck gänzlich geändert – wie etwa das ehemalige Bergbauunternehmen Preussag, aus dem heute, nicht ohne Kritik, der große Touristikkonzern TUI geworden sind. Weiter wird darauf verwiesen, dass so manche Vision gescheitert ist, etwa damals von Edzard Reuter, Daimler Benz in einen »integrierten Technologiekonzern« zu verwandeln.

142 Zitiert nach Collins & Porras (1996).

143 Vgl. Collins & Porras (1994). Die Untersuchung bezieht sich auf den Zeitraum 1987-1994 in den USA. Die Korrelation von Unternehmenswert und Beschäftigung in Deutschland im gleichen Zeitraum wird bestätigt von Krubasik (2003).

Visionen sind Ziele mit hoher Reichweite aber niedrigem Bestimmtheitsgrad, sie sind deshalb als Leistungsmaß für Top-Manager nur unzureichend geeignet. Visionen und Strategen hätten in der Boomperiode der 1970er und 1980er Jahre zwar eine gewisse Dominanz gehabt: »Der Denkansatz war: Wir benötigen Strategen, nicht Controller und Accountants.«¹⁴⁴ Erst als der Leidensdruck immer größer wurde, habe sich der Shareholder Value als strategisches Korrektiv durchgesetzt. Außerdem wirkt sich der Erfolg von Unternehmen im Kapitalmarkt nicht nur auf den finanziellen Erfolg von Unternehmen aus, sondern auf die Strategie insgesamt.

Diese These wird von Foster & Kaplan¹⁴⁵ gestützt, die eine langfristige Untersuchung von McKinsey geleitet haben, wonach es auch die bestgeführten Unternehmen nicht geschafft haben, über mehr als zehn bis fünfzehn Jahre eine höhere Wertsteigerung als der Markt zu erreichen. Dazu haben sie die Originalliste des Forbes-Magazins von 1917 der Top 100-US-amerikanischen Unternehmen mit einer Liste desselben Magazins aus dem Jahre 1987 verglichen. Nur 18 Unternehmen, Firmen wie Kodak, DuPont, General Electric, Ford, General Motors und Procter & Gamble haben überlebt und nur zwei, General Electric und Kodak, wuchsen schneller als der zusammengesetzte Börsenwert. »Built to Last« reicht deshalb nicht, sondern die Unternehmen, traditionell an Kontinuität ausgerichtet, müssten sich den Kräften der »Creative Destruction«, der »schöpferischen Zerstörung« durch die Marktkräfte stellen.

Wie lassen sich diese beiden unterschiedlichen Zieldimensionen, Veränderung durch Kontinuität und Kontinuität durch Veränderung miteinander verbinden? Auf diese Fragen soll kurz im folgenden Kapitel mit der Absicht eingegangen werden, die Konzepte zusammenzuführen.

144 Coenenberg (2003), S.10.

145 Foster & Kaplan (2001)

4. WERTSTEIGERUNG, CORPORATE GOVERNANCE UND MITBESTIMMUNG

4.1 WERTORIENTIERTE UNTERNEHMENSFÜHRUNG ALS STRATEGIEKONZEPT

Während bisher davon ausgegangen wird, dass die genannten Shareholder Value- oder Balanced Scorecard-Konzepte für die Bewertung von Geschäftsstrategien verantwortlich sind, nicht für deren Formulierung¹⁴⁶, legen Coenenberg & Salfeld (Mc Kinsey) in einer neuen Veröffentlichung einen weitergehenden Ansatz vor.¹⁴⁷

Von der nachhaltigen Wertsteigerung des Unternehmens ausgehend – nicht nur für die Kapitalgeber, sondern für alle Stakeholder – verbinden sie bei der Zielformulierung die Vision als interne Anspruchshaltung mit den externen Erwartungen des Kapitalmarktes. Der Börsenwert vermittelt unter den Bedingungen zunehmend effizienter Kapitalmärkte zumindest langfristig ein transparentes Bild der Geschäftsentwicklung des Unternehmens und habe außerdem positive Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung. Aufgabe der Unternehmensführung sei es daher einen Wertsteigerungskreislauf in Gang zu setzen, der mehr Investitionskapital zu Verfügung stellt (etwa als Ersatzwährung für Unternehmensakquisitionen), dadurch mehr Spielräume für internes Wachstum eröffnet, die wiederum zu Umsatzsteigerungen, erhöhten Markterwartungen und weiteren Steigerungen des Börsenwerts führen.

Die unterschiedlichen Strategieansätze sind vor diesem Hintergrund Wege, um Wertsteigerung als Leitziel durchzusetzen. Dieses Konzept der wertorientierten Strategieentwicklung unterscheidet sich, so die Autoren, »deutlich von traditionellen Vorgehensweisen: Nicht mehr die sequenzielle Analyse von Unternehmen und Umwelt – mit Abgleich von Stärken/Schwächen sowie Chancen/Risiken – steht im Mittelpunkt der Strategieentwicklung, sondern die Frage: Welche konkreten Aktivitäten können dazu beitragen, Umsatz und Profitabilität zu steigern, Spitzenleistungen bei Produkt und Prozess zu erreichen, die Kapitalkosten zu senken und das bestehende Geschäftsportfolio zu optimieren?«¹⁴⁸

146 Vgl. Rappaport (1994), S. 83 ff. sowie Kaplan & Norton (2001).

147 Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003).

148 Coenenberg & Salfeld (2003), S. 101.

So fruchtbar dieser Ansatz auch ist, so zeigt er doch eine zentrale Schwäche, die darin liegt, dass die Autoren den Stakeholdern nur bei der Verteilung des Werts einen Stellenwert einräumen – ansonsten aber nicht weiter auf sie eingehen.¹⁴⁹ Stattdessen wird die Unternehmenskontrolle einer einzigen Institution überantwortet – den externen Erwartungen im Kapitalmarkt. Faktisch ist damit die Kritik am Shareholder Value Konzept bei Coenenberg & Salfeld noch nicht verarbeitet.¹⁵⁰

Zwar sprechen dafür die Tatsachen, dass in den letzten zehn Jahren die Finanzmärkte und marktmäßige Praktiken weiter vorgedrungen sind, dass es zu einer Konsolidierung der Finanzintermediäre und der Internationalisierung von Bankgeschäften und Märkten gekommen ist.¹⁵¹

Die Frage aber ist, ob die Börsen die ihnen zugewiesene Kontrollfunktion überhaupt einnehmen können. Denn Börsenwerte sind nicht nur auf Grund von Marktirrationalismen kurzfristig verzerrt¹⁵², sondern scheinen sich in den letzten zwanzig Jahren völlig von Entwicklung der Weltwirtschaft abgekoppelt zu haben. Während von 1975 bis 1985 das Welt-Bruttoinlandsprodukt und der Aktienwert sich gleichlaufend entwickelt haben vervielfachte sich danach der Aktienwert bis zum Ende des Jahrhunderts auf 1300 %, während die realwirtschaftliche Produktion sich gerade einmal verdoppelte.¹⁵³ Nach der im Jahr 2000 einsetzenden Kurskorrektur verloren die Börsenwerte in den Vereinigten Staaten und Europa allerdings bis zu 50 % ihres Wertes, sind aber noch nicht wieder auf die ursprüngliche Entwicklungslinie eingeschwenkt.

Außerdem ist der Zusammenhang zwischen Börsenwert und Unternehmensentwicklung nicht nur als Wertsteigerungskreislauf anzusehen, sondern durchaus auch kritisch, wie schon John Maynard Keynes, ein Klassiker der Volkswirtschaftslehre, hervorgehoben hat:

»Spekulanten mögen unschädlich sein als Seifenblasen auf einem steten Strom der Unternehmungslust. Aber die Lage wird ernsthaft, wenn die Unternehmungslust die Seifenblase auf einem Strudel der Spekulation wird. Wenn die Kapitalentwicklung eines Landes das Nebenerzeugnis der Tätigkeit eines Spielsaals wird, wird die Arbeit voraussichtlich schlecht getan werden.«¹⁵⁴

149 Vgl. ebd. S. 4 ff.

150 Das wird noch deutlicher in Coenenberg (2003).

151 Vgl. Remsprenger (2003), S. 3. Zur aktuell steigenden Bedeutung von neuen Finanzierungsformen wie Mezzanine Kapital, Verbriefung von Forderungen und Kreditderivaten vgl. Siegert & Hühn (2003).

152 Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003), S. 53 ff.

153 Vgl. Krubasik (2003).

154 Keynes (1936), S. 134. Zur Aktualität vgl. Stiglitz (2004).

Tatsächlich ist Shareholder Value nicht alles, kommt es neben der Wertorientierung auf Werteorientierung im Management an. Nach einer Befragung der 150 führenden Unternehmen im deutschsprachigen Raum sehen 76 Prozent der Topmanager nach den Firmenzusammenbrüchen und Finanzskandalen der letzten Zeit eine zunehmende Bedeutung von Werten wie Kunden- und Serviceorientierung, Qualität, Verantwortung und Professionalität. Die Mehrheit ist der Meinung, dass Werte Wert schaffen und gegen den Profit abgewogen werden müssen. Corporate-Governance Regeln (18 %) sowie Gehälter und deren Gestaltungen (15 %) steuerten dagegen weniger zur Verankerung von Werten bei.¹⁵⁵

4.2 CORPORATE GOVERNANCE ZWISCHEN MARKTSTEUERUNG UND REGULIERUNG

Es zeigt sich also, dass zwischen dem »Wer kontrolliert die Unternehmen« (Corporate Governance) und wertorientierter Unternehmensführung (Shareholder Value) ein enger Zusammenhang besteht. – die Frage ist nur: Wie sieht er heute aus? Und: Wie sollte er gestaltet werden?

Dazu zunächst eine Begriffsklärung: Statt von Unternehmenskontrolle ist heute häufig von Corporate Governance die Rede – in beiden Fällen sollen hier darunter die wirtschaftlichen, institutionellen, rechtlichen und politischen Rahmenbedingungen der Leitung und Kontrolle von Unternehmen verstanden werden, die in jedem Land unterschiedlich sind.

4.2.1 Corporate Governance durch Shareholder Value?

Ursprünglich gab es zwischen Shareholder Value und Corporate Governance, diesem weiteren aus dem US-Amerikanischen importierten Begriff, eine gemeinsame Grundidee. Bei zunehmender Informationseffizienz des Kapitalmarktes müssen sich Anleger um Unternehmen, in die sie investieren, nicht kümmern, denn sie können sich auf die Bewertung an der Börse verlassen. Neben Marktirrationalismen kommt nur störend hinzu, dass Manager nicht notwendig das tun, was Aktionäre signalisieren. Wir kennen das bereits als Principal-Agent-Problem. Nicht zuletzt die Unternehmens-Skandale der letzten Zeit hätten deutlich gemacht, dass »selbstsüchtige Manager die Kontrolle über das Unternehmen übernommen

155 Vgl. Booz, Allen & Hamilton (2003a).

haben, und sich manchmal für Maßnahmen einsetzen, die den Interessen der Shareholder und anderer Stakeholder diametral entgegengesetzt sind.«¹⁵⁶ Um die Corporate Governance der Unternehmen zu stärken und die Rechte der Aktionäre vor Managementtexzessen zu schützen, bieten sich danach u.a. die Instrumente an, die Kontrolle durch den Kapitalmarkt zu verstärken und die Vergütung der Manager an die Börsenentwicklung zu binden.¹⁵⁷ Mit anderen Worten: Es werden die Heilmittel empfohlen, die die Krankheit, den oben beschriebenen Kreislauf der Habgier, erst hervorgebracht haben.

Nun: Das ist die pathologische Zusitzung des Systems, die sich in Deutschland in diesem Umfang nicht durchgesetzt hat. Aber wie Wolfgang Streeck und Martin Höpner in einem Sammelband mit dem Titel »Alle Macht dem Markt?« nachgezeichnet haben, ist nicht zuletzt durch den Einfluss des Shareholder Value-Konzeptes die so genannte Deutschland AG in Auflösung begriffen.¹⁵⁸ Die Ursachen dafür sind indes, wie bereits ausgeführt, allgemeiner: sie liegen in der zunehmenden Globalisierung und Bedeutung der Kapitalmärkte. Außerdem ist das Pendel, als Reaktion auf Bilanzskandale und andere Fehlentwicklungen, in Richtung Regulierung zurück geschwungen: Emittenten, so heißt es bereits, würden unter ständig neuen Kodizes, Gesetzen und Richtlinien leiden.¹⁴⁹

4.2.2 Ziel ist die Ausgewogenheit von Marktautonomie und Regulierung

In den USA soll u.a. durch den Sarbanes-Oxley Act von 2002 die Überwachung der Rechnungslegung verbessert und mehr Verantwortlichkeit des Top-Managements hergestellt werden. Der erste Meilenstein in Deutschland war das 1998 verabschiedete »Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich«. Nach einigen privaten Ansätzen setzte die Bundesregierung eine Regierungskommission ein, die im Juli 2001 dem Bundeskanzler ihren über 300 Seiten starken Bericht mit 150 Empfehlungen übergab. Darin stellte sie für die Bedingungen der Aufsichtsratsarbeit einen erheblichen Verbesserungsbedarf fest. Zu grundsätzlichen Änderungen an der bestehenden Unternehmensverfassung, zu der die Mitbestimmung gehört, sah sie keinen Anlass. Als Ergebnis dieser Arbeiten rief das Bundesjustizministerium im Sommer 2001 eine weitere Kommission unter Vorsitz des

156 Eun & Resnick (2003), S. 472.

157 Vgl. Eun & Resnick (2003), Kap. 21.

158 Vgl. Streeck & Höpner (Hrsg.) (2003).

159 Vgl. Rosen 2003.

Thyssen-Krupp Aufsichtsratsvorsitzenden Dr. Cromme ins Leben. Sie hatte die Aufgabe, einen deutschen Corporate Governance Kodex zu erarbeiten. Der Kodex wurde im Februar 2002 veröffentlicht und durch das neue Transparenz- und Publizitätsgesetz vom Sommer 2002 für börsennotierte Aktiengesellschaften verbindlich. Dieses Gesetz brachte darüber hinaus weitere regulierende Eingriffe im Bereich der Unternehmensführung, -kontrolle, der Bilanzierung und Unternehmenspublizität.¹⁶⁰

Es zeigt sich: die Zielformulierung wertorientierter Unternehmensführung kann also, anders als Coenenberg & Salfeld darlegen, nicht allein aus interner Anspruchshaltung (der Vision) und externer Börsenerwartung gefunden werden.¹⁶¹ Offenbar wird in der Praxis eine Balance gesucht zwischen den internen Zielen, marktorientierten Ansprüchen und den Erwartungen anderer Anspruchsgruppen.

Dies wird auch durch einschlägige Beiträge zur Strategielehre bestätigt.¹⁶² Es ist bekannt, dass für die strategische Positionierung einer Organisation, eines Unternehmens, das Umfeld wie die Ressourcen relevant sind.¹⁶³ Aber dabei wird die komplexe Rolle, die Menschen bei der Entwicklung der Strategie spielen, noch nicht berücksichtigt: »Die Strategie handelt auch davon, was Menschen erwarten, durch die Organisation erreichen zu können, und welchen Einfluss folglich Menschen haben auf die Zwecke der Organisation.«¹⁶⁴ Fragen der Corporate Governance sind danach in engem Zusammenhang zu sehen mit den Erwartungen der Anspruchsgruppen (Stakeholders), ethischen Grundsatzfragen (Business Ethics) wie der sozialen Verantwortung des Unternehmens (Corporate Social Responsibility), und das im jeweiligen kulturellen und politischen Kontext (Cultural Context) zu den oben angesprochenen Organisationszwecken (Vision, Mission) (vgl. Abb.).

160 Vgl. <http://www.boeckler.de> vom 05.05.1003.

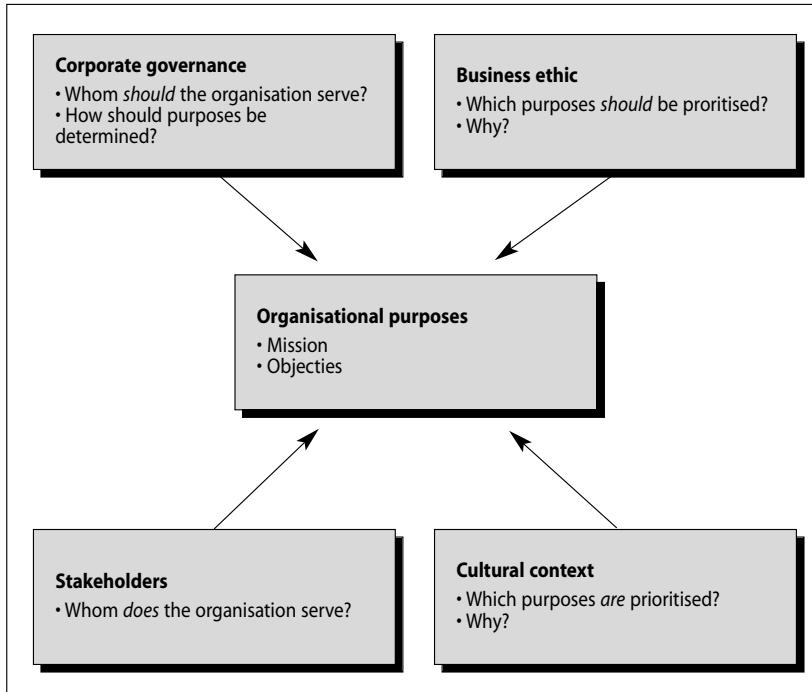
161 Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003), Kap. 2.

162 Vgl. exemplarisch dazu im folgenden Johnson & Scholes 2002, Kap. 5., Grant (1998), Kap. 2.

163 Bekannt auch als SWOT-Analyse: Strength & Weaknesses, Opportunities & Threats.

164 Johnson & Scholes (2002), S. 193.

Abb. 9: Erwartungen und Zwecke einer Organisation



Quelle: Johnson & Scholes 2002, S. 194.

Wir kommen damit zu dem Ergebnis, dass die Verbindung von Wertorientierung mit sozialen und ethischen Zielen die Rentabilität langfristig eher erhöht als sie zu beschränken: »Alle Unternehmen verfügen über breitere organisatorische Werte, die wesentlicher Bestandteil ihres Selbstverständnisses und ihres Zweckes sind und die die grundlegenden Erfordernisse für Profitabilität beschränken, erhöhen und sogar übersteigen. Werte, wie die Bereitstellung von Möglichkeiten für die Mitarbeiterentwicklung, das Erreichen einer herausragenden Qualität von Produkten und Dienstleistungen, die Schaffung von sicheren Arbeitsbedingungen und der Einsatz für die Verbesserung der natürlichen Umwelt, können das Streben nach Rentabilität beschränken aber sie spielen auch eine lebendige Rolle bei der Strategischen Ausrichtung und bei der Bildung von Konsens und Verbundenheit in der Organisation.«¹⁶⁵ Die Qualität der Corporate Governance sollte daher nicht

165 Grant (1998), S. 46.

allein vor dem Hintergrund der Shareholderinteressen bewertet werden. Vieles spricht für »die Auffassung, dass das Management durch die Eigentümer dazu eingesetzt wurde, die Interessen aller Stakeholder bestmöglich zu wahren.«¹⁶⁶ Als Rechtfertigung dafür lässt sich nicht nur »die soziale Verpflichtung des Kapitals«¹⁶⁷ sondern dessen Eigeninteresse selbst anführen: Werte schaffen Wert.

Es würde den Rahmen sprengen, dies hier im Einzelnen zu erläutern. Beispiele aus Deutschland finden sich dazu etwa in den Beiträgen zum Thema »Erfolgsfaktor Unternehmenskultur«.¹⁶⁸ Wichtig ist nur festzuhalten, dass die »Corporate Governance« zum einen über den Kapitalmarkt, zum anderen aber über Strategien und Rahmenbedingungen erfolgt, die mehr »weiche« Faktoren umfassen, als sie sich etwa der Finanzcontroller vorstellen kann. Es wiederholt sich darin die bekannte Dichotomie – zwischen Markt und Plan (Karl Marx), zwischen der »invisible hand« (Adam Smith) und der »visible hand« (Alfred Chandler) – die bereits die Klassiker festgestellt haben:¹⁶⁹ Die Frage stellt sich also nicht nach: entweder Markt oder Plan, sondern nach einem »sowohl als auch«, nach dem richtigen Verhältnis von Markt und Plan, zwischen Marktautonomie und Regulierung.

Wenn die in den letzten Jahren steigende Bedeutung der Märkte für Unternehmensentscheidungen so interpretiert wird, dass der Shareholder Value als effizienteste Form der Corporate Governance gesiegt hat, so ist der schwache Punkt dabei, dass die Blütezeiten der 1960er Jahre gerade durch die Abwesenheit dieses Konzeptes geprägt waren. Eine bessere Erklärung ist, dass die zunehmende Bedeutung der Märkte durch die Trends zur Deregulierung, Globalisierung und Informationstechnologie gefördert wurden.¹⁷⁰ Mit anderen Worten: die Notwendigkeit zur Reform der Corporate Governance leitet sich aus weitergehenden Gründen ab.¹⁷¹ Es kann sogar umgekehrt behauptet werden, dass die Reform der Corporate Governance notwendig ist, um die Schäden, die durch das Shareholder Value Konzept entstanden sind, in Grenzen zu halten.

In den vergangenen Jahren sind erhebliche Anstrengungen zur Reform der Corporate Governance übernommen worden, um das Vertrauen in die Geschäftspolitik wieder herzustellen. Dabei gilt es das richtige Verhältnis zwischen Markt-

166 Müller-Stewens & Lechner (2003), S. 524

167 Vgl. ebd.

168 Vgl. Bertelsmann Stiftung, Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) (2001). Zur Zusammenführung von Wert- und Verantwortungsorientierung vgl. Brink & Puell (2003) sowie Booz, Allen & Hamilton (2003a).

169 Vgl. Müller (1985).

170 Vgl. Holmstrom & Kaplan (2001).

171 Vgl. demgegenüber Strenger (2002): »Corporate Governance setzt kapitalmarktbezogene Rahmenbedingungen für gute Haushaltsführung in Unternehmen«, (S. 118).

steuerung und Regulierung herzustellen, wie auch die OECD in einer jüngsten Presseerklärung zu ihren Grundsätzen der Corporate Governance festhält: »Die Überprüfung der Grundsätze wird die Schwächen bei den gegenwärtigen Systemen der Unternehmenskontrolle bewerten und verbesserungswürdige Praktiken identifizieren. Die Herausforderung für die Politik besteht darin, ein Gleichgewicht zu finden zwischen der von den Regierungen durchgeführten Marktüberwachung und Unternehmenskontrolle und dem Monitoring durch die Marktteilnehmer selbst.«¹⁷² Diese Fragen werden weiterhin im Fluss sein, im Kern geht es um die Entwicklung der Politik und nicht um deren Unterordnung unter ein politisches Konstrukt.

4.2.3 Wer soll das Management überwachen?

Angesichts der Entwicklung der letzten Jahre gelten die USA längst nicht mehr »gelobtes Land« guter Corporate Governance: die Überbetonung der häufig nur formalen Unabhängigkeit der Verwaltungsratsmitglieder, Vergütungssysteme ohne Benchmarkorientierung, Mehrstimmrechtsaktien und die Gefahr der Kurzfristorientierung durch Verfolgung der Shareholder Value-Maxime gelten inzwischen als Handicap.¹⁷³

Daher stellt sich die Frage, wer die Unternehmensführung überwachen sollte. Nach dem Shareholder-Konzept ist bereits überlegt worden, ob nicht auch die Aufsichtsratsvergütung an den Börsenwert gekoppelt werden sollte – die pathologischen Wirkungen lassen sich ausmalen.

Weiter wird bezweifelt, dass Banken, die die exklusiven Beziehungen als Hausbank aufgeben haben, die Rolle als »Mister Shareholder Value« einnehmen könnten, besteht doch das Risiko, dass sie selbst mit dem Virus schneller Börsen- und Investmentgeschäfte infiziert sind.

Bleibt die Idee, dass die Fondsmanager in diese Lücke stoßen. Diese Vorstellung ist naiv: »Die Bindung an ein Unternehmen oder gar das Engagement, das in der Wahrnehmung eines Aufsichtsrats-Mandates durch den Fondsmanager zum Ausdruck käme, hemmen aber die Anlageentscheidungen. Fondskunden würden sich fragen, ob ihr Geld noch in den richtigen Händen ist. Anlageentscheidungen sollten opportunistisch getroffen werden – Anleger sind Spieler keine Kontrolleure.«¹⁷⁴ Außerdem hätten Fondsgesellschaften nicht die Anreize »sich der Mühen

172 OECD (2003), S. 1.

173 Vgl. Strenger (2002).

174 Zeise (2003).

des Monitorings zu unterziehen. Die Margen decken das nicht ab. Deshalb stimmen sie mit den Füßen ab, indem sie über den Kapitalmarkt einzelne Titel kaufen oder verkaufen. Sie streuen das Risiko fehlender Überwachung durch breite Verteilung ihrer Anlagen. Sie fühlen sich den Firmen, in die sie investieren, nicht langfristig verpflichtet wie kreditgebende Banken oder Private-Equity-Gesellschaften.¹⁷⁵ Nur auf der Grundlage langfristiger, vertrauensvoller Kundenbeziehungen (Relationship Banking) seien Banken zur Wahrnehmung der Überwachungsaufgabe in der Lage.

Bleibt noch eine weitere Gruppe, die eine Bindung an das Unternehmen hat und in einigen Ländern auch im Aufsichtsrat vertreten ist – die Arbeitnehmervertreter.

4.3 WERTSTEIGERUNG UND MITBESTIMMUNG

4.3.1 Was ist neu an Wertsteigerung?

Wir haben gezeigt, dass Shareholder Value und wertorientierte Unternehmensführung Begriffe sind, die unterschiedliche politische und instrumentelle Dimensionen aufweisen und dementsprechende Interpretationen zulassen. Das geht bis hin zu der Vorstellung, dass selbst Stakeholder Value nur durch Shareholder Value zu verwirklichen ist und umgekehrt.

Wir haben weiterhin darauf hingewiesen, dass die Verbreitung wertorientierter Konzepte zum einen aus den Schwächen traditioneller Steuerungsgrößen erklärt werden kann, zum anderen aber aus allgemeinen Entwicklungen, wie der Globalisierung, neuen Informations- und Kommunikationstechnologien und der steigenden Bedeutung der Finanzmärkte. Wir haben auch gesehen, dass die Frage »Bringt Wertorientierung Wertsteigerung?« nicht nur das »Für Wen?« aufwirft, sondern auch eine Reihe weiterer ungelöster Fragen. Denn auf das Leitziel »nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts« wird man sich leicht einigen können – die keinesfalls triviale Frage aber ist: Wie? Und: Was bedeutet das konkret?

Dazu ein Beispiel: »Das Vertrauen in die Geschäftspolitik von Siemens wird wesentlich durch eine verantwortungsvolle, transparente und auf nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts ausgerichtete Unternehmensführung und -Kontrolle beeinflusst: Gute Corporate Governance ist deshalb die Grundlage unserer

175 Adam (2003).

Entscheidungs- und Kontrollprozesse. In besonderer Weise gilt dies auch für die Zusammenarbeit mit den Aktionären.¹⁷⁶ Wenn ein Unternehmen wie Siemens in seinem Geschäftsbericht des Jahres 2002 den Beitrag zur Corporate Governance mit diesen Worten beginnt, und dann weiter vertraute Fragen der Führungs- und Unternehmensstruktur, der Rechnungslegung und Abschlussprüfung, des Controllings und Risikomanagements, der Finanzpublizität, Unternehmensethik und Vorstandsvergütung anspricht, so ist das alles andere als aufregend. Die Anhänger der wertorientierten Unternehmensführung werden sich bestätigt sehen, und, wie die empirischen Untersuchungen gezeigt haben, geht die Mehrzahl der deutschen börsennotierten Gesellschaften mehr oder weniger diesen Weg.

Aber auf der anderen Seite sind diese Merkmale so allgemein, dass sie nicht mehr als das moderne Versprechen wirtschaftlichen Erfolgs eines großen, international ausgerichteten Unternehmens signalisieren, aber noch nicht, wie dieses realisiert werden soll. Wir haben gesehen, dass auf der »Strategiesafari« unterschiedliche Wege Erfolg versprechend scheinen, das Rätsel aber, welcher Weg tatsächlich Erfolg bringt, bleibt weiter ungelöst. Um es mit Shakespeare zu sagen: »Der Vorhang fällt und alle Fragen offen.«

4.3.2 Schwächt Kapitalmarktorientierung den Arbeitnehmerereinfluss?

Vor diesem Hintergrund möchten wir uns einige Anmerkungen zum Zusammenhang von wertorientierter Unternehmensführung und Mitbestimmung erlauben. Ausgangspunkt sind neueste, umfangreiche Veröffentlichungen zum Thema Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung aus wirtschaftsoziologischer Sicht,¹⁷⁷ auf die hier verwiesen werden kann. Hier nur einige kritische Anmerkungen dazu. Martin Höpner legt seiner Untersuchung zum Thema Shareholder Value, Gewerkschaften und Mitbestimmung die nahe liegende Hypothese zugrunde, »dass kapitalmarktorientierte Unternehmensführung die über mehrere Jahrzehnte hinweg stabilen Institutionen der industriellen Beziehungen destabilisiert, oder doch zumindest die Einflusschancen der Arbeitnehmerseite schwächt.«¹⁷⁸

Dazu wird die für die vierzig größten deutschen börsennotierten Nichtfinanzunternehmen anhand von vier Indikatoren (Informationsqualität der Ge-

176 Siemens Geschäftsbericht (2002), S. 32.

177 Vgl. Streek & Höpner (Hrsg.) (2003) und Höpner (2003).

178 Höpner (2003), S. 151.

schäftsberichte, Investors Relations, Anreizkompatibilität der Managervergütung, Implementation von Renditezielen) entwickelte Rangfolge ihrer Shareholder Value-Orientierung¹⁷⁹ auf diese Fragestellung angewendet. Es zeigt sich, dass sich Shareholder Value-Unternehmen nicht aus dem Flächentarifvertrag zurückziehen und von der Arbeitnehmermitbestimmung lösen. Auch ist nicht festzustellen, dass Gewerkschaften und Mitbestimmungsträger Shareholder Value-Methoden pauschal bekämpfen. Vielmehr sehen Mitbestimmungsträger neben negativen auch positiven Seiten dieses Konzeptes. Dazu gehören etwa mehr Transparenz und eine verbesserte Überwachung (Corporate Governance). Die Akzeptanz für dieses Konzept werde im Übrigen erhöht durch variable Arbeitnehmervergütung, Belegschaftsaktien und Pensionsfonds, die zu einer wechselseitigen Durchdringung von Kapital und Arbeit beitragen.¹⁸⁰ Insofern kann die genannte Hypothese als gescheitert angesehen werden.

Der Nachweis eines positiven Zusammenhangs kann allerdings ebenfalls in Frage gestellt werden. Es zeigt sich eben nicht, »dass nicht nur Aktionäre, sondern auch Betriebsräte und Gewerkschaften zu den Befürwortern der kommunikativen Dimension des Shareholder Value zählen.«¹⁸¹ Denn kritisch kann angemerkt werden, dass es das konsistente Konzept der Shareholder Value-Orientierung so gar nicht gibt. Wie wir gezeigt haben, wird zumindest in Deutschland praktisch wie theoretisch das Bekenntnis, das Unternehmen allein an den Wertsteigerungserwartungen der Aktionäre auszurichten, nur von einer Minderheit vertreten. Überwiegend ist heute von nachhaltiger Steigerung des Unternehmenswerts die Rede, von wertorientierter Unternehmensführung. Dabei wird die Aktionärsorientierung, wie Höpner selbst anführt, von Hintergrundvariablen geprägt, wie der Größe und Internationalität der Unternehmen.¹⁸² Wenn Betriebsräte die Abkehr von der HGB-Bilanzierung befürworten, sowie die Konzentration auf das Kerngeschäft und die Existenz eines »Renditeziels mit Abstrichen«, so zeigt dies eher Realitätssinn als deren Unterordnung unter ein abstraktes Konzept. Schließlich sind auch explizit »beschäftigtorientierte Unternehmensstrategien« relevant.¹⁸³ Auch die vermeintliche Zielverschiebung vom Unternehmenswachstum zur Rentabilitätssteigerung¹⁸⁴ ist eher aus einer theoretischen Konstruktion abgeleitet, als ein Beleg für die Wirksamkeit des Shareholder Value-Konzeptes, sind doch Wachstum einerseits

179 Vgl. ebd. Kap. 2.

180 Vgl. ebd. Kap. 5.

181 Ebd. S. 167.

182 Vgl. ebd. S. 154.

183 Vgl. Müller, G.(Hrsg.) (2003).

184 Vgl. ebd. S.184.

und operative Exzellenz sowie Portfoliosteuerung anderseits beide Hebel des Wertmanagements.¹⁸⁵

Ob nun Shareholder Value oder wertorientierte Unternehmensführung: Aus Sicht der Mitbestimmung bestehen weiterhin eine Vielzahl von Handlungsfeldern, die wir bereits an anderer Stelle skizziert haben.¹⁸⁶

4.3.3 Value Reporting für Aufsichtsräte

Wenn in Deutschland die Ausrichtung der Unternehmen allein an den Interessen der Eigentümer schon aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht möglich ist, wenn auch theoretisch wie tatsächlich dieser Weg nicht beschritten werden soll, dann stellt sich die Frage: Was bleibt übrig von der Shareholder Value-Idee? Einigkeit scheint darin zu bestehen, dass die Auseinandersetzung um wertorientierte Unternehmensführung sowie Corporate Governance den Unternehmenswert als zentrale Zielgröße in den Vordergrund gerückt hat. In deutschen Aktiengesellschaften ist der Vorstand für die Geschäftsführung verantwortlich, wobei nach dem Deutschen Corporate Governance Kodex der Unternehmenswert die zentrale Zielgröße seines Handelns sein sollte. Aufgabe des Aufsichtsrates ist es, den Vorstand zu beraten und zu überwachen.

Der Kodex steht in engem Zusammenhang mit dem Transparenz- und Publizitätsgesetz, welches die Information des Aufsichtsrats durch den Vorstand verbessern soll. So bestimmt der neu gefasste § 90 Abs. 1 AktG, dass der Vorstand die beabsichtigte Geschäftspolitik, weitere grundsätzliche Fragen der Unternehmensplanung sowie die Rentabilität des Eigenkapitals mindestens einmal jährlich dem Aufsichtsrat zu berichten hat. Diese Informationen sind notwendig, um den Aufsichtsrat in die Lage zu versetzen, die Performance des Vorstands hinsichtlich der »Wertschaffung« beurteilen zu können. Die Kernaufgabe des Vorstandes – die Steigerung des Unternehmenswertes – ist mit dem Kernobjekt der Überwachung deckungsgleich. Der Aufsichtsrat benötigt deshalb vom Vorstand regelmäßig eine Unternehmensbewertung, die aus einem Finanzplan, den verwendeten Prämissen zu Markt- und Wettbewerb sowie den Angaben zu den wesentlichen Werttreibern des operativen Geschäfts besteht. Die Berichterstattung des Vorstandes sollte dabei nicht auf Daten beruhen, die lediglich zu diesem Zweck erhoben wurden, sondern auf Informationen, welche der Vorstand zur

185 Vgl. Coenenberg & Salfeld 2003, Kap. 4.

186 Vgl. Müller & Prangenbergs 1997; Prangenbergs 1999.

Steuerung des Geschäfts nutzt. »Der Aufsichtsrat sollte mit den Augen des Vorstands sehen können.«¹⁸⁷

Zu den Elementen eines solchen Value-Reporting-Berichtsmodells, wie es etwa von der Unternehmensberatung PricewaterhouseCoopers vorgeschlagen wird, gehören die Bereiche Markt und Umfeld, Strategie, Strategieumsetzung einschließlich harter finanzieller und weicher Werttreiber sowie der Bereich Finanzen. Nach unserer Darstellung dürfte deutlich geworden sein, dass hierbei vielfältige Interpretationsmöglichkeiten bestehen und viele Fragen ungeklärt sind. Mit anderen Worten: Das Thema wertorientierte Unternehmensführung wird uns noch eine geraume Zeit weiter beschäftigen.

Werte schaffen Wert: Die Financial Times ermittelte kürzlich die angesehensten Unternehmen der Welt. Kriterien für diesen Schönheitswettbewerb waren neben der Wertsteigerung deren soziale Verantwortlichkeit sowie Integrität und Corporate Governance. »Value Reporting« für Aufsichtsräte sollte mehr sein als finanzielle Berichterstattung.

187 Wolbert (2003)

Von einem »Siegeszug der Wertorientierung«¹⁸⁸ kann keine Rede sein. Unsere Untersuchung hat gezeigt, dass zwar finanzielle Erfolgsziele wieder deutlicher in den Vordergrund gerückt werden, dass dies aber nicht verwechselt werden darf mit der einseitigen Ausrichtung der Unternehmen an den Interessen der Aktionäre. Die Mehrheit der untersuchten größten Aktiengesellschaften bekennt sich zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswerts, nicht aber zur Bevorzugung einer bestimmten Gruppe, der Aktionäre, wie es das Shareholder Value Konzept vorschreibt.

Von daher kommt es näher darauf an zu unterscheiden, was denn genau unter wertorientierter Unternehmensführung verstanden werden soll. Solange damit lediglich die langfristige Rentabilitätsmaximierung gemeint ist, mit anderen Worten nichts anderes als das erwerbswirtschaftliche Prinzip, so handelte es sich nur um eine Wiederauflage der alten Ziel-Mittel-Diskussion. Diese würde allerdings »keinen Hund mehr hinter dem Ofen hervorholen«.

Neu an den Instrumenten wertorientierter Unternehmensführung ist aus Controlling- und Rechnungslegungssicht zunächst der Anspruch auf mehr Transparenz über den »wahren« Unternehmenswert, indem dynamische Methoden der Investitionsrechnung angewendet werden. Tatsächlich werden in der Praxis aber häufig, wie bisher, weniger exakte, dafür aber nachvollziehbare und verständliche Steuerungsgrößen verwendet. Neu ist auch die systematische Einbeziehung der Eigenkapitalverzinsung und des Risikos, worin allerdings ein Widerspruch liegt, denn eine Residualgröße wird in eine feste Anspruchsgröße verwandelt. Erhebliche Probleme das Oberziel auf die einzelnen Teileinheiten herunterzubrechen bestehen bei Verflechtungen zwischen den Organisationseinheiten und dabei, auch »weiche« Werttreiber im Sinn einer Balanced Scorecard mit einzubeziehen.

Auch die Auseinandersetzung mit den beiden anderen Säulen wertorientierter Unternehmensführung, Strategie, Struktur (und wohl auch Kultur), zeigt zunächst, dass die Erfahrungen mit der praktischen Anwendung des Shareholder Value-Konzeptes in den USA zum Gegenteil dessen geführt hat, was intendiert war. Anstatt Manager stärker an die Interessen der Aktionäre zu binden, kam ein »Kreislauf der Habgier« heraus, in dessen Folge Aktionäre, u. a. Pensionsfonds amerikanischer Ar-

188 Coenenberg & Salfeld (2003), S. 3.

beitnehmer, ausgebeutet und Arbeitplätze vernichtet wurden. Corporate Governance (Unternehmenskontrolle) über den Kapitalmarkt reicht offenbar nicht.

Der Rückgriff auf die bekannte Studie von Collins & Porras »Built to Last«, in der gezeigt wurde, dass Unternehmen die langfristig an Visionen festhalten, auch an der Börse erfolgreicher sind, war nützlich, um den Anspruch der Strategie in den Vordergrund zu rücken. Allerdings ist dieses »weiche« Spaltenziel mit der »harten« Realität finanzwirtschaftlicher Steuerungsgrößen zu vermitteln. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Situation eine höhere Wandlungsfähigkeit von den Unternehmen abverlangt. Aber auch die vorlaufenden, weichen Steuerungsgrößen wie Kunden- und Mitarbeiterorientierung etc. dürfen nicht aus dem Blickfeld geraten. Das konzeptionelle Problem liegt dabei nun darin, dass das Gebiet der Strategie und Organisation nicht in gleicher Weise der Modellierung zugänglich ist wie die finanzielle Welt. Der Versuch von Coenenberg & Salfeld, die interne Anspruchshaltung (Vision) und die externen Erwartung (der Aktionäre) bei der Zielformulierung zu verbinden und damit dem Strategie-Anspruch gerecht zu werden¹⁸⁹, bleibt auf halber Strecke stecken, werden doch die Erwartungen anderer Anspruchsgruppen (Stakeholder) nur genannt, nicht aber in die Zielbildung einbezogen.

In unserer abschließenden Darstellung des Zusammenhangs von Wertsteigerung, Corporate Governance und Mitbestimmung kommen wir zu der Einschätzung, dass nach den Skandalen, die das marktfundamentale Shareholder Konzept mit sich gebracht hat, nun das Pendel wieder in Richtung Regulierung ausschlägt. Ob eine Ausgewogenheit nun erreicht ist oder ob das Pendel bereits wieder zu weit ausgeschlagen ist, muss hier dahingestellt bleiben. Es geht dabei nicht nur um die Frage, wie durch Gesetz, Verordnung und Kodex reguliert werden soll, sondern auch darum, welche Gruppen geeignet sind, die Überwachungsfunktion wahrzunehmen. Während der Anteilseignerseite in letzter Zeit mangelnde Bindung und damit mangelnde Überwachungsfähigkeit unterstellt wird, hat die Arbeitnehmerseite die Bindung, ihr mangelt es aber an Distanz zum Shareholder Value Konzept, wie eine neue empirische Studie von Wolfgang Streeck und Martin Höpner¹⁹⁰ festhält. Tatsächlich aber kann bezweifelt werden, dass die Arbeitnehmerseite, sich überhaupt einem theoretischen Konstrukt dieser Art verpflichtet sieht.

189 Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003).

190 Vgl. Streeck & Höpner (2003).

Damit schließt sich der Kreis: Langfristige Visionen, Steigerung des Unternehmenswerts, Berücksichtigung des Einflusses des Kapitalmarktes auf den Unternehmenswert und umgekehrt, Einbeziehung der Erwartungen anderer Anspruchsgruppen, mehr Transparenz über Wertentwicklung und Risiken, usw. – alles das sind Anforderungen, denen sich große, börsennotierte Gesellschaften heute stellen müssen. Waren dazu die Aufregung und Missverständnisse zum Shareholder Value notwendig? Und: Um welchen Preis?

»Angesichts der Vielzahl konzeptioneller Fragen zur wertorientierten Unternehmensführung, auf die auch die Wissenschaft noch keine abschließenden Antworten gefunden hat, ist eine kritische Auseinandersetzung für Praxis und Theorie derzeit von besonderer Bedeutung.«¹⁹¹ Wir hoffen, mit unserer Studie dazu einen Beitrag geleistet zu haben.

191 Macharzina & Neubürger (Hrsg.) (2002), S.V.

QUELLENVERZEICHNIS

Adam, B.G. (2003):

Unternehmenskontrolle über den Kapitalmarkt reicht nicht. Gespräch mit M.T. Roth. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 25. Juli 2003.

Albach, H. (2003):

Zurück zum ehrbaren Kaufmann. Zur Ökonomie der Habgier. In: WZB-Mitteilungen, Heft 100, Juni, S. 37-40.

Ballwieser, W. (2002):

Wertorientierung und Betriebswirtschaftslehre: Von Schmalenbach bis heute. In: Macharzina/Neubürger (2002), S. 69-98.

Bartlett, Ch. & Goshal, S. (1997):

The Individualized Corporation, Random House, London.

Bea, F.X. & Haas, J. (1995):

Strategisches Management, UTB, Stuttgart & Jena.

Bear, S., Benson-Armer, R. & Hall, J. (2000):

Performance Leadership: making value happen. In: Ivey Business Journal, Nr. 5, S. s1-7.

Bertelsmann Stiftung & Hans-Böckler Stiftung (Hrsg.) (2001):

Praxis Unternehmenskultur. Herausforderungen gemeinsam bewältigen. Verlag Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.

Bodie, Z., Kaplan, R.S., Merton, R.C. (2003):

For the Last Time: Stock Options Are an Expense. In: Harvard Business Review, März 2003, S. 63-71.

Booz, Allen & Hamilton (2003a):

Werte schaffen Wert, Download von www.boozallen.de am 4.5.2003.

Booz, Allen & Hamilton (2003):

The New CFO Agenda. Download von www.boozallen.nl am 14.11.2003.

Brealey, R. A. & Myers, St. C. (1996):

Principles of Corporate Finance, Mc Graw Hill, New York et al.

Brink, A. & Puell, K. F. (2003):

Gesellschaftspolitische Verantwortung und Shareholder Value. In: Philosophy & Economics. Diskussionspapiere an der Universität Bayreuth, Heft 1.

Bühner, R. (2002):

Wertorientiertes Controlling im Spannungsfeld zwischen Effizienz und Legitimität. In: Macharzina, K./Neubürger, H.-J. (Hrsg.): 2002, S. 233-246.

Bühner, R. (1996):

Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung: Grundidee und Varianten des Shareholder Value. In: WiSt, August 1996, S. 392-396.

Byrnes, N., Henry, D. & McNamee, M. (2001):

Confused about Earnings? In: Business Week Online, 26 November 2001,
http://www.businessweek.com/magazine/content/01_48/b3759001.htm
[Download vom 17 November 2002].

Cassidy, J. (2002):

The greed cycle. How the financial system encouraged corporations to go crazy. In: The New Yorker, Sept. 23, S. 64-77.

Crainer, St. (2000):

Die 75 besten Managemententscheidungen aller Zeiten, Überreuter, Frankfurt am Main.

Coenenberg, A.G. (2003):

Shareholder Value – Betriebswirtschaftliche Sicht und öffentliche Wahrnehmung. Vortrag anlässlich der Ehrenpromotion an der Technischen Universität München am 15. 01.03 (Internetabfrage vom 19.08.2003).

Coenenberg, A.G. & Salfeld, R. (2003):

Wertorientierte Unternehmensführung. Schaeffer-Poeschel, Stuttgart.

Collins, J. (2001):

Good to Great, Harper Collins, New York.

Collins, J. & Porras, J. I. (1996):

Building Your Company's Vision. In: Harvard Business Review, September/October.

Collins, J. & Porras, J. I. (1994):

Built to last: Successful Habits of Visionary Companies, Harpers Business, New York.

Copeland, T., Koller & T. & Murrin, J. (2000):

Valuation: measuring and managing the value of companies, 3. Aufl., John Wiley & Sons, New York et al.

Duisenberg, W. F. (2003):

New Economy, Finanzmärkte und Geldpolitik. Rede auf der Sitzung der Zürcher Volkswirtschaftlichen Gesellschaft, PresseService der Europäischen Zentralbank vom 19. Mai 2003.

Elson, Ch. (2003):

What's Wrong with Executive Compensation? In Harvard Business Review, Nr. 1, S. 68-77.

Eun, Ch. & Resnick, B.G. (2003):

International Financial Management, 3. Aufl., Mc Graw Hill.

Fischer, T. M., Becker, S. & Wenzel, J. (2001):

Internetbasierte wertorientierte Berichterstattung (Web-Based Value Reporting). Eine empirische Untersuchung der DAX 30-Unternehmen. In: Der Betrieb, Heft 38, S. 2001-2007.

Fischer, H. & Decken, V. (2002):

Shareholder Value versus (?) Workholder Value. In: Macharzina/Neubürger (2002), S. 131 -139.

Foster, R. & Kaplan, S. (2001):

Creative Destruction: Why Companies That Are Built to Last Underperform the Market – and How to Successfully Transform Them. Currency, Doubleday.

Freeman, R.E.(1984):

Strategic Management: A stakeholder Approach, FT Prentice Hall, Boston etc.

Ghoshal, S. (2003):

Business Schools share the blame for Enron. In: Financial Times vom 18.Juli 2003.

Grant, R.M. (1998):

Contemporary Strategy Analysis. 3. Aufl. Blackwell, Malden & Oxford.

Hansmannn, K.W. & Kehl, M. (2000):

Studie zum Shareholder Value in deutschen Unternehmen. Universität Hamburg. Institut für Industriebetriebslehre und Organisation. Industrielles Management Arbeitspapier Nr. 3.

Haspeslagh, P., Noda, T. & Boulos, F. (2001):

Managing for Value: it's not just about the numbers. In: Harvard Business Review, July-August 2001, S. 65-73.

Henzler, H. (2003):

Das Yin und Yang moderner Führung. In: McK Wissen, Nr. 5, S. 26-31.

Höpner, M. (2003):

Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland, Campus, Frankfurt, New York.

Holmstrom, B. & Kaplan, St. N. (2001):

Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s.

Horvath, P. & Minning, F. (2001):

Wertorientiertes Management in Deutschland, Großbritannien, Italien und Frankreich. In: Controlling, Heft 6, S. 273-282.

<http://www.boersenlexikon.de> (2003):

FAZ Börsenlexikon, <http://www.boersenlexikon.de/> [Download vom 19. August 2003].

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976):

Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: Journal of Financial Economics, vol. 3 (4), pp. 305-360.

Johnson, G. & Scholes, K. (2002):

Exploring Corporate Strategy, 6. Aufl., Prentice Hall, Harlow et al.

Kaplan, R.S. & Norton, D.P. (2001):

Die strategiefokussierte Organisation: Führen mit der Balanced Scorecard, Schaeffer-Poeschel, Stuttgart.

Kennedy, A. (2001):

Das Ende des Shareholder Value. Warum Unternehmen zu langfristigen Wachstumsstrategien zurückkehren müssen. Financial Times Prentice Hall, München.

Keynes, J.M. (1936):

Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Duncker und Humblot, Berlin.

Keys, D. E., Azamhusjaev, M., Mackey, J. (2001):

Economic Value Added®: a critical analysis. In: The Journal of Corporate Accounting & Finance, January/February 2001, S. 65-71.

Knight, J. A. (1998):

Value-based management: developing a systematic approach to creating shareholder value, McGraw-Hill, New York et al.

KPMG (2002):

Shareholder Value-Konzepte: eine Untersuchung der DAX100-Unternehmen, KPMG (Hrsg.), ohne Ort.

Krubasik, E. (2003):

Wertsteigerung im schwierigen wirtschaftlichen Umfeld. Folien zur Vorlesung an der Technischen Universität München. (Download vom 1. August 2003).

Langguth, H. & Marks, I. (2003):

Der Economic Value Added – Ein Praxisbeispiel. In: Der Finanzbetrieb, Nr. 10, S. 615-624.

Lorson, P. (1999):

Shareholder Value-Ansätze: Zweck, Konzepte und Entwicklungstendenzen. In: Der Betrieb, Heft 26/27, S. 1329-1339.

Macharzina, J. & Neubürger, H.J. (Hrsg.):

Wertorientierte Unternehmensführung, Schaeffer-Poeschel, Stuttgart 2002.

Martin, J. D. & Petty, W. J. (2000):

Value Based Management: the corporate response to the shareholder revolution, Boston.

Martin, R.L. & Moldoveanu (2003):

Capital versus Talent. In: Harvard Business Review, July, S. 36-41.

Mintzberg, H. u.a. (1999):

Strategy Safari. Eine Reise durch die Wildnis des strategischen Managements, Überreuther, Wien.

Moynihan, J. (2003):

Managing for Shareholder Value in a post-Enron world, In: PA Consulting Group (Hrsg.): Viewpoint for Shareholder Value. Internet-Download vom 05.12.2003, S. 11-21.

Müller, G. (Hrsg.) (2003):

Der Mensch im Mittelpunkt. Beschäftigtenorientierte Unternehmensstrategien und Mitbestimmung, Bund, Köln.

Müller, H.E. & Prangenberg, A. (1997):

Outsourcing Management. Handlungsspielräume bei Ausgliederung und Fremdvergabe, Bund, Köln.

Müller, H.E. (1985):

Konzentration. Die Marxsche Theorie wirtschaftlicher Macht, VSA, Hamburg.

Müller, M. (2000):

Wertorientierte Unternehmensführung – was ist das? In: Mitbestimmung Nr. 5, S. 12-15.

Müller-Stewens, G. & Lechner, Ch. (2003):

Strategisches Management. Wie strategische Initiativen zum Wandel führen. 2. Aufl., Schaeffer-Poeschel, Stuttgart.

Morisawa, T. & Kurosaki, H. (2002):

The Current State of Value-Based Management in Japan and the Road Map to Success. In: NRI Papers, Oct. 15, S. 1-16.

Neubürger, H.J. (2002):

Wertorientiertes Controlling – Steuerungsgrößen und Controlling-Prozess im Hause Siemens. In: Macharzina & Neubürger (2002), S. 172-185.

O. V. (1997):

A star to sail by? In: The Economist, Nr. 8028.

O. V. (1996):

In Amerika regt sich Kritik am Shareholder Value-Konzept. In: Blick durch die Wirtschaft vom 31. Mai 1996, S. 24.

Ossadnik, W. & Barklage, D. (2003):

Anspruch und Wirklichkeit der Wertorientierung von Unternehmen des Neuen Marktes. In: Der Betrieb, Heft 24, S. 1285-1290.

PA Consulting Group (2002):

Managing for Shareholder Value. Ohne Ort.

Pape, U. (2000):

Theoretische Grundlagen und praktische Umsetzung wertorientierter Unternehmensführung. In: Betriebs-Berater, Nr. 14/2000, S. 711-717.

Pellens, B., Tomaszewski, C. & Weber, N. (2000):

Beteiligungscontrolling in Deutschland: eine empirische Untersuchung der DAX 100 Unternehmen, Arbeitsbericht Nr. 85, Ruhr-Universität Bochum.

Piccot, C. (2001):

Value Management statt Shareholder Value. In: St. Gallen Business Review, Nr. 3, S. 32-40.

Prangenberg, A. (1999):

Der Shareholder Value-Ansatz. In: Hans Böckler Stiftung, Arbeitshilfen für Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten, 3. Aufl., Nr. 9.

Price Waterhouse & ZEW (1998):

Shareholder Value und Corporate Governance, Price Waterhouse, Frankfurt a. M.

Rappaport, A. (1998):

Creating Shareholder Value: a guide for managers and investors, 2. Aufl., The Free Press, New York.

Rappaport, A. (1999):

Shareholder Value: ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Aufl., Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

Remsprenger, H. (2003):

Strukturveränderungen im Finanzsektor aus Notenbanksicht. Vortrag beim Bankseminar 2003 der Würtembergischen Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie. In: Deutsche Bundesbank Pressedienst vom 10. Februar.

Rosen, R. v. (2003):

Die Überregulierung behindert den Kapitalmarkt. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14. 8.2003, S. 18.

Schneider, D. (2001):

Oh, EVA,EVA,schlimmes Weib: Zur Fragwürdigkeit einer Zielvorgabe-Kennzahl nach Steuern im Konzerncontrolling. In: Der Betrieb, Heft 48, S. 2509-2515.

Siegert, T & Hühn, G. (2003):

Neue Wege der Unternehmensfinanzierung. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 18.08.2003, S. 18.

Stewart III, G. B. (1991):

The Quest for Value: the EVATM Management Guide, Harper Business, New York.

Stiglitz, J. (2004):

The Roaring Nineties, Siedler, Berlin.

Strack, R. & Villis, R. (2001):

Die nächste Generation im Shareholder Value Management. In: Der Betrieb 2001, H. 1, S. 3-22.

Streeck, W. & Höpner, M. (2003):

Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, Campus, Frankfurt, New York.

Strenger, Ch. (2002):

Corporate Governance und Wertorientierung. In. Marcharzina & Neubürger (2002), S, 117-127.

OECD (2002):

OECD startet Kampagne zur Stärkung der Corporate Governance (Presseerklärung) <http://www1.oecd.org/deutschland/Dokumente/corpgov02.doc> [Download vom 12.08.2003].

Thommen, J.P. & Achleitner, A. K. (2001):

Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 3. Aufl., Gabler, Wiesbaden.

Weber, J., Bramseemann, U., Heineke, C. & Hirsch, B. (2002):

Value Based Management erfolgreich umsetzen. In: Advanced Controlling, Nr. 25.

Wolbert, J. (2003):

Der Aufsichtsrat sollte mit den Augen des Vorstands sehen können. In Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 7. Juli 2003, S. 20.

Young, S. D. & O'Byrne, S. F. (2001):

EVA® and value-based management: a practical guide to implementation, McGraw-Hill, New York et al.

Zeise, L. (2003):

Kolumne: Aufsichtsräte gesucht. In: Financial Times Deutschland vom 16.07.2003.

ANHANG

Liste der untersuchten Unternehmen

Grundgesamtheit der Studie			
Nr.	Unternehmen	Nr.	Unternehmen
1	Aareal Bank AG	60	Indus Holding AG
2	Adidas	61	Infineon Technologies AG
3	AGIV Real Estate	62	IVG Immobilien AG
4	Allianz AG	63	IWKA AG
5	Altana AG	64	Jenoptik AG
6	AMB Holding	65	Jungheinrich AG
7	AVA	66	Kali und Salz AG
8	AWD Holding AG	67	Karstadt Quelle AG
9	BASF	68	Klöckner Werke AG
10	BAYER AG	69	KOENIG & BAUER AG
11	Bayer. Hypo und Vereinsbank	70	KOLBENSCHMIDT PIERBURG AG
12	Bayerische Motoren Werke AG	71	KRONES AG
13	Beate Uhse AG	72	KS B AG
14	Beiersdorf AG	73	Leoni AG
15	Beru AG	74	Linde AG
16	BHW-Holding AG	75	Loewe AG
17	Bilfinger & Berger AG	76	MAN AG
18	BIOTEST AG	77	Mannheimer Holding AG
19	Buderus AG	78	MASTERFLEX AG
20	Ceag AG	79	MERCK KGAA
21	Celanese AG	80	Metro AG
22	Commerzbank AG	81	MG TECHNOLOGIES AG
23	Continental AG	82	MLP AG
24	Daimlerchrysler AG	83	Münchener Rück
25	Data Modul AG	84	MVV ENERGIE AG
26	Degussa AG	85	NORDDT. AFFINERIE AG
27	Deutsche Bank AG	86	PHOENIX AG
28	Deutsche Börse AG	87	PROGRESS-WERK OBERKIRCH AG
29	Deutsche Lufthansa AG	88	ProSiebenSat. 1 Media AG
30	Deutsche Pfandbrief AG	89	Puma AG
31	Deutsche Post AG	90	R. STAHL AG
32	Deutsche Telekom	91	RHEINMETALL AG
33	DIS AG	92	Rhoen-Klinikum
34	Douglas Holding AG	93	ROHWEDDER AG
35	Draegerwerk AG	94	RWE AG
36	Duerr AG	95	SALZGITTER AG
37	Dyckerhoff AG	96	SAP AG
38	Edscha AG	97	SARTORIUS AG
39	Elexis AG	98	Schering AG
40	EON AG	99	SCHWARZ PHARMA AG
41	Epcos	100	SGL CARBON AG
42	ESCADA AG	101	Siemens AG
43	Fielmann AG	102	SIXT AG
44	Fraport	103	Software AG
45	Fresenius Medical Care AG	104	STADA-ARZNEIMITTEL AG
46	FUCHS PETROLUB AG	105	Südzucker AG
47	Gehe AG (neu Celesio AG)	106	Techem AG
48	Gerry Weber International AG	107	Thyssenkrupp AG
49	GESCO AG	108	TUI AG
50	GFK AG	109	Turbon AG
51	Gildemeister AG	110	VOGT ELECTRONIC AG
52	Hannover Rück AG	111	Volkswagen AG
53	Heidelberger Druckmaschinen	112	VOSSLOH AG
54	Heidelberger Zement	113	WCM AG
55	HENKEL KGAA	114	WEDECO AG
56	Hochtief AG	115	WELLA AG
57	Hornbach Holding AG	116	WINKLER + DUENNEBIER AG
58	Hugo Boss AG	117	Zapf Creation AG
59	IKB Deutsche Industriebank AG		

Kriterienkatalog Studie Konzernsteuerung

Gesamtübersicht

LfdNr 125 Index DAX30 Unternehmen Muster AG

Branche I Automobilindustrie E-Mail info@musterag.de
Branche II WP KPMG

Explizites Bekenntnis zur Wertorientierung

Explizite Angabe hinsichtlich der Wertorientierung Aussage Shareholder Value-Zielsetzung
Zitat Die Muster AG hat sich zur nachhaltigen Wertsteigerung für ihre Aktionäre verpflichtet.
Quelle <http://www.musterag.de/unternehmensziele.htm> Verfügbarkeit der Information 1

Eigentümerstruktur

Institutionelle Anleger (%) 60 Streubesitz (%) 40 Mitarbeiter (%) Bemerkungen
Quelle <http://www.musterag.de/investorrelations/aktionärsstruktur.htm> Verfügbarkeit der Information 1

Organisationsstruktur

Organisationsstruktur Managementholding Bemerkungen
Quelle <http://www.musterag.de/wirueberuns/organigramm.htm> Verfügbarkeit der Information 3

Anpassung von Unternehmensprozessen an VBM

Nennung Wertorientierung Rechnungswesen
angepassten Unternehmens- Controlling
prozessen Planung
Quelle <http://musterag.de/investorrelations/wertorientierung.htm> Verfügbarkeit der Information 2

Einbindung von Kennzahlen in das Führungssystem

Verwendung in interner Berichterstattung
Wertorientierte Ertröhnung Quantitative Bezugsgrößen Traditionelle Bezugsgrößen
Wertorientierte Kennzahlen
Aktienkursentwicklung
Qualitative Bezugsgrößen
Bemerkungen Aktienoptionsprogramm wurde bei der MusterAG in 2000 eingeführt
Quelle <http://www.musterag.de/investorrelations/finanz.htm> Verfügbarkeit der Information 2

Rechnungslegung

Rechnungslegungs- grundsätze IAS Umgestellt seit 2000 Umstellung geplant Keine Angabe
Vereinheitlichung von internem und externem RW Keine Angabe Verfügbarkeit der Information 1

Kennzahlen für Interne Steuerung und Performancemessung

Bilanzielle Kennzahlen Jahresüberschuss Renditekennzahlen
Operatives Ergebnis Return on Investment
Operativer Cash flow
Wertorientierte Kennzahlen Wertorientierte absolute Größen CVA
Wertorientierte Renditeziffern
Definition der Komponenten
Zitat Basis des wertorientierten Managements bei der Muster AG ist das so genannte Cash-Value-Added (CVA) Konzept.
Quelle <http://musterag.de/investorrelations/wertorientierung.htm> Verfügbarkeit der Information 1

Angaben zum Kalkulationszins

Record: 1 of 1

Angaben zum Kalkulationszins

Kalkulationszins Kapitalkostensatz
 Angabe eines Kapitalkostensatzes Getrennter Ausweis von EK- und FK-Kostensatz Definition der inhaltlichen Komponenten

Zitat Die Eigenkapitalkosten werden mit Hilfe des CAPM ermittelt. Die Fremdkapitalkosten ergeben sich aus dem tatsächlichen durchschnittlichen Zinssatz der MusterAG.

Quelle http://musterag.de/investorrelations/wertorientierung.htm Verfügbarkeit der Information

Segmentierung der Kennzahlen

Wertorientierte Kennzahlen Kapitalkosten
 Kennzahlen nur auf Konzernebene Ermittlung der Kapitalkosten für Gesamtkonzern
 Segmentierung nach Produkten
 Segmentierung nach Regionen
 Segmentierung nach betrieblichen
 Quelle http://musterag.de/investorrelations/wertorientierung/022454.htm Verfügbarkeit der Information

Kennzahlensysteme

Kennzahlensysteme Balanced Scorecard
 Quelle http://musterag.de/investorrelations/finanz.htm Verfügbarkeit der Information

Publizitätsverhalten

Publikation der Kennzahlen im Internet Jährlich Verfügbarkeit der Information

Zusätzliche Informationen

Social Disclosures Verfügbarkeit der Information
 Environmental Disclosures Qualität der Information
 Quellen

Record: **14** * of 1

Kennzahlensysteme

Kennzahlensysteme Balanced Scorecard
 Quelle http://musterag.de/investorrelations/finanz.htm Verfügbarkeit der Information

Publizitätsverhalten

Publikation der Kennzahlen im Internet Jährlich Verfügbarkeit der Information

Zusätzliche Informationen

Social Disclosures Verfügbarkeit der Information
 Environmental Disclosures Qualität der Information
 Quellen

Finanzkennzahlen (in MioEUR)

Aktienkurs	Bilanzsumme	Umsatz	GK-Rentabilität	EK-Rentabilität	Betriebsergebnis	Gewinn vor Steuern	Cash flow
1998	0	0	0	0	0	0	0
1999	0	0	0	0	0	0	0
2000	0	0	0	0	0	0	0
2001	0	0	0	0	0	0	0

Datum

Tageskurs 0 Datenverfügbarkeit

Gesamteindruck

Gesamtverfügbarkeit der Daten 2 Gesamtverfügbarkeit der Daten
 (berechnet) (gefüllt)

Fazit

Record: **14** * of 1

Wertorientierung als Unternehmensziel

UNTERSUCHUNGSERGEBNISSE GEGLIEDERT NACH INDEX		Gesamt	DAX30	MDAX	SDAX				
		117	100 %	30	100 %	53	100 %	28	100 %
Wertorientierung als Unternehmensziel									
Bekenntnis zur Wertorientierung	65	56 %	24	80 %	28	53 %	10	36 %	
Keine explizite Angabe	52	44 %	6	20 %	25	47 %	18	64 %	
Spezifizierung der Zielsetzung									
Shareholder Value-Zielsetzung	6	5 %	3	10 %	1	4 %	2	7 %	
Steigerung des Unternehmenswertes als primäre Zielsetzung	35	30 %	15	50 %	17	61 %	2	7 %	
Stakeholder Value	19	16 %	4	13 %	9	32 %	4	14 %	
Traditionelle Zielgrößen	9	8 %	3	10 %	6	11 %	0	0 %	
Anpassung von Unternehmensprozessen an VBM									
Keine Angabe	90	77 %	17	57 %	42	79 %	26	93 %	
Aussage, dass Anpassungen vorgenommen wurden	27	23 %	13	43 %	11	21 %	2	7 %	
Genannte Prozesse									
Rechnungswesen	3	3 %	3	10 %	0	0 %	0	0 %	
Controlling	18	15 %	9	30 %	7	13 %	2	7 %	
Planung	12	10 %	6	20 %	4	8 %	2	7 %	
Berichterstattung & Entlohnung									
Hinweis auf wertorientierte Vergütungssysteme	57	49 %	17	57 %	23	43 %	11	39 %	
Bezugsgrößen in Vergütungssystemen		0 %							
Quantitative Bezugsgrößen	48	41 %	18	60 %	16	30 %	9	32 %	
Traditionelle Bezugsgrößen	4	3 %	2	7 %	2	4 %	0	0 %	
Wertorientierte Kennzahlen	6	5 %	2	7 %	1	2 %	2	7 %	
Aktienkursentwicklung	39	33 %	16	53 %	14	26 %	5	18 %	
Qualitative Bezugsgrößen	11	9 %	4	13 %	5	9 %	2	7 %	
Rechnungssysteme									
HGB	39	33 %	4	13 %	17	32 %	15	54 %	
IAS	50	43 %	16	53 %	23	43 %	9	32 %	
US-GAAP	24	21 %	10	33 %	11	21 %	2	7 %	

Wertorientierung als Unternehmensziel (Fortsetzung)

UNTERSUCHUNGSERGEBNISSE GEGLIEDERT NACH INDEX		Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
		117	100 %	30	100 %	53	100 %	28	100 %
Interne Steuerung und Performancemessung									
Jahresüberschuss	15	13 %	10	33 %	5	9 %	0	0	0 %
Operatives Ergebnis	6	5 %	2	7 %	4	8 %	0	0	0 %
Operativer Cashflow	3	3 %	2	7 %	1	2 %	0	0	0 %
Renditekennzahlen	7	6 %	5	17 %	2	4 %	0	0	0 %
Wertorientierte Kennzahlen	31	26 %	15	50 %	13	25 %	2	7 %	7 %
EVA	13	11 %	7	23 %	4	8 %	1	4 %	4 %
CVA	1	1 %	1	3 %	0	0 %	0	0	0 %
CFROI	3	3 %	1	3 %	2	4 %	0	0	0 %
ROE	10	9 %	3	10 %	6	11 %	1	4 %	4 %
Definition der inhaltlichen Komponenten	14	12 %	8	27 %	5	9 %	1	4 %	4 %
Verwendeter Kalkulationszinssatzfuß									
Kapitalkostensatz	22	19 %	13	43 %	7	13 %	1	4 %	4 %
Pauschal ermittelter Zins	1	1 %	1	3 %	0	0 %	0	0	0 %
Angabe von Kapitalkostensätzen									
Angabe eines Kapitalkostensatzes	21	18 %	10	33 %	9	17 %	1	4 %	4 %
Generrierter Ausweis von EK- und FK-Kostensatz	9	8 %	5	17 %	2	4 %	1	4 %	4 %
Definition der inhaltlichen Komponenten	9	8 %	5	17 %	2	4 %	1	4 %	4 %
Segmentierung der Kennzahlen									
Kennzahlen nur auf Konzernebene	13	11 %	5	17 %	7	13 %	1	4 %	4 %
Segmentierung nach Produkten	20	17 %	12	40 %	7	13 %	0	0	0 %
Segmentierung nach Regionen	5	4 %	1	3 %	4	8 %	0	0	0 %
Segmentierung nach betrieblichen Funktionsbereichen	2	2 %	1	3 %	0	0 %	1	4 %	4 %
Segmentierung der Kapitalkosten									
Gesamtkonzern & Teileinheiten	13	11 %	8	27 %	4	8 %	1	4 %	4 %
Gesamtkonzern	10	9 %	5	17 %	3	6 %	1	4 %	4 %
Teileinheiten	2	2 %	2	7 %	0	0 %	0	0	0 %
Ausssagen zu Kennzahlensystemen									
Wertübermodelle & Balanced Scorecard	1	1 %	1	3 %	0	0 %	0	0	0 %
Balanced Scorecard	3	3 %	2	7 %	1	2 %	0	0	0 %
Wertübermodelle	1	1 %	1	3 %	0	0 %	0	0	0 %
Finanzwirtschaftliche Kennzahlensysteme	6	5 %	5	17 %	1	2 %	0	0	0 %

UNTERSUCHUNGSERGEBNISSE GEGLIEDERT NACH BRÄNDE		Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
		117	7	10	11	3	17	11	2	11	45
Wertorientierung als Unternehmensziel											
Bekenntnis zur Wertorientierung		65	5	7	5	3	9	5	2	4	25
Keine explizite Angabe		52	2	3	6	0	8	6	0	7	20
Spezifierung der Zielsetzung											
Shareholder Value-Zielsetzung		6	0	1	1	1	0	0	0	1	2
Steigerung des Unternehmenswertes als primäre Zielsetzung		35	2	3	2	2	5	3	2	2	14
Stakeholder Value		19	1	3	2	0	2	2	0	0	9
Traditionelle Zielgrößen		9	1	1	1	0	3	1	0	1	1
Anpassung von Unternehmensprozessen an IBM											
Keine Angabe		90	5	7	11	1	13	0	0	10	43
Aussage, dass Anpassungen vorgenommen wurden		27	2	3	0	2	4	0	2	1	13
Genannte Prozesse											
Rechnungswesen		3	1	0	0	0	0	0	0	0	1
Controlling		18	2	2	0	1	3	0	0	1	1
Planung		12	1	2	0	1	1	0	0	1	6
Berichterstattung & Entlohnung											
Aussage über die Verwendung wertorientierter Kennzahlen in interner Berichterstattung		1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Hinweis auf wertorientierte Vergütungssysteme		57	4	5	3	1	6	0	2	6	30
Angabe zu Bezugsgrößen im Vergütungssystem											
Quantitative Bezugsgrößen		48	2	4	3	2	6	0	2	4	25
Traditionelle Bezugsgrößen		4	0	1	0	0	1	0	0	1	1
Wertorientierte Kennzahlen		6	1	1	0	0	0	0	0	0	4
Aktienkursentwicklung		39	2	2	3	2	4	0	2	3	21
Qualitative Bezugsgrößen		11	2	1	0	0	1	0	0	2	5
Rechnungsbegunsisteme											
HGB		39	3	2	3	1	5	0	0	4	21
IAS		50	3	5	2	1	8	0	1	5	25
US-GAAP		24	1	3	5	1	2	0	1	2	9

	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
Traditionelle bilanzielle Kennzahlen	15	1	2	1	0	3	0	0	2	6
Jahresüberschuss	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Operatives Ergebnis	6	0	1	1	0	1	0	0	0	3
Operativer cashflow	3	0	1	1	0	0	0	0	0	1
Renditekennzahlen	7	1	0	1	0	2	0	0	1	2
Wertorientierte Kennzahlen	19									
EVA	13	1	1	1	1	1	0	0	1	7
CVA	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
CFROI	3	0	1	0	0	0	0	0	0	2
ROCE	10	0	1	0	2	2	0	2	0	3
Definition der inhaltlichen Komponenten	14	2	1	1	2	0	0	2	0	6
Verwendeter Täkulationszinsfuß										
Kapitalkostensatz	22	3	4	1	2	1	0	1	0	10
Pauschal ermittelter Zins	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Angabe von Kapitalkostensätzen										
Angabe eines Kapitalkostensatzes	21	3	3	0	1	3	0	0	1	10
Getrennter Ausweis von EK und FK-Kostensatz	9	2	0	0	2	0	0	1	0	4
Definition der inhaltlichen Komponenten	9	1	1	1	1	0	0	1	0	4
Segmentierung der Kennzahlen										
Kennzahlen nur auf Konzernebene	13	0	1	1	1	4	0	0	0	6
Segmentierung nach Produkten	20	3	0	0	1	4	0	1	0	11
Segmentierung nach Regionen	5	0	1	1	0	1	0	0	0	2
Segmentierung nach betrieblichen Funktionsbereichen	2	0	1	0	0	0	0	0	0	1
Segmentierung der Kapitalkosten										
Gesamtkonzern & Teileinheiten	13	2	2	0	1	2	0	0	0	6
Gesamtkonzern	10	0	1	1	1	0	0	0	1	6
Teileinheiten	2	1	0	0	0	0	0	1	0	0
Aussagen zu Kennzahlensystemen										
Werttreibermodelle & Balanced Scorecard	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Balanced Scorecard	3	0	0	0	1	1	0	0	0	1
Werttreibermodelle	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanzwirtschaftliche Kennzahlensysteme	6	0	1	0	0	1	0	1	0	3

In der edition der Hans-Böckler-Stiftung sind bisher erschienen:

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
40	<i>Winfried Heidemann, Angela Paul-Kohlhoff, Susanne Felger Berufliche Kompetenzen und Qualifikationen Vocational Skills and Qualifications</i>	8,18	13040	3-935145-11-X
41	<i>Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) Beschäftigung – Arbeitsbedingungen – Unternehmensorganisation</i>	8,18	13041	3-935145-12-8
42	<i>Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) Employment, working conditions and company organisation</i>	8,18	13042	3-935145-13-6
43	<i>Beate Beermann/Christina Klenner Olympiareife Mannschaften gesucht?</i>	10,23	13043	3-935145-15-2
44	<i>Diether Döring/Hermann Henrich Konzeptionelle Überlegungen zu einem Tarifrentenmodell</i>	10,23	13044	3-935145-16-0
45	<i>Winfried Heidemann Unter Mitarbeit von: Lothar Kamp, Hartmut Klein-Schneider, Siegfried Leittretter, Mathias Müller, Susanne Gesa Müller Weiterentwicklung von Mitbestimmung im Spiegel betrieblicher Vereinbarungen</i>	8,18	13045	3-935145-17-9
46	<i>Volker Eichener, Sabine Schaaf, Frank Schulte, Jörg Weingarten Erfolgsfaktoren für Biotechnologie-Regionen</i>	17,90	13046	3-935145-18-7
47	<i>Hartmut Klein-Schneider Betriebs- und Dienstvereinbarungen Personalplanung</i>	8,18	13047	3-935145-19-5
48	<i>Boy Lüthje Arbeitnehmerinteressen in einem transnationalen IT-Unternehmen</i>	10,23	13048	3-935145-120-9
50	<i>Peter Kalkowski/Matthias Helmer/ Otfried Mickler Telekommunikation im Aufbruch</i>	10,23	13050	3-935145-22-5
51	<i>Dunja M. Mohr Lost in Space: Die eigene wissen- schaftliche Verortung in und außerhalb von Institutionen</i>	14,32	13051	3-935145-23-3
53	<i>Wolfhard Kothe Störfallrecht und Betriebsverfassung</i>	10,23	13053	3-935145-25-X

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
54	<i>Manfred Deiß/Eckhard Heidling Interessenvertretung und Expertenwissen</i>	13,29	13054	3-935145-28-4
55	<i>Herbert Bassarak/Uwe Dieter Steppuhn (Hrsg.) Angewandte Forschung und Entwicklung an Fachhochschulen in Bayern</i>	15,00	13055	3-935145-29-2
56	<i>Herbert Bassarak/Uwe Dieter Steppuhn (Hrsg.) Angewandte Forschung und Entwicklung an Fachhochschulen Sozialer Arbeit</i>	23,00	13056	3-935145-30-6
57	<i>Heide Pfarr (Hrsg.) Ein Gesetz zur Gleichstellung der Geschlechter in der Privatwirtschaft</i>	12,00	13057	3-935145-31-4
58	<i>Stefan Eitenmüller Reformoptionen für die gesetzliche Rentenversicherung</i>	15,00	13058	3-935145-32-2
59	<i>Bernd Kriegesmann/Marcus Kottmann Neue Wege für Personalanpassungen in der Chemischen Industrie</i>	10,00	13059	3-935145-33-0
60	<i>Hans-Böckler-Stiftung/DGB-Bundesvorstand Welthandelsorganisation und Sozialstandards</i>	7,00	13060	3-935145-34-9
61	<i>Renate Büttner/Johannes Kirsch Bündnisse für Arbeit im Betrieb</i>	11,00	13061	3-935145-35-7
62	<i>Elke Ahlers/Gudrun Trautwein-Kalms Entwicklung von Arbeit und Leistung in IT-Unternehmen</i>	9,00	13062	3-935145-36-5
63	<i>Thomas Fritz/Christoph Scherrer GATS 2000. Arbeitnehmerinteressen und die Liberalisierung des Dienstleistungshandels</i>	12,00	13063	3-935145-37-3
64	<i>Achim Truger/Rudolf Welzmüller Chancen der Währungsunion – koordinierte Politik für Beschäftigung und moderne Infrastruktur</i>	13,00	13064	3-935145-38-1
65	<i>Martin Sacher/Wolfgang Rudolph Innovation und Interessenvertretung in kleinen und mittleren Unternehmen</i>	19,00	13065	3-935145-39-X
66	<i>Volker Meinhardt/Ellen Kirner/ Markus Grabka/Ulrich Lohmann/Erika Schulz Finanzielle Konsequenzen eines universellen Systems der gesetzlichen Alterssicherung</i>	12,00	13066	3-935145-40-3
67	<i>Thomas Ebert Langfrist-Arbeitszeitkonten und Sozialversicherung</i>	12,00	13067	3-935145-41-1

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
68	<i>Jan Prieve unter Mitarbeit von Christoph Scheuplein und Karsten Schuldts Ostdeutschland 2010 – Perspektiven der Innovationstätigkeit</i>	23,00	13068	3-935145-42-X
69	<i>Sylke Bartmann/Karin Gille/Sebastian Haunss Kollektives Handeln</i>	30,00	13069	3-935145-43-8
70	<i>Bernhard Nagel Mitbestimmung in öffentlichen Unternehmen mit privater Rechtsform und Demokratieprinzip</i>	12,00	13070	3-935145-44-6
72	<i>Eva Kocher Gesetzentwurf für eine Verbandsklage im Arbeitsrecht</i>	12,00	13072	3-935145-46-2
73	<i>Hans-Böckler-Foundation (ed.) Future Works</i>	10,00	13073	3-935145-47-0
74	<i>Reinhard Schüssler/Claudia Funke Vermögensbildung und Vermögensverteilung</i>	16,00	13074	3-935145-48-9
75	<i>Ingrid Ostermann (Hrsg.) Perspektive: GLOBAL! Inter-nationale Wissenschaftlerinnenkooperationen und Forschung</i>	20,00	13075	3-935145-49-7
76	<i>Christine Schön Betriebliche Gleichstellungspolitik</i>	12,00	13076	3-935145-50-0
77	<i>Volker Korthäuer/Marius Tritsch US-Cross-Border-Lease</i>	8,00	13077	3-935145-51-9
78	<i>Jörg Towara Tarifvertragliche Regelungen zur Teilzeitarbeit</i>	8,50	13078	3-935145-52-7
79	<i>Anja Riemann Auswertung und Darstellung gesetzlicher Bestimmungen zur Teilzeitarbeit</i>	8,00	13079	3-935145-53-5
80	<i>Heide Pfarr/Elisabeth Vogelheim Zur Chancengleichheit von Frauen und Männern im Bündnis für Arbeit, Ausbildung und Wettbewerbsfähigkeit</i>	12,00	13080	3-935145-56-X
81	<i>Wilfried Kruse/Daniel Tech/Detlev Ullenbohm Betriebliche Kompetenzentwicklung. 10 Fallstudien zu betrieblichen Vereinbarungen</i>	12,00	13081	3-935145-57-8
82	<i>Stefan Bach/Bernd Bartholmai Perspektiven der Vermögensbesteuerung in Deutschland</i>	12,00	13082	3-935145-58-6
83	<i>Charlotte Wahler (Hrsg.) Forschen mit Geschlecht? Zwischen Macht und Ohnmacht: Frauen in der Wissenschaft</i>	20,00	13083	3-935145-59-4

Nr.	Autor/Titel	€	Bestell-Nr.	ISBN-Nr.
84	<i>Henry Schäfer Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt</i>	16,00	13084	3-935145-60-8
85	<i>Maliszewski/Neumann Bündnisse für Arbeit – Best Practice aus Ländern und Regionen</i>	14,00	13085	3-935145-61-1
86	<i>Matthias Müller International Accounting Standards</i>	9,00	13086	3-935145-62-4
87	<i>Arno Prangenberg Grundzüge der Unternehmens- besteuerung</i>	8,00	13087	3-935145-63-2
88	<i>Klaus Jacobs/Jürgen Wasem Weiterentwicklung einer leistungsfähigen und solidarischen Krankenversicherung unter den Rahmenbedingungen der europäischen Integration</i>	12,00	13088	3-935145-64-0
92	<i>Hans-Erich Müller Handbuch Fusionsmanagement Übernahme und Restrukturierung: Neu- ausrichtung der Unternehmensstrategie</i>	8,00	13092	3-935145-68-3
94	<i>Volker Korthäuer, Manuela Aldenhoff Handbuch Fusionsmanagement Steuerliche Triebfedern für Unternehmens- umstrukturierungen</i>	6,00	13094	3-935145-70-5
95	<i>Dieter Behrendt Ökologische Modernisierung: Erneuerbare Energien in Niedersachsen</i>	11,00	13095	3-935145-73-X
96	<i>Uwe Wilkesmann/Ingolf Rascher Wissensmanagement – Analyse und Handlungsempfehlungen</i>	12,00	13096	3-935145-71-3
97	<i>Tanja Klenk/Frank Nullmeier Public Governance als Reformstrategie</i>	12,00	13097	3-935145-72-1
98	<i>Reiner Hoffmann/Otto Jacobi/Berndt Keller/ Manfred Weiss (eds.) European Integration as a Social Experiment in a Globalized World</i>	14,00	13098	3-935145-74-8
99	<i>Angelika Bucerius Alterssicherung in der Europäischen Union</i>	25,00	13099	3-935145-75-6
100	<i>Werner Killian/Karsten Schneider Die Personalvertretung auf dem Prüfstand</i>	12,00	13100	3-935145-76-4

**Bestellungen
bitte unter
Angabe der
Bestell-Nr. an:**



Kreuzbergstraße 56
40489 Düsseldorf
Telefax: 0211 / 408 00 90 40
E-Mail: mail@setzkasten.de

Hans-Böckler-Stiftung

Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes. Gegründet wurde sie 1977 aus der Stiftung Mitbestimmung und der Hans-Böckler-Gesellschaft. Die Stiftung wirbt für Mitbestimmung als Gestaltungsprinzip einer demokratischen Gesellschaft und setzt sich dafür ein, die Möglichkeiten der Mitbestimmung zu erweitern.

Mitbestimmungsförderung und -beratung

Die Stiftung informiert und berät Mitglieder von Betriebs- und Personalräten sowie Vertreterinnen und Vertreter von Beschäftigten in Aufsichtsräten. Diese können sich mit Fragen zu Wirtschaft und Recht, Personal- und Sozialwesen, Aus- und Weiterbildung an die Stiftung wenden. Die Expertinnen und Experten beraten auch, wenn es um neue Techniken oder den betrieblichen Arbeits- und Umweltschutz geht.

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut (WSI)

Das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) in der Hans-Böckler-Stiftung forscht zu Themen, die für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von Bedeutung sind. Globalisierung, Beschäftigung und institutioneller Wandel, Arbeit, Verteilung und soziale Sicherung sowie Arbeitsbeziehungen und Tarifpolitik sind die Schwerpunkte. Das WSI-Tarifarchiv bietet umfangreiche Dokumentationen und fundierte Auswertungen zu allen Aspekten der Tarifpolitik.

Forschungsförderung

Die Stiftung vergibt Forschungsaufträge zu Strukturpolitik, Mitbestimmung, Erwerbsarbeit, Kooperativer Staat und Sozialpolitik. Im Mittelpunkt stehen Themen, die für Beschäftigte von Interesse sind.

Studienförderung

Als zweitgrößtes Studienförderungswerk der Bundesrepublik trägt die Stiftung dazu bei, soziale Ungleichheit im Bildungswesen zu überwinden. Sie fördert gewerkschaftlich und gesellschaftspolitisch engagierte Studierende und Promovierende mit Stipendien, Bildungsangeboten und der Vermittlung von Praktika. Insbesondere unterstützt sie Absolventinnen und Absolventen des zweiten Bildungsweges.

Öffentlichkeitsarbeit

Im Magazin »Mitbestimmung« und den »WSI-Mitteilungen« informiert die Stiftung monatlich über Themen aus Arbeitswelt und Wissenschaft. Mit der homepage www.boeckler.de bietet sie einen schnellen Zugang zu ihren Veranstaltungen, Publikationen, Beratungsangeboten und Forschungsergebnissen.

Hans-Böckler-Stiftung
Abteilung Öffentlichkeitsarbeit
Hans-Böckler-Straße 39
40476 Düsseldorf
Telefax: 0211/7778 - 225
www.boeckler.de

**Hans Böckler
Stiftung** ■■■

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

