

Yasmine Chahed, Malte Kaub, Hans-Erich Müller

KONZERNSTEUERUNG BÖRSENNOTIERTER AKTIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND

Eine Studie im Auftrag der Hans Böckler Stiftung Düsseldorf

Edition der Hans-Böckler Stiftung 109

Düsseldorf 2004

ISBN 3-935145-86-1

Auszug: Bestellungen an Hans-Böckler-Stiftung, Hans Böckler-Straße 39, 40476
Düsseldorf, Bestellnummer 13109

INHALTSVERZEICHNIS

EINLEITUNG	V
1. GRUNDZÜGE WERTORIENTIERTER UNTERNEHMENSFÜHRUNG	1
1.1 Ebenen Wertorientierter Unternehmensführung	2
1.2 Wertorientierte Kennzahlensysteme	5
1.2.1 Moderne versus traditionelle Kennzahlensysteme	8
1.2.2 Cash flow-basierte Modelle	8
1.2.2.1 Shareholder Value-Ansatz	8
1.2.2.2 Wertsteigerungsansatz	8
1.2.3 Jahresabschlussbasierte Modelle (....)	8
1.2.4 Die Ansätze im Vergleich	8
2. KONZERNSTEUERUNG BÖRSENNOTIERTER AKTIENGESELLSCHAFTEN IN DEUTSCHLAND	10
2.1 Die Studie Konzernsteuerung im Verhältnis zu bisherigen Studien	10
2.1.1 Datenerhebung	10
2.1.2 Untersuchungsstand wertorientierte Unternehmensführung	11
2.2 Ergebnisse der vorliegenden Studie	14
2.2.1 Wertorientierung als oberstes Unternehmensziel	14
2.2.2 Relevanz der Eigentümerstruktur	17
2.2.3 Wertorientierung und Rechnungslegung	17
2.2.4 Anpassung von Unternehmensprozessen an Wertorientierung	17
2.2.5 Bezugsgrößen in Managementvergütungssystemen	17
2.2.6 Spitzenkennzahlen der internen Steuerung und Performancemessung	18
2.2.7 Bestimmung von Mindestrenditen	18
2.2.8 Segmentierung und Operationalisierung der Spitzenkennzahlen	18
2.3 Zwischenergebnis	18
3. ZUR KRITIK DES SHAREHOLDER VALUE	20
3.1 Vom Shareholder Value zur Wertorientierten Unternehmensführung	21
3.1.1 Die drei Säulen Wertorientierter Unternehmensführung	21
3.1.2 Verständigungsprobleme beim Controlling	23

3.1.3	Strategie und Struktur – Der Kaiser ist nackt	26
3.2	Vom Elend des Shareholder Value	29
3.2.1	Reichtum für Aktionäre steigern?	29
3.2.2	Schiefe Machtverteilung	30
3.2.3	Der Kreislauf der Habgier	32
3.2.4	Nachhaltige Wertsteigerung als Ziel	33
3.3	Die Einseitigkeit der Finanzperspektive überwinden	36
3.3.1	Gleichrangigkeit nicht-finanzieller Steuerungsgrößen	36
3.3.2	In der Wildnis des Strategischen Managements	39
3.3.3	Kontinuität durch Veränderung	39
4.	WERTSTEIGERUNG, CORPORATE GOVERNANCE UND MITBESTIMMUNG	42
4.1	Wertorientierte Unternehmensführung als Strategiekonzept	42
4.2	Corporate Governance zwischen Marktsteuerung und Regulierung	44
4.2.1	Corporate Governance durch Shareholder Value?	45
4.2.2	Ziel ist die Ausgewogenheit von Marktautonomie und Regulierung	46
4.2.3	Wer soll das Management überwachen?	49
4.3	Wertsteigerung und Mitbestimmung	50
4.3.1	Was ist neu an Wertsteigerung?	50
4.3.2	Schwächt Kapitalmarktorientierung den Arbeitnehmereinfluss?	51
4.3.3	Value Reporting für Aufsichtsräte	53
	SCHLUSSBETRACHTUNG	55
	QUELLENVERZEICHNIS	58
	ANHANG	66
	Liste der untersuchten Unternehmen	66
	Kriterienkatalog Studie Konzernsteuerung	67
	Untersuchungsergebnisse nach Index und Branche	69
	ÜBER DIE AUTOREN:	72

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abb. 1: Ebenen Wertorientierter Unternehmensführung	3
Abb. 2: Das System der Wertkennzahlen	6
Abb. 3: Integrative Funktion Wertorientierter Kennzahlen	7
Abb. 4: Shareholder Value in den USA: Umverteilung zugunsten des Top- Managements	31
Abb. 5: Erwartungen und Zwecke einer Organisation	47

EINLEITUNG

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 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. Dabei ausgelöste Restrukturierungen und verschlechterte Arbeitsbedingungen galten vielfach als schmerzhafte, aber notwendige Behandlungsmassnahmen der Old Economy.

Heute wiederum scheinen die Skeptiker Recht zu bekommen, weil der Shareholder Value als Anreiz zur Bilanzmanipulation, zur Bereicherung oberster Managementetagen und zur Aushöhlung des Unternehmens verteufelt wird. Ist deshalb heute zunehmend von wertorientierter Unternehmensführung die Rede? Werden über instrumentelle Funktionen hinaus nun noch weitere Bastionen und die Spitze selbst, die Unternehmensführung, eingenommen?

Nach der überwiegenden Meinung in der entsprechenden Fachliteratur und einigen empirischen Untersuchungen scheint dies der Fall zu sein: Shareholder Value und wertorientierte Unternehmensführung haben sich 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.

Dieses Konzept scheint demnach heute notwendiger als je zuvor. 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 Kurseinbrüche 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 daher 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 werden die Aufgaben wertorientierter Steuerungssysteme und Ansprüche an wertorientierte Kennzahlen beschrieben. 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 nur den Charakter von Thesen haben 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 Regel 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

Kritiker hingegen betonen, dass gerade der Shareholder Value Ansatz dafür verantwortlich zu machen ist, dass nicht nur die Interessen der Shareholder, sondern

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.

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 dargestellt 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.

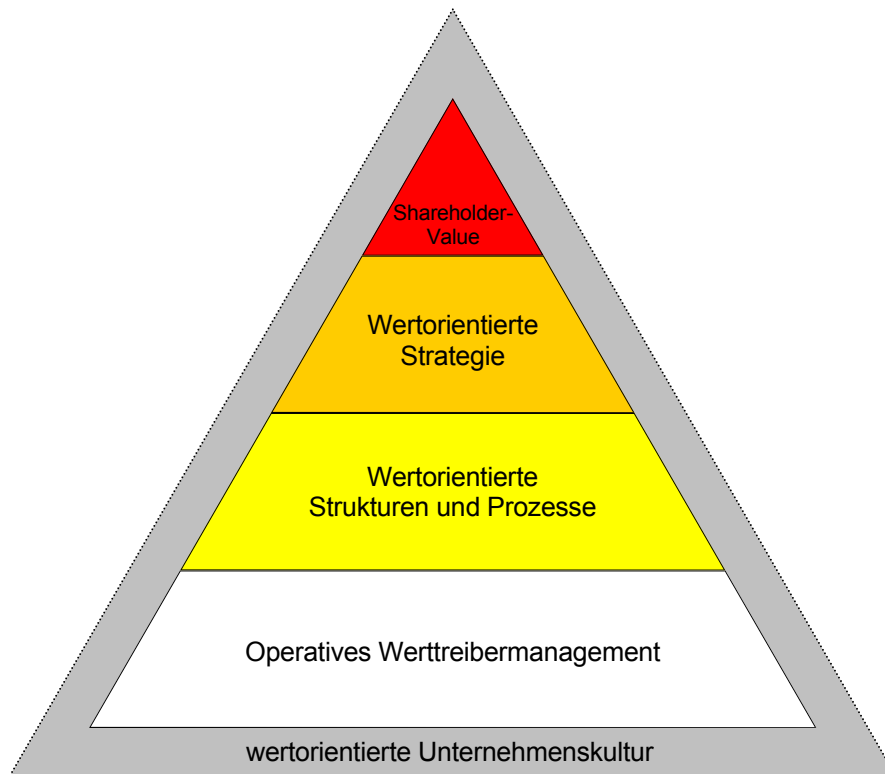


Abb. 1:
Ebenen Wertorientierter Unternehmensführung
Quelle: In Anlehnung an Knight (1998), S. 3.

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 Unternehmensziel 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

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

¹⁴ Vgl. Martin & Petty (2001), S. 2.

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

Rückschlüsse auf Preise, Absatzmengen, branchenspezifische Geschäftsrisiken sowie Finanzrisiken gezogen werden.¹⁶ Zur Auswahl der Strategie mit höchstem Wertschaffungspotential werden wertorientierte Verfahren, wie z.B. der dynamischen Investitionsrechnung angelehnte Discounted Cash flow (DCF), 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 transparente Struktur zur 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 Kontrollsystems*, das in der Lage ist, die Strategie in quantifizierbare 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 muss (3) die *Kapitalmarktkommunikation* des Unternehmens Informationslücken zwischen Management und Investoren abbauen und eine angemessene Bewertung durch die Kapitalmärkte sicherstellen, um die Attraktivität und Vertrauenswürdigkeit des Unternehmens für Investoren zu steigern und damit die Kapitalbasis und Zukunftsfähigkeit zu sichern.²¹

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

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.

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 wertorientierte Unternehmenskultur über alle Ebenen des Unternehmens unterstützt wird.

1.2 Wertorientierte Kennzahlensysteme

Wie bereits bemerkt, geht wertorientierte Unternehmensführung über die rein finanzwirtschaftliche 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. Ohne im Widerspruch zu diesem Anspruch zu stehen, ist ein Kennzahlensystem, das die Strategieerreichung messbar macht, unabdingbar. An der Spitze dieses Systems steht eine finanzielle Spitzenkennzahl zur Abbildung des internen Unternehmenswertes und zur Messung der Wertsteigerung auf Unternehmensebene. Auf den nachgelagerten Entscheidungsebenen folgen Finanzkennzahlen zur Wertermittlung in den relevanten Unternehmensbereichen. Bei der Operationalisierung der Finanzkennzahlen werden diese in ihre 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 sogenannten Werttreiberbäumen dargestellt.²³

²² Vgl. Knight (1998), S. 1, 7.

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

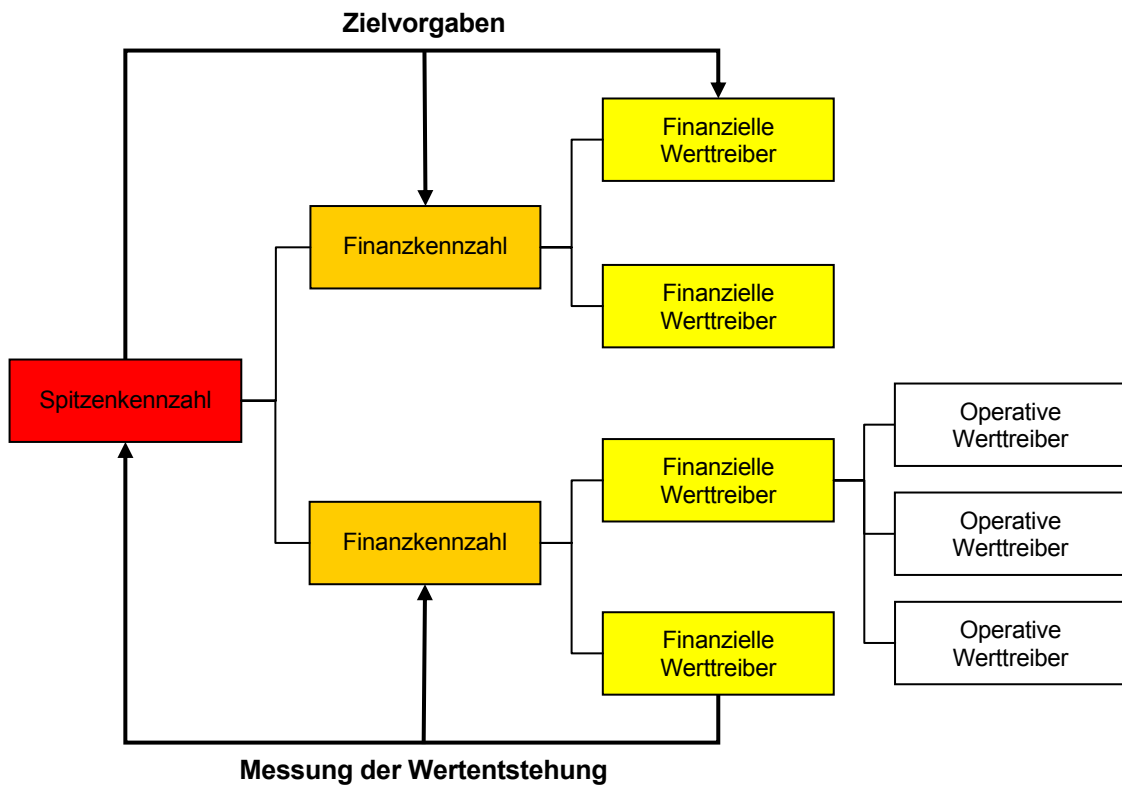


Abb. 2:
Das System der Wertkennzahlen
Quelle: In Anlehnung an Copeland et. al. (2000), S. 56ff.

Durch das Kennzahlensystem kann 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 miteinander und erfüllen so eine integrative Funktion. Zugleich schaffen sie Konsistenz zwischen zukunftsgerichteter (Unternehmensbewertung, Planung, Ressourcenallokation) und vergangenheitsorientierter Betrachtung (Leistungsmessung).²⁴ Über die 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 durch wertorientierte Vergütungssysteme. Bei der externen Kommunikation (im Wesentlichen an den Kapitalmarkt) verdeutlichen die Kennzahlen die Fähigkeit des Unternehmens zur Wertsteigerung und tragen zum Abbau von Wertlücken bei.²⁵

²⁴ Vgl. Pape (2000), S. 713.

²⁵ Vgl. Weber et. al. (2002), S. 10f.

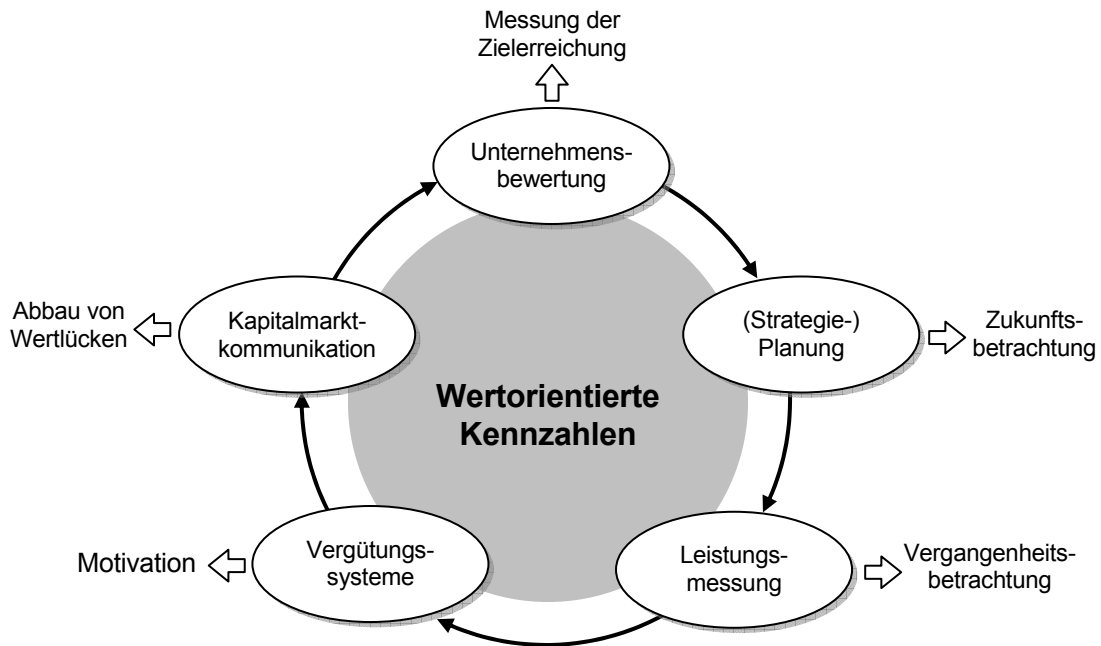


Abb. 3:
Integrative Funktion Wertorientierter Kennzahlen
Quelle: Eigene Darstellung.

Die vielfältigen Ansprüche an wertorientierte Kennzahlen können jedoch weder durch eine einzige Kennzahl noch durch eines der traditionellen, rechnungswesenbasierten Kennzahlensysteme erfüllt werden: Operative Entscheidungen verlangen Werttreiber, Leistungsmessung und Vergütungssysteme fordern Indikatoren für den Wertzuwachs und Unternehmens- und Strategiebewertung bedürfen Modelle, die langfristige Erfolgspotentiale abbilden. Dabei muss das Steuerungssystem eine risikoadäquate Mindestrendite des langfristigen Anteilseigners als zentrale Zielgröße berücksichtigen, um die Erreichung des Oberziels, der langfristigen 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 → Widerspiegelung der ökonomischen Realität

²⁶ Vgl. Lorson (1999), S. 1329.

1.2.1 Moderne versus traditionelle Kennzahlensysteme

(....)

1.2.2 Cash flow-basierte Modelle

(....)

1.2.2.1 Shareholder Value-Ansatz

(....).

1.2.2.2 Wertsteigerungsansatz

(....)

1.2.3 Jahresabschlussbasierte Modelle

(....)

1.2.4 Die Ansätze im Vergleich

(....)

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)	Cash Flow Return on Investment (CFROI) bzw. Cash Value Added (CVA)
Bewertungskennzahl	Shareholder Value	Barwert zukünftiger EVAs bzw. Market Value Added (MVA)	Barwert zukünftiger CVAs
Erfolgsgröße	Operativer Cash Flow	NOPAT	Brutto Cash flow
Kapitalkosten	Weighted Average Cost of Capital (WACC) auf Basis des Capital Asset Pricing Model (CAPM)		Aus zukünftigem Marktportfolio abgeleitet.
Individuelles Risiko	Unternehmens-Beta		
Prognosezeitraum	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, in wie weit 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 in mit einbezogen, um eventuelle Interdependenzen und Korrelationen aufzuzeigen.

Im Rahmen der Untersuchung wurde zu jeder Fragestellung eine subjektive Einschätzung zur Auffindbarkeit der Daten auf den Homepages der Unternehmen getroffen - schließlich ist die externe Berichterstattung ein wesentliches Instrument für die positive Beeinflussung des wahrgenommenen Unternehmenswertes für Anteilseigner.

Ausgewertet wurden im Frühjahr 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 die 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 inwieweit sich die wertorientierte Unternehmensführung in deutschen Konzernen als Zielsetzung etabliert hat und das Controllinginstrumentarium zunehmend daraufhin ausgerichtet wurde.²⁷ Zu diesem Zweck wurden persönliche Interviews mit den Ressortverantwortlichen von 24 DAX- und 35 MDAX-Unternehmen geführt.²⁸ Gegenüber einer Vergleichsstudie aus dem Jahre 1997 sind folgende wesentliche Veränderungen zur erkennen:

- zunehmende Verwendung wertorientierter Erfolgsgrößen als zentrale Steuerungskennzahl

²⁷ Pellens et. al. (2000), S. 5.

²⁸ Pellens et. al. (2000), S. 6.

- 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.²⁹ Hierzu wurden zehnteilige Fragebögen an die Finanzvorstände der DAX100-Unternehmen (Zusammensetzung zum 30.12.2002) gesandt. Die Rücklaufquote lag bei 38%.³⁰ 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 Kapitalmarktkommunikation³¹

²⁹ KPMG (2002), S. 5.

³⁰ KPMG (2002), S. 12.

³¹ 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 Konzernsteuerung)	Beteiligungscontrolling in Deutschland (IUU-Studie)	Shareholder-Value-Konzepte und ihre Umsetzung bei den DAX 100-Unternehmen (KPMG-Studie)
Durchgeführt von	FHW–Berlin im Auftrag der Hans-Böckler Stiftung	Institut für Unternehmensführung und Unternehmensforschung unterstützt durch die Arthur Andersen Business Consulting GmbH	KPMG Deutsche Treuhand Gesellschaft
Wissenschaftliche Leitung	Prof. Dr. Hans-Erich Müller Fachhochschule für Wirtschaft Berlin	Prof. Dr. Bernhard Pellens Ruhr Universität Bochum	Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser Ludwig-Maximilians-Universität München
Untersuchungsgegenstand	DAX100- (Stand Ende 2002) und ausgewählte SDAX-Unternehmen	DAX100-Unternehmen mit Mindeststreubesitz 25%	DAX100-Unternehmen (Stand Ende 2002)
Untersuchungszeitraum	Frühjahr 2003	Oktober 1999 bis Februar 2000	Herbst 2002
Vergleichsstudie	-	1997	2000
Datenerhebung	Auswertung der Internetauftritte	Persönliche Interviews mit Ressortverantwortlichen	Fragebogen, Auswertung Geschäftsberichte/Internet bei Einzelfragen
Grundgesamtheit	Gesamt: 117 Unternehmen 30 DAX30-Unternehmen 53 MDAX-Unternehmen 28 SDAX-Unternehmen 2 CDAX-Unternehmen 4 TECDAX-Unternehmen	Gesamt: 59 Unternehmen 24 DAX30-Unternehmen 35 MDAX-Unternehmen	38 DAX100-Unternehmen

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.³² 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 die 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.³³ 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

³² Vgl. Haspeslagh (2001), S. 67.

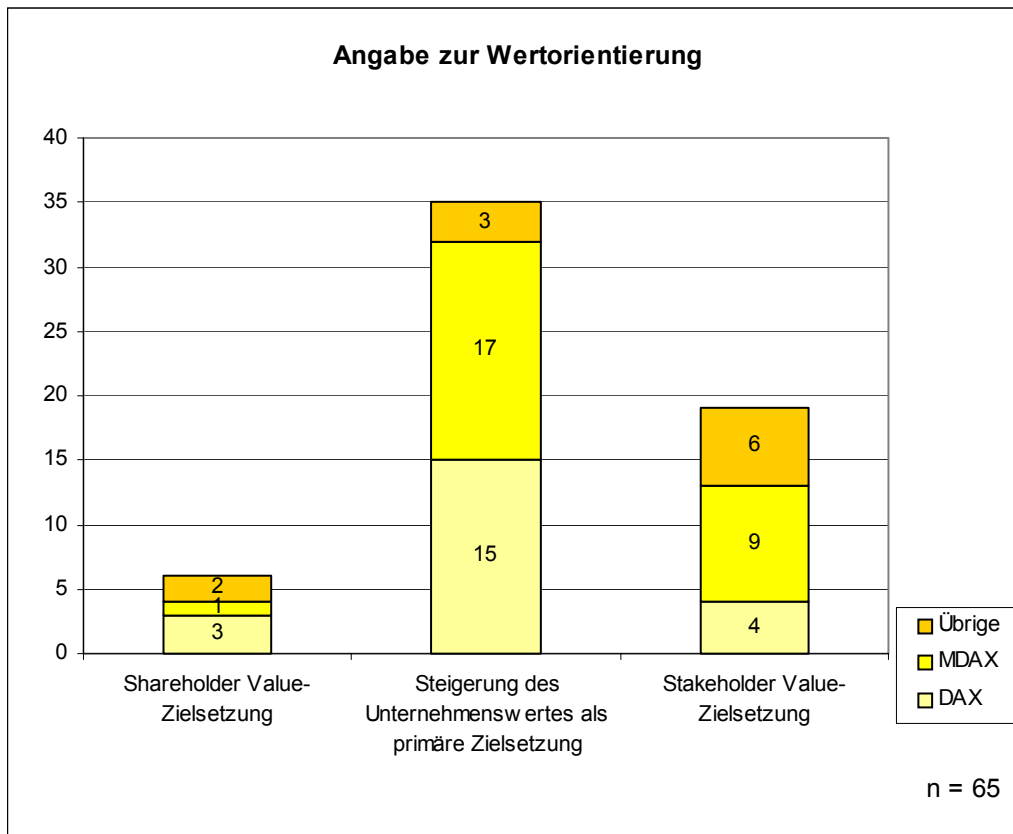
³³ Ein Sonderfall ist DaimlerChrysler. Die Gesellschaft wird zwar wertorientiert geführt, jedoch findet sich in der Selbstdarstellung des Unternehmens sowie im Investor-Relations-Bereich kein explizites Bekenntnis zur Wertorientierung als oberstem Unternehmensziel. Wegen der Eindeutigkeit der Wertorientierung wird DaimlerChrysler in der weiteren Auswertung dennoch in die Gruppe der Unternehmen mit expliziter Wertorientierung aufgenommen.

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 Interviews 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.³⁴

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.

³⁴ Pellens et. al. (2000), S. 13.



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

Im Unterschied dazu ergab eine fragebogenbasierte Studie zum Shareholder Value in deutschen Unternehmen des Instituts für Industriebetriebslehre und Organisation der Universität Hamburg (UH-Studie) aus dem Jahre 2000 eine deutlich stärkere Stakeholder-Orientierung. Es gaben 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.³⁵

Das Bekenntnis zur Wertorientierung wird vielfach getroffen. Die Studien zeigen jedoch, dass - entgegen der Theorie - in der Praxis wertorientierte Unternehmensführung und eine einseitige Shareholder Value-Orientierung nur selten

³⁵ Hansmann/ Kehl (2000), S. 18ff.

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 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

(....)

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

(....)

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

(....)

Trotz des seltenen Bekenntnisses 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.

2.2.6 Spitzenkennzahlen der internen Steuerung und Performancemessung

(....)

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, denn ob exakte Kenngrößen oder Praktikermaße verwendet werden, ist nicht zu klären.

2.2.7 Bestimmung von Mindestrenditen

(....)

2.2.8 Segmentierung und Operationalisierung der Spitzenkennzahlen

(....)

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 Finanzziele 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 Spitzenziel, 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-Konzept³⁶ 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.

³⁶ Vgl. zuerst Freeman (1984).

Deshalb soll der Kritik nicht weiter nachgegangen 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 zur Verbreitung des Shareholder Value Konzeptes in Deutschland, so stösst man auf einen eigenartigen Widerspruch: Einerseits wird abgefragt, dass grosse deutsche Unternehmen überwiegend eine positive Einstellung dazu haben, darin ein zukunftsweisendes Konzept sehen und keinesfalls nur eine Modeerscheinung - ein Konzept, das die Motivation fördere und keinesfalls nur zu einer kurzfristigen Orientierung führe. Shareholder Value und wertorientierte Unternehmensführung werden dabei synonym verwendet.³⁷

Andererseits findet sich die Aussage, dass Unternehmen vermeiden, sich zum Shareholder Value zu bekennen: “Allerdings scheint sich die Mehrheit der

³⁷ 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.

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.“³⁸

Eine Erklärung dafür könnte sein, dass Unternehmensführungen sich opportunistisch oder marketingorientiert verhalten und den mit dem Bekenntnis verbundenen politischen Konflikt scheuen. Dies mag der Fall sein, wenn die konfliktträchtige Orientierung an der Wertsteigerung für Aktionäre, durch den allgemein positiv besetzbaren Begriff der „Wertorientierung“, der die Nähe zu allgemein menschlichen Werten nahe legt, ersetzt wird.

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 wird³⁹, ist ein weiterer Aspekt.

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.“⁴⁰

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.

³⁸ Haspeslagh (2002), S. 49.

³⁹ Vgl. Lorson (1999).

⁴⁰ Macharzina & Neubürger (Hrsg.) (2002), S. V in ihrem Resümee des 55. Deutschen Betriebswirtschaftler-Tages 2001.

- Es darf nicht der Versuchung nachgegeben werden, kurzfristige Erfolge zu Lasten von langfristiger Wertsteigerung zu erkaufen.
- Dazu gehört weiterhin die oben benannte Orientierung an allen relevanten Anspruchsgruppen, mit anderen Worten: eine Stakeholderorientierung.⁴¹

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‘.⁴² 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 Spitzenkennzahl‘ 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

⁴¹ Vgl. ebd.; ebenso auch Coenenberg/Salfeld (2003), S. 4 ff.

⁴² „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.

vollends zu Geltung, wenn sie in ein alle Ebenen integrierendes Steuerungskonzept eingebettet und zudem von allen Mitarbeitern verstanden wird.“⁴³

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. EVATM, 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.⁴⁴ Darüber hinaus werden Berechnungsmethoden vielfach nicht offen gelegt oder im Zeitablauf verändert.⁴⁵ 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.“⁴⁶ 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, kann 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

⁴³ Pellens et al. (2000), S. 32.

⁴⁴ Vgl. etwa RAVETM 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)

⁴⁵ Vgl. dazu selbst aus Expertensicht: Ballwieser (2002), S. 79 ff.

⁴⁶ Wolbert (2003) hier nur als ein Beispiel für viele.

begünstigt haben.“⁴⁷ 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 Wertorientierter 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.“⁴⁸

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 letztere sich nur dann von einer traditionellen Renditekennzahl unterscheidet, wenn die gesamten Kapitalkosten einbezogen werden, liegt der Reiz von EVA 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 die Gewinnbeitrag in der Periode, der über die Mindestexpectations 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.“⁴⁹ 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 Cash Flow).⁵⁰

Das eigentlich Neue ist an den wertorientierten Spitzenkennzahlen zunächst nicht zu erkennen, denn das Risiko wurde auch bei traditionellen Spitzenkennzahlen

⁴⁷ Horváth & Minning (2001), S.281.

⁴⁸ Price Waterhouse & ZEW (1998), S. 33, zitiert nach Höpner (2003), S.52.

⁴⁹ Ballwieser (2002), S.78.

⁵⁰ Vgl. Schneider (2001).

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.“⁵¹

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. 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.“⁵² 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 abgeprüft⁵³, das Bekenntnis der Wertorientierung zu kommunizieren, die Organisation in selbständige Geschäftseinheiten zu dezentralisieren, die Geschäftsführung z.B. durch Stock-Options an der Wertentwicklung zu beteiligen und ein entsprechendes Planungs- und Controllingssystem 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 (Stakeholders), der Informationsgehalt der traditionellen Rechnungslegung nicht mehr ausreicht. In diese Lücke stoßen finanzwirtschaftlichen Instrumente zur

⁵¹ Ballwieser (2002) S.79.

⁵² Lorson (1999), S. 1329 dort angegebene Literatur.

⁵³ Vgl. Kap. 2 mit der Fragestellung in Anlehnung an Haspeslagh u.a. (2002).

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 rationale Kern des Shareholder-Value-Konzeptes⁵⁴.

Aber zwei Bemerkungen sind doch angebracht: Jenseits technischer Feinheiten, die nicht nur den Laien durchaus verwirren können, ist neu, dass die Ansprüche der Eigentümer, der Aktionäre, aus einer Residualgröße als Prämie für das unternehmerische Risiko, in eine feste Anspruchsgröße (Stichwort: hurdle rate) verwandelt wird. In dieser Umdeutung des Eigentümergewinns 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 übersieht, dass die

⁵⁴ 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.

Eigentümerrendite der Aktionäre vom Management nur teilweise beeinflusst werden kann.⁵⁵

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 Cash Flow 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.⁵⁶ 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 Variablen bestimmten Modell. Eine direkte Beeinflussung des Unternehmenswerts ist daher ausgeschlossen; eine umfassende Strategie muss vielmehr darauf abzielen, alle Variablen bzw. Einflussfaktoren, von denen er abhängt, in einer koordinierten Anstrengung gleichzeitig in die gewünschte Richtung zu verändern.“⁵⁷ 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 wollen⁵⁸ 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.⁵⁹ Denn

⁵⁵ 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 empfangen, nicht indexiert. Sie sind gewissermaßen Windfall-Profits bei steigenden Börsenkursen – durch die Praxis der Neubewertung sogar auch bei fallenden Kursen (Vgl. Cassidy 2002).

⁵⁶ Vgl. dazu die Standard-Lehrbuchliteratur; z.B. Thommen & Achleitner (2001); Brealey & Myers (1996).

⁵⁷ Coenenberg & Salfeld (2003), S. 72.

⁵⁸ Vgl. oben Kapitel 1.1.

⁵⁹ Vgl. Müller & Prangenberg (1997).

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 finanzorientierte Steuerungskonzepte neu bewertet und in einen größeren Zusammenhang eingeordnet. Es wird sich im folgenden zeigen: Das Shareholder-Value-Konzept hat seine Unschuld verloren.

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 und Unternehmenskultur auf das Ziel der langfristigen Steigerung des Unternehmenswerts für Anleger auszurichten habe, also mehr ist als ein finanzwirtschaftliches Planungs- und Kontrollsystem. Wenn in der Praxis ein öffentliches Bekenntnis zum Shareholder-Value unterbleibe, dann häufig, weil dieser in europäischen oder asiatischen Unternehmen als „politisch unkorrekt“ gelte.⁶⁰

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.⁶¹ Während aber nach unserer internetgestützten Untersuchung ein Bekenntnis zur Stakeholder-Value-Zielsetzung ähnlich schwach 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

⁶⁰ vgl. Haspeslagh u.a. (2002).

⁶¹ „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)

Unternehmen sich primär auf die Maximierung des Shareholder-Value ausrichten, während 57% bewußt einen Stakeholder-Ansatz verfolgen.⁶²

Ist diese Verweigerungshaltung zur „Verpflichtungserklärung“ (!) nun nur ein opportunistisches Zugeständnis zur „political correctness“, oder könnte mehr dahinterstecken? 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,⁶³ 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 Aktionäre und Arbeitsplätze ausgelöscht wurden, wie bei den jüngsten Bilanzskandalen von Enron, Global Crossing und WorldCom in den USA?

3.2.2 Schiefe Machtverteilung

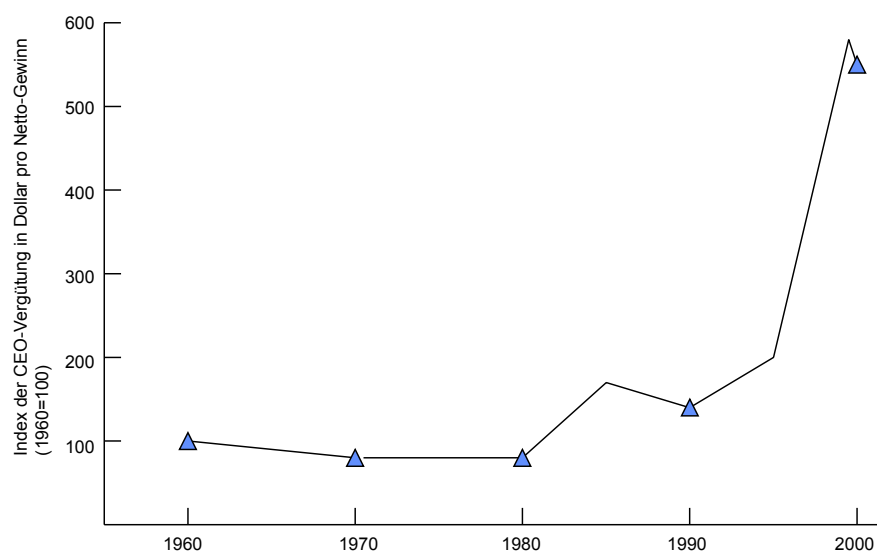
Bereits Mitte der 1990er Jahre regte sich in den Vereinigten Staaten Kritik am Shareholder Value Konzept. Der lang anhaltenden Hausse in Wall Street waren Umstrukturierungen vorausgegangen, die mit erheblichen Belastungen der Beschäftigten einhergingen. Politiker, Gewerkschafter und zunehmend auch einige Großaktionäre appellierten 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

⁶² Vgl. Hansmann& Kehl (2000), S. 11 u. 19.

⁶³ Vgl. Fischer/Decken 2002.

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.⁶⁴ 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 das Kapital durch Manager ausgebeutet (vgl. Abb. 8).⁶⁵ Tatsächlich aber sind nicht nur die Verteilungswirkungen komplizierter, sondern auch die Produktion, die Wertschöpfung ist betroffen, wie das folgende Kapitel zeigt.



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

Abb. 4:
Shareholder Value in den USA: Umverteilung zugunsten des Top-Managements
Quelle: Martin & Moldoveanu (2003), S. 39.

⁶⁴ Vgl. o. V. (1996).

⁶⁵ Vgl. Martin & Moldoveanu (2003).

3.2.3 Der Kreislauf der Habgier

Die Shareholder-Value-Bewegung hat eine Kurzfrist-Orientierung mit langfristigen Folgen hervorgebracht - einen „Kreislauf der Habgier“.⁶⁶ 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.⁶⁷

Die Folge dieser kurzfristigen Orientierung am Börsenkurs ist die Vernachlässigung von Innovationen, Traditionsunternehmen werden radikal zerlegt und umgebaut, die Loyalität der Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten zum Unternehmen nimmt ab.⁶⁸ 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.⁶⁹ Die ersten, die diese Idee realisierten, waren reiche und aggressive Investoren in den USA, die mit geliehenem Kapital Traditionsfirmen kauften, zerlegten und dann teurer verkauften, die sogenannten „corporate raiders“. Später dann entdeckte man Aktienpakete und Aktienoptionen (stock-options) die eine

⁶⁶ Vgl. Kennedy (2001); Cassidy (2002); Albach (2003).

⁶⁷ Nach einer Untersuchung der Financial Times 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).

⁶⁸ Vgl. zum Zusammenhang von Shareholder Value und Outsourcing schon Müller/Prangenberg (1997). Vgl. weiter Kennedy (2001).

⁶⁹ Vgl. Jensen & Meckling (1976)

„Orgie der Selbstbereicherung“⁷⁰ 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.“⁷¹

„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 45 mal mehr als das Durchschnittsgehalt seiner Mitarbeiter, 1991 war dieses Verhältnis bei 140, heute liegt es bei 500.⁷² Stock-Options, die das Unternehmen nur scheinbar nichts kosten⁷³ 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-Value-System, das den Nährboden dafür abgab, dass amerikanische Top-Manager „ihre Unternehmen wie Geldautomaten behandeln konnten, indem sie sich selbst \$-Millionensummen zusprachen.“⁷⁴ Die Folgen waren aber nicht nur ein 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.⁷⁵

3.2.4 Nachhaltige Wertsteigerung als Ziel

Nicht zuletzt die sogenannte New Economy hat der wertorientierten Führungsphilosophie zum Durchbruch verholfen. Hohe Börsenbewertungen eröffneten neue Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung, aber auch zum Kauf von Unternehmen und zur auskömmlichen Vergütung von Führungskräften und Spezialisten. An den

⁷⁰ Cassidy (2002), S. 76

⁷¹ Cassidy (2002), S. 68

⁷² Graef Crystal zitiert nach Cassidy 2002, S. 76

⁷³ Vgl. Bodie et al. (2003).

⁷⁴ Elson (2003), S.69.

⁷⁵ Vgl. auch Ghosal (2003)

Kapitalmärkten stieg die Bereitschaft, die Bewertung von Unternehmen auf zukunftsorientierte Kennzahlen zu stützen, der Marktwert stieg auf das Vielfache des Buchwertes.⁷⁶ Nachdem die spekulative 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.“⁷⁷

In der Blütezeit der so genannten New Economy standen Traditionsunternehmen, 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 sollten sie es heute, bei immer noch schwacher Börsenattraktivität, etwas ruhiger angehen lassen? Die Steuerung eines Unternehmens nur nach einer wertorientierten Spitzenkennzahl kann zur Fehlsteuerung führen.⁷⁸ 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.⁷⁹

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

⁷⁶ Vgl. Henzler (2003), S. 28.

⁷⁷ Duisenberg (2003), S.2

⁷⁸ Vgl. zur Kritik schon Schneider (2001).

⁷⁹ Vgl. Krubasik (2003).

zurückzuführen sei.⁸⁰ 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 zurückführen⁸¹, 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?“⁸² 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.“⁸³ Mehr noch: Durch „wertorientierte Verschlinkung“, durch Outsourcing und Downsizing, kann umgekehrt eine „Schwächung der Wettbewerbsposition“ eintreten.⁸⁴

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 handeln.⁸⁵ 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

⁸⁰ Vgl. Ossadnik & Barklage (2003).

⁸¹ Vgl. zuletzt PA Consulting Group (2002).

⁸² Ballwieser (2002), S. 81.

⁸³ Ballwieser (2002), S. 86.

⁸⁴ Vgl. Kieser (2002), vgl. auch schon Müller/Prangenberg (1997).

⁸⁵ Vgl. Bühner (2002).

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-finanzieller 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.“⁸⁶ Neben der Finanzperspektive sind dies die Kundenperspektive, die interne Perspektive sowie die Lern- und Entwicklungsperspektive, 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 scheitert. 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 finanzwirtschaftliche Vorherrschaft nicht in Frage. Bezeichnend ist, dass in beiden

⁸⁶ Kaplan & Norton (2001), S. 5.

Ansätzen gesellschaftliche Veränderungen als Triebfeder angesehen werden⁸⁷ - 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 finanzwirtschaftlich 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.“⁸⁸ Harte finanzwirtschaftliche 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.⁸⁹

Und noch ein weiterer Unterschied ist auszumachen: Während beim Shareholder-Value-Konzept die Wertschaffung für den Aktionär das Oberziel ist und Strategien daraus abgeleitet werden⁹⁰, heißt es beim Balanced Scorecard Konzept umgekehrt: „*Miss die Strategie!* Sämtliche Ziele und Meßgrößen der Balanced Scorecard – sowohl finanzielle als auch nicht-finanzielle – sind dabei von der Unternehmensvision und -strategie abzuleiten.“⁹¹

Diesen 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?“⁹² 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

⁸⁷ Vgl. Rappaport (1999), Kaplan & Norton (2001).

⁸⁸ Kaplan & Norton (2001), S. 3 f.

⁸⁹ 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 finanzwirtschaftlicher Exaktheit. Vgl. Kaplan & Norton (2001), S. 145 ff.

⁹⁰ Vgl. oben Kapitel 1.1

⁹¹ Kaplan & Norton (2001), S. 5.

⁹² Kaplan & Norton (2001), S. 70.

Management) zu versöhnen, die noch nicht zu bemerkt haben scheint, dass sie hierdurch zu einem bloßen Mittel degradiert ist. Der Finanzbereich wird also mehr strategisch und weniger funktional⁹³, 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.⁹⁴ Nach unserer internet-gestützten 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.⁹⁵ 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.“⁹⁶ Hinzu kommt die Notwendigkeit der Berücksichtigung von Verflechtungen (Synergien) und zeitlichen Zusammenhängen (Lebenszyklus von Produkten). Schließlich müssten die Kennzahlen in Richtung beeinflussbarer Komponenten modifiziert werden, wodurch aber wiederum die Komplexität steigt und die Vergleichbarkeit leidet.⁹⁷

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

⁹³ Vgl. Booz, Allen & Hamilton (2003)

⁹⁴ Vgl. KPMG (2003), S.31.

⁹⁵ Vgl. Pellens u. a. (2000), S. 31 f.

⁹⁶ Pellens u .a. (2000), S . 31

⁹⁷ Vgl. KPMG (2003), S. 29 f.

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.⁹⁸ 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 Strategiepapstes 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.⁹⁹ 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.¹⁰⁰ 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 Konzeptes¹⁰¹ -, der verlockende Charme scheinbar eindeutiger Ergebnisse verloren geht, den etwa 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

⁹⁸ Vgl. Bea & Haas (1995), S. 64

⁹⁹ Vgl. Mintzberg (1999).

¹⁰⁰ Vgl. Crainer (2000).

¹⁰¹ Vgl. oben Kapitel 1.1

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.¹⁰² Keines dieser grundlegenden Zwecke (core purposes) fällt in die Kategorie „Maximiere den Reichtum der Aktionäre.“¹⁰³ 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, das sie der „Serien-Unternehmens-Killer“ nennen: Stellen Sie sich vor, Sie können ein Unternehmen zu einem Preis an jemand verkaufen, den jedermann, auch bei großzügigen Annahmen über zukünftige Cash flows, 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 Markennamen 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, finanzzentrierte Top-Manager über die tieferen Existenzgründe ihrer Organisation nachdenken zu lassen.¹⁰⁴

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 sogenannten Wertorientierten Unternehmensführung weit hinaus. Die Autoren zitieren dazu David Packard, Firmengründer von Hewlett Packard aus den 1960er Jahren:

¹⁰² Vgl. Collins & Porras (1994).

¹⁰³ Vgl. Collins & Porras (1996).

¹⁰⁴ Vgl. Collins & Porras (1996).

„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, das 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.“¹⁰⁵

Visionäre Unternehmen schaffen nach dieser Untersuchung in der ersten Hälfte der 1990er Jahre mehr Unternehmenswert und Arbeitsplätze als gewöhnliche Unternehmen.¹⁰⁶ Nun kann man sich heute, nach Jahren der Shareholder Value Bewegung, des Business Reengineerings, 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.

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

¹⁰⁵ zitiert nach Collins & Porras (1996).

¹⁰⁶ 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).

Accountants.“¹⁰⁷ 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 & Kaplan¹⁰⁸ 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.

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 Formulierung¹⁰⁹, legen Coenenberg & Salfeld (Mc Kinsey) in einer neuen Veröffentlichung einen weitergehenden Ansatz vor.¹¹⁰

Von der nachhaltigen Wertsteigerung des Unternehmens ausgehend - nicht nur für die Kapitalgeber, sondern für alle Stakeholder - verbinden sie bei der Zielformulierung die

¹⁰⁷ Coenenberg (2003), S.10.

¹⁰⁸ Foster & Kaplan (2001)

¹⁰⁹ Vgl. Rappaport (1994), S. 83 ff. sowie Kaplan & Norton (2001).

¹¹⁰ Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003).

Vision als interne Anspruchshaltung mit den externen Erwartungen des Kapitalmarktes. Der Börsenwert vermittele 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?“¹¹¹

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.¹¹² 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.¹¹³

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.¹¹⁴

¹¹¹ Coenenberg & Salfeld (2003), S. 101.

¹¹² Vgl. ebd. S. 4 ff.

¹¹³ Das wird noch deutlich in Coenenberg (2003).

¹¹⁴ Vgl. Remsprenger (2003), S. 3. Zur aktuell steigenden Bedeutung von neuen Finanzierungsformen wie Mezzanine Kapital, Verbriefung von Forderungen und Kreditderivaten vgl. Siegert & Hühn (2003).

Die Frage aber ist, ob die Börsen die ihnen zugewiesene Kontrollfunktion überhaupt einnehmen können. Denn Börsenwerte sind nicht nur auf Grund von Marktirrationalismen kurzfristig verzerrt¹¹⁵, 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.¹¹⁶ Nach der im Jahr 2000 einsetzenden Kurskorrektur verloren die Börsenwerte in den Vereinigten Staaten und Europa allerdings bis zu 50 % ihres Wertes, sind also 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.“¹¹⁷

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

¹¹⁵ Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003), S. 53 ff.

¹¹⁶ Vgl. Krubasik (2003).

¹¹⁷ Keynes (1936), S. 134.

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 haben, und sich manchmal für Maßnahmen einsetzen, die den Interessen der Shareholder und anderer Stakeholder diametral entgegengesetzt sind.“¹¹⁸ Um die Corporate Governance der Unternehmen zu stärken und die Rechte der Aktionäre vor Managementexzessen 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.¹¹⁹ 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 Zuspitzung des Systems, die sich in Deutschland in diesem Umfang nicht durchgesetzt hat. Aber wie Wolfgang Streek und Mark Höpner in einem Sammelband mit dem Titel „Alle Macht dem Markt?“ nachgezeichnet haben, ist nicht zuletzt durch den Einfluss des Shareholder Value Konzeptes die sogenannte Deutschland AG in Auflösung begriffen.¹²⁰ 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 zurückgeschwungen: Emittenten, so heißt es bereits, würden unter ständig neuen Kodizes, Gesetzen und Richtlinien leiden.¹²¹

¹¹⁸ Eun & Resnick (2003), S. 472.

¹¹⁹ Vgl. Eun & Resnick (2003), Kap. 21.

¹²⁰ Vgl. Streek & Höpner (Hrsg.) (2003).

¹²¹ Vgl. Rosen 2003.

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 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 zahlreiche Verbesserungen im Bereich der Unternehmensführung, -kontrolle, der Bilanzierung und Unternehmenspublizität.¹²²

Es zeigt sich also: die Zielformulierung Wertorientierter Unternehmensführung kann also, anders als Coenenberg & Salfeld darlegen, nicht allein aus interner Anspruchshaltung (der Vision) und externer Börsenerwartung gefunden werden.¹²³ 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.¹²⁴ Es ist bekannt, dass für die strategische Positionierung einer Organisation, eines Unternehmens, das Umfeld wie die Ressourcen relevant sind.¹²⁵ 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

¹²² Vgl. <http://www.boeckler.de> vom 05.05.1003.

¹²³ Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003), Kap. 2.

¹²⁴ Vgl. exemplarisch dazu im folgenden Johnson & Scholes 2002, Kap. 5., Grant (1998), Kap. 2.

¹²⁵ Bekannt auch als SWOT-Analyse: Strength & Weaknesses, Opportunities & Threats.

die Zwecke der Organisation.“¹²⁶ 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.).



Abb. 5:
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.“¹²⁷ Die Qualität der Corporate Governance sollte daher nicht allein vor

¹²⁶ Johnson & Scholes (2002), S. 193.

¹²⁷ Grant (1998), S. 46.

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.“¹²⁸ Als Rechtfertigung dafür lässt sich nicht nur „die soziale Verpflichtung des Kapitals“¹²⁹ sondern dessen Eigeninteresse selbst anführen.

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“.¹³⁰ 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:¹³¹ 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.¹³² Mit anderen Worten: die Notwendigkeit zur Reform der Corporate Governance leitet sich aus weitergehenden Gründen ab.¹³³ 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.

¹²⁸ Müller-Stewens & Lechner (2003), S. 524

¹²⁹ Vgl. ebd.

¹³⁰ Vgl. Bertelsmann Stiftung, Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) (2001). Zur Zusammenführung von Wert- und Verantwortungsorientierung vgl. Brink & Puell (2003).

¹³¹ Vgl. Müller (1985).

¹³² Vgl. Holmstrom & Kaplan (2001).

¹³³ Vgl. demgegenüber Strenger (2002): „Corporate Governance setzt kapitalmarktbezogene Rahmenbedingungen für gute Haushaltsführung in Unternehmen. (S. 118)

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 Marktsteuerung 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.“¹³⁴ 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 Handikap.¹³⁵

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, das sie selbst mit dem Virus schneller Börsen- und Investmentgeschäfte infiziert sind.

Bleibt die Idee, dass die Fondsmanager in diese Lücke stoßen. Diese Vorstellung sei naiv: „Die Bindung an ein Unternehmen oder gar das Engagement, das in der Wahrnehmung eines Aufsichtsrats-Mandates durch den Fondsmanager zum Ausdruck

¹³⁴ OECD (2003), S.1

¹³⁵ Vgl. Strenger (2002).

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.“¹³⁶ Außerdem hätten Fondsgesellschaften nicht die Anreize „sich der Mühen 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.“¹³⁷ 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 weiter 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?

¹³⁶ Zeise (2003.)

¹³⁷ Adam (2003).

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 Entscheidungs- und Kontrollprozesse. In besonderer Weise gilt dies auch für die Zusammenarbeit mit den Aktionären.“¹³⁸ 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 erfolgsversprechend 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 Arbeitnehmereinfluss?

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,¹³⁹ 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

¹³⁸ Siemens Geschäftsbericht (2002), S. 32.

¹³⁹ Vgl. Streek & Höpner (Hrsg.) (2003) und Höpner (2003).

Jahrzehnte hinweg stabilen Institutionen der industriellen Beziehungen destabilisiert, oder doch zumindest die Einflusschancen der Arbeitnehmerseite schwächt.“¹⁴⁰

Dazu wird die für die vierzig größten deutschen börsennotierten Nichtfinanzunternehmen anhand von vier Indikatoren (Informationsqualität der Geschäftsberichte, Investors Relations, Anreizkompatibilität der Managervergütung, Implementation von Renditezielen) entwickelte Rangfolge ihrer Shareholder-Value-Orientierung¹⁴¹ 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 positive 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.¹⁴² 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.“¹⁴³ 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.¹⁴⁴ Wenn Betriebsräte die Abkehr von der HGB-Bilanzierung

¹⁴⁰ Höpner (2003), S. 151

¹⁴¹ Vgl. ebd. Kap. 2

¹⁴² Vgl. ebd. Kap. 5

¹⁴³ ebd. S. 167

¹⁴⁴ Vgl. ebd. S. 154.

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 „beschäftigtenorientierte Unternehmenstrategien“ relevant.¹⁴⁵ Auch die vermeintliche Zielverschiebung vom Unternehmenswachstum zur Rentabilitätssteigerung¹⁴⁶ ist eher aus einer theoretischen Konstruktion abgeleitet, als ein Beleg für die Wirksamkeit des Shareholder Value Konzeptes, sind doch Wachstum einerseits und operative Exzellenz sowie Portfoliosteuerung andererseits beide Hebel des Wertmanagements.¹⁴⁷

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.¹⁴⁸

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

¹⁴⁵ Vgl. Müller, G.(Hrsg.) (2003).

¹⁴⁶ Vgl. ebd. S.184.

¹⁴⁷ Vgl. Coenenberg & Salfeld 2003, Kap. 4.

¹⁴⁸ Vgl. Müller & Prangenberg 1997; Prangenberg 1999.

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 Steuerung des Geschäfts nutzt. „Der Aufsichtsrat sollte mit den Augen des Vorstands sehen können.“¹⁴⁹

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 Wertreiber 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.

¹⁴⁹ Wolbert (2003)

SCHLUSSBETRACHTUNG

Von einem "Siegesszug der Wertorientierung"¹⁵⁰ 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 Arbeitnehmer,

¹⁵⁰Coenenberg & Salfeld (2003), S. 3

ausgebeutet und Arbeitsplätze 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“ Spitzenziel 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 werden¹⁵¹, 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 marktorientierte 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 mangle es aber an Distanz zum Shareholder-Value Konzept, wie eine neue empirische Studie von Wolfgang Streek und Martin Höpner¹⁵² festhält. Tatsächlich aber kann bezweifelt werden, dass die Arbeitnehmerseite, sich überhaupt einem theoretischen Konstrukt dieser Art verpflichtet sieht.

¹⁵¹ Vgl. Coenenberg & Salfeld (2003).

¹⁵² Vgl. Streek & 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.“¹⁵³ Wir hoffen, mit unserer Studie dazu einen Beitrag geleistet zu haben.

¹⁵³ 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 (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.

Craimer, 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. & 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, 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

Hansmann, 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. (1967)

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, 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).

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.

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

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

Neubürger, H.J. (2002):

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

N. N. (1997):

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

N. N. (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., Stuttgart.

Remsprenger, H. (2003):

Strukturveränderungen im Finanzsektor aus Notenbanksicht. Vortrag beim Bankseminar 2003 der Württembergischen 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.

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

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

Streek, 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., Bramsemann, 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	KSB 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	Dequssa 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 Index Unternehmen

Branche I E-Mail

Branche II WP

Explizites Bekenntnis zur Wertorientierung

Explizite Angabe hinsichtlich der Wertorientierung Aussage

Zitat

Quelle Verfügbarkeit der Information

Eigentümerstruktur

Institutionelle Anleger (%) Streubesitz (%) Mitarbeiter (%) Bemerkungen

Quelle Verfügbarkeit der Information

Organisationsstruktur

Organisationsstruktur Bemerkungen

Quelle Verfügbarkeit der Information

Anpassung von Unternehmensprozessen an VBM

Nennung Wertorientierung Rechnungswesen

angepassten Unternehmens- Controlling

prozessen Planung

Quelle Verfügbarkeit der Information

Einbindung von Kennzahlen in das Führungssystem

Verwendung in interner Berichterstattung

Wertorientierte Entlohnung Quantitative Bezugsgrößen Traditionelle Bezugsgrößen

Wertorientierte Kennzahlen

Aktienkursentwicklung

Qualitative Bezugsgrößen

Bemerkungen

Quelle Verfügbarkeit der Information

Rechnungslegung

Rechnungslegungsgrundsätze Umgestellt seit Umstellung geplant

Vereinheitlichung von internem und externem RW Verfügbarkeit der Information

Kennzahlen für Interne Steuerung und Performancemessung

Bilanzielle Kennzahlen Jahresüberschuss Renditekennzahlen

Operatives Ergebnis Return on Investment

Operativer Cash flow

Wertorientierte Kennzahlen Wertorientierte absolute Größen

Wertorientierte Renditeziffern

Definition der Komponenten

Zitat

Quelle Verfügbarkeit der Information

Angaben zum Kalkulationszins

Record: of 1

LfdNr 125 Index DAX30 Unternehmen **Muster AG**

Angaben zum Kalkulationszins

Kalkulationszins

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

Zitat

Quelle Verfügbarkeit der Information

Segmentierung der Kennzahlen

Wertorientierte Kennzahlen

Kennzahlen nur auf Konzernebene Ermittlung der Kapitalkosten für

Segmentierung nach Produkten

Segmentierung nach Regionen

Segmentierung nach betrieblichen

Quelle Verfügbarkeit der Information

Kennzahlensysteme

Kennzahlensysteme

Quelle Verfügbarkeit der Information

Publizitätsverhalten

Publikation der Kennzahlen im Internet Verfügbarkeit der Information

Zusätzliche Informationen

Social Disclosures Verfügbarkeit der Information

Environmental Disclosures Qualität der Information

Quellen

Record: 1 of 1

Kennzahlensysteme

Kennzahlensysteme

Quelle Verfügbarkeit der Information

Publizitätsverhalten

Publikation der Kennzahlen im Internet 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	Betriebs- ergebnis	Gewinn vor Steuern	Cash flow
1998	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>
1999	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>
2000	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>
2001	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>	<input type="text" value="0"/>

Datum

Tageskurs Datenverfügbarkeit

Gesamteindruck

Gesamtverfügbarkeit der Daten (berechnet) Gesamtverfügbarkeit der Daten (gefühl)

Fazit

Record: 1 of 1

Untersuchungsergebnisse nach Index und Branche

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%
<u>Spezifizierung der Zielsetzung</u>								
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	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
Keine Angabe	90	77%	17	57%	42	79%	26	93%
Aussage, dass Anpassungen vorgenommen wurden	27	23%	13	43%	11	21%	2	7%
<u>Genannte Prozesse</u>								
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	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
Hinweis auf wertorientierte Vergütungssysteme	57	49%	17	57%	23	43%	11	39%
<u>Bezugsgrößen in Vergütungssystemen</u>		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%
Rechnungslegungssysteme	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
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%
Interne Steuerung und Performancemessung	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
<u>Traditionelle, bilanzielle Kennzahlen</u>	15	13%	10	33%	5	9%	0	0%
Jahresüberschuss	1	1%	1	3%	0	0%	0	0%
Operatives Ergebnis	6	5%	2	7%	4	8%	0	0%
Operativer Cash flow	3	3%	2	7%	1	2%	0	0%
Renditekennzahlen	7	6%	5	17%	2	4%	0	0%
<u>Wertorientierte Kennzahlen</u>	31	26%	15	50%	13	25%	2	7%
EVA	13	11%	7	23%	4	8%	1	4%
CVA	1	1%	1	3%	0	0%	0	0%
CFROI	3	3%	1	3%	2	4%	0	0%
ROCE	10	9%	3	10%	6	11%	1	4%
Definition der inhaltlichen Komponenten	14	12%	8	27%	5	9%	1	4%
Verwendeter Kalkulationszinsfuß	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
Kapitalkostensatz	22	19%	13	43%	7	13%	1	4%
Pauschal ermittelter Zins	1	1%	1	3%	0	0%	0	0%
Angabe von Kapitalkostensätzen	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
Angabe eines Kapitalkostensatzes	21	18%	10	33%	9	17%	1	4%
Getrennter Ausweis von EK- und FK-Kostensatz	9	8%	5	17%	2	4%	1	4%
Definition der inhaltlichen Komponenten	9	8%	5	17%	2	4%	1	4%
Segmentierung der Kennzahlen	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
Kennzahlen nur auf Konzernebene	13	11%	5	17%	7	13%	1	4%
Segmentierung nach Produkten	20	17%	12	40%	7	13%	0	0%
Segmentierung nach Regionen	5	4%	1	3%	4	8%	0	0%
Segmentierung nach betrieblichen Funktionsbereichen	2	2%	1	3%	0	0%	1	4%
Segmentierung der Kapitalkosten	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
Gesamtkonzern & Teileinheiten	13	11%	8	27%	4	8%	1	4%
Gesamtkonzern	10	9%	5	17%	3	6%	1	4%
Teileinheiten	2	2%	2	7%	0	0%	0	0%
Aussagen zu Kennzahlensystemen	Gesamt		DAX30		MDAX		SDAX	
Werttreibermodelle & Balanced Scorecard	1	1%	1	3%	0	0%	0	0%
Balanced Scorecard	3	3%	2	7%	1	2%	0	0%
Werttreibermodelle	1	1%	1	3%	0	0%	0	0%
Finanzwirtschaftliche Kennzahlensysteme	6	5%	5	17%	1	2%	0	0%

UNTERSUCHUNGSERGEBNISSE GEGLIEDERT NACH BRANCHE	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
<u>Spezifizierung der Zielsetzung</u>										
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 VBM	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
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
<u>Genannte Prozesse</u>										
Rechnungswesen	3	1	0	0	0	0	0	0	1	1
Controlling	18	2	2	0	1	3	0	2	1	7
Planung	12	1	2	0	1	1	0	0	1	6
Berichterstattung & Entlohnung	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
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
<u>Angabe zu Bezugsgrößen in Vergütungssystemen</u>										
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
Rechnungslegungssysteme	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
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

Interne Steuerung und Performancemessung	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
<u>Traditionelle, bilanzielle Kennzahlen</u>	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 Cash flow	3	0	1	1	0	0	0	0	0	1
Renditekennzahlen	7	1	0	1	0	2	0	0	1	2
<u>Wertorientierte Kennzahlen</u>	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 Kalkulationszinsfuß	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Sonstige
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	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
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	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
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	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
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	Gesamt	Automobilindustrie	Chemie	Elektrotechnik	Energiewirtschaft	Maschinenbau	Pharma	Stahlindustrie	Finanzdienstleistung	Übrige
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

ÜBER DIE AUTOREN:

Dipl. Kauffrau (FH) Yasmine Chahed hat ihr Studium an der an Fachhochschule für Wirtschaft Berlin mit dem Schwerpunkt Rechnungswesen und Controlling im Frühjahr 2003 abgeschlossen und ein Aufbaustudium an der London School of Economics mit dem Schwerpunkt „Law and Accounting“ aufgenommen.

Dipl. Kaufmann (FH) cand. Malte Kaub wird im Winter 2003 sein Studium an der Fachhochschule für Wirtschaft Berlin und der International Business School Groningen mit dem Schwerpunkt Finance and Accounting abschließen.

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.