

Shareholder Value und Stakeholder Value: Alternative Unternehmensführungskonzepte?

Thomas A. Zimmermann

Kurzreferat im Rahmen des Economic Policy Club von Prof. Dr. Michael Schmid
an der Otto-Friedrich-Universität Bamberg am 12. Januar 1998, 18.00 Uhr

I.) Grundproblematik

Moderne Unternehmen stehen vielfach in einem Spannungsfeld von wirtschaftlichem Erfolg einerseits und Verantwortung gegenüber Gesellschaft und Umwelt andererseits.

Die Diskussion, welche Ansprüche ein Unternehmen primär befriedigen muß - die Ansprüche der Kapitaleigentümer (Shareholder) oder die Ansprüche aller am Wirtschaftsprozeß Beteiligten (Stakeholder) - wird in jüngerer Zeit in der Debatte „Shareholder Value - Stakeholder Value“ mit einiger Vehemenz geführt.

Die Aktualität der Debatte hat verschiedene Ursachen: Auf der einen Seite ist die Internationalisierung der Kapitalmärkte zu erwähnen, die sich u.a. im Gang renommierter deutscher Unternehmen (Daimler Benz, Deutsche Telekom) an die New Yorker Börse (NYSE) manifestiert. Die dort gelisteten Unternehmen müssen sich in puncto Eigenkapitalrentabilität mit amerikanischen Unternehmen messen lassen, wenn der Börsenerfolg (und damit auch die *Fremdkapitalbeschaffung*) sichergestellt sein soll.

International agierende institutionelle Anleger - vor allem die recht anspruchsvollen amerikanischen Pensionsfonds - erwarten in der Regel eine Eigenkapitalrentabilität von rund 15%. Solche Vorgaben zwingen die auf internationale Kapitalmärkte angewiesenen Unternehmen (und in der Folge den Unternehmenssektor als Ganzes) verstärkt zu Kostensenkungen. Diese Kostensenkungen führen zu verstärkten Rationalisierungsanstrengungen, wodurch es zu massiven Personalfreisetzen kommt. Außerdem werden Gewinne zunehmend über Transferpreisgestaltung oder über in Steueroasen ansässige Holdings der heimischen Gewinnbesteuerung entzogen. So gibt es prominente Beispiele deutscher Großunternehmen, die keine einzige Steuermark an den deutschen Fiskus abführen (wenngleich sie in einigen Fällen von den immer noch reichlich fließenden Subventionen profitieren). Im Ergebnis sind solche Unternehmen zur Zahlung hoher Dividenden fähig, oder aber ihre Aktien erfreuen sich eines beachtlichen Kursanstiegs, falls Gewinne nicht ausgeschüttet sondern reinvestiert werden. In beiden Fällen profitiert der Aktionär.

Auf der anderen Seite hat die Bundesrepublik Deutschland derzeit sowohl mit einer ungewöhnlich hohen Arbeitslosigkeit als auch mit sinkenden Steuereinnahmen und daraus resultierenden Finanzlöchern der öffentlichen Haushalte zu kämpfen.

In dieser scheinbar paradoxen Situation des Nebeneinanders von hohen Aktienkursen und Börsengewinnen einerseits und hoher Arbeitslosigkeit und staatlichen Haushaltslöchern andererseits wird die Frage nach der Zielsetzung von Unternehmen im Sinne der Shareholder-Stakeholder-Debatte aufgeworfen.

II.) Der Shareholder Value Ansatz

Als *Shareholder Value Ansatz* bezeichnet man ein Konzept, das im deutschen Sprachraum als *wertorientierte Unternehmensführung* bekannt ist. Ziel dieser wertorientierten Unternehmensführung ist es, den Wert eines Unternehmens für den Eigenkapitalgeber, d.h. den Aktionär, zu maximieren. Im Shareholder Value selbst drückt sich das *Aktionärsvermögen* aus, der Wert eines Unternehmens an der Börse.

Die Basis für die Ermittlung des Shareholder Values bildet der *Free Cash Flow*.¹ Beim Free Cash Flow werden, grob gesprochen, die Zahlungsmittelabflüsse den Zahlungsmittelzuflüssen gegenübergestellt und anschließend unter Berücksichtigung der Kapitalkosten und des Risikos auf einen Barwert abgezinst, der den Shareholder Value darstellt (eine ausführlichere Darstellung erfolgt im Anhang). Dieser entspricht m.a.W. dem Gegenwartswert oder Net Present Value einer dynamischen Investitionsrechnung.² Geschäfts(feld)aktivitäten mit negativem Barwert werden eingestellt oder veräußert bzw. gar nicht erst aufgenommen. Der Free Cash Flow dient als Grundlage zur Berechnung möglicher Dividendenansprüche der Aktionäre. Die entsprechenden Mittel sollten nur dann nicht ausgeschüttet werden, wenn deren Verwendung im Unternehmen eine höhere Rendite garantiert, als sie auf dem Kapitalmarkt erzielt werden kann. Risikounterschiede der Anlagealternativen sind hierbei zu berücksichtigen.

Die Anforderungen an die so zu gewährleistende Kapitalrendite variieren. So orientiert sich beispielsweise die Daimler Benz Tochter Debis an einer Mindestrendite von 12% für die meisten Geschäftsfelder, wobei von Dienstleistungsbereichen höhere Renditen erwartet werden. Geschäftsbereiche, die langfristig die gesetzte Marke verfehlen, mindern in dieser Optik den Unternehmenswert.³ In den USA liegen die Anforderungen teilweise höher; so verlangen die kapitalkräftigen amerikanischen Pensionsfonds wie bereits erwähnt eine Kapitalrendite von 15%.⁴

Zu den Tücken des Ansatzes gehört, daß der Free Cash Flow zumindest kurzfristig *manipuliert* werden kann: Durch Einsparungen, beispielsweise in den Bereichen Werbung oder Forschung und Entwicklung, sowie durch den Verkauf von - einzelnen

¹ *Rappaport*, der den Begriff des Shareholder Values entscheidend geprägt hat, beschreibt den Shareholder-Ansatz folgendermaßen: „The shareholder value approach estimates the economic value of an investment by discounting forecasted cash flows by the cost of capital. These cash flows, in turn, serve as the foundation for shareholder returns from dividends and share-price appreciation“

² Vgl. *Gesellschaft zur Förderung der Schweizer Wirtschaft - Wf (Hrsg.): Shareholder-Value-Ansatz*, 1995.

³ Vgl. *Forum Wirtschaftsethik (Hrsg.): Shareholder Value*, 1997 sowie *Gesellschaft zur Förderung der Schweizer Wirtschaft - Wf (Hrsg.): Shareholder-Value-Ansatz*, 1995.

⁴ Vgl. *Greenpeace-Magazin (Hrsg.): Streitgespräch*, 1997, S. 49.

betrachtet - unrentablen Geschäftsbereichen läßt sich der Free Cash Flow kurzfristig zwar erhöhen, doch kann das Unternehmen hierdurch langfristig geschädigt werden. Umgekehrt bereitet die Prognose der *zukünftigen* Free Cash Flows, auf die es ja gerade ankommt, Probleme, wengleich entsprechende Berechnungen durch Gewichtung der prognostizierten Free Cash Flows mit Eintrittswahrscheinlichkeiten verbessert werden können.

Zu beachten ist außerdem, daß der Unternehmenswert für einen Aktionär nicht ausschließlich an der Kapitalrendite gemessen werden kann. Bei Aktionären können beim Halten bestimmter Aktien auch andere Motive dominieren wie Sicherheit, Prestige oder persönliche Verbundenheit mit einem Unternehmen. Allgemeiner können Aktien eines Unternehmens mit einer einheitlichen Kapitalrendite verschiedenen Aktionären einen unterschiedlichen Nutzen stiften.⁵ Somit sollte der Shareholder Value i.w.S. über eine Größe aus dem Rechnungswesen hinausgehen und den gesamten *Aktionärsnutzen* widerspiegeln - auch wenn ein solcher *Shareholder Value* schwieriger zu ermitteln ist als eine buchhalterische Größe, zumal er von Anleger zu Anleger variiert.

III.) Der Stakeholder Value Ansatz

Der oben dargestellte Shareholder Value Ansatz führt zu einer starken Orientierung der Unternehmensziele an den Interessen der Kapitaleigner (Aktionäre). Von Kritikern wird diese Orientierung als zu einseitig abgelehnt; stattdessen wird eine umfassende Berücksichtigung anderer Interessengruppen gefordert, die in betrieblichen Prozessen involviert sind oder von diesen betroffen sind. Dazu werden beispielsweise Arbeitnehmer, Zulieferer, Verbraucher oder Gebietskörperschaften gezählt. Dieser umfassendere Ansatz wird „Stakeholder Value Ansatz“ genannt.

Es liegt in der Natur dieses Konzeptes, daß der Begriff Stakeholder in der Literatur unterschiedlich definiert wird. Im Rahmen dieser Darstellung beziehe sich der Begriff Stakeholder auf Personen oder Gruppen, die die Erreichung von Unternehmenszielen beeinflussen können oder selbst von der Zielerreichung des Unternehmens betroffen sind.⁶ Eine präziser gefaßte Definition versteht unter „Stakeholdern“ oder „strategischen Anspruchsgruppen“ Handlungseinheiten bzw. soziale Gruppen, die ihre Interessen in Form von konkreten Ansprüchen an die Unternehmung formulieren und entweder selbst oder durch Interessenvertreter auf die Unternehmungsziele, deren Erreichung sowie auf die Tätigkeit und das Verhalten der Unternehmung maßgeblichen Einfluß ausüben können, und selbst von den Unternehmungszielen, deren Gewichtung und Erreichung sowie von der Tätigkeit und dem Verhalten der Unternehmung beeinflußt werden.⁷

Bei dieser Definition wird allerdings davon ausgegangen, daß der Einfluß der entsprechenden Gruppen so groß ist, daß sich die *Nichterfüllung ihrer Ansprüche* für die

⁵ Siehe hierzu auch *Macharzina, Klaus*: Unternehmensführung, 1995, S. 577 ff m.w.N.

⁶ „who can affect or is affected by the achievement of the firm’s objectives“; vgl. *Freeman R. Edward*: Strategic Management, 1984, S. 25.

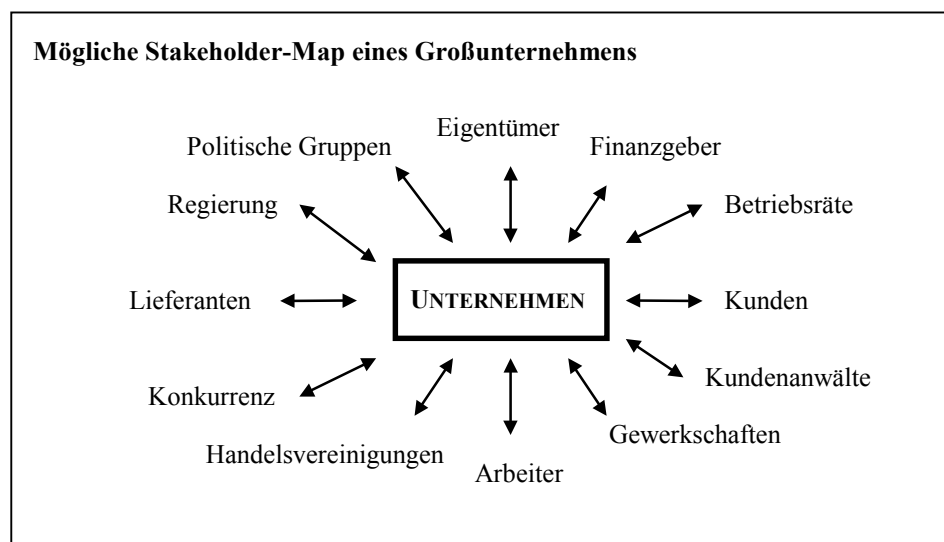
⁷ Definition aus *Janisch, Monika*: Anspruchsgruppenmanagement, 1992, S. 4.

Unternehmung *existenzbedrohend* auswirkt; m.E. bedeutet dies, daß selbst im Rahmen einer Stakeholder-Orientierung nicht jede Gruppe, die irgendein *beliebiges, potentielles Interesse* an der Unternehmenstätigkeit haben könnte, im Rahmen unternehmerischer Entscheidungen berücksichtigt werden muß.

Die betriebswirtschaftliche Literatur hat der Identifizierung von maßgeblichen Stakeholdern breiten Raum eingeräumt. Die konkreten Ansprüche der Gruppen und Reaktionsmöglichkeiten der Unternehmen wurden dagegen nur teilweise erfaßt.⁸

Welge und *Al-Laham* schlagen folgendes Vorgehen zur Ermittlung der Stakeholder und deren Interessen vor:⁹

1. Auflistung möglicher Stakeholder: Erstellen einer möglichst vollständigen Liste aller *potentiellen* Stakeholder. Auf dieser Stufe ist eine beliebig umfangreiche Liste denkbar, da grundsätzlich jede gesellschaftliche Gruppe oder Person Interessen an der Unternehmung vertreten kann.



2. Charakterisierung potentieller Stakeholder anhand ihrer *Ziel-* und *Machtstruktur* sowie ihres eingegangenen *Risikos*.
 - a. Zielstruktur: Hier werden die Ziele der Stakeholder ermittelt. Ziele könnten beispielsweise Arbeitsplatzsicherheit bei Arbeitnehmern oder Ansprüche bezüglich Qualität und Lieferzuverlässigkeit bei Kunden sein.
 - b. Machtstruktur: Hier wird das Ausmaß ermittelt, in dem der betreffende Stakeholder Einfluß auf Entscheidungen des Unternehmens ausüben kann. Es wird eine Analyse auf vier Ebenen („Machtbasen“) vorgeschlagen: Unter *Bindungsmacht* wird die Beschränkung der Aktionsfreiheit der Unternehmung verstanden, falls deren Handlungen an die Zustimmung des Stakeholders gebunden sind. *Retaliationsmacht* bezeichnet die Fähigkeit des Stakeholders, bei

⁸ So in *Janisch, Monika: Anspruchsgruppenmanagement, 1992.*

⁹ Der folgende Abschnitt basiert auf der Darstellung in *Welge, Martin K./Al Laham, Andreas: Planung, 1992, S. 51-56*

Nichterfüllung seiner Ansprüche Sanktionen gegen das Unternehmen vorzunehmen. Unter *Substitutionsmacht* wird die Fähigkeit des Stakeholders verstanden, die Beziehung zum Unternehmen bei nur geringem eigenen Schaden abzurechnen. Schließlich bezeichnet man mit *Koalitionsmacht* die Fähigkeit des Stakeholders, seine Interessen durch Koalition mit anderen Gruppen, die über Macht verfügen, durchzusetzen

- c. Schließlich wird mit dem Risiko die Höhe des Einsatzes („stake“) des jeweiligen Stakeholders bezeichnet, wobei davon ausgegangen wird, daß der Anspruch des betroffenen Stakeholders desto massiver ausfallen wird, je höher sein Einsatz ist.
3. Bestimmung der *Relevanz*: Auf der Basis von Schritt 2 kann nun die Relevanz der einzelnen Stakeholder ermittelt werden. Anhand der *Zielhöhe* (vgl. Schritt 2a), der *Machtpotentiale* (Schritt 2b) und des *Einsatzrisikos* (Schritt 2c) können die Stakeholder gewichtet und in einer *Relevanzmatrix* positioniert werden. Nun kann entschieden werden, in welchem Maße die Ansprüche der Stakeholder in das Zielsystem der Unternehmung integriert werden müssen.

IV.) Bewertung der Debatte

In der öffentlichen Meinung wird der Stakeholder-Ansatz häufig im Gegensatz zum aktionärsorientierten Shareholder-Ansatz als positive strategische Stoßrichtung interpretiert da nicht nur Aktionärsinteressen vertreten würden.

Meines Erachtens ist eine solche Interpretation des Stakeholder-Ansatzes verhältnismäßig „blauäugig“: Zumindest wenn man die oben dargestellte *Stakeholder-Analyse* als Bestandteil des Ansatzes betrachtet, wird schnell klar, daß die Berücksichtigung von Stakeholdern als „notwendiges Übel“ zur Zielerreichung des Unternehmens - nicht aber aus einer wie auch immer gearteten Einsicht in die „soziale Verantwortung“ des Unternehmens - erfolgt. Die Bestimmung der Relevanz eines Stakeholders, die schließlich über das Ausmaß der Berücksichtigung seiner Interessen entscheidet, bemißt sich vor allem am *Machtkriterium*. So müßte es auch mit dem *Stakeholder-Ansatz* ohne weiteres vereinbar sein, wenn ein Unternehmen in arbeitgeberfreundlichen Zeiten mit hohem Arbeitskräfteangebot (oder hoher Arbeitslosigkeit) Versuche unternimmt, Löhne zu drücken, oder wenn in Zeiten zunehmender Kapitalmobilität und abnehmenden staatlichen Einflusses Unternehmen dorthin verlagert werden, wo die Steuerbelastung am Geringsten ist. Die Liste der Beispiele ließe sich beliebig erweitern.

So scheint es, daß selbst im Stakeholder-Ansatz die Berücksichtigung der Interessen der Kapitaleigentümer primieren kann, nämlich dann, wenn aufgrund enorm hoher *Macht* der Kapitaleigentümer (angesichts gut funktionierender internationaler Kapitalmärkte) jederzeit ein Umsteigen der Aktionäre auf renditeträchtigere Engagements zu befürchten ist. Somit können Shareholder- und Stakeholder-Ansatz in der Praxis ohne weiteres auf ein identisches Ergebnis hinauslaufen, wenn die Befriedigung der Aktionärsinteressen zum entscheidenden Problem des Unternehmens wird und hiervon letztlich Aspekte wie

die Sicherheit der Arbeitsplätze für die Arbeitnehmer und die Kontinuität der Steuereinnahmen für die betreffenden Gebietskörperschaften abhängen.

Umgekehrt liegt es in der Natur des Shareholder-Ansatzes, daß - wenngleich der Aktionär unbestritten im Vordergrund steht - die Interessen anderer Gruppierungen nicht vernachlässigt werden dürfen, solange Gewinne für die Aktionäre erwirtschaftet werden sollen: Kein Unternehmen kann in gesättigten Käufermärkten langfristig überleben, wenn es nicht die Wünsche seiner Kunden nach qualitativ hochwertiger Ware zu erschwinglichen Preisen, verbunden mit hoher Lieferbereitschaft, guter Verfügbarkeit und zufriedenstellendem Kundendienst erfüllt. In ähnlicher Weise ist es für innovative Technologieunternehmen, die auf hochqualifizierte Arbeitnehmer angewiesen sind, ein Muß, ihre Mitarbeiter durch ein angenehmes Betriebsklima, hohe Löhne und gute Aufstiegschancen im Unternehmen zu halten, wenn weiterhin erfolgreiche Produkte entwickelt und auf den Markt gebracht werden sollen. Auch hier ließe sich die Liste in bezug auf weitere Gruppen wie Lieferanten oder sogar *Pressure Groups* (Stichwort: Brent Spar) beliebig fortsetzen.

Zusammenfassend kann daher festgestellt werden, daß die teilweise ideologisch geführte Debatte, welcher der beiden Ansätze nun vorzuziehen sei, eher theoretischer Natur ist: In der Praxis ist bei gesättigten Gütermärkten eine Befriedigung des Shareholder Values in den meisten Fällen nur durch eine Berücksichtigung zahlreicher Stakeholder möglich. Umgekehrt ist bei offenen Kapitalmärkten die angemessene Berücksichtigung der Shareholder-Ansprüche eine Grundbedingung für jedes erfolgreiche Wirtschaften und damit für die Befriedigung der Interessen zahlreicher anderer Stakeholder.¹⁰

V.) Literaturhinweise

Der Tagesspiegel (Hrsg.): Unternehmen und Branchen - **Bekanntnis** zum sozialen Frieden - Koppers letzte öffentliche Rede als Vorstandssprecher, 22.4.1997 (Internet: http://www.tagesspiegel.de/tsp_f/wirtschaft/berlin/b_unternehmen/b_u_a220497.html)

Forum Wirtschaftsethik (Hrsg.): **Shareholder Value** - wertorientierte Unternehmensführung in der Praxis; Interview mit Dr. Norbert Benschel, Personalvorstand der Daimler-Benz InterServices AG, Bd. 5, Heft 2, 1997 (Herausgeber der Zeitschrift: Deutsches Netzwerk Wirtschaftsethik EBEN Deutschland e.V.) (Internet: <http://dsw.uni-rostock.de/th-shar2.htm>)

Freeman, R. Edward: Strategic Management - A Stakeholder Approach, Boston: Pitman, 1984 (Pitman series in business and public policy)

Gabler-Verlag (Hrsg.): **Wirtschaftslexikon**, 14. Auflage, Wiesbaden: Gabler, 1997

¹⁰ Siehe dazu auch *Forum Wirtschaftsethik* (Hrsg.): Shareholder Value, 1997.

*Gesellschaft zur Förderung der Schweizer Wirtschaft - Wf (Hrsg.): Mehr Cash ohne Mensch? - Der **Shareholder-Value-Ansatz**, Dokumentation Nr. 36, o.O., 1995 (Internet: <http://www.wf-sdes.ch/pd.d/do/do9536.html>)*

*Greenpeace Magazin (Hrsg.): „Die großen Dummheiten kommen noch“, **Streitgespräch** zwischen Ernst Ulrich von Weizsäcker und Carl Christian von Weizsäcker, Heft 6/97, S. 48-51*

*Janisch, Monika: Das strategische **Anspruchsgruppenmanagement** - Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, St. Gallen, 1992 (Dissertation)*

*Macharzina, Klaus: **Unternehmensführung**, Wiesbaden: Gabler, 1995, 2., aktualisierte und erweiterte Auflage*

*Rappaport, Alfred: **Shareholder Value** - Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1995*

*Schmieder, Klaus-Jürgen: **Rede** anlässlich der Bilanz-Pressekonferenz der Hoechst AG am 12. März 1997 in der Jahrhunderthalle Hoechst, Frankfurt (Internet: http://www.hoechst.com/deutsch/news/011_97.htm)*

*Welge, Martin K./Al-Laham, Andreas: **Planung**, Wiesbaden: Gabler, 1992*

V.) Anhang

Im folgenden wird kurz die Ermittlung des dem Shareholder Value zugrundeliegenden Free Cash Flows erläutert:¹¹

Umsatz

- Betriebsaufwand

= Betriebserfolg vor Zinsen und Steuern

* (1 - Ertragssteuersatz)

+ Abschreibungen (Exakt: Unbarer Aufwand - Unbarer Ertrag)

- Zunahme / + Abnahme des Nettoumlaufvermögens

- Investitionen / + Desinvestitionen ins Anlagevermögen

= Frei verfügbarer Betriebs-Cashflow (CF netto_t) / Free Cash Flow

¹¹ Darstellung in Anlehnung an *Janisch, Monika: Anspruchsgruppenmanagement, 1992, S. 67 m.w.N.*