

# DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

**„Shareholder Value vs. Stakeholder Value -  
Deutsche Konzerne im internationalen Vergleich mit den  
zwei größten Volkswirtschaften USA und Japan“**

Verfasser

**Benjamin Hirschmann**

Angestrebter akademischer Grad

**Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften  
(Mag. rer. soc. oec.)**

Wien, im Oktober 2010

Studienkennzahl lt. Studienblatt:  
Studienrichtung lt. Studienblatt:  
Betreuer:

157  
Internationale Betriebswirtschaft  
ao. Univ.-Prof. Dr. Franz Silbermayr

## Eidesstattliche Erklärung

*„Ich versichere,*

- 1. dass ich die Diplomarbeit selbstständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfe bedient habe,*
- 2. dass ich dieses Diplomarbeitsthema bisher weder im Inland noch im Ausland (einer Beurteilerin/einem Beurteiler zur Begutachtung) in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe,*
- 3. dass diese Arbeit mit der vom Begutachter beurteilten Arbeit übereinstimmt.“*

Wien, im Oktober 2010

.....

Benjamin Hirschmann

# Inhaltsverzeichnis

Eidesstattliche Erklärung.....	II
Inhaltsverzeichnis.....	III
Abbildungs- und Tabellenverzeichnis.....	VIII
Abkürzungsverzeichnis.....	IX
<b>1. Einleitung.....</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Zielsetzung.....	2
1.3 Aufbau der Arbeit.....	3
<b>2. Definitionen des Shareholder- und Stakeholder- Value.....</b>	<b>5</b>
2.1. Shareholder- Value- Ansatz.....	5
2.1.1. Begriffserklärung Shareholder- Value.....	5
2.1.2. Konzeption des Shareholder- Value- Ansatzes.....	6
2.1.3. Cash-Flow als zentrale Größe.....	7
2.1.3.1. Definition.....	7
2.1.3.2. Direkte vs. Indirekte Methode.....	8
2.1.3.3. Operativer, Investitions- und Finanzwirtschaftlicher Cash-Flow.....	9
2.1.3.4. Standardisierung des Cash-Flows für das Shareholder- Value- Konzept.....	11
2.1.4. Werttreibermodell nach <i>Rappaport</i> .....	13
2.1.4.1. Methodik und Berechnung.....	13
2.1.4.2. Value Drivers.....	14
2.1.4.3. Residualwert .....	16
2.1.5. Komponentenmodell nach <i>Copeland/Koller/Murrin</i> .....	17
2.1.6. Cash-Flow-Return on Investment nach <i>Lewis</i> .....	19
2.1.7. Economic Value Added Konzept nach <i>Stern&amp;Stewart</i> .....	21
2.1.8. Praktische Anwendung der einzelnen Berechnungsmethoden und deren Problembereiche.....	22
2.1.9. Der Börsenkurs als Spiegelbild des Shareholder- Value.....	28

2.2. Stakeholder- Value- Ansatz.....	31
2.2.1. Die Stakeholder Theorie.....	31
2.2.1.1. Begriffserklärung Stakeholder.....	31
2.2.1.2. Ziel der Stakeholder Theorie.....	33
2.2.2. Klassifizierung der einzelnen Stakeholder- Gruppen.....	34
2.2.2.1. Identifikation der Stakeholder- Gruppen.....	34
2.2.2.2. Primäre vs. Sekundäre Stakeholder- Gruppen.....	36
2.2.2.3. Interne vs. Externe Stakeholder- Gruppen.....	37
2.2.3. Berechnung des Stakeholder- Value.....	38
2.2.3.1. Definition Stakeholder- Value.....	38
2.2.3.2. Kosten-Nutzen-Analyse.....	39
2.2.3.3. Berechnungsmethode.....	42
2.2.4. Strategien zur Interessendurchsetzung von Stakeholder- Gruppen....	46
2.2.4.1. Mobilisierung öffentlichen Drucks.....	46
2.2.4.2. Mobilisierung politischen Drucks.....	47
2.2.4.3. Mobilisierung des Marktes.....	47
2.2.4.4. Gesellschafteraktivismus.....	47
2.2.4.5. Direkte Verhandlungen mit der Unternehmung.....	48
<b>3. Erwartungen der Shareholder.....</b>	<b>49</b>
3.1. Inhalt des Aktionärsnutzen- Konzeptes.....	49
3.2. Ansprüche der Eigenkapitalgeber.....	49
3.3. Investor Relations.....	50
3.3.1. Begriffserklärung.....	51
3.3.2. Informationssymmetrie zwischen Investoren und Unternehmen.....	52
3.4. Principal- Agent- Problematik.....	54
<b>4. Erwartungen der einzelnen Stakeholder- Gruppen.....</b>	<b>55</b>
4.1. Ziele und Ansprüche der internen Stakeholder.....	56
4.1.1. Ziele und Ansprüche der Eigenkapitalgeber.....	56
4.1.2. Ziele und Ansprüche des Managements.....	56
4.1.3. Ziele und Ansprüche der Mitarbeiter.....	57
4.1.4. Ziele und Ansprüche des Betriebes.....	58
4.2. Ziele und Ansprüche der externen Stakeholder.....	59
4.2.1. Ziele und Ansprüche der Fremdkapitalgeber.....	59

4.2.2. Ziele und Ansprüche der Kunden.....	59
4.2.3. Ziele und Ansprüche der Lieferanten.....	60
4.2.4. Ziele und Ansprüche des Staates.....	61
4.2.5. Ziele und Ansprüche der Öffentlichkeit/Gesellschaft.....	61
4.2.6. Ziele und Ansprüche der Umwelt.....	62
<b>5. Aktuelle Verbreitung der Ansätze in Deutschland, Japan und den USA.....</b>	<b>65</b>
5.1. Wirtschaftliche, rechtliche und kulturelle Rahmenbedingungen der einzelnen Länder.....	66
5.1.1. Kultureller Einfluss.....	66
5.1.1.1. Deutschland.....	66
5.1.1.2. Japan.....	67
5.1.1.3. USA.....	67
5.1.2. Wirtschaftliche Struktur.....	67
5.1.2.1. Deutschland.....	67
5.1.2.2. Japan.....	68
5.1.2.3. USA.....	68
5.1.3. Entwicklung des Kapitalmarktes.....	69
5.1.3.1. Deutschland.....	69
5.1.3.2. Japan.....	69
5.1.3.3. USA.....	70
5.1.4. Aktionärsstruktur.....	70
5.1.4.1. Deutschland.....	70
5.1.4.2. Japan.....	71
5.1.4.3. USA.....	71
5.1.5. Unternehmensverfassung.....	72
5.1.5.1. Deutschland.....	72
5.1.5.2. Japan.....	72
5.1.5.3. USA.....	73
5.1.6. Managementvergütung.....	74
5.1.6.1. Deutschland.....	74
5.1.6.2. Japan.....	74
5.1.6.3. USA.....	75

5.1.7. Corporate Governance.....	75
5.1.7.1. Deutschland.....	75
5.1.7.2. Japan.....	76
5.1.7.3. USA.....	77
5.1.8. Rechnungslegungsvorschriften.....	77
5.1.8.1. Deutschland.....	77
5.1.8.2. Japan.....	78
5.1.8.3. USA.....	78
5.2. Implikationen für die Shareholder- bzw. Stakeholder- Orientierung.....	79
<b>6. Empirische Befunde anhand ausgewählter Unternehmen.....</b>	<b>81</b>
6.1. Ziel und Methodik.....	81
6.2. Datenauswahl.....	81
6.2.1. Klassifizierung der Unternehmen.....	81
6.2.2. Auswahl der Unternehmen.....	82
6.2.3. Analyisierte Kennzahlen.....	83
6.3. Erhebung der Daten.....	83
6.3.1. Deutschland.....	84
6.3.2. Japan.....	86
6.3.3. USA.....	88
6.4. Länder- und Branchenvergleich.....	90
<b>7. Eigene Analyse und Bewertung.....</b>	<b>92</b>
7.1. Bewertung der Ansätze.....	92
7.1.1. Chancen und Risiken des Shareholder- Value- Ansatzes.....	92
7.1.1.1. Chancen der Shareholder- Value- Orientierung.....	92
7.1.1.2. Risiken der Shareholder- Value- Orientierung.....	93
7.1.2. Chancen und Risiken der Stakeholder Theorie.....	95
7.1.2.1. Chancen der Stakeholder- Orientierung.....	96
7.1.2.2. Risiken der Stakeholder-Orientierung.....	96
7.2. Rolle der Börse.....	98
7.2.1. Entwicklung des Börsenhandels.....	98
7.2.2. Real- und Gesamtwirtschaftliche Gefahren.....	100
7.2.3. Mögliche Regulierungsmaßnahmen und Implikationen auf die Managementausrichtung.....	101

7.3. Rolle der Rating- Agenturen.....	102
7.3.1. Funktion und Wesen der Rating- Agenturen.....	102
7.3.2. Konfliktansätze einer qualitativ objektiven Bewertung.....	104
7.3.3. Fazit und Lösungsvorschläge.....	105
7.4. Einfluss der weltwirtschaftlichen Situation.....	106
7.4.1. Beziehung der Börse zur Entwicklung der gesamt- wirtschaftlichen Situation.....	106
7.4.2. Einfluss der Konjunkturzyklen auf Unternehmensgewinne.....	107
7.4.3. Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur.....	108
7.5. Situative Beurteilung.....	109
7.5.1. Situative Ansätze.....	109
7.5.1.1. Ökonomische Sichtweise.....	109
7.5.1.2. Ökologische Sichtweise.....	110
7.5.1.3. Politisch- gesellschaftliche Sichtweise.....	110
7.5.2. Corporate Social Responsibility.....	111
7.5.2.1. Begriffserklärung.....	111
7.5.2.2. Anwendung und Verbreitung.....	111
7.5.2.3. Fazit.....	112
7.5.3. Implikationen auf die Managementausrichtung.....	112
<b>8. Resümee, Kritik und Ausblick.....</b>	<b>113</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>117</b>
ANHANG.....	132
Abstract.....	132
Curriculum Vitae.....	133

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Methodik nach Rappaport.....	13
Abbildung 2: Shareholder- Value- Netzwerk nach Rappaport.....	14
Abbildung 3: Cash-Flow-Return on Investment nach Lewis.....	19
Abbildung 4: Berechnung des CRFOI nach Lewis.....	25
Abbildung 5: Die Kategorisierung der institutionellen/personellen Umwelt der Unternehmung.....	35
Abbildung 6: Stakeholder- und Unternehmensrente.....	40
Abbildung 7: Bewertung des Stakeholder- Value- Added.....	45
Abbildung 8: Gewinn- und Investitionsentwicklung (1960 – 2006) in Deutschland und den USA.....	94
Abbildung 9: Finanzderivate: Attraktive Wetten auf die Kurse von Wertpapieren.....	99
Abbildung10:Handelsvolumen von Börsenderivaten im Vergleich zum BIP.....	99
Abbildung11:Entwicklung des Real- und Finanzvermögen deutscher Kapitalgesellschaften.....	100
Abbildung12:Das große ABC – Die führenden Rating- Agenturen und ihre Geschäftszahlen 2008.....	103
Abbildung13:Reales BIP und DAX- Rendite in Deutschland (2000-2009).....	107

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Standardisierung des Cash-Flow.....	12
Tabelle 2: Berechnungsschema nach Copeland/Koller/Murrin.....	18
Tabelle 3: Leistungsbeiträge und erwartete Gegenleistungen der Anspruchsgruppen.....	63
Tabelle 4: Branchenzugehörigkeit der ausgewählten Unternehmen.....	82
Tabelle 5: Eigenkapitalrentabilität deutscher Unternehmen.....	84
Tabelle 6: Umsatzrentabilität deutscher Unternehmen.....	85
Tabelle 7: Eigenkapitalrentabilität japanischer Unternehmen.....	86
Tabelle 8: Umsatzrentabilität japanischer Unternehmen.....	87
Tabelle 9: Eigenkapitalrentabilität amerikanischer Unternehmen.....	88
Tabelle10:Umsatzrentabilität amerikanischer Unternehmen.....	89

## Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
abzgl.	Abzüglich
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AvA	Abschreibung vom Anlagevermögen
BCF	Brutto-Cash-Flow
BIB	Bruttoinvestitionsbasis
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CFROI	Cash-Flow-Return on Investment
Corp.	Corporation
CSR	Corporate Social Responsibility
d.h.	das heißt
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash-Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EK	Eigenkapital
et al.	und andere
etc.	et cetera
EVA	Economic Value Added
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FCF	Freier Cash-Flow
FK	Fremdkapital
GenG	Genossenschaftsgesetz
Gj	Geschäftsjahr
GK	Gesamtkapital

GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchhaltung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
Inc.	Incorporated
inv.	Investiertes
IR	Investor Relations
iVm	in Verbindung mit
J-GAAP	Japanese Generally Accepted Accounting Principles
Kap.	Kapitel
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KWG	Kreditwesengesetz
LL.	Lieferungen und Leistungen
Ltd.	Limited
Mio.	Million/en
NOPAT	Net Operating Profit after Tax
PR	Public Relations
PublG	Publizitätsgesetz
r	Rendite
RoE	Return on Equity
RoS	Return on Sales
RoST	Return on Stakeholder
s	Steuersatz
S.	Seite
SAV	Sachanlagevermögen
SE	Societas Europaea
sh.	siehe

sog.	sogenannte/r
SRI	Stanford Research Institut
S&P	Standard & Poor
t	time
Tab.	Tabelle
u.a.	unter anderem
UN	United Nations
unb.	unbekannt
USA	United States of America
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
vgl.	vergleiche
vs.	versus
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WP	Wertpapier
z.B.	zum Beispiel

# 1 Einleitung

## 1.1 Problemstellung

Globale Unternehmen von heute stehen vielfach im Zwiespalt zwischen wirtschaftlicher Gewinnmaximierung einerseits und Verantwortung gegenüber ihrer Umwelt und Gesellschaft andererseits. Die Aktualität dieser Kontroverse, welche Ansprüche ein Unternehmen primär befriedigen muss – die Ansprüche der Eigenkapitalgeber (Shareholder) oder die Ansprüche aller am Wirtschaftsprozess Beteiligten (Stakeholder) – hat verschiedene Ursachen.

Gründe für eine wertorientierte Unternehmensführung im Sinne der Shareholder ist die Globalisierung der Kapitalmärkte, die zu einer internationalen Konkurrenz zwischen börsennotierten Unternehmen führt. Aus Sicht des Shareholder-Value bedeutet dies, dass sich Unternehmen stärker durch Eigenkapitalrentabilität und Ertragskraft behaupten müssen, um den Anreiz für Fremd- und Eigenkapitalgeber zu erhöhen. Dabei werden die Interessen aller anderen Anspruchsgruppen nur sekundär behandelt.

Im Gegensatz dazu steht der Stakeholder-Value- Ansatz, welcher die gesamte Unternehmensumwelt betrachtet. Dabei kommt der Stakeholder- Gruppe „Shareholder“ genau soviel Berücksichtigung zu wie allen anderen Anspruchsgruppen. Ziel dieses Ansatzes ist eine nachhaltige Unternehmensführung, die eine Nutzengenerierung für alle Stakeholder- Gruppen gewährleistet.

Befürworter des Shareholder-Value- Ansatzes stehen der Stakeholder- Theorie kritisch gegenüber, da es Ihnen zu komplex erscheint alle Anspruchsgruppen gleichzeitig befriedigen zu können. Des weiteren wird argumentiert, dass durch das zukunftsorientierte Ermittlungsverfahren des Shareholder-Value alle Konfliktpotenziale zwischen den Eigenkapitalgebern und den übrigen Anspruchsgruppen langfristig beseitigt werden.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. Volkart (Corporate Valuation, 1998), S. 34

Durch die hohe Polarisierung beider Konzepte, die sich in der Diskussion um die aktuelle Wirtschaftslage widerspiegelt, verfügt die Literatur über eine beachtliche Anzahl an Beiträgen, die einen klassischen Vergleich bzw. eine Synthese beider Ansätze anstreben.<sup>2</sup>

Gänzlich vernachlässigt wird dabei eine Illustration der Verbreitung der Ansätze unter länderspezifischen Rahmenbedingungen sowie eine Reflexion verschiedener Einflussfaktoren auf die Unternehmensausrichtung. Diese Lücke soll im Rahmen dieser Arbeit geschlossen werden.

## **1.2 Zielsetzung**

Zielsetzung dieser Arbeit ist eine komparative Analyse des Share- und Stakeholder- Value-Ansatzes anhand eines Vergleichs deutscher Konzerne mit den zwei größten Volkswirtschaften der Welt.

Dabei soll die Fragestellung einer einheitlichen Unternehmenspolitik in den verschiedenen Volkswirtschaften aufgegriffen werden. Dies soll mit der Identifizierung der verschiedenen Rahmenbedingungen, welche die Verbreitung einer Share- bzw. Stakeholder- Value-Orientierung in den jeweiligen Ländern gefördert haben, erfolgen.

Darüber hinaus wird anhand von empirischen Befunden und einer Analyse und Bewertung der Ansätze unter verschiedenen Einflussfaktoren die Eignung einer langfristigen Unternehmensfortführung untersucht. Zentraler Teil dieser Analyse ist dabei die Frage nach Konfliktpotenzialen zwischen den Ansätzen sowie eine eventuelle Begünstigung eines Ansatzes unter unterschiedlichen situativen Bedingungen.

---

<sup>2</sup> Ausführungen zu einem klassischen Vergleich zwischen dem Shareholder- Value- Ansatz und dem Stakeholder- Value- Ansatz gibt u.a. Janisch (Strategisches Anspruchsgruppenmanagement, 1993), Bonin (Leitung der Aktiengesellschaft, 2004), Valeh (Shareholder, Stakeholder oder beide, 2004); Ausführungen bezüglich eines Syntheseversuchs vgl. u.a. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005)

### 1.3 Aufbau der Arbeit

Kapitel 2 dient zur Definition des Shareholder- bzw. Stakeholder-Value- Ansatzes. Zur näheren Erläuterung des Shareholder-Value- Ansatzes findet zunächst eine Erläuterung des Begriffs sowie der Konzeption statt. Anschließend wird auf die zentrale Größe der Berechnung, dem Cash-Flow, eingegangen. Nach der Interpretation und der Operationalisierung des Cash-Flows werden die verschiedenen Berechnungsmodelle erklärt. Dabei gebührt dem Werttreibermodell nach *Alfred Rappaport*, dem Begründer und wohl bekanntesten Verfechter des Shareholder-Value, die detaillierteste Darstellung. Anschließend werden weitere bedeutende Modelle zur Berechnung des Shareholder-Value beschrieben, um dann auf die praktische Anwendung und deren Problembereiche einzugehen. Der Abschnitt schließt mit einem Erklärungsansatz des Börsenkurses als Spiegelbild des Shareholder-Values.

Analog zum Shareholder-Value- Ansatz wird der Stakeholder-Value- Ansatz beschrieben. Bevor eine Klassifizierung der einzelnen Stakeholder- Gruppen vorgenommen wird, wird die Stakeholder- Theorie und dessen Ziele genauer erläutert. Anschließend wird eine Berechnungsmethode des Stakeholder- Value aufgezeigt, wobei der Ansatz von *Frank Figge* und *Stefan Schaltegger* als Grundlage dient.

Das Kapitel schließt mit einer Darstellung von *Dyllick*, in der verschiedene Strategien zur Zielerreichung der einzelnen Stakeholder- Gruppen aufgezeigt werden.

Kapitel 3 widmet sich den Erwartungen der Shareholder. Dazu wird auf die Ansprüche der Eigenkapitalgeber, dem Begriff sowie der Notwendigkeit der Investor Relations, und auf die Principal- Agent- Problematik eingegangen.

Analog zu Kapitel 3 werden in Kapitel 4 die Erwartungen und Interessen der einzelnen Stakeholder vorgestellt. Dies erfolgt anhand einer Differenzierung zwischen den Zielen und Ansprüchen interner und externer Stakeholder- Gruppen.

Kapitel 5 geht auf die aktuelle Verbreitung der Ansätze in den Untersuchungsgebieten Deutschland, Japan und den USA ein. Dabei werden die wirtschaftlichen, rechtlichen und kulturellen Rahmenbedingungen der einzelnen Länder analysiert und gegenübergestellt.

Abschließend werden die Implikationen für die unterschiedlichen Unternehmenspolitiken in den untersuchten Volkswirtschaften dargestellt.

Aufbauend auf den theoretischen Erkenntnissen aus Kapitel 5 wird in Kapitel 6 eine Empirie für einen Länder- und Branchenvergleich durchgeführt, die auf einer Analyse von ausgewählten Unternehmenskennzahlen beruht. Die Auswahl der Unternehmen der Länder basiert auf der Branchengleichheit sowie der Zugehörigkeit des bedeutendsten Aktienindex des jeweiligen Landes. Ziel ist es, quantitative Aussagen bezüglich der Unternehmensausrichtung der einzelnen Länder zu erhalten.

Kapitel 7 unterzieht sich einer eigenen Analyse und Bewertung der Ansätze. Dabei wird zunächst auf Chancen und Risiken, die die Ansätze in sich und für die Wirtschaft bergen, eingegangen. Anschließend wird die Rolle der Börse sowie die der Rating-Agenturen auf den Einfluss der Verbreitung der Ansätze diskutiert. Darüber hinaus wird der Einfluss der weltwirtschaftlichen Situation analysiert. Das Kapitel endet mit einer Beurteilung über verschiedene situative Ansätze sowie sich daraus ergebende Implikationen auf die Managementorientierung.

Mit Kapitel 8 wird ein Resümee bezüglich der Ausarbeitung der Forschungsfragen gezogen. Ferner werden die aktuellen Literaturbeiträge kritisch hinterfragt. Die Arbeit endet mit einem Ausblick auf die weitere Entwicklung der Ansätze.

## 2 Definitionen des Shareholder- und Stakeholder-Value

### 2.1 Shareholder- Value Ansatz

#### 2.1.1. Begriffserklärung Shareholder- Value

Der Begriff Shareholder-Value steht für „Wert für Anteilseigner/Aktionäre“<sup>3</sup> und wird per Definition als Marktwert des Eigenkapitals<sup>4</sup> verstanden. Verschiedene Ansätze dienen zur Berechnung. Nach dem wohl bekanntesten Shareholder-Value- Ansatz, dem Ansatz von *Rappaport*<sup>5</sup>, muss nach Ermittlung des Unternehmenswertes der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen werden.<sup>6</sup>

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

Die Ausrichtung des Shareholder-Value- Konzeptes basiert auf der Gewinnmaximierung bei gleichzeitiger Orientierung des Managements an den Interessen der Eigenkapitalgeber, weshalb *Carl et al.* auch von einer wertorientierten Unternehmensführung spricht.<sup>7</sup> Als Finanzgröße bezeichnet der Shareholder Value den Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens für die Eigentümer.<sup>8</sup>

---

<sup>3</sup> Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.5

<sup>4</sup> Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S.39

<sup>5</sup> Vgl. Kap. 2.1.3

<sup>6</sup> Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S.40

<sup>7</sup> Vgl. Carl et al. (Unternehmensführung, 2000), S.210 ff.

<sup>8</sup> Vgl. Busse von Colbe (Shareholder- Value, 1997), S.272

## 2.1.2 Konzeption des Shareholder- Value- Ansatzes

Das Shareholder-Value- Konzept basiert auf der Grundlage der wertorientierten Unternehmensführung. Dabei ist das primäre Ziel der wertorientierten Unternehmensführung Investitionen zu tätigen, die den Unternehmenswert aus Sicht der Anteilseigner maximieren.

Der Auslöser der strategischen Ausrichtung des Managements nach dem Shareholder-Value wird immer wieder in der erhöhten Anzahl an feindlichen Unternehmensübernahmen Ende der 1980-er Jahre in den USA begründet. Dabei haben „Corporate Raiders“<sup>9</sup> gezielt nach Unternehmen gesucht, die nach ihrer Ansicht nach unterbewertet waren. Das heißt, der tatsächliche Unternehmenswert lag deutlich über dem Börsenwert<sup>10</sup> des Unternehmens. Als Schutzmaßnahme vor diesen feindlichen Übernahmen galt eine Managementausrichtung auf rein wertschaffenden Aktivitäten. Dies hat den Anreiz den Börsenkurs dem tatsächlichen Wert der Unternehmung anzugleichen.<sup>11</sup> Somit wird die Finanzkraft gestärkt und das Wachstum der Unternehmung gefördert. Die Steigerung des Unternehmenswertes impliziert wiederum eine Steigerung des Shareholder- Value.<sup>12</sup>

Darüber hinaus basiert der Shareholder- Value- Ansatz auf investitions- und finanztheoretischer Überlegungen. Da im Mittelpunkt des Interesses für den Eigenkapitalgeber die zukünftige Rendite des eingesetzten Kapitals steht, muss die Bewertung des Unternehmens auf Grundlage zukunftsorientierter Zahlungsströmen erfolgen.<sup>13</sup>

Zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes werden ökonomisch akzeptierte Verfahren angewendet. Dabei hat sich als geeignete Maßnahme die *Discounted-Cash-Flow-Methode* erwiesen, die zukünftige, erwirtschaftete Cash-Flows mit einem risikoangepassten Kapitalkostensatz auf den Barwert diskontiert.<sup>14</sup>

*Skrzipek* bezeichnet den Shareholder- Value- Ansatz deshalb auch als „Brücke zwischen strategischer Unternehmensplanung und Finanztheorie“.<sup>15</sup>

---

<sup>9</sup> Feindliche Unternehmensübernahmen aus rein finanziellen Motiven.

<sup>10</sup> Der Börsenwert eines Unternehmens = Anzahl der Aktien x aktueller Börsenkurs des Unternehmens.

<sup>11</sup> Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S. 1 f.

<sup>12</sup> Vgl. Finkeiß (Prozesswertschöpfung, 1999), S. 228

<sup>13</sup> Vgl. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 18

<sup>14</sup> Vgl. dazu die ausführliche Ausführung in Copeland et al. (Unternehmenswert, 2002)

<sup>15</sup> Vgl. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 11

## 2.1.3 Cash-Flow als zentrale Größe

### 2.1.3.1 Definition

Wörtlich übersetzt heißt der Begriff Cash-Flow „Fluss liquider Mittel“, woraus ersichtlich wird, dass es sich um die Darstellung von Zahlungsströmen handelt.<sup>16</sup>

Der Begriff „Cash-Flow“ wurde Anfang der 50er Jahre in den USA als Instrument zur Wertpapieranalyse zum ersten Mal publik.<sup>17</sup> Es liegen eine Vielzahl von Definitionen und Methoden zur Berechnung des Cash-Flow vor.<sup>18</sup>

Nachfolgende Definition soll den Kern des Begriffes erfassen:<sup>19</sup>

*„Unter dem Begriff Cash-Flow sind die Ertragseinzahlungen abzüglich den Aufwandsauszahlungen – verändert um den Saldo einiger bestimmter Bilanzposten- eines Geschäftsjahres zu verstehen.“*

Nach obengenannter Definition dient der Cash-Flow zur genaueren Eruierung der Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens. Er wird als Kennzahl zur Bilanzanalyse, als Zahlungsstromgröße zur Beurteilung der finanzwirtschaftlichen Lage oder zur Ermittlung des Shareholder-Values herangezogen.<sup>20</sup>

Im nächsten Schritt wird deshalb genauer auf die Berechnung und die Standardisierung des Cash-Flow für die Shareholder-Value- Ermittlung eingegangen.

---

<sup>16</sup> Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.39

<sup>17</sup> Vgl. Siener (Cash-Flow, 1991), S.33

<sup>18</sup> Vgl. Siener (Cash-Flow, 1991), S.34 f.

<sup>19</sup> Vgl. Siener (Cash-Flow, 1991), S.34

<sup>20</sup> Vgl. Nowak (Unternehmensbewertung, 2000), S.43

### 2.1.3.2 Direkte vs. Indirekte Methode

Wie dargestellt dient der Cash-Flow als Steuerungs- und Bemessungsgrundlage des Shareholder-Value. Dies führt zu einem unverzerrterem Bild der Unternehmung, da die Kennzahlgröße Gewinn vermieden wird.<sup>21</sup> Als Kontrast zum Bilanzgewinn zeigt der Cash-Flow den Überschuss einer Rechnungsperiode aus der Erfolgsrechnung und stellt somit die Innenfinanzierungsmittel einer Unternehmung dar.<sup>22</sup>

Die Ermittlung des Cash-Flow kann anhand von zwei Methoden erfolgen.<sup>23</sup>

- Direkte Methode
- Indirekte Methode

Bei der direkten Methode werden alle zahlungswirksamen Ein- und Auszahlungen innerhalb der betreffenden Periode gegenübergestellt. Zahlungen der Investitions- und Finanzierungstätigkeit (z.B. Abschreibungen, Rückstellungen) bleiben unberücksichtigt.<sup>24</sup>

**Direkte Methode:**

	Einzahlungen
–	Auszahlungen
	<hr/>
=	Cash-Flow

<sup>21</sup> Vgl. Unzeitig/Köthner (Shareholder-Value-Analyse, 1995), S. 64

<sup>22</sup> Vgl. Schmalen (Grundlagen der Betriebswirtschaft, 1996), S. 703

<sup>23</sup> Vgl. Prümer (Cash-Flow Management, 2005), S.146

<sup>24</sup> Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value Konzept, 2003), S.40

Bei der indirekten Methode wird als Basis meist vom Jahresüberschuss oder aus Vereinfachungsgründen auch vom Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ausgegangen. Basierend auf dieser Erfolgsgröße werden in einem ersten Schritt zahlungsunwirksame Aufwände durch Addition und zahlungsunwirksame Erträge durch Subtraktion neutralisiert. Um schließlich als Saldogröße den Cash-Flow zu erhalten, müssen in einem zweiten Schritt die erfolgsneutralen, aber zahlungswirksamen Vorgänge neutralisiert werden.<sup>25</sup>

<b>Indirekte Methode:</b>	Jahresüberschuss
	+ zahlungsunwirksamer Aufwand
	- zahlungsunwirksamer Ertrag
	+/- erfolgsneutrale, zahlungswirksame Vorgänge
	<hr/>
	= Cash-Flow

### 2.1.3.3 Operativer, Investitions- und Finanzwirtschaftlicher Cash-Flow

Dieser Abschnitt widmet sich der Frage, welche Überschüsse zur Ermittlung des Shareholder-Value herangezogen werden.

Ausgangspunkt ist die Kapitalflussrechnung, welche die Zahlungsströme in die Bereiche operativer Cash-Flow, Cash-Flow aus Investitionstätigkeit und dem Cash-Flow der Finanzierungstätigkeit gliedert.

---

<sup>25</sup> Vgl. Nowak (Unternehmensbewertung, 2000), S.44

Um einen besseren Überblick zu erhalten, werden im Folgenden die hier aufgezählten Cash-Flows einzeln vorgestellt.<sup>26</sup>

Operativer Cash-Flow:

	Periodenergebnis
+/-	Zunahme/Abnahme der Vorräte, Forderungen etc.
+/-	Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LL.
<hr/>	
=	Cash-Flow aus laufender Geschäftstätigkeit (operativer Cash-Flow)

Der Cash-Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit stammt aus der Erlöserzielung des operativen Geschäftes der Unternehmung, insofern es nicht dem Cash-Flow aus Investitions- und Finanzierungstätigkeit zugeordnet wird. Die Ermittlung kann nach der direkten oder indirekten Methode erfolgen.

Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit:

+	Einzahlungen aus Abgängen von Sach- und Finanzanlagevermögen
-	Auszahlungen für Investitionen in Sach- und Finanzanlagevermögen
<hr/>	
=	Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit

Dem Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit sind Zahlungsströme zuzuordnen, die im Zusammenhang mit langfristigen (> 1 Jahr) Ressourcen der Unternehmung stehen. Die Darstellung der Zahlungsströme erfolgt ausschließlich nach der direkten Methode.

---

<sup>26</sup> Vgl. dazu die ausführliche Darstellung des „Deutschen Rechnungslegungsstandards“, abrufbar unter: [http://www.standardsetter.de/drsc/dsr/standards/index.php?do=show\\_details&entry\\_id=3](http://www.standardsetter.de/drsc/dsr/standards/index.php?do=show_details&entry_id=3) [aufgerufen am 12.09.2010]; Behringer (Cash-Flow, 2007), S. 87 ff.

Cash-Flow aus der Finanzierungstätigkeit:

- + Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen (Kapitalerhöhung, Verkauf eigener Anteile, etc.)
  - Auszahlungen aus der Tilgung von Anleihen und (Finanz-) Krediten
  - + Einzahlungen aus der Begebung von Anleihen und der Aufnahme von (Finanz-) Krediten
  - Auszahlungen an Unternehmenseigner und Minderheitsgesellschafter (Dividende, Eigenkapitalrückzahlung, andere Ausschüttungen, etc.)
- 
- = Cash-Flow aus der Finanzierungstätigkeit

Der Cash-Flow aus der Finanzierungstätigkeit beinhaltet Zahlungsströme, die aus der Beziehung zwischen Unternehmen und Anteilseigner entstehen sowie aus der Aufnahme oder Tilgung von Finanzschulden resultieren. Die Darstellungsweise der Zahlungsströme erfolgt ebenfalls nach der direkten Methode.

#### **2.1.3.4 Standardisierung des Cash-Flows für das Shareholder-Value-Konzept**

Um den für die Eigenkapitalgeber relevanten Netto-Cash-Flow zu erhalten, muss eine Standardisierung des Cash-Flows erfolgen (siehe Tab.1).

Auf Basis der direkten Methode ergibt sich der Free-Cash-Flow aus dem Brutto-Cash-Flow abzüglich der Zusatzinvestitionen in das Working Capital und dem Cash-Flow aus Investitionstätigkeiten.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> Vgl. dazu und zu den folgenden Ausführungen Kap. 2.1.3.3

Der Brutto-Cash-Flow bildet dabei die Summe des operativen Cash-Flows, der aus der Erlöserzielung des operativen Geschäftes der Unternehmung resultiert, und den handelsrechtlichen Abschreibungen. Der Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit resultiert aus Investitionsvorhaben aller Art in das Sach- und Finanzanlagevermögen.

Erst nach diesen Investitionen verbleibt als Restgröße der (operative) freie Cash-Flow. Der Wortlaut des Freien Cash-Flow beruht auf der Argumentation, dass dieser Betrag frei für die Befriedigung der Kapitalgeber zur Verfügung steht.<sup>28</sup>

Nach Zahlung der Fremdkapitalzinsen an die Fremdkapitalgeber und anderen Aktivitäten, die die Struktur des Kapitals verändern, können die Ansprüche der Shareholder (Eigenkapitalgeber) durch den Netto-Cash-Flow befriedigt werden.<sup>29</sup>

	Operatives Ergebnis (vor Steuern und Zinsen)
-	Ertragssteuern
+	Veränderung Steuerrückstellungen
<hr/>	
=	Operativer (betrieblicher) Cash- Flow (nach Steuern)
+	Abschreibungen
<hr/>	
=	<b>Brutto-Cash-Flow</b>
-	Zunahme des Working Capital
+/-	Cash-Flow aus Investitionstätigkeit
<hr/>	
=	<b>(Operativer) Freier Cash-Flow</b>
-	Tilgung von Fremdkapitalzinsen
<hr/>	
=	<b>Netto-Cash-Flow</b>

**Tabelle 1: Standardisierung des Cash-Flow**

Quelle: Eigene Darstellung<sup>30</sup>

<sup>28</sup> Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S. 42

<sup>29</sup> Vgl. ebenda, S. 43

<sup>30</sup> In Anlehnung an Kaub/Schaefer (Wertorientierte Unternehmensführung, 2002), S. 21

## 2.1.4 Werttreibermodell nach Rappaport

### 2.1.4.1 Methodik und Berechnung

Alfred Rappaport gilt als der Begründer des Shareholder- Value Gedanken. Sein 1986 veröffentlichtes Buch „Creating Shareholder Value. The New Standard of Business Performance“ wird nahezu in jeder Literatur zum Thema Shareholder- Value erwähnt. Rappaport's Werttreibermodell beruht auf der Grundlage der Kapitalwertmethode. Ausgangspunkt ist die Generierung der zukünftigen freien Cash-Flows der Prognoseperioden, die zusammen mit dem Residualwert auf den Gegenwartswert diskontiert werden und anschließend nach Addition mit dem Marktwert handelskonformer Wertpapiere den Unternehmenswert bilden (Abb.1).

Die Berechnung des Shareholder-Value erfolgt durch die Subtraktion des Marktwertes des Fremdkapitals vom Unternehmenswert.

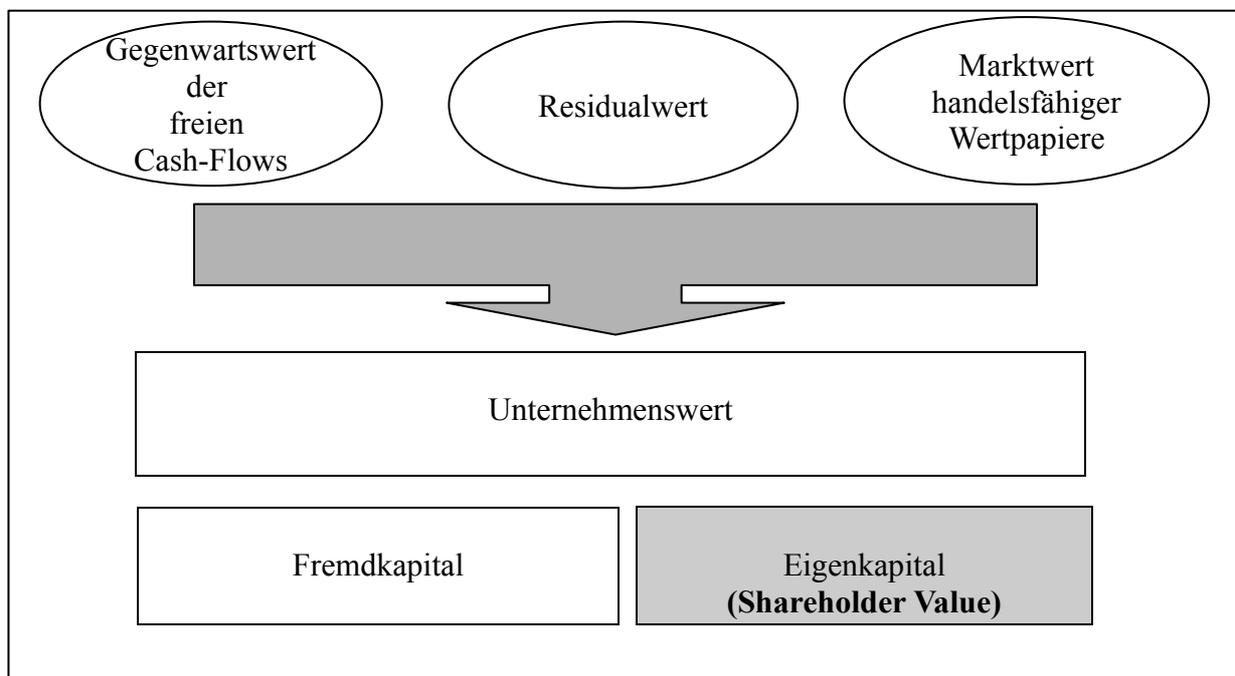


Abbildung 1: Methodik nach Rappaport

Quelle: Eigene Darstellung<sup>31</sup>

<sup>31</sup> In Anlehnung an Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.44

### 2.1.4.2 Value Drivers

Besonderes Merkmal des Ansatzes von Rappaport ist die Implementierung sog. „Werttreiber“ (Value Driver), welche zur Bewertung der zukünftigen freien Cash- Flows bei der Berechnung des Shareholder Value dienen.

Mit diesen Wertegeneratoren wird die Nettowertsteigerung für die Eigenkapitalgeber identifiziert. Schließlich beinhaltet das Shareholder- Value- Konzept den normativen Anspruch das Aktionärsvermögen zu maximieren.<sup>32</sup>

Nachfolgende Abbildung beschreibt die Verbindung der Werttreiber und der obersten Zielsetzung des Unternehmens.

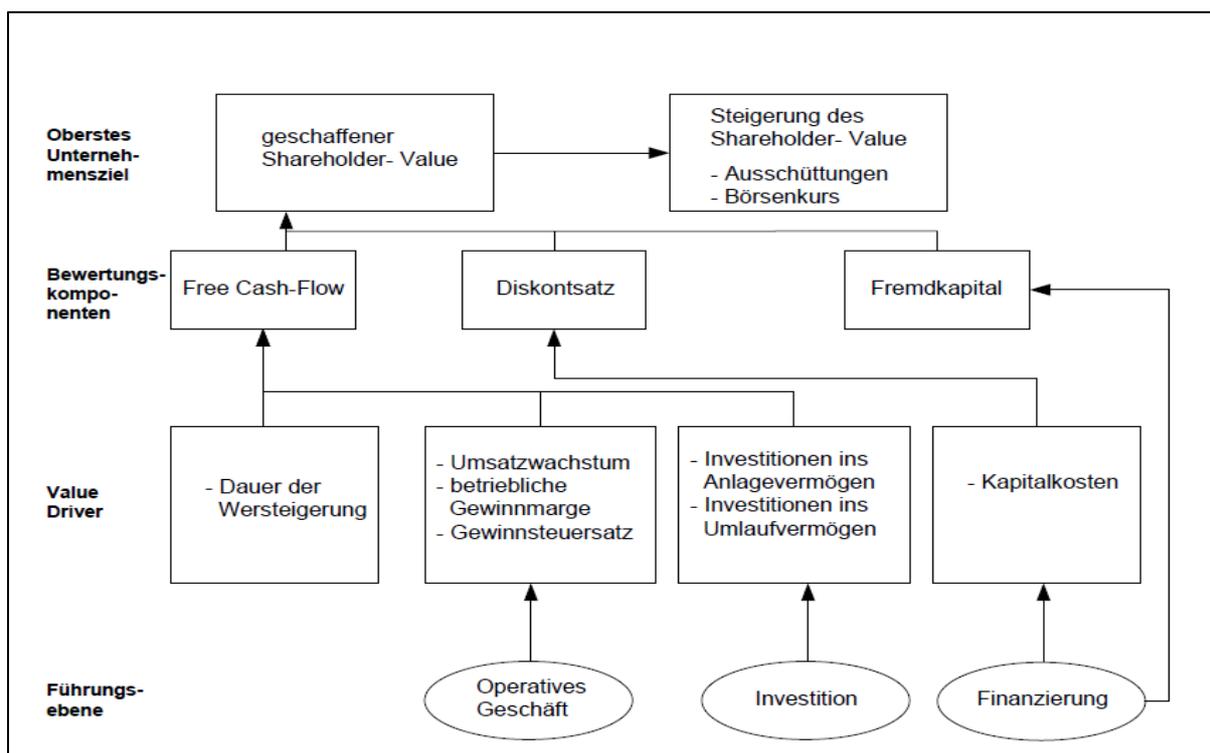


Abbildung 2: Shareholder- Value- Netzwerk nach Rappaport

Quelle: Rappaport (Shareholder- Value, 1995), S. 79

<sup>32</sup> Vgl. Böhmer (Werttreiber, 2001), S. 4

Die unterste Ebene stellt die verschiedenen Führungsebenen dar. Dabei wird zwischen den Bereichen Operatives Geschäft, Investitionen und Finanzierung unterschieden.

Das Operative Geschäft beeinflusst die Wertegeneratoren Umsatzwachstum, betriebliche Gewinnmarge und den Gewinnsteuersatz. Der Bereich Investitionen schlägt sich über die Zusatzinvestitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen auf den freien Cash-Flow aus.

Dem Bereich Finanzierung wird der Werttreiber Kapitalkosten zugeordnet. Dabei können die Kapitalkosten einerseits über das Risiko der Geschäftstätigkeit und andererseits durch finanzielle Risiken der Unternehmung beeinflusst werden. Schließlich spielt die Dauer der Wertsteigerung für den freien Cash-Flow eine Rolle. Diese gibt den Zeitraum an, indem eine über den Kapitalkosten liegende Rendite erzielt werden kann.

Die Schätzung des Shareholder- Value beruht auf den drei Bewertungskomponenten Freier Cash-Flow, Diskontsatz und Fremdkapital, welche durch die hier vorgestellten Wertegeneratoren beeinflussen werden. Somit ist eine positive Korrelation zwischen den einzelnen Wertegeneratoren und dem Shareholder- Value gegeben.

Die Berechnung der einzelnen Werttreiber gestaltet sich wie folgt:<sup>33</sup>

- Wachstumsrate des Umsatzes  
Prozentuale Veränderung des Umsatzerlöses zum Vorjahr
- betriebliche Gewinnmarge  
Verhältnis zwischen EBIT und Umsatz
- Cash- Flow- Steuersatz  
Steuern auf den Betriebsgewinn eines Geschäftsjahres
- Zusatzinvestitionen ins Anlagevermögen in %  
(Anlageinvestitionen –  $AvA_{Gj}$ ) / Umsatzsteigerung)
- Zusatzinvestitionen ins Umlaufvermögen in %  
Investitionen in Debitoren-, Lager- und Kreditorenbestände + Rückstellungen/ Umsatzsteigerung)
- Kapitalkosten  
WACC = gewichtetes Mittel der Eigen- und Fremdkapitalkosten<sup>34</sup>
- Länge der Prognoseperiode

<sup>33</sup> Vgl. Rappaport (Shareholder Value, 1999), S.39

<sup>34</sup>  $WACC = r(FK) \cdot (1-s) \cdot (FK/GK) + r(EK) \cdot (EK/GK)$

Zur Berechnung des freien Cash-Flows für jede Prognoseperiode wird die direkte Methode verwendet:

$$\text{Freier Cash-Flow} = \text{Einzahlungen} - \text{Auszahlungen}$$

wobei:

$$\text{Einzahlungen} = (\text{Umsatz des Vorjahres}) \times (1 + \text{Wachstumsrate des Umsatzes}) \times (\text{betriebliche Gewinnmarge}) \times (1 - \text{Cash-Flow-Steuersatz})$$

$$\text{Auszahlungen} = (\text{Umsatzwachstum} \times \text{Zusatzinvestitionen ins Anlagevermögen}) + (\text{Umsatzwachstum} \times \text{Zusatzinvestition ins Umlaufvermögen})$$

### **2.1.4.3 Residualwert**

Zusammen mit den freien Cash-Flows über den Prognosehorizont wird der Residualwert auf den Barwert diskontiert. Unter dem Residualwert wird der Wert verstanden, der im Zeitraum nach dem Prognosehorizont anfällt.<sup>35</sup> Da sich normalerweise nur ein kleiner Teil des Unternehmenswertes auf die geschätzten Cash-Flows der Prognoseperioden zurückführen lässt, macht der Residual-, oder auch Restwert genannt, häufig den größeren Teil des Unternehmenswertes aus.<sup>36</sup>

Die Bestimmung des Residualwertes erfolgt anhand der Methode der ewigen Rente, da bei der Berechnung vom Weiterbestehen des Unternehmens („on going“) ausgegangen wird.<sup>37</sup> Die Methode unterliegt der Konvergenztheorie, welche von der Annahme ausgeht, dass kein Unternehmen in der Lage ist, Renditen auf Dauer zu erzielen, die über den Kapitalkosten liegen.

---

<sup>35</sup> Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S.48

<sup>36</sup> Vgl. Carl et al. (Unternehmensführung, 2000), S.217

<sup>37</sup> Vgl. Carl et al. (Unternehmensführung, 2000), S. 217

Daher wird der Residualwert als unendlicher Strom identischer Cash-Flows definiert.<sup>38</sup> Folglich wird der Residualwert berechnet, indem der Cash-Flow vor Neuinvestitionen zuerst mit dem durchschnittlichen Kapitalkostensatz abgezinst und anschließend durch  $1 + \text{Kapitalkostensatz}$  der letzten Prognoseperiode dividiert wird.

$$\text{Residualwert} = \frac{\text{Betrieblicher Cash-Flow vor Neuinvestitionen / WACC}}{(1 + \text{WACC})^x}$$

x = Prognosezeitraum

### 2.1.5 Komponentenmodell nach *Copeland/Koller/Murrin*

Ausgangspunkt des Komponentenmodell nach *Copeland/Koller/Murrin* ist wie bei Rappaport der Kapitalwert. Nach der Methodik von *Copeland/Koller/Murrin* erfolgt die Ermittlung des Shareholder-Value, durch Addition des Barwertes der operativen freien Cash-Flows (= Barwert der freien Cash-Flows der Prognoseperiode + Residualwert) mit den nicht-betriebsbedingten Wertpapieren und anschließender Subtraktion des Marktwertes des Fremdkapitals.<sup>39</sup>

<sup>38</sup> Vgl. Rappaport (Shareholder- Value, 1999), S.50

<sup>39</sup> Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.50

	Bartwert der freien Cash-Flows der Prognoseperiode
+	Residualwert
<hr/>	
=	Barwert der operativen freien Cash-Flows
+	Wert nicht betriebsbedingter Wertpapiere
-	Marktwert des Fremdkapitals
<hr/>	
=	<b>Shareholder- Value</b>

Tabelle 2: Berechnungsschema nach Copeland/Koller/Murrin

Quelle: Eigene Darstellung

Der Unterschied zum Ansatz von *Rappaport* besteht darin, dass *Copeland/Koller/Murrin* keine „Value Drivers“<sup>40</sup> zur Berechnung des freien Cash-Flows implementieren, sondern die zukünftigen freien Cash-Flow indirekt aus der Gewinn- und Verlustrechnung ermitteln, indem das Betriebsergebnis nach Steuern mit den nicht auszahlungswirksamen Aufwendungen (z.B. Abschreibungen) zusammengefasst wird und anschließend eine Subtraktion von den Investitionen in Sachanlagen erfolgt.<sup>41</sup> Der Vorteil dieses Bewertungsverfahrens gegenüber *Rappaport*'s Modell ist die höhere Transparenz, da alle bewertungsrelevanten Ein- und Auszahlungen separat von einander erfasst werden. Zusätzlich ist die Erhebung von Plandaten kostengünstiger als von Marktwertdaten.

<sup>40</sup> Siehe Kap. 2.1.3

<sup>41</sup> Vgl. Copeland et al. (Unternehmenswert, 1998), S.160f.

### 2.1.6 Cash- Flow- Return on Investment Konzept nach Lewis

Ausgangspunkt des Ansatzes von *Thomas G. Lewis* ist der gemeinsam mit *Lehmann* entwickelte sog. Cash-Flow-Return on Investment (CFROI).<sup>42</sup>

Lewis bezeichnet den Shareholder-Value als eine Kenngröße und verwendet deshalb den Begriff „Total Value Management“.<sup>43</sup> Seine „Orientierung am Wert als Unternehmensphilosophie“<sup>44</sup> kongruiert jedoch mit dem bereits dargestellten Grundkonzept des Shareholder-Value.

*Lewis* verwendet den CFROI als eine Messung zur Performance von Geschäftsbereichen. Dieser beinhaltet den internen Zinsfuß. In der Investitionsrechnung gibt der interne Zins den Kalkulationszinsfuß an, bei dem der Kapitalwert einer Investition genau Null wird.<sup>45</sup>

Die Entscheidungsregel ist dabei folgende: Ist der interne Zins einer Investition größer als die Kapitalkosten, sollte die Investition durchgeführt werden. Andernfalls ist dies zu unterlassen. *Lewis* wendet diese Regel zur Investitionsentscheidung nun auf ganze Unternehmen und Geschäftsbereiche an, welche nach dieser Anschauung nach immer dann einen positiven Wertzuwachs erreichen, wenn der CFROI größer als die Kapitalkosten ist.<sup>46</sup>

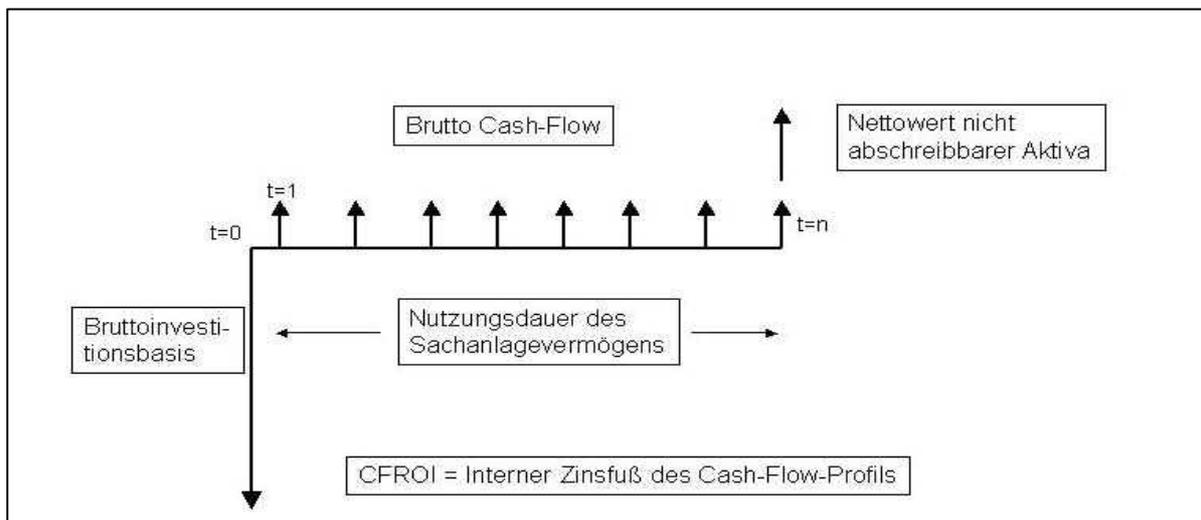


Abbildung 3: Cash-Flow-Return on Investment nach Lewis

Quelle: <http://finanzportal.wiwi.uni-saarland.de>

<sup>42</sup> Vgl. Lewis/Lehmann (Investitionsentscheidungen, 1992), S.1 ff.

<sup>43</sup> Vgl. Lewis (Unternehmenswert, 1995), S.11

<sup>44</sup> Vgl. Lewis (Unternehmenswert, 1995), S.11

<sup>45</sup> Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.55

<sup>46</sup> Vgl. Lewis (Unternehmenswert, 1995), S.76 f.

Folgende Faktoren werden für die Berechnung des CFROI benötigt:<sup>47</sup>

1. Die Bruttoinvestitionsbasis umfasst das gesamte investierte Kapital abzüglich der unverzinslichen Verbindlichkeiten (z.B. Lieferantenverbindlichkeiten).
2. Die Nutzungsdauer des Sachanlagevermögens (SAV) ergibt sich aus dem historischen Anschaffungswert dividiert durch die jährlichen linearen kalkulatorischen Abschreibungen. Da verschiedene Gegenstände des SAV eine unterschiedliche Nutzungsdauer aufweisen, ist das Ergebnis eine rein arithmetische durchschnittliche Nutzungsdauer des gesamten SAV.
3. Die Berechnung des Brutto-Cash-Flow erfolgt auf Basis des letzten Jahresabschlusses und wird über die gesamte Nutzungsdauer des SAV konstant gesetzt.
4. Der Wert der nicht abschreibbaren Aktiva wird analog einem Restwert am Ende der Nutzungsdauer als Liquiditätszufluss behandelt.

Da das CFROI Konzept ein vergangenheitsorientiertes Konzept darstellt, ist es für die Berechnung des Shareholder-Value, welcher sich an zukünftigen Zahlungsströmen orientiert, eher ungeeignet. Zusätzliche Mängel stellen die Annahme konstanter Brutto-Cash-Flows wie auch die Verwendung durchschnittlicher Nutzungsdauern des Sachanlagevermögens dar.<sup>48</sup>

---

<sup>47</sup> Vgl. Lewis (Unternehmenswert, 1995), S.42 ff. Zitiert nach Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.55 ff.

<sup>48</sup> Vgl. Düsterlho (Shareholder- Value- Konzept, 2003), S.59 f.

### 2.1.7 Economic Value Added Konzept nach *Stern&Stewart*

*Stern Stewart & Co* entwickelten einen Ansatz zur Unternehmensbewertung basierend auf ein Modell namentlich Economic Value Added (EVA)<sup>49</sup>, welches am Konzept des Residualgewinns<sup>50</sup> anlehnt. Ausgangspunkt ist nicht wie bei den anderen genannten Ansätzen<sup>51</sup> üblicherweise der Cash-Flow, sondern der operative Gewinn nach Steuern aus dem Jahresabschluss. Das Ergebnis, welches nach *Stern Stewart & Co* um bis zu 164 Anpassungen aus bilanzpolitischen Maßnahmen korrigiert wird<sup>52</sup>, stellt somit die Wertänderung einer Geschäftseinheit als absoluten Wert dar. Dieser korrigierte Gewinn wird als NOPAT bezeichnet. Der Economic Value Added lässt sich aus zwei verschiedenen Formeln berechnen.<sup>53</sup>

- EVA Capital-Charge-Formel = NOPAT – Kapitalkosten absolut
- EVA Value-Spread-Formel = [(NOPAT/inv. Kapital) – WACC] x inv. Kapital

wobei:

NOPAT	=	net operating profit after tax
Kapitalkosten	=	WACC x investiertes Kapital
WACC	=	durchschnittlicher Kapitalkostensatz in %
Investiertes Kapital	=	Buchwert des betrieblichen Vermögens

Besitzt der Economic Value Added nun ein positives Vorzeichen, wurde somit mehr verdient als Kapitalkosten vorhanden waren. Mit dem EVA-Modell wird somit der interne Gewinn einer Periode berechnet. Analog zum diskontierten Cash-Flow-Modell führt eine Diskontierung des EVAs zum gleichen Ergebnis.<sup>54</sup>

<sup>49</sup> EVA ist ein eingetragenes Warenzeichen von Stern Stewart & Co

<sup>50</sup> Vgl. Kap. 2.1.3.2

<sup>51</sup> Vgl. Kap. 2.1.3, 2.1.5 und 2.1.6

<sup>52</sup> Übersicht der Anpassungen vgl. Stewart (Quest for Value, 1991), S.112 ff.

<sup>53</sup> Vgl. Hostettler (Economic Value Added, 1997), S.45

<sup>54</sup> Bsp. vgl. Copeland/Koller/Murrin (Unternehmenswert,1998), S.172 ff.

## 2.1.8 Praktische Anwendung und Problembereiche der einzelnen Berechnungsmethoden

### Berechnung nach Rappaport:

Gegeben sind folgende Werte:<sup>55</sup>

➤ Vorjahresumsatz	20.000
➤ Wachstumsrate des Umsatzes	15%
➤ Betriebliche Gewinnmarge	10%
➤ Cash-Flow-Steuersatz	50%
➤ Zusatzinvestitionen ins Anlagevermögen	10%
➤ Zusatzinvestitionen ins Umlaufvermögen	5%
➤ Kapitalzinsfuß	13%
➤ Marktwert handelsfähiger Wertpapiere	300
➤ Marktwert des Fremdkapitals	2.455
➤ Prognoseperioden	3

Berechnung des Shareholder-Value:

Jahr	1	2	3
Umsatz	23000	26450	30418
Einzahlungen	1150	1323	1521
Auszahlungen	450	518	596
Freier Cash-Flow	700	805	925
<b>Barwert der FCF</b>	620	630	641

Kumulierter Barwert der FCF	1.891
Residualwert	8.109 ( $=[(1.521/0,13)/1,13^3]$ )
Marktwert handelsfähiger WP	300
<hr/>	
Unternehmenswert	10.300
abzgl. Marktwert des FK	-2.455
<hr/>	
<b>Shareholder Value</b>	<b><u>7.845</u></b>

<sup>55</sup> Wenn nicht anders angegeben, alle Angaben in €.

Die Einzahlungen können als Nettoeinzahlungen betrachtet werden, da der Umsatz bereits mit der betrieblichen Gewinnmarge und dem Cash-Flow-Steuersatz multipliziert wurde. Aufbauend auf dem vorgestellten Standardisierungsschema des Cash-Flows<sup>56</sup>, können die Einzahlungen dem Brutto-Cash-Flow gleichgestellt werden.

Um nun den Freien Cash-Flow zu erhalten, werden dem Brutto-Cash-Flow die Zusatzinvestitionen ins Anlage- und ins Umlaufvermögen, die zur Erzielung der Umsatzsteigerung notwendig sind, abgezogen. Die Zusatzinvestitionen werden im prozentualen Anteil der Umsatzsteigerung ausgedrückt.

Anschließend werden die kumulierten Barwerte des FCF mit dem Residualwert und dem Marktwert handelsfähiger Wertpapiere addiert. Der Shareholder- Value ergibt sich nun aus dem errechneten Unternehmenswert abzüglich dem Marktwert des Fremdkapitals.

#### Berechnung nach Copeland/Koller/Murrin:

Gegeben sind folgende Plandaten:<sup>57</sup>

Jahr	1	2	3
Umsatz	23000	25000	26000
Betriebliche Aufwendungen	21000	22400	23700
davon Abschreibungen	2000	2200	2300
Cash-Flow aus Investitionstätigkeit	-600	-750	-800

#### Annahmen:

- Bis auf die Abschreibungen stellen alle betrieblichen Aufwendungen zahlungswirksame Posten dar.
- Steuersatz 50%
- Wert nicht betriebsbedingter Wertpapiere 1050

<sup>56</sup> Vgl. Kap. 2.1.2.4

<sup>57</sup> Wenn nicht anders angegeben, alle Angaben in €.

- Marktwert des Fremdkapitals 2500
- Kapitalzinsfuß 13%
- Prognoseperioden 3

Berechnung des Shareholder-Value:

Jahr	1	2	3
Umsatz	23000	25000	26000
Betriebl.Aufwendungen	-21000	-22400	-23700
= Operatives Ergebnis	2000	2600	2300
davon Steuern	1000	1300	1150
= Operatives Ergebnis nach Steuern	1000	1300	1150
Abschreibungen	2000	2200	2300
= Brutto-Cash-Flow	3000	2500	3450
Cash-Flow aus Investitionstätigkeit	-600	-750	-800
Zunahme des Working Cap.	0	-200	-150
= Operativer FCF	2400	1550	2500
<b>Barwert der operativen FCF</b>	<b>2124</b>	<b>1214</b>	<b>1733</b>

Kumulierter Barwert der operativen FCF	5.071
Residualwert	6.131 ( $=[(1.150/0,13)/1,13^3]$ )
Wert nicht betriebsbedingter Wertpapiere	1.050
abzgl. Marktwert des FK	2.500

---

**Shareholder Value** **9.752**

Der Unterschied zum Ansatz von *Rappaport* liegt in der Berechnung der freien Cash-Flows. Diese werden im Gegensatz zum Modell von *Rappaport* nicht über Werttreiber, sondern indirekt aus der Gewinn- und Verlustrechnung ermittelt.

Der Freie Cash-Flow errechnet sich durch die Addition des operativen Betriebsergebnisses nach Steuern mit den nicht auszahlungswirksamen Aufwendungen (z.B. Abschreibungen) und anschließender Subtraktion des Cash-Flows aus Investitionstätigkeiten und Änderungen des Umlaufvermögens.

Berechnung nach Lewis:

Gegeben sind folgende Werte:<sup>58</sup>

- Bruttoinvestitionsbasis 10.000
- Brutto-Cash-Flow 4.000
- Nutzungsdauer des SAV 3 Jahre
- Wert nicht abschreibbarer Aktiva 2.000
- Kapitalzinsfuß 10%

Der CFROI errechnet sich aus der Gleichung:

$$-BIB + \sum BCF_t \times (1+CFROI)^{-t} = 0$$

$$\rightarrow -10.000 + 4.000 \times (1+CFROI)^{-1} + 4.000 \times (1+CFROI)^{-2} + 6.000 \times (1+CFROI)^{-3} = 0$$

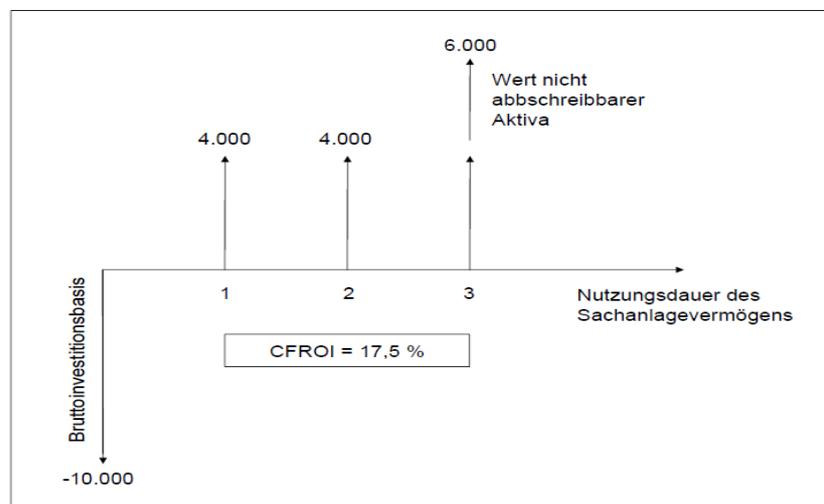


Abbildung 4: Berechnung des CFROI nach Lewis

Quelle: Eigene Darstellung

Der CFROI beträgt in diesem Beispiel 17,5 %. Da die Kapitalkosten mit 10 % kleiner als der CFROI sind, wäre dieses Unternehmen nach *Lewis* rentabel bzw. wertschaffend.

<sup>58</sup> Wenn nicht anders angegeben, alle Angaben in €.

Berechnung nach Stern&Stewart:

Gegeben sind folgende Werte:<sup>59</sup>

Jahr	2009	2008	2007
NOPAT (Operatives Betriebsergebnis nach Steuern)	1300	1550	1200
Investiertes Kapital	16500	17000	14300
Kapitalkostensatz	8,00%	8,00%	8,00%

Berechnung nach der EVA Value-Spread-Formel:

- EVA Value-Spread-Formel =  $[(\text{NOPAT}/\text{inv. Kapital}) - \text{WACC}] \times \text{inv. Kapital}$

Jahr	2009	2008	2007
EVA	-20	190	56

Nach dieser Berechnung hat das Unternehmen in den Jahren 2007 und 2008 mehr verdient als Kapitalkosten vorhanden waren. Somit wurde der Wert für die Shareholder gesteigert. Im Jahr 2009 wurde ein negativer EVA erreicht. Somit lagen die Kapitalkosten über dem Gewinn und demzufolge wurde Wert für die Anteilseigner vernichtet.

<sup>59</sup> Alle Werte sind fiktive Annahmen und beziehen sich auf kein spezielles Unternehmen. Sofern nicht anders angegeben, alle Angaben in €.

Problembereiche:

Die Problematik der einzelnen Berechnungsmethoden für die Ermittlung des Shareholder-Values bezieht sich im Wesentlichen auf zwei Bereiche :<sup>60</sup>

➤ Datenvollständigkeit und Transparenz:

Um eine vollständige und transparente Daten- und Informationsbeschaffung für Eigenkapitalgeber zu gewährleisten, müssten zu sämtlichen Daten, Kennzahlen, Informationen und schriftlichen Unterlagen ungehindert Zugang bestehen. Dies wird durch mangelnde Unternehmenspublizitätspflichten sowie schlechte interne und externe Informationsstrukturen im Unternehmen erschwert.

➤ Datensicherheit:

Ein weiteres Problem der Berechnungsmethoden bezieht sich auf die Unsicherheit zukunftsorientierter Daten. Diese lassen sich nur durch Annahmen prognostizieren, welche eine gewisse Unsicherheit beinhalten. Dies impliziert Messungenauigkeiten in den zentralen Größen der Shareholder-Value Berechnung, dem freien Cash-Flow, dem Kapitalkostensatz und dem Prognosehorizont.

Bei der zentralen Größe der Shareholder-Value Berechnung, dem freien Cash- Flow, ergibt sich die Datenunsicherheit aus folgenden Kriterien:

- Prognose und Schätzungen der wesentlichen Cash-Flow Komponenten
- Wachstumsrate des Umsatzes
- Betriebliche Gewinnmarge

Sensitivitätsanalysen und Prognoserechnungen für beide Bereiche lassen auch nur bedingt Vorhersagen zur Marktentwicklung zu..<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> Zu diesen und nachfolgenden Ausführungen vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.96 ff.

<sup>61</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.98

Zusätzliche Messunsicherheiten entstehen bei der Ermittlung des Kapitalkostensatzes. Das Hauptproblem liegt in der Bestimmung der wirklichen Kosten des Eigenkapitals, die durch den CAPM ermittelt werden.

Die darin enthaltene Marktrisikoprämie basiert auf einer Schätzung, die einen weiteren Unsicherheitsfaktor darstellt.<sup>62</sup>

Die Abschätzung der Lebensdauer von Unternehmen als Prognose bürgt weiteres Unsicherheitspotenzial für die Berechnung. Der Unsicherheits- bzw. Risikofaktor ist dabei umso größer, umso länger der Prognosehorizont ist.

### **2.1.9 Der Börsenkurs als Spiegelbild des Shareholder- Value**

Die vorgestellten Berechnungsmethoden unterliegen der Annahme, dass ausschließlich Werttreiber<sup>63</sup>, die auf internen, betriebswirtschaftlichen Daten beruhen, als Maßstab für die Ermittlung des Shareholder-Value herangezogen werden.

Dabei wird per Definition der Shareholder-Value als Marktwert des Eigenkapitals verstanden.<sup>64</sup> Bei börsennotierten Aktiengesellschaften wird dieser Marktwert durch den Börsenwert dargestellt. Somit liegt bei Aktiengesellschaften für die Ermittlung des Shareholder-Value die Börsenkapitalisierung zugrunde. Diese errechnet sich aus dem Börsenkurs des Unternehmens multipliziert mit der Anzahl ausgegebener Aktien.<sup>65</sup>

#### **Börsenkapitalisierung = Börsenkurs x Anzahl ausgegebener Aktien**

Der Börsenkurs spiegelt die Ertragserwartungen der Unternehmung durch die Anleger wider und wird somit auch als „Unternehmensbewertung am Markt“<sup>66</sup> bezeichnet.<sup>67</sup>

Der Börsen- bzw. Aktienkurs ist dabei verschiedenen Wertegeneratoren ausgesetzt.

Dies wird schon daraus ersichtlich, dass potenzielle Investoren ausschließlich Zugriff auf

---

<sup>62</sup> Vgl. Unzeitig/Köthner (Shareholder- Value- Analyse, 1995), S.76

<sup>63</sup> Vgl. Kap. 2.1.4.2.

<sup>64</sup> Vgl. Kap. 2.1.1.

<sup>65</sup> Vgl. zur Börsenkapitalisierung als Basis zur Ermittlung des Unternehmenswertes Grossfeld (Unternehmensbewertung, 2002), S. 180 ff.

<sup>66</sup> Vgl. Lühr (Bewertung von Unternehmen, 1993), S. 182

<sup>67</sup> Vgl. Lafrenz (Shareholder-Value, 2004), S. 42

externe bzw. veröffentlichte Daten des Zielunternehmens haben, um den inneren Wert<sup>68</sup> eines Unternehmens bestimmen zu können. Daher nimmt die Informationspolitik des Managements eine bedeutende Rolle für den Börsenkurs ein. Ferner ist der Kauf einer Aktie aus Investorensicht immer mit Gewinnabsicht verbunden. Somit beeinflusst die Dividendenpolitik bzw. die Höhe der Ausschüttungen zusätzlich den Kurs.

Hingegen haben bilanzielle Kennzahlen wie die Price-Earning-Ratio und die Verschuldungsdauer Einfluss auf das Investorenverhalten und folglich auf den Marktwert der Unternehmung. Die Price-Earning-Ratio (Kurs-Gewinn-Verhältnis, KGV) gibt Auskunft über das Verhältnis vom Kurs der Aktie zum Gewinn je Aktie. Somit werden Aktien als günstig bewertet, wenn der Aktienkurs in Relation zum erwirtschafteten Gewinn niedrig ist.<sup>69</sup>

Die Verschuldungsdauer errechnet sich dagegen aus der Differenz des Fremdkapitals zu den liquiden Mitteln, dividiert durch den betrieblichen Cash- Flow. Je nach Branchenzugehörigkeit fällt diese höher oder niedriger aus.<sup>70</sup>

Neben der Unternehmenspolitik und billanziellen Kennzahlen haben insbesondere unternehmensexterne Faktoren Einfluss auf den Börsenwert. Somit spielt die Konjunktur und die Volatilität der Unternehmensbranche eine wesentliche Rolle bei Investorenverhalten und folglich für den Börsenkurs der Unternehmung. Ferner betrachten Anleger das wirtschaftliche Potenzial des Unternehmens um Investitionsentscheidungen zu treffen.

Da ein Aktienkurs aus Angebot und Nachfrage besteht, kann zudem der Kurs als ein „Einigungsmodell“ zwischen Verkäufer (Unternehmen) und Käufer (Investor) verstanden werden. Daher spielt auch das Vertrauen in die Unternehmung eine wesentliche Rolle für den Aktionär, um sich für ein Investitionsvorhaben zu entscheiden.

---

<sup>68</sup> Der Begriff „Innerer Wert“ soll hier synonym für den tatsächlichen Wert einer Unternehmung Verwendung finden.

<sup>69</sup> Vgl. Hofmann et al. (Unternehmenskennzahlen, 2001), S. 38 f.

<sup>70</sup> Vgl. Hofmann et al. (Unternehmenskennzahlen, 2001), S. 18 f.

Bezüglich der verschiedenen Berechnungsmodelle für die Shareholder-Value- Analyse wird die Frage aufgeworfen, inwiefern die Berechnungsmethoden auf den Börsenkurs Einfluss nehmen.

Da im Konzept der DCF- Methode die zukünftigen Free-Cash-Flows mit einem risikoadjustierten Kapitalkostensatz diskontiert werden, wird den mit Risiko behafteten Renditeerwartungen der Anleger damit Rechnung getragen.

Diese mit Risiko verbundene Gewinnerwartung spiegelt sich auch im Börsenkurs wider. Weichen nun der berechnete Eigenkapitalwert und der aktuelle Börsenwert voneinander ab, kann von einer unterschiedlichen Einschätzung bezüglich der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens am Kapitalmarkt gesprochen werden. Je nachdem, ob der Börsenkurs über oder unter dem errechneten Eigenkapitalwert liegt, wird eine Anpassung an den tatsächlichen Wert vorgenommen. Somit kann von einer Rückwirkung des Börsenkurses auf die errechneten Shareholder- Values gesprochen werden.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Börsenwert einer Unternehmung durch weitaus mehr Werttreiber beeinflusst wird als in den Berechnungsmodellen enthalten sind. Ferner kann der Grad der Abweichung des Börsenwertes vom tatsächlichen Unternehmenswert kurzzeitig durch eine gezielte Managementpolitik gesteuert werden. Beispiele dafür wären eine Kapitalerhöhung bzw. -herabsetzung, sowie andere Managementmitteilungen (Kündigungen, Fusionsabsichten, etc.), die zu kurzfristigen Reaktionen am Kapitalmarkt führen.

Langfristig gesehen kann dennoch dem Kapitalmarkt unter realen Umständen die objektivste Unternehmensbewertung zugesprochen werden, da der Börsenkurs eine Bewertung der Unternehmenspolitik widerspiegelt, die sowohl betriebswirtschaftliche wie auch volkswirtschaftliche Indikatoren als Werttreiber einbezieht.

## 2.2. Stakeholder- Value- Ansatz

### 2.2.1 Die Stakeholder Theorie

Die Stakeholder- Theorie dürfte ihren Ursprung am Stanford Research Institut (SRI) im Jahre 1963 gefunden haben, wo erstmals der anglo-amerikansiche Begriff „Stakeholder“ mit folgendem Inhalt belegt wurde: *“Stakeholders are those groups without whose support the organization would cease to exist.”*<sup>71</sup>. Sie wurde damals als Gegenpart zum Shareholder- Value- Ansatz kreiert.

Durch zunehmenden Druck für die Unternehmen neben Wertsteigerungen auch ökologische und gesellschaftliche Verantwortung zu übernehmen, gewinnt die Stakeholder- Theorie in der heutigen Zeit auch in der Praxis immer mehr an Bedeutung.

#### 2.2.1.1 Begriffserklärung Stakeholder

In der Literatur finden sich viele Definitionen für den Begriff Stakeholder. Wörtlich betrachtet ist ein Stakeholder jemand, für den etwas auf dem Spiel steht („to be at stake“) bzw. der an einer Sache Interesse hat („stake“).<sup>72</sup> Die wohl bekannteste und in Artikeln und Schriften am häufigsten verwendete Definition stammt von *Freeman*.<sup>73</sup>

„A stakeholder in an organization is any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization`s objectives.“

---

<sup>71</sup> Vgl. Freeman (Strategic, 1984), S.31

<sup>72</sup> Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S.94

<sup>73</sup> Vgl. Freeman (Strategic, 1984), S.46

Gemäß dieser sehr weiten Interpretation von *Freeman* kann zwischen Stakeholder im weiteren und im engeren Sinne unterschieden werden.

- Unter dem Stakeholder im weiteren Sinne werden alle Interessengruppen und/oder Individuen verstanden, die durch Unternehmensentscheidungen profitieren oder beeinträchtigt werden bzw. deren Rechte respektiert oder beeinträchtigt werden und die theoretischen und praktischen Einfluss auf das Unternehmen haben.<sup>74</sup> Nach dieser Definition werden alle erfasst, die in irgendeiner Weise in einer Beziehung zu einem Unternehmen stehen. Ausgeschlossen werden einzig solche, die keinen Einfluss auf den Unternehmenserfolg haben können.<sup>75</sup>
- Stakeholder im engeren Sinne sind alle Interessengruppen und/oder Individuen, von denen der gesicherte Fortbestand des Unternehmens abhängt.<sup>76</sup>

Laut der Definition von *Freeman* können eine Vielzahl von Akteuren Einfluss auf ein Unternehmen haben. Jedoch ist die Anzahl der Stakeholder individuell von Unternehmen zu Unternehmen zu identifizieren.

Die Definition von *Freeman* ist auf zwei verschiedene Perspektiven interpretierbar: der strategischen und normativen Interpretation.<sup>77</sup>

In der strategischen Interpretation werden all jene Anspruchsgruppen erfasst, die einen aktuellen oder potentiellen Einfluss auf das Unternehmen (*who can affect*) ausüben können und folglich eine Machtposition gegenüber dem Unternehmen inne haben. Zum Beispiel könnte bei eventueller Verfügungsmacht eines Stakeholders über Ressourcen eine Sanktionierung durch Nichtlieferung stattfinden.

Bei der normativen Interpretation werden jene Akteure erfasst, deren Interesse als ethisch legitim (*who is affected*) angesehen wird. Vertragliche Vereinbarungen (z.B. Arbeits-,

---

<sup>74</sup> Vgl. Freeman (Strategic, 1984), S.31. Zitiert nach: Wellner (Shareholder-Value Approach, 2001), S.121

<sup>75</sup> Vgl. Figge (Unternehmensrisiko, 2002), S.3

<sup>76</sup> Vgl. Freeman/Reed (Stockholders, 1983) Zitiert nach: Weiss (Stakeholder- Theorie, 2004), S.32

<sup>77</sup> Vgl. Ulrich (Wirtschaftsethik, 2001), S.442

Werk-, Kaufvertrag) oder allgemeine moralische Rechte bilden die Grundlage für diese Legitimität.

Bei der Identifikation eines Stakeholders basieren beide Interpretationen auf der Grundlage eines Anspruches. Die strategische Interpretation unterliegt der Grundlage des Machteinflusses eines Stakeholders, während die normative Interpretation sich auf die ethische Legitimation stützt. Es ist davon auszugehen, dass die normative Interpretation mehr Anwendung findet, da zu erwarten ist, dass mehr Stakeholder-Gruppen durch Aktivitäten eines Unternehmens beeinflusst werden, als selbst Einfluss auf das Unternehmen auszuüben.

### **2.2.1.2 Ziel der Stakeholder- Theorie**

Moderne Unternehmen unterliegen heutzutage zunehmend dem Druck struktureller und gesellschaftlicher Veränderungen. Jedem Unternehmen muss neben wirtschaftlichem Erfolg die stetig steigende soziale und ökologische Verantwortung bewusst sein. Insbesondere fördert die ausschließliche Konzentration der Unternehmensführung auf die Eigenkapitalgeber die Vernachlässigung oder Ausschließung anderer Unternehmensmitglieder, die wie Aktionäre, Interessen und Ansprüche an die Unternehmung formulieren und diese dadurch auch maßgeblich beeinflussen.<sup>78</sup> Nur durch die Interaktion und Einbindung seiner Stakeholder kann ein Unternehmen wirtschaftlich rentabel sein, da diese das Unternehmen mit essenziellen Ressourcen versorgen und somit aktiv am Unternehmensgeschehen teilnehmen. Die Stakeholder- Theorie, in der Shareholder nur eine Anspruchsgruppe unter vielen sind, gewinnt so immer mehr an Bedeutung.

Die Stakeholder- Theorie ist ein strategischer Managementprozess, welcher das Unternehmen aktiv in eine Richtung steuert, wobei Berücksichtigung gefunden werden muss, wie das Unternehmen die Umwelt beeinflusst und von dieser beeinflusst wird.<sup>79</sup>

Somit lässt sich das wesentliche Ziel der Stakeholder- Theorie als Werte- und Nutzen-generierung der verschiedenen Anspruchsgruppen formulieren.

---

<sup>78</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.112

<sup>79</sup> Vgl. Weiss (Stakeholder- Theorie, 2004), S.34

## 2.2.2 Klassifizierung der einzelnen Stakeholder- Gruppen

Um den Ansprüchen der einzelnen Stakeholder gerecht zu werden, muss das Unternehmen seinen strategischen Managementprozess an deren Interessen ausrichten. Um jedoch die Interessen im Rahmen des strategischen Managements erfüllen zu können, müssen die einzelnen Stakeholder-Gruppen zuerst identifiziert und anschließend entsprechend ihrer Relevanz für das Unternehmen klassifiziert werden.

### 2.2.2.1 Identifikation der Stakeholder-Gruppen

*Janisch* unterteilt die verschiedenen Stakeholder anhand der Machtkomponente. Danach lassen sich die verschiedenen Akteure in Abhängigkeit der Art und Ausprägung ihrer Macht oder dem Willen, diese Macht auszuüben, unterscheiden. Dementsprechend lassen sich die mit der Unternehmung in Beziehung stehenden Umweltgruppen in Bezugsgruppen, Interessengruppen und strategischen Anspruchsgruppen kategorisieren:<sup>80</sup>

Die Bezugsgruppen umfassen alle sozialen Gruppen, die zum Unternehmen irgendeinen tatsächlichen oder potenziellen Bezug aufweisen. Die Macht (bzw. die Abhängigkeit des Unternehmens von diesen Gruppen) als auch der Wille zur Machtausübung auf das Unternehmen ist relativ gering. Zu diesen Gruppen gehören z.B. Kirchenorganisationen, Universitäten, oder UN-Organisationen.

Interessengruppen sind soziale Gruppen, welche eine tatsächliche direkte oder indirekte Verbindung zum Unternehmen aufweisen und deshalb unmittelbares Interesse bekunden, wie z.B. Gewerkschaften. Der Wille zur Machtausübung ist bei den Interessengruppen zwar höher anzusehen als bei den Bezugsgruppen, jedoch ist die Macht bzw. die Abhängigkeit des Unternehmens von den Interessengruppen ebenso gering einzuschätzen, wie jene bei den Bezugsgruppen.

---

<sup>80</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.125 ff.

Zu den strategischen Anspruchsgruppen zählen diejenigen Umweltgruppen, die ihre Interessen in Form von konkreten Erwartungen und Ansprüchen an die Unternehmung ausdrücken. Sie nehmen entweder selbst oder durch Interessenvertreter auf die Unternehmensziele und deren Erreichung Einfluss und werden selbst von den Unternehmenszielen und dem Verhalten der Unternehmung beeinflusst. Zu den strategischen Anspruchsgruppen einer Unternehmung zählen diejenigen Gruppen, die über eine effektiv wirkende, erfolgreiche Macht und auch über den Willen zur Machtausübung verfügen. Der Begriff der „strategischen Anspruchsgruppen“ soll im Rahmen dieser Arbeit dem anglo-amerikanischen Begriff des „Stakeholder“ gleichgesetzt werden.

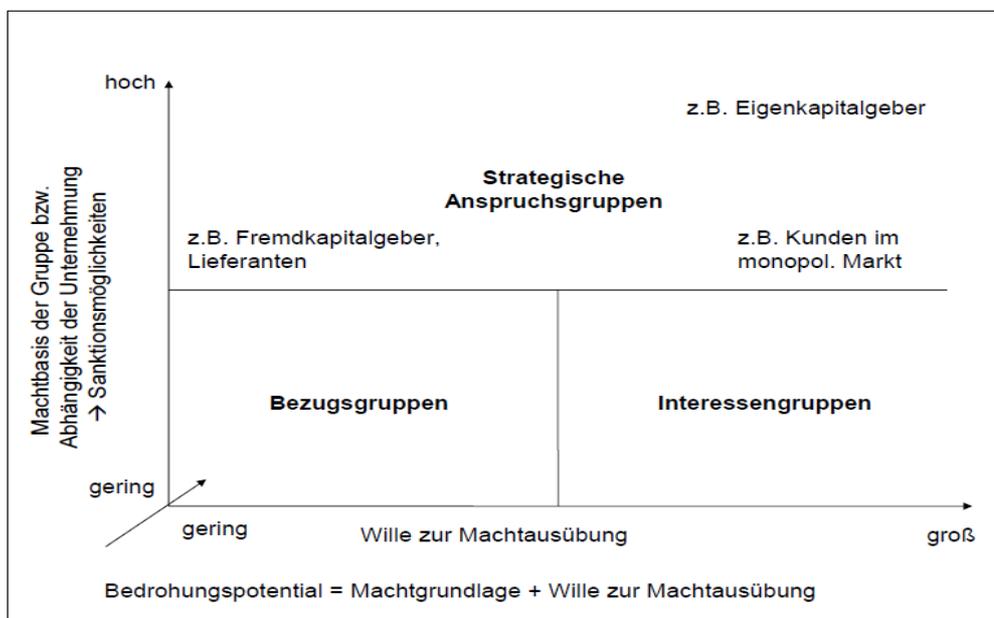


Abbildung 5: Die Kategorisierung der institutionellen/personellen Umwelt der Unternehmung

Quelle: Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.126

Nicht alle strategischen Anspruchsgruppen haben den gleichen Einfluss auf die Unternehmung, da entweder die Macht selbst und/oder der Wille zur Machtausübung eingeschränkt sein kann. Solche Gruppen finden von der Unternehmung weniger Berücksichtigung, da leichter Gegenmachtbildungsmöglichkeiten bestehen, was wiederum keineswegs bedeutet, dass ihre Ansprüche komplett ohne Berücksichtigung bleiben können.

### 2.2.2.2 Primäre vs. Sekundäre Stakeholder-Gruppen

Die Unterscheidung zwischen primären und sekundären Stakeholdern ist der strategischen Interpretation zuzuordnen. Im Mittelpunkt steht das Potenzial zur Machtausübung eines jeden einzelnen Stakeholder gegenüber der Unternehmung.<sup>81</sup> Damit erfolgt die Unterscheidung anhand der Bedeutung der verschiedenen Anspruchsgruppen für das Unternehmen.<sup>82</sup>

Die Kategorie der primären Stakeholder nehmen all jene Anspruchsgruppen ein, die für die langfristige Unternehmensfortführung von essenzieller Bedeutung für die Unternehmung sind. Dazu gehören in der Regel die Eigentümer, die Mitarbeiter, der Betrieb, die Kunden, die Lieferanten und die Gesellschaft. Sie stehen in ständiger Interdependenz zur Unternehmung. Diese Stakeholder verfügen in der Regel über ein großes Machtpotenzial und sind auch bereit dieses auszuüben. Da sie durch Sanktionsmöglichkeiten in der Lage sind, das Verhalten der Unternehmung zu beeinflussen, stellen sie ein wesentliches Bedrohungspotenzial für die Unternehmung dar.<sup>83</sup>

Die Anspruchsgruppen der Kategorie sekundäre Stakeholder sind zwar in der Lage Einfluss auf die Unternehmung auszuüben, ihnen stehen jedoch keine Sanktionsmöglichkeiten zur Verfügung, welche die langfristige Unternehmensfortführung bedrohen könnte. Obwohl sie das Verhalten der Unternehmung nicht signifikant beeinflussen können, sind sie dennoch in der Lage dem Unternehmen erheblichen Schaden zuzufügen. Eine Maßnahme wäre etwa die öffentliche Meinung über das Unternehmen durch Medien gezielt negativ zu beeinflussen.<sup>84</sup>

Nach Erörterung der beiden Kategorien kann festgehalten werden, dass der Begriff „Primärer Stakeholder“ dem Begriff „Strategische Anspruchsgruppen“ gleichgesetzt werden kann. „Sekundäre Stakeholder“ wären danach den „Bezugsgruppen“ und den „Interessensgruppen“ gleichzusetzen.<sup>85</sup>

---

<sup>81</sup> Vgl. Kapitel 2.2.2.1

<sup>82</sup> Vgl. Welling (Stakeholder- Theorie, 2002), S.21f.

<sup>83</sup> Vgl. Welling (Stakeholder-Theorie, 2002), S.21f.

<sup>84</sup> Vgl. Welling (Stakeholder-Theorie, 2002), S.22

<sup>85</sup> Vgl. Welling (Stakeholder-Theorie, 2002), S.24

Dennoch muss erwähnt werden, dass auch diese Einteilung individuell von Unternehmen zu Unternehmen vorgenommen werden muss. Natürlich ist eine Erfüllung der Interessen der „primären Stakeholder“ vorzuziehen, dennoch dürfen zur Sicherstellung der langfristigen Unternehmensfortführung die „sekundären Stakeholder“ nicht vernachlässigt werden.

### **2.2.2.3 Interne vs. Externe Stakeholder-Gruppen**

Strategische Anspruchsgruppen haben den größten Einfluss auf eine Unternehmung.<sup>86</sup> Um den Grad der Einflussmöglichkeit genauer zu bestimmen, können jene in interne und externe Stakeholder unterteilt werden. Die internen Stakeholder sind direkt an Entscheidungsprozessen des Unternehmens beteiligt. Ihnen gehören in der Regel das Management, die Aktionäre, der Aufsichtsrat, die Mitarbeiter sowie der Betrieb und der Betriebsrat an. Dagegen nehmen die externen nur indirekt Einfluss auf die Entscheidungen der Unternehmung.<sup>87</sup> Zu den externen Stakeholder gehören die Kunden, die Konkurrenzunternehmen, die Lieferanten, die Fremdkapitalgeber, Gewerkschaften, die Gesellschaft, der Staat sowie die Umwelt. Jedoch ist wiederum eine individuelle Einteilung von Unternehmen zu Unternehmen vorzunehmen.

---

<sup>86</sup> Vgl. Kap. 2.2.2.1, 2.2.2.2.

<sup>87</sup> Vgl. Wellner (Shareholder-Value-Approach, 2001), S.128 f.

### 2.2.3 Berechnung des Stakeholder- Value

In der Literatur wird meist der Shareholder-Value mit der Stakeholder Theorie als zwei konkurrierende Ansätze betrachtet. Dabei wird außer Acht gelassen, dass der Shareholder-Value Ansatz im Gegensatz zur Stakeholder Theorie ein Bewertungsverfahren ist. Der Shareholder-Value analysiert die Wertegenerierung und beurteilt die Wertschaffung.<sup>88</sup> Dabei wird die Identifikation der einzelnen Beiträge zur Wertbeschaffung außen vor gelassen. Im Gegensatz dazu, wird anhand der Stakeholder Theorie, die ihren Ursprung im strategischen Management wiederfindet, aufgezeigt, wer neben den

Eigenkapitalgebern zum Erfolg des Unternehmens beiträgt. Um nun aber die tatsächliche Wertegenerierung für das Unternehmen messbar zu machen, bedarf es dem Stakeholder-Value.<sup>89</sup>

Im Folgendem soll nun die Definition und die Berechnungsmethode des Stakeholder-Value dargestellt werden.

#### 2.2.3.1 Definition Stakeholder-Value

Der Stakeholder-Value ermöglicht die Wahl aus zwei Perspektiven<sup>90</sup> Zum einem kann Stakeholder-Value der Wert der Stakeholderbeziehung für einen Stakeholder sein.

Hierbei wird von einer stakeholderorientierten Unternehmensbewertung gesprochen. Aus Sicht der einzelnen Stakeholder bildet das Unternehmen den Bewertungsgegenstand. Daraus folgt, dass der Shareholder-Value Ansatz einen Spezialfall der stakeholderorientierten Unternehmensbewertung darstellt. Es wird der Fortführungswert aus der Perspektive des Stakeholders „Eigenkapitalgeber“ ermittelt.<sup>91</sup>

---

<sup>88</sup> Vgl. Kap. 2.1

<sup>89</sup> Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S.9 ff.

<sup>90</sup> Vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S. 5

<sup>91</sup> Vgl. Weiss (Stakeholder-Theorie, 2004), S.41

Die zweite Perspektive ist aus dem Blickwinkel des Unternehmens zu betrachten. Unter Stakeholder-Value wird dabei der Wert einer Stakeholderbeziehung für das Unternehmen verstanden. So interpretiert ist Stakeholder-Value ein unternehmensorientierter Stakeholderwert.<sup>92</sup>

Im Folgendem wird der unternehmensorientierte Stakeholderwert aufgefasst, da im Vordergrund dieser Untersuchung die Frage nach dem Wert ist, der für das Unternehmen durch die Stakeholderbeziehung entsteht.

### **2.2.3.2 Kosten-Nutzen-Analyse**

Ein Wert wird bei einem Nutzenüberschuss generiert (d.h. Nutzen > Kosten). Im Falle der Beziehung Stakeholder – Unternehmen wird es nur zu einem freiwilligen Ressourcenaustausch kommen, wenn der Nutzen für beide Seiten größer als die Kosten ist, wobei Nutzen und Kosten sowohl materielle als auch immaterielle Werte umfassen. Für beide Seiten muss aus ihrer jeweiligen Perspektive also ein Wert geschaffen werden. Beide Seiten sind solange an einem Ressourcenaustausch interessiert, solange der Grenznutzen die Grenzkosten übersteigt. Folgende Abbildung zeigt auf, bis zu welchem Punkt Stakeholder und Unternehmen bereit sind einen Ressourcenaustausch vorzunehmen.<sup>93</sup>

---

<sup>92</sup> Vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.5

<sup>93</sup> Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S.19 ff.

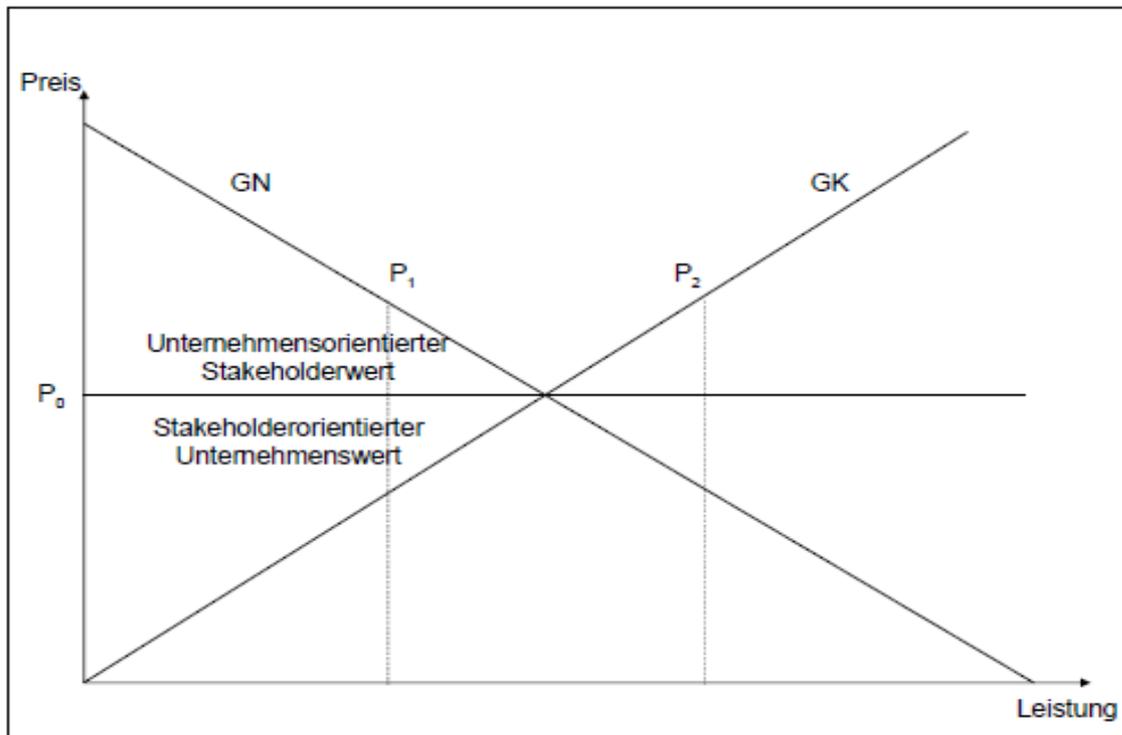


Abbildung 6: Stakeholder- und Unternehmensrente

Quelle: Figge/Schaltegger (Stakeholder- Value, 2000), S.21

GN = Grenznutzen des Unternehmens

GK = Grenzkosten des Stakeholders

$P_0$  = Equilibrium zwischen dem Grenznutzen der Unternehmung und den Grenzkosten des Stakeholders.

$P_1$  = Der Grenznutzen der Unternehmung übersteigt den Marktpreis und dieser die Grenzkosten des Stakeholders. Beide Seiten sind bereit für einen Leistungsaustausch.

$P_2$  = Marktpreis übersteigt den Grenznutzen der Unternehmung, liegt aber gleichzeitig über den Grenzkosten des Stakeholders. Auf beiden Seiten ist kein Interesse eines Leistungsaustausches vorhanden.

Übersteigt der Grenznutzen die Grenzkosten (z.B. Punkt  $P_1$  in Abb.6), entsteht für beide Beteiligten jeweils eine Rente, welche den Wert des Ressourcenaustausches zwischen Unternehmung und Stakeholder wiedergibt. Die Summe der beiden Renten kann als Stakeholder- Value bezeichnet werden, der sich aus der Summe des stakeholderorientierten Unternehmenswertes und dem unternehmensorientierten Stakeholderwert bildet.<sup>94</sup>

---

<sup>94</sup> Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S.20

### 2.2.3.3 Berechnungsmethode

Aus Unternehmenssicht ist der unternehmensorientierte Stakeholderwert von besonderem Interesse. Wie in Kapitel 2.2.3.1 vorgestellt, wird bei dieser Perspektive der Wert ermittelt, welcher für das Unternehmen durch seine Stakeholderbeziehungen entsteht. Die Art und Weise der Berechnung orientiert sich dabei am Shareholder-Value Ansatz.<sup>95</sup>

Die Ermittlung des Unternehmenswertes basiert grundsätzlich auf drei Komponenten:

- Erwarteter Nutzen
- Erwartete Kosten
- Erwartetes Risiko

Da sich die Wertschaffung durch Beziehungen mit anderen Stakeholdern ebenfalls in einem Nutzenüberschuss für beide Seiten äußert, kann deshalb im Rahmen der Berechnung des Stakeholder-Value auch hier von den oben angeführten Variablen ausgegangen werden.<sup>96</sup>

Um den Nutzenüberschuss aus einer Stakeholderbeziehung bestimmen zu können, werden die risikoadjustierten Kosten und Nutzen gegenübergestellt. Kosten, die durch einen Stakeholder bei der Unternehmung hervorgerufen werden, sind überwiegend monetäre Größen. Im Gegensatz dazu ist der Nutzen einer Stakeholderbeziehung nicht immer monetarisierbar. Analog zum Shareholder-Value könnte der Nutzenüberschuss nach Abzug aller Kosten vom Free Cash-Flow ermittelt werden. Dabei müssen jedoch die Ansprüche der Eigenkapitalgeber vom Nutzenüberschuss noch Berücksichtigung finden. Eine vollumfassende Berechnung des Stakeholder-Value ist nach dieser Methode daher nicht möglich. Erst nach vollständiger Ummodellierung der Kosten und Nutzen in monetäre Größen, kann der Stakeholder-Value-Added somit ermittelt werden.

---

<sup>95</sup> Vgl. Figge (Stakeholder- Matrix, 2002), S.5ff.

<sup>96</sup> Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S. 23

Als Stakeholder-Value-Added wird der Barwert der diskontierten Nutzenüberschüsse bezeichnet.<sup>97</sup>

$$\text{Stakeholder-Value Added} = \sum (N_n^{\text{ST}} - K_N^{\text{ST}}) \times [1/(1+i)^n]$$

NST = Nutzen aus Stakeholderbeziehung (Stakeholder benefits)

KST = Kosten aus Stakeholderbeziehung (Stakeholder costs)

n = Periode

i = Diskontierungssatz

Die Ermittlung des Stakeholder-Value-Added als eine zukunftsorientierte Langfristkennzahl erfordert eine Bewertung von Stakeholdernutzen und -kosten über mehrere Perioden. Die Barwertermittlung erfolgt über die Diskontierung der zukünftigen Wertbeiträge. Da zukünftige Werte jedoch einem gewissen Risiko unterliegen, muss der Diskontierungssatz das entsprechende Risiko beinhalten. Dabei ist er umso höher, je größer das Risiko ist.<sup>98</sup>

Anschließend müssen die Opportunitätskosten noch ermittelt werden. Unter Opportunitätskosten werden jene Kosten verstanden, die entstehen würden, wenn das eingesetzte Kapital bei einem anderem Unternehmen investiert worden wäre. Im Falle einer Stakeholderbeziehung beziehen sich die Opportunitätskosten auf den entgangenen Nutzen, der entsteht, da die Stakeholderbeziehung im eigenem und nicht in einem anderen Unternehmen eingesetzt wurde. Analog zum Shareholder-Value Ansatz wird der Unternehmenswert bestimmt, den der Einsatz des Stakeholders bei einem anderem Unternehmen geschaffen hätte.<sup>99</sup>

<sup>97</sup> Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S.24

<sup>98</sup> Vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.6 f.

<sup>99</sup> Vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.6

Die Berechnung des Stakeholder-Value-Added erfolgt in fünf Schritten:<sup>100</sup>

- Im ersten Schritt wird das betreffende Unternehmen und die dazu gehörenden Stakeholder identifiziert. Des weiteren wird der Markt bestimmt, der für die Berechnung der Opportunitätskosten herangezogen werden soll.
- Im zweiten Schritt werden die Unternehmenswertbeiträge und Stakeholderkosten für das betreffende Unternehmen selbst und für den Markt ermittelt.
- Im dritten Schritt wird der Unternehmenswertbeitrag im Verhältnis zu den Stakeholderkosten gesetzt. Aus Sicht der Unternehmung wird somit der Return on Stakeholder berechnet (=RoST). Der RoST des Vergleichsmarktes entspricht den Opportunitätskosten.
- Im vierten Schritt wird der sog. Value Spread ermittelt. Er berechnet sich aus der Subtraktion des RoST der Unternehmung von den Opportunitätskosten. Ein positiver Value Spread ist einer Unternehmenswertvermehrung gleichzusetzen.
- Der Value Spread gibt an, wie viel Unternehmenswert pro Einheit Stakeholderkosten geschaffen wurden. Folglich muss in einem letzten Schritt der Value Spread mit den Stakeholderkosten des Unternehmens multipliziert werden um den Stakeholder-Value-Added zu erhalten.

---

<sup>100</sup> Zu diesen und nachfolgenden Ausführungen vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.7 f.

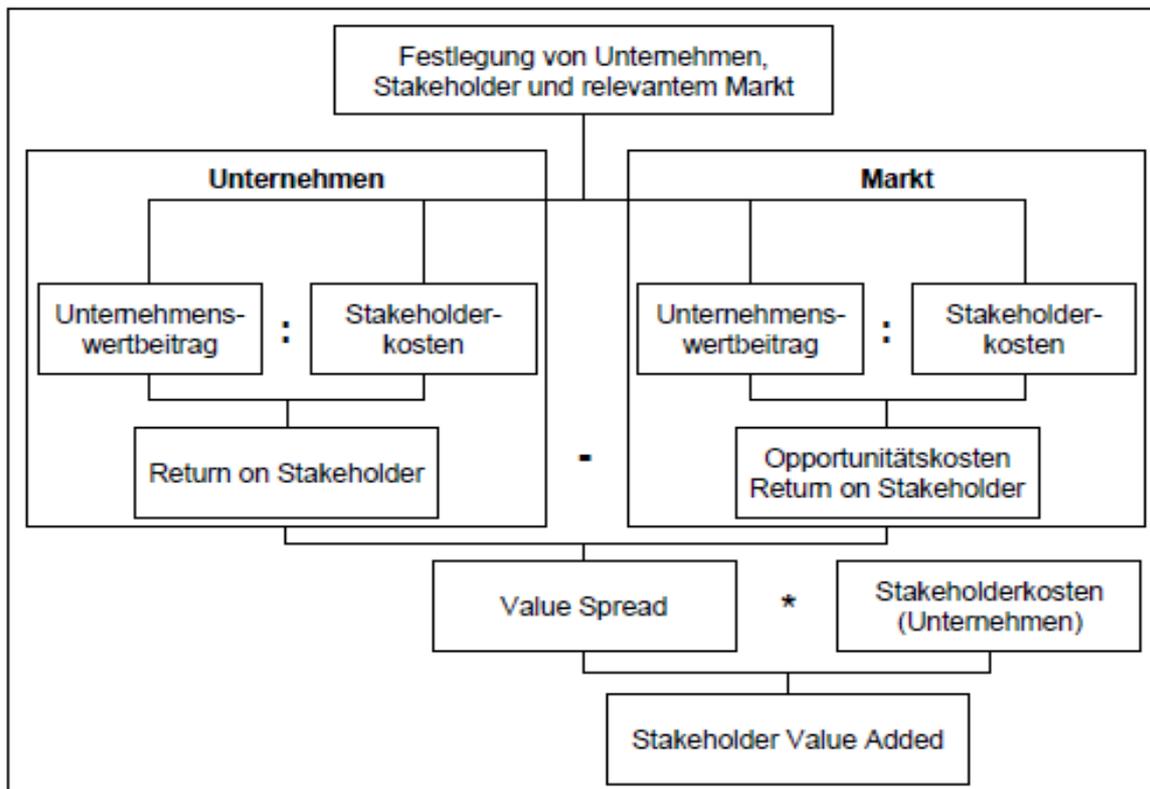


Abbildung 7: Bewertung des Stakeholder- Value- Added

Quelle: Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.7

Da jedoch, wie oben erwähnt, nicht die Wertschaffung einer Stakeholderbeziehung einer Periode von Interesse ist, sondern der Barwert aller in Zukunft liegenden Beiträge der Stakeholder, muss der Stakeholder- Value für alle zukünftigen Perioden ermittelt und auf den Gegenwartswert abgezinst werden.

Das hier vorgestellte Konzept lässt sich auf verschiedene Stakeholder einer Unternehmung übertragen.<sup>101</sup> Somit ermöglicht es unprofitable Stakeholderbeziehungen zu identifizieren.

<sup>101</sup> Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder- Value, 2000), S.29, Tab.5

## 2.2.4 Strategien zur Interessendurchsetzung von Stakeholdergruppen

Um ihren Anliegen Nachdruck zu verleihen, setzen gesellschaftliche Anspruchsgruppen auf verschiedenen Strategien. *Dyllick* nennt folgende fünf Strategien, um ihre Ansprüche im Unternehmen durchzubringen:<sup>102</sup>

### 2.2.4.1 Mobilisierung öffentlichen Drucks

Die am häufigsten angewendete Strategie gesellschaftlicher Anspruchsgruppen gegen eine als unzumutbar empfundene Situation stellt wohl die Mobilisierung öffentlichen Drucks dar. In der Regel wirkt diese Strategie auf zweifache Weise. Einerseits mit einer direkten Wirkung auf das Gewissen der Manager, da niemand mit dem Bewusstsein einer unmoralisch angesehenen Tätigkeit in der Öffentlichkeit leben möchte, andererseits mit einer indirekten Wirkung auf wichtige externe Stakeholder, die einen wesentlichen Einfluss auf die Unternehmung besitzen.<sup>103</sup>

Die Empfänglichkeit der Gesellschaft ist eine wichtige Voraussetzung für die Durchsetzung dieser Strategie. Die Effektivität dieser Strategie setzt bei den Stakeholdergruppen zwei Fähigkeiten voraus; effektive Medienarbeit und effektive Basisarbeit.

Effektive Medienarbeit beinhaltet Informationsbeschaffung, Dokumentation und ständige Präsenz. Ein weiterer unabdingbarer Bestandteil effektiver Medienarbeit beinhaltet einen starken emotionalen „Appell der Gefühle“.<sup>104</sup>

Zur Unterstützung der Medienarbeit braucht es eine effektive Basisarbeit. Diese beinhaltet die Akquirierung und Erhaltung einer möglichst großen Basis von Mitgliedern. Die gesellschaftlichen Anspruchsgruppen sind in Bezug auf die Ausführung der Aktionen und der Mobilisierung des öffentlichen Drucks auf ihre Mitglieder angewiesen.

---

<sup>102</sup> Vgl. *Dyllick* (Umweltbeziehungen, 1989), S.53 ff.

<sup>103</sup> Vgl. *Dyllick* (Umweltbeziehungen, 1989), S.56 f.

<sup>104</sup> Vgl. *Dyllick* (Umweltbeziehungen, 1989), S.58

#### **2.2.4.2 Mobilisierung politischen Drucks**

Die Sensibilität der Politik auf Veränderungen der öffentlichen Meinungsbildung ist sehr groß. Daher besteht ein direkter Zusammenhang zwischen der Mobilisierung politischen Drucks mit der Mobilisierung öffentlichen Drucks. Bei zu großem Druck der Öffentlichkeit wird die Politik folglich dazu gezwungen „hoheitliche Regulierungen“ zu überprüfen.

Politischer Druck kann durch die hoheitliche Regulierungsmacht des Staates ein effektives Instrument für die Durchsetzung von Ansprüchen sein. Dazu müssen die Stakeholder-Gruppen Einfluss auf die Politik gewinnen.<sup>105</sup>

#### **2.2.4.3 Mobilisierung der Marktes**

Die Mobilisierung des Marktes kann durch eine Form des Boykotts oder durch Anwendung indirekter Mittel zur Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit einer Unternehmung erfolgen. Voraussetzung eines eventuellen Konsumboykotts ist die strategische Mobilisierung öffentlichen Drucks. Denn in der Regel verlangt der Konsumboykott eine breite und lang andauernde Unterstützung, ehe die Auswirkungen sichtbar werden.<sup>106</sup>

#### **2.2.4.4 Gesellschafteraktivismus**

Der Gesellschafteraktivismus ist hier dem Begriff „Shareholderaktivismus“ gleichzusetzen. Die, in den USA populär gewordene Strategie, handelt davon, dass sich Stakeholder in das Unternehmen via Aktien einkaufen und folglich als Eigentümer Druck innerhalb des Unternehmens ausüben. Die gesellschaftlichen Anspruchsgruppen nutzen die Gesellschafterbestimmungen der Unternehmung und das Aktienrecht, um Einfluss auf das Unternehmen auszuüben.<sup>107</sup>

---

<sup>105</sup> Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.60

<sup>106</sup> Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.61

<sup>107</sup> Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.61 f.

#### **2.2.4.5 Direkte Verhandlungen mit dem Unternehmen**

Diese Strategie kann nur von strategischen Anspruchsgruppen<sup>108</sup> durchgesetzt werden, da nur diese ein gewisses Maß an Machtpotenzial gegenüber der Unternehmung besitzen und auch die Bereitschaft zur Machtausübung stellen. Unternehmen nehmen nur mit solchen Stakeholdern direkte Verhandlungen auf, da sie ein akutes Bedrohungspotenzial für den langfristigen Unternehmenserfolg darstellen.<sup>109</sup>

---

<sup>108</sup> Vgl. Kap. 2.2.2.1

<sup>109</sup> Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S. 62 f.

### **3 Erwartungen der Shareholder**

#### **3.1 Inhalt des Aktionärsnutzen- Konzept**

Weg von den rein klassischen Unternehmenszielen ist in Aktiengesellschaften eine Unternehmenspolitik mit einer immer stärker werdenden Konzentration auf die Interessen und Wünsche der Aktionäre wahrzunehmen.<sup>110</sup> Dabei wird zwischen monetären und nicht monetären Unternehmenszielen unterschieden, wobei das Shareholder-Value Konzept den monetären Zielen zuzuordnen ist.<sup>111</sup>

Alle Aktivitäten orientieren sich an dem Ziel den Unternehmenswert zu steigern, was folglich eine Vermögensvermehrung der Anteilseigner nach sich zieht. Dabei wird der Shareholder-Value als ein langfristiges monetäres Ziel angesehen, da nicht der einzelne Jahresgewinn, sondern die in der langfristigen Zukunft erzielbaren freien Cash-Flows von Bedeutung sind.<sup>112</sup>

#### **3.2 Ansprüche der Eigenkapitalgeber**

Eigenkapitalgeber<sup>113</sup> führen einer Unternehmung Kapital zu, um dafür im Austausch Anteile an ihr zu erhalten. Bezüglich der Ziele und Ansprüche der Anteilseigner wird in der Literatur zwischen Klein- und Großaktionären differenziert.

Eine Abgrenzungsmöglichkeit besteht hinsichtlich den Interessenunterschieden. Großaktionäre streben nach mehr Macht und Einfluss auf die Unternehmung, da sie auch in der Regel über ein größeres Anlagevolumen verfügen und somit ein höheres Risiko tragen.

---

<sup>110</sup> Vgl. Janik (Unternehmenskommunikation, 2002), S.83

<sup>111</sup> Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value.Konzept, 2003), S.15 f.

<sup>112</sup> Vgl. Kap. 2.1

<sup>113</sup> In dieser Arbeit sollen die Begriffe Eigenkapitalgeber, Aktionär, Anleger und Investor synonym Verwendung finden.

Im Gegensatz dazu haben Kleinaktionäre in erster Linie Interesse an Anlageinvestitionen. Sie können dabei in zweierlei Form am Devisenmarkt tätig werden. Entweder als Spekulationsaktionäre mit einem Interesse an kurzfristigen Gewinnen (= Spekulationsgewinne), oder als Anlageaktionäre die in erster Linie ihr Kapital möglichst gewinnbringend und langfristig anlegen, und sekundär von den Mitbestimmungsrechten Gebrauch machen wollen.<sup>114</sup>

Das oberste Ziel der Groß- wie Kleinaktionäre ist eine angemessene Rentabilität für ihre Investition in das Unternehmen zu erhalten, d.h. eine finanzielle Wertsteigerung des Unternehmens.<sup>115</sup> Neben diesen rein materiellen Nutzenvorstellungen der Aktionäre bestehen immaterielle Interessen wie der Wunsch des Aktionärs nach Macht, Mitsprache, Mitentscheidung und Einflussnahme durch Mitverwaltung.<sup>116</sup>

Der maßgebliche Stellenwert des Aktionärs lässt sich einerseits aus der rechtlichen Legitimation und andererseits aus einer notwendigen Wahrung der Liquidität der Unternehmung ableiten.<sup>117</sup>

Die rechtliche Legitimation beruht auf dem Aktiengesetz, in dem bestimmte Eigentümerrechte ihre Anwendung finden.

Ein Beispiel wäre die Möglichkeit der Anteilseigner die Geschäftsführung unter Druck zu setzen und mit Entlassungen zu drohen, wenn die Unternehmensführung nicht nach den Vorstellungen der Eigenkapitalgeber zu handeln bereit ist.

Die finanzielle Sicherheit beruht auf der Notwendigkeit der dauerhaften Liquidität für die Wahrung der langfristigen Existenz einer Unternehmung. Um das Vertrauen der Investoren in die Unternehmung nicht zu gefährden, müssen transparente Informationen bezüglich der Vermögenslage, Ertragskraft, Kapitalstruktur, Liquidität und Dividendenpolitik gegeben sein.

---

<sup>114</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.147 f.

<sup>115</sup> Vgl. Rappaport (Shareholder- Value, 1999), S.76

<sup>116</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.147, zitiert nach: Wächter (Unternehmerziele, 1969), S.89 f.

<sup>117</sup> Zu nachstehenden Ausführungen vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.148 ff.

Kleinaktionäre beschäftigten sich meist nicht berufsmäßig mit der Anlage ihres Vermögens oder dem Aktienkauf und können daher nur einen geringen Anteil an Zeit mit der Beurteilung der Informationen des Kapitalmarktes aufbringen. Des weiteren ist die Auseinandersetzung mit permanenten Veränderungen von Anlagemöglichkeiten und der damit ständigen Optimierung des eigenen Anlageportfolios mit einem zeitlichen Aufwand verbunden, den ein Anleger in seiner Freizeit kaum bewerkstelligen kann. Daher kann festgehalten werden, dass Kleinaktionäre mehr zu langfristigen Anlagestrategien tendieren, was den klassischen Shareholder-Value widerspiegelt.<sup>118</sup>

### **3.3 Investor Relations**

#### **3.3.1 Begriffserklärung**

Investor Relations (IR) wird in der Fachliteratur als der finanzbezogene Teil der Public Relations (PR) beschrieben. Die PR stellt die planmäßige und systematische Gestaltung der Beziehungen zwischen der Unternehmung und der Öffentlichkeit<sup>119</sup> dar. Unter planmäßig wird eine kontinuierliche Beziehungspflege verstanden. Strategisch bedeutet die IR in die Unternehmensstrategie zu integrieren.<sup>120</sup> Ziel und Aufgabe der PR ist eine Vertrauensbasis bei den verschiedenen Anspruchsgruppen aufzubauen. Demzufolge lässt sich Investor Relations als der Aufbau und die Pflege der Beziehung zur Investoren-Öffentlichkeit definieren.<sup>121</sup>

---

<sup>118</sup> Vgl. Hank (Informationsbedürfnisse, 1999), S.121

<sup>119</sup> Unter dem Begriff „Öffentlichkeit“ werden hier die verschiedenen Stakeholder-Gruppen nach Kap. 4 verstanden

<sup>120</sup> Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.55

<sup>121</sup> Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.53

Die hier zugrunde gelegte Begriffsdefinition lautet wie folgt:<sup>122</sup>

„Investor Relations sind als Teilbereich der Public Relations einer Aktiengesellschaft die freiwilligen Bemühungen der obersten Geschäftsleitung, durch ein geplantes, langfristiges und kontinuierliches Programm von nach aussen zielenden Handlungen das dauernde Vertrauen der Investor-Öffentlichkeit zu gewinnen und zu vermehren und den Beliebtheits- und Bekanntheitsgrad des Unternehmens zu erhöhen.“

Das Hauptziel der IR besteht in der Erreichung einer optimalen Unternehmensbewertung, um somit die Lücke zwischen tatsächlichen Unternehmenswert und Börsenkapitalisierung des Unternehmens zu schliessen, was folglich zu einer Steigerung des Shareholder-Value führt.<sup>123</sup>

### 3.3.2 Informationssymmetrie zwischen Investoren und Unternehmen

Die erfolgreiche Umsetzung des Shareholder-Value Konzeptes setzt eine optimale Börsenbewertung voraus. Daraus leitet sich die große Bedeutung der Investor Relations ab.

Ausgangspunkt der IR ist die Erkenntnis, dass Wertpapierbörsen keineswegs die Prämissen eines vollkommenen effizienten Marktes erfüllen: Vollkommene Informationen und homogene Erwartungen rational agierender Investoren.<sup>124</sup>

Dies führt zu einer Informationsasymmetrie, da Investoren verschiedene Informationen und somit unterschiedliche Erwartungen an das Unternehmen besitzen.<sup>125</sup> Diese Informationsasymmetrie erzeugt Marktwiderstände, die einen negativen Einfluss auf die

---

<sup>122</sup> Vgl. Hartmann (IR, 1968), S.70

<sup>123</sup> Vgl. Dürr (Investor Relations, 1995b), S.22 iVm. Drill (Investor Relations, 1995a), S.55

<sup>124</sup> Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.59 f.

<sup>125</sup> Vgl. Täubert (Unternehmenspublizität, 1998), S.9 f.

Bedingungen zwischen Börsenkurs und tatsächlichem Unternehmenswert besitzen.<sup>126</sup>

Folglich kann der Börsenwert eines Unternehmens, der beim Shareholder-Value- Ansatz als Maßstab für den Wert des Unternehmens gilt, stark vom Unternehmenswert abweichen.<sup>127</sup>

Die Aufgabe der IR ist die größtmögliche Beseitigung einer Informationsasymmetrie zwischen Anleger und Unternehmung, um so eine faire Bewertung der Aktien durch die Investoren zu ermöglichen. Somit wird das Vertrauen der Aktionäre in die Unternehmung erhöht, was zu einer stärkeren Anlagentreue der Investoren führen kann. Langfristig wird somit der Shareholder-Value erhöht, was das Ziel der Investoren wie der Unternehmung ist.

Aus Sicht der Unternehmung bestehen die Vorteile eines hohen Eigenkapitalwertes in der Schaffung von Abwehrmaßnahme gegen Übernahmeveruche, der Minimierung von Kapitalbeschaffungskosten, sowie einer Steigerung der Kreditwürdigkeit bei Fremdkapitalgebern.<sup>128</sup> Investoren begrüßen eine Steigerung des Shareholder-Value hinsichtlich ihres Renditeanspruches auf ihr eingesetztes Kapital.

---

<sup>126</sup> Vgl. Mild (Informationsbedürfnisse, 2009), S.33

<sup>127</sup> Vgl. Janik (Unternehmenskommunikation, 2002), S. 84

<sup>128</sup> Vgl. Dürr (Investor Relations, 1995b), S.22

### 3.4 Die Principal- Agent Problematik

Während der Anspruch der Shareholder die Steigerung des Unternehmenswertes ist, hat das Management der Unternehmung eine vielschichtige Interessensstruktur. Durch die weitestgehend autonome Verfügungsmacht der Manager über das eingesetzte Kapital der Investoren, kommt es zur Trennung zwischen Eigentum und Verfügungsgewalt. Es besteht ein sog. Auftragsverhältnis (Agency Relationship) zwischen den Managern (=Agent), die verpflichtet sind, im Sinne der Eigenkapitalgeber (=Principal) zu handeln. Oftmals kommt es dabei zu Interessenskonflikten zwischen Principal und Agent.<sup>129</sup>

Dieser Interessenskonflikt ist auf die persönliche Nutzenmaximierung beider Parteien zurückzuführen, da das Management durch seine vielschichtige Interessenstruktur andere Ziele als die Eigentümerinteressen verfolgt. Ein möglicher Grund ist dabei die unterschiedliche Risikoeinstellung. Während Investoren in der Lage sind ihr Risiko durch Anlagen in verschiedenen Unternehmen zu streuen, besitzen Manager eine höhere Risikoaversion, da meistens ihr Gehalt ein Großteil ihres Gesamteinkommens darstellt und somit ihr Schicksal sehr eng mit dem der Unternehmung verbunden ist.<sup>130</sup>

Ferner kann die bewusste Steuerung von Informationen vom Management an die Eigenkapitalgeber zu Misstrauen führen.<sup>131</sup>

Oftmals werden auch die immateriellen Interessen des Managements unterschätzt. Dabei werden teure und übereilte Transaktionen durchgeführt, um so ihr Prestige- und Machtstreben zu befriedigen.<sup>132</sup>

Interessenskonflikte können dort entstehen, wo das Management andere Interessen als deren Eigenkapitalgeber verfolgt. Eine Möglichkeit diese Diskrepanz zu beseitigen, besteht in der Koppelung der Management- Vergütung an den Shareholder-Value.<sup>133</sup>

---

<sup>129</sup> Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.34

<sup>130</sup> Vgl. Löhnert (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S.31

<sup>131</sup> Vgl. dazu Kap.3.3

<sup>132</sup> Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.34

<sup>133</sup> Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.36 f.

## 4 Erwartungen der einzelnen Stakeholder- Gruppen

Ansprüche und Erwartungen eines jeden einzelnen Stakeholders variieren durch die verschiedenen spezifischen Charakteristika. Die Grundlage eines Anspruches basiert auf ihrer Legitimität gegenüber dem Unternehmen. Dies geschieht entweder auf einen gesetzlich verankerten Anspruch oder die verschiedenen Interessengruppen besitzen genügend Bedrohungspotenzial, dass die Unternehmung sie in ihre Entscheidungsfindung berücksichtigen muss.<sup>134</sup> Ziel dieses Abschnittes ist es, die Grundlagen eines Anspruches zu erörtern und anschließend auf die individuellen Erwartungen der einzelnen Stakeholder Bezug zu nehmen.

*Eberhardt* kategorisiert fünf verschiedene Arten von Ansprüchen:<sup>135</sup>

- Ansprüche unterliegen gesetzlichen Regelungen. Eine jede Unternehmung muss nach gesetzlichen Rahmenbedingungen des Staates operieren, sie wahren und einhalten. Inwiefern ein Unternehmen bestimmten gesetzliche Bestimmungen unterliegt, ist abhängig von der Rechtsform sowie der Tätigkeit des Unternehmens.
- Ansprüche entstehen durch Vertragsbeziehungen. Bei der Beschaffung von Ressourcen und der Ausführung von Leistungen treten Unternehmen in ein Rechtsverhältnis mit ihren Stakeholdern ein. Diese Transaktionen unterliegen in der Regel vertraglichen Vereinbarungen.
- Ansprüche entstehen durch Eigentum. Eigenkapitalgeber erhalten im Zuge der Kapitaleinbringung einen Anteil am wirtschaftlichem Eigentum einer Unternehmung. Dadurch erhalten sie Mitsprachrechte in der Unternehmung.

---

<sup>134</sup> Vgl. Gomez (Wertmanagement, 1993), S.102 f.

<sup>135</sup> Vgl. Eberhardt (Unternehmensführung, 1998), S.221 ff.

- Ansprüche entstehen durch Marktbeziehungen. An einem geregelten Markt herrschen die Regeln von Angebot und Nachfrage. Ist ein Unternehmen nicht bereit einen bestimmten Preis (=Anspruch) für eine Leistung zu bezahlen, wird das Geschäft nicht abgeschlossen.
- Ansprüche unterliegen ethischen Regeln. Unternehmen unterliegen der Erwartung eines verantwortungsvollen Umganges mit seinen Stakeholdern.

## **4.1 Ziele und Ansprüche der internen Stakeholder**

### **4.1.1 Ziele und Ansprüche der Eigenkapitalgeber**

Siehe dazu Kapitel 3.

### **4.1.2. Ziele und Ansprüche des Managements**

Der Begriff Management kann sowohl aus funktionaler wie auch aus institutioneller Sicht betrachtet werden. Management aus funktionaler Sicht umfasst „die Bestimmung der Ziele, der Struktur und der Handlungsweisen des Unternehmens sowie zu deren Verwirklichung notwendigen Aufgaben, die nicht ausführender Art sind.“<sup>136</sup>

Management aus institutioneller Sicht umfasst hingegen alle Personen, die über die Kompetenz zur Leitung und Steuerung interner, untergeordneter Stellen verfügen.<sup>137</sup>

Die Sichtweise der funktionellen Unternehmensführung soll hier vernachlässigt werden, da die Erörterung der Ziele und Ansprüche der Manager als eigene Stakeholder-Gruppe im Mittelpunkt des Interesses steht.

---

<sup>136</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.158, zitiert nach: Ulrich/Fluri (Management, 1986), S.37

<sup>137</sup> Vgl. Ulrich/Fluri (Management, 1986), S.36

Der Begriff Management ist hier dem Begriff Top- Management (bzw. Führungskräfte) gleichzusetzen, da insbesondere diese Gruppe eigene Interessen formuliert.

Die Ziele und Ansprüche des Top- Managements basieren auf einem Mix von Aufgaben und Rollen, die die Führungskräfte gleichzeitig zu erfüllen haben.

Demnach verkörpert das Top- Management:<sup>138</sup>

- das unternehmerische Exekutivorgan (bzw. Vorstand), welches mit der Verantwortung über sämtliche unternehmerischen Entscheidungen, Aktivitäten und Konsequenzen ausgestattet ist. Folglich stellen in dieser Position die langfristige Unternehmensfortführung sowie das Erreichen eines bestimmten Erfolges die Ansprüche an die Unternehmung dar.
- den Mitarbeiter, welcher in diesem Zusammenhang Ziele und Ansprüche aus dem Wunsch der beruflichen Erfüllung generiert. Diese beinhalten den sozialen Status und das Prestige innerhalb der Unternehmung und außerhalb in der Gesellschaft, ein gerechtes und hohes Einkommen, sowie das Ziel der Selbstverwirklichung bei der Arbeit.
- und im Fall der Kapitalbeteiligung, den Eigenkapitalgeber<sup>139</sup>, welcher als Ziel die Unternehmenswertsteigerung und die Einflussnahme auf das Unternehmensgeschehen ausübt.

#### 4.1.3 Ziele und Ansprüche der Mitarbeiter

In der heutigen Zeit genießt das Humankapital eines Unternehmens einen großen Stellenwert. Demnach bemühen sich die Unternehmen den Erwartungen und Ansprüchen der Mitarbeiter gerecht zu werden. Mitarbeiter besitzen dabei zum einen materielle, aber auch immaterielle Ansprüche.

---

<sup>138</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.159 ff.

<sup>139</sup> Vgl. Kap. 3

Zu den materiellen Ansprüchen gehört die leistungsgerechte Entlohnung. Doch auch die Umsetzung von immateriellen Ansprüchen sind beidseitig von großer Bedeutung. Einerseits für die Mitarbeiter, die dadurch größtmögliche Motivation erlangen, und andererseits für das Unternehmen, die dadurch das optimale Leistungspotenzial des Mitarbeiters abrufen.

Zu den immateriellen Ansprüchen gehören u.a. die Sicherheit des Arbeitsplatzes, ein angenehmes Betriebsklima, eine herausfordernde Betätigung, sowie Möglichkeiten zur Aus- und Weiterbildung.<sup>140</sup>

#### **4.1.4 Ziele und Ansprüche des Betriebes**

Die Stakeholdergruppe „Betrieb“ umfasst als eigener Organismus in einer Unternehmung selbstständige Ansprüche und Ziele. Als primäres Ziel wird dabei die Steigerung der eigenen Wettbewerbsfähigkeit gesehen und die wirtschaftliche Struktur des Standortes zu stabilisieren. Zudem besteht ein Anspruch zur Weiterentwicklung des eigenen Mutterunternehmens beizutragen. Da die Unternehmung und ihr Betrieb in einem engen wirtschaftlichen Bezug zueinander stehen, wird dem Betrieb auch ein nicht zu unterschätzendes Machtpotenzial zugesprochen. Durch Vernachlässigung des Betriebes können wirtschaftliche Einbußen entstehen, die einen negativen Einfluss auf das Gesamtunternehmen haben.

---

<sup>140</sup> Vgl. Eberhardt (Unternehmensführung, 1998), S.341

## **4.2 Ziele und Ansprüche der externen Stakeholder**

### **4.2.1 Ziele und Ansprüche der Fremdkapitalgeber**

Obwohl Fremdkapitalgeber in der Regel über keine Mitentscheidungsrechte verfügen, ist ihre Struktur zur Entscheidungsfindung der der Aktionäre sehr ähnlich. Ihr Interesse beruht ebenfalls auf eine angemessene Verzinsung für das zur Verfügung gestellte Kapital.<sup>141</sup> Doch im Gegensatz zu Anlegern haben Fremdkapitalgeber vermehrtes Interesse an Sicherheit, insbesondere an problemloser Tilgung und langfristiger Kapitalerhaltung.

Angesichts ihrer Sicherheitsinteressen legen Fremdkapitalgeber einen gewissen Wert auf Vorsicht und Zurückhaltung bei Geschäftsaktivitäten der Unternehmung.

Da der Inhalt der Geschäftsbeziehung zwischen der Unternehmung und ihren Fremdkapitalgebern meist vertraglich festgehalten sind, stellen die darin beschriebenen Konditionen zugleich grundsätzlich die geforderten Ansprüche der Fremdkapitalgeber dar.

Das Oberziel ist die Attraktivitätssteigerung der Investitionen zu nennen. Als entsprechende Unterziele sind die Kapitalverzinsung, die Sicherheit und Macht zu erwähnen.<sup>142</sup>

Ungewöhnlich ist, dass Fremdkapitalgeber und ihre Zielvorstellungen in der Literatur kaum Berücksichtigung finden, was folglich auf ein geringes Macht- und Bedrohungspotenzial für die Unternehmung schliessen lässt. Durch mögliche Kundenkontakte zur Konkurrenz oder anderen Unternehmen können Fremdkapitalgeber in Form von Banken jedoch einen hohen Stellenwert innerhalb eines Unternehmens einnehmen und einen erheblichen Beitrag zum unternehmerischen Erfolg leisten.<sup>143</sup>

### **4.2.2 Ziele und Ansprüche der Kunden**

Bei der Untersuchung anhand einer Studie von Walker 1999, in der Führungskräfte zu Stakeholder Management befragt wurden, wurde das größte Gewicht den Kunden zugesprochen.

---

<sup>141</sup> Vgl. Ulrich/Fluri ((Management, 1986), S.66

<sup>142</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.180 f.

<sup>143</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.179

Kunden sind einer der wichtigsten Stakeholder-Gruppen. Um ihr Vertrauen gewinnen zu können, muss man ihre Ansprüche kennen.<sup>144</sup>

Doch da der einzelne Kundennutzen keine idealtypische Größe ist, ist es für jede Unternehmung sinnvoll ihre Kundengruppen zu segmentieren, um die optimalen Kundenbedürfnisse je nach Gruppe anzupassen. Demnach lassen sich die Kunden in „Endverbraucher“, „Großhandel“, „Detailhandel“, und „industrielle Abnehmer“ unterteilen.<sup>145</sup>

Die Ansprüche der Kunden basieren nicht nur auf preiswerten Leistungen. Vor allem die Qualität der Marktleistung und der Serviceleistungen besitzen eine hohen Stellenwert. Dazu spielen für viele Kunden die Zuverlässigkeit der termingerechten Leistung und die Unternehmenspolitik des Unternehmens eine große Bedeutung.

#### **4.2.3 Ziele und Ansprüche an Lieferanten**

Lieferanten als eigenständige Unternehmen verfolgen als oberstes Ziel die eigene Existenzhaltung und -entwicklung sowie die Unternehmenswertsteigerung.<sup>146</sup> Lieferanten verfolgen aber auch Sicherheitsinteressen. Daher spielt das Risiko eine zentrale Rolle im Hinblick auf die Zahlungsmoral und der Liquidität der Unternehmung. Folglich haben Lieferanten Informationsansprüche bzgl. der Ertragskraft und den Zukunftsaussichten und verfolgen das Ziel einer möglichst langfristigen Lieferbeziehung.<sup>147</sup> Eine Risikoanalyse

kann anhand von Daten über die Vermögenslage, Kapitalstruktur und Marktstellung durchgeführt werden. Der Informationsbedarf ist umso höher, desto höher die Marktkonzentration und die Abhängigkeit des Lieferanten von einem Unternehmen ist.<sup>148</sup>

---

<sup>144</sup> Vgl. Walker et al. (Erfolgsfaktor Stakeholder, 2002), S.15.f

<sup>145</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.172 f.

<sup>146</sup> Vgl. Kreikebaum (Unternehmensplanung, 1989), S.142

<sup>147</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S. 178

<sup>148</sup> Vgl. Nagos (Berichterstattung, 1991), S.46f.

#### 4.2.4 Ziele und Ansprüche des Staates

Das oberste Ziel des Staates ist das soziale Wohlergehen der Bürger zu gewährleisten.

Dabei wird zwischen wirtschaftlichen und sozialpolitischen Interessen unterschieden.

Während in die wirtschaftlichen Ziele Wachstum, Stabilität und Budgetausgleich einzuordnen sind, wird aus sozialpolitischer Sicht auf Verteilungsgerechtigkeit, Machtausgleich und Umweltqualität Wert gelegt.<sup>149</sup>

Der Staat nimmt dazu die Stellung einer Aufsichtsbehörde ein, um die Erfüllung gemeinschaftlicher Interessen zu gewähren.

Aufgrund seiner gesetzlichen Kompetenzen legt der Staat wirtschaftliche und rechtliche Rahmenbedingungen für die Unternehmungsaktivitäten fest, stellt aber auch wichtige materielle und immaterielle Güter (Sicherheit, Energie, Abfallbeseitigung, öffentliche Verkehrsmittel, Subventionen, etc.) für die Unternehmen und die Bevölkerung zur Verfügung.<sup>150</sup>

Um diese Aufgaben erfüllen zu können, benötigt der Staat Informationen über zukünftige Entwicklungen der Unternehmen wie Ertragskraft, Kapitalstruktur, Liquidität, Vermögenslage, Sozialleistungen an die Mitarbeiter sowie Schaffung und Erhaltung von Arbeitsplätzen.<sup>151</sup>

#### 4.2.5 Ziele und Ansprüche der Öffentlichkeit/Gesellschaft

Das öffentliche Interesse über die Geschäftspolitiken der einzelnen Unternehmen ist heutzutage sehr groß. Erfolge wie Misserfolge eines Großunternehmens werden unverzüglich der Öffentlichkeit mitgeteilt. Entscheidungen eines Großunternehmens bleiben der Gesellschaft kaum verborgen.

Als allgemeines Ziel der Gesellschaft als Stakeholder kann die Einhaltung von Werten und Moral ausgegeben werden. Weitere Unterziele stellen die Offenlegung und Kontrolle wirtschaftlicher Tätigkeiten, Gerechtigkeit und Förderung des Gemeinwohls dar.<sup>152</sup>

---

<sup>149</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.181 ff.

<sup>150</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.184 f.

<sup>151</sup> Vgl. Nagos (Berichterstattung, 1991), S.54

<sup>152</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.187 f.

Sanktionen bei Missachtung der Ansprüche kann durch moralischen Druck, öffentliche Bloßstellung und soziale Ächtung erfolgen, was zur Gefährdung der langfristigen Unternehmensexistenz führen kann.<sup>153</sup>

#### **4.2.6 Ziele und Ansprüche der Umwelt**

Die Unternehmung ist als ein System aufzufassen, dass in ständigen Austausch mit seiner Umwelt<sup>154</sup> steht. Dabei wird unter dem Begriff Umwelt der gesamte menschliche Lebensraum verstanden, dem die Luft, das Wasser, der Boden mit seinen Rohstoffen sowie die Pflanzen und die Lebewesen angehören.<sup>155</sup>

Als primäres Ziel der Ökologie als eigener Stakeholder wird somit die Ressourceneffizienz und der Klimaschutz verstanden. Nichteinhaltung oder Missachtung der Ansprüche können Umweltaktivisten dazu verleiten, schädliche Maßnahmen gegen die Unternehmung zu ergreifen (z.B. Proteste, Behinderung von Geschäftsprozessen, öffentliche Bloßstellung, etc.). Darüber hinaus wird die Bedeutsamkeit der Umwelt dadurch charakterisiert, dass Unternehmen heutzutage speziellen Umweltratings (auch Öko-Rating genannt) unterzogen werden. Dabei wird die Unternehmung auf ihre „ökologische Bonität“ überprüft. Diese spiegelt Information und Berichte über die nachhaltige Gesamtverantwortung der Unternehmung wider. Dabei wird die gesamte ökologische Belastung von Produkten und Dienstleistungen in allen Bereichen (z.B. Beschaffung, Absatz, Logistik, Produktion, Controlling, Personal, Finanzierung, etc.) einer Bewertung unterzogen.<sup>156</sup>

Tabelle 3 enthält eine Übersicht der Ansprüche der verschiedenen Anspruchsgruppen.

Es ist anzumerken, dass diese Auflistung nur eine Übersicht über die in dieser Arbeit behandelten Stakeholdergruppen abbildet und nicht taxativ verstanden werden kann. Die individuellen Ansprüche der einzelnen Stakeholdern kann von Unternehmen zu Unternehmen durch ihre spezifischen Charakteristika verschieden sein.

---

<sup>153</sup> Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.72

<sup>154</sup> Der Begriff „Umwelt“ soll hier aus ökologischer Sicht betrachtet werden.

<sup>155</sup> Vgl. Nork (Umweltschutz, 1992), S. 36 f.

<sup>156</sup> Vgl. Figge (Öko-Rating, 2000), S. 7 ff.

<b>Anspruchsgruppe</b>	<b>Leistungsbeitrag</b>	<b>Ansprüche</b>
Eigenkapitalgeber	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Eigenkapital</li> <li>• Goodwill</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• sicheres Einkommen</li> <li>• Erhaltung, Verzinsung bzw. Wertsteigerung des investierten Kapitals</li> <li>• Möglichkeit zur Mitgestaltung bei der Unternehmensführung</li> </ul>
Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kompetenz</li> <li>• Engagement</li> <li>• Leistung</li> <li>• Verantwortung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einfluss auf das Unternehmungsgeschehen</li> <li>• Ausstattung mit der erforderlichen Macht</li> <li>• hohes und sicheres Einkommen</li> <li>• Prestige/Status</li> <li>• Möglichkeit zur Selbstentfaltung und zum beruflichen Aufstieg</li> </ul>
Mitarbeiter	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arbeitskraft</li> <li>• Fähigkeiten sowie Fertigkeiten</li> <li>• Leistung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Hohes und sicheres Einkommen</li> <li>• Sicherheit des Arbeitsplatzes</li> <li>• Verantwortung</li> <li>• Möglichkeit zu zwischenmenschlichen Kontakten</li> <li>• angenehmes Betriebsklima</li> <li>• Förderung beruflicher Aus- und Weiterbildung</li> <li>• Entfaltungs- und Handlungsspielraum sowie Mitwirkung und Einflussnahme im Arbeitsprozess</li> <li>• Anerkennung</li> <li>• Möglichkeit zur Selbstentfaltung</li> </ul>
Betrieb	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Güter- oder Dienstleistungsproduktion</li> <li>• Bereitstellung von Arbeitsplätzen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit</li> <li>• Stärkung des wirtschaftlichen Standortes</li> </ul>
Fremdkapitalgeber	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zurverfügungstellung von Fremdkapital</li> <li>• Vertrauen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• sichere Kapitalanlage</li> <li>• befriedigende Verzinsung</li> <li>• Vermögenszuwachs</li> </ul>
Kunden	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kauf von Produkten und/oder Leistungen</li> <li>• Treue zum Lieferanten bzw. zum Produzenten</li> <li>• Einhaltung von Konditionen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• qualitativ und quantitativ befriedigende Marktleistung zu günstigen Preisen</li> <li>• günstige Konditionen</li> <li>• gute Serviceleistungen</li> </ul>

Lieferanten	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Versorgung mit der gewünschten Menge von materiellen Inputfaktoren in der vorgeschriebenen Qualität zur vereinbarten Zeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• stabile Liefermöglichkeiten</li> <li>• günstige Konditionen</li> <li>• ausreichende Liquidität des Abnehmers zur Zahlung der gelieferten Produkte</li> </ul>
Staat	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bereitstellung einer Infrastruktur</li> <li>• Gewährung von öffentlicher Sicherheit und Ordnung</li> <li>• Gewährung von Gewerbefreiheit als Grundrecht</li> <li>• günstige wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erfüllung der Steuerpflicht</li> <li>• Sicherung und nach Möglichkeit Neuschaffung von Arbeitsplätzen</li> <li>• Gewährung von gesetzlich vorgeschriebenen Sozialleistungen</li> <li>• positive Beiträge an die vorhandene Infrastruktur</li> <li>• Einhaltung von Rechtsvorschriften und Normen</li> <li>• Teilnahme an der politischen Willensbildung</li> <li>• Beiträge an kulturelle, wissenschaftliche und Bildungsinstitutionen</li> </ul>
Gesellschaft/ Öffentlichkeit	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Akzeptanz</li> <li>• Vertrauen</li> <li>• Goodwill</li> <li>• Legitimität</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einhaltung von Werten und Moral</li> <li>• Sensibilisierung der Bevölkerung für den Umweltschutz</li> <li>• Spenden und Stiftungen</li> <li>• Förderung des Gemeinwohls</li> </ul>
Umwelt	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bereitstellung von Ressourcen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Effiziente Ressourceneinsetzung</li> <li>• Emissionsreduktion</li> <li>• Klima- bzw. Umweltschutz</li> </ul>

Tabelle 3: Leistungsbeiträge und erwartete Gegenleistungen der Anspruchsgruppen

Quelle: Eberhardt (Unternehmensführung, 1998), S.341 f.; eigene Darstellung

## 5 Aktuelle Verbreitung der Ansätze in Deutschland, Japan und den USA

Einen maßgeblichen Einfluss an der Art der Ausrichtung der Unternehmensführung in den USA hatte der in den achtziger Jahren entwickelte Shareholder-Value Ansatz von *Rappaport*. In den USA führte dies lange Zeit dazu als Unternehmensziel den Shareholder-Value zu maximieren. Jedoch gewinnt auch dort der Ansatz der nachhaltigen Unternehmensführung immer mehr an Bedeutung. Das zeigt auch der steigende Anteil an Investitionen in nachhaltige Unternehmen.<sup>157</sup>

Im Gegensatz zu den USA wird in Japan die Unternehmenspolitik von Aktiengesellschaften (*Kabushiki Kaisha*) grundsätzlich an den Interessen aller Stakeholder ausgerichtet. Als eines der wesentlichsten Unternehmensziele gilt die langfristige Sicherung der Überlebensfähigkeit der Unternehmung.<sup>158</sup> Jedoch führen äußere Einflüsse, u.a. institutioneller Investoren, zu einem Wandel im Unternehmensverständnis japanischer Unternehmungen.

Deutschland nimmt in der Ausrichtung der Unternehmensführung zwischen den beiden Ansätzen eine mittige Position ein. Aktiengesellschaften in Deutschland richten ihre Unternehmensstrategien nicht nur einseitig an den Ansprüchen ihrer Aktionäre aus. Vielmehr wird ein Unternehmen als eine Art Koalition verschiedener Anspruchsgruppen gesehen, dass versucht die Interessen aller Beteiligten zu berücksichtigen.<sup>159</sup> Doch durch die Globalisierung und den dadurch steigenden internationalen Konkurrenzdruck an den Kapitalmärkten, steigt der Druck der Unternehmen sich durch ihre Eigenkapitalrentabilität und Ertragskraft behaupten zu müssen.

---

<sup>157</sup> Vgl. Terasa (Pensionskassen, 2003), S.3 f.

<sup>158</sup> Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S.135

<sup>159</sup> Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S.139

Um die Entwicklung und aktuelle Verbreitung der Ansätze in Deutschland, den USA und Japan analysieren zu können, wird auf die wirtschaftlichen, rechtlichen und kulturellen Rahmenbedingungen jedes Landes eingegangen. Anschließend wird anhand der Ergebnisse die Implikation für eine Shareholder- bzw. Stakeholder- orientierte Managementausrichtung diskutiert.

## **5.1 Wirtschaftliche, rechtliche und kulturelle Rahmenbedingungen der einzelnen Länder**

### **5.1.1. Kultureller Einfluss**

Jedes Unternehmen agiert in einem kulturellen Geschäftsumfeld. Um die Unterschiede bezüglich der Ausrichtung des Managements aufzuzeigen, müssen die verschiedenen Kulturen analysiert werden. Es können dabei signifikante Unterschiede der Länder zur Ausrichtung der Unternehmensführung beobachtet werden.

#### **5.1.1.1 Deutschland**

Bei den meisten deutschen Unternehmen ist der Gewinn eines der obersten Unternehmensziele. Das ergibt sich jedoch meist aus der Notwendigkeit den Unternehmensfortbestand zu sichern.<sup>160</sup> Im Vordergrund stehen Aktionäre und Gläubiger, die finanzielles Kapital der Unternehmung bereitstellen, sowie Manager und Mitarbeiter, die ihr Wissen, ihre Erfahrung und ihre Arbeitskraft zur Verfügung stellen.

---

<sup>160</sup> Vgl. Blasius (Unternehmensführung, 2007), S. 116

### **5.1.1.2 Japan**

Die Kundenzufriedenheit ist das oberste Gut in der Geschäftskultur der japanischen Unternehmen. Der Gewinn ist nur eine logische Konsequenz daraus. Des Weiteren wird in Japan eine sog. „*lifetime employment*“ (LTE) Businesskultur gepflegt.<sup>161</sup> Dabei wird das Unternehmen wie eine Familie angesehen, mit der eine lebenslange Verbundenheit besteht.

### **5.1.1.3 USA**

Amerikanische Unternehmen sehen als oberste Handlungsmaxime die Steigerung des Shareholder-Values. Sie fühlen sich primär gegenüber den Eigenkapitalgebern verantwortlich. Dies führt zu einem kapitalorientierten Unternehmensmodell. Die Kundenzufriedenheit sowie die Mitarbeiter sind dabei nur von sekundärer Bedeutung.

## **5.1.2 Wirtschaftliche Struktur**

### **5.1.2.1 Deutschland**

In Deutschland werden grundsätzlich drei verschiedene Gesellschaftstypen bezüglich ihrer Haftung, der Steuerbemessung und des Zugangs zum Kapitalmarkt unterschieden.<sup>162</sup> Dabei kann grob zwischen Personengesellschaften, Kapitalgesellschaften und Einzelunternehmen differenziert werden. Der Aktiengesellschaft kommt dabei eine geringe Bedeutung zu. Von ca. 600.000 registrierten Kapitalgesellschaften werden 2009 nur 13.678 als Aktiengesellschaften geführt.<sup>163</sup> Vielmehr sind mittelständisch strukturierte GmbHs und Personengesellschaften, welche in privatem Eigentum stehen, die Träger der deutschen Wirtschaft.

---

<sup>161</sup> Vgl. Guirdham (Culture, 2009), S.65 f.

<sup>162</sup> Vgl. Löhnert (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S. 42

<sup>163</sup> Vgl. DAI Deutscher Aktienindex (Factbook, 2009), S. 01-1, Statistisches Bundesamt (2005)

### 5.1.2.2 Japan

Die Rechtsform der Kapitalgesellschaft stellt mit knapp 3 Millionen Registrierungen die am häufigsten verwendete Gesellschaftsform dar.<sup>164</sup> Dabei existiert neben der Aktiengesellschaft (kabushiki kaisha) die Limited Liability Company (godo kaisha), welche eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung ist, jedoch intern der Struktur von Personengesellschaften gleicht.

Die klassische japanische GmbH wurde mittels der Gesetzesreform 2006 abgeschafft. Daneben gibt es auch Personengesellschaften in Form von Offenen Handelsgesellschaften (gomei kaisha) und Kommanditgesellschaften (goshi kaisha). In Praxis werden jedoch Kapitalgesellschaften wegen der beschränkten Haftung bevorzugt.<sup>165</sup>

### 5.1.2.3 USA

In den USA existieren grundsätzlich drei verschiedene Arten von Gesellschaftsformen. Es wird zwischen den Proprietorship, Partnership und der Corporation unterschieden. Die Proprietorship ist dem Einzelunternehmen, die Partnership der Personengesellschaft und die Corporation der Kapitalgesellschaft gleichzusetzen.<sup>166</sup> Dabei sind ca. 22 Millionen Registrierungen von Proprietorships einer Aktiengesellschaftsanzahl von 5,8 Millionen gegenüber zu stellen. Laut einer Studie des *Deutschen Aktieninstitutes* waren davon 5.243 Aktiengesellschaften börsennotiert.

Dabei erwirtschafteten sie 82,8% des Gesamtumsatzes aller US-amerikanischen Unternehmen.<sup>167</sup> Daher ist festzuhalten, dass in den USA die öffentlich notierten Gesellschaften die Träger der Wirtschaft darstellen.

---

<sup>164</sup> Vgl. Statistical Bureau of Japan, URL: <http://stat.go.jp>, Stand:2006

<sup>165</sup> Vgl. Deutsche Industrie- und Handelskammer in Japan, URL: <http://japan.ahk.de>

<sup>166</sup> Vgl. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 79

<sup>167</sup> Vgl. U.S. Census Bureau (Statistical Abstract, 2010), Table 728;  
DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 02-3

### 5.1.3 Entwicklung des Kapitalmarktes

#### 5.1.3.1 Deutschland

Die Börsenkapitalisierung, auch Marktkapitalisierung genannt, gibt den Marktwert aller gehandelten Wertpapiere bzw. Unternehmen wieder.<sup>168</sup>

Dabei ist ein mögliches Kriterium für die Beurteilung der Entwicklung des Kapitalmarktes die Börsenkapitalisierung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP).

Nachdem Ende der Neunziger Jahre ein konstanter Zuwachs des prozentualen Anteils der Marktkapitalisierung zum BIP zu beobachten war, pendelten die Werte seit dem Jahr 2000 zwischen ca. 67,9% und 33,9%. Ende 2008 fiel der prozentuale Anteil der Börsenkapitalisierung auf ein 10-Jahres-Tief von 30,4%.<sup>169</sup> Jedoch ist die konjunkturelle Wirtschaftslage zu berücksichtigen. Nach erfolgter Konsolidierung der New-Economy-Blase Anfang 2001 konnten steigende Werte wieder beobachtet werden. Daher ist anzunehmen, dass die Börsenkapitalisierung für die Jahre 2009 und 2010 wieder einen Zuwachs erhält. Insgesamt kann festgehalten werden, dass unter Relativierung einzelner wirtschaftlicher Einflüsse (z.B. Internetboom 2001, Wirtschaftskrise 2008) eine steigende Bedeutung des Aktienmarktes für die Volkswirtschaft zu beobachten ist.

#### 5.1.3.2 Japan

Japan erhielt im Beobachtungszeitraum von 2001 bis 2008 einen enormen Zuwachs des prozentualen Anteils der Börsenkapitalisierung am BIP. Waren es 2001 noch 54,4% des BIP, wurde 2006 eine Börsenkapitalisierung von 105,4% des BIP erzielt. Im Krisenjahr 2008 musste ein Rücklauf auf eine Marktkapitalisierung von 63,4% des BIP hingenommen werden.<sup>170</sup> Auffallend ist, dass Japan als einziges der drei untersuchten Ländern trotz Wirtschaftskrise einen positiven Zuwachs (+ 9%) 2008 im Vergleich zu 2001 erzielen konnte. Dies spricht für eine Stabilität und ein großes Vertrauen der Investoren in den Kapitalmarkt.

---

<sup>168</sup> Vgl. Trautwein (Wertrelevanz, 2008), S.192

<sup>169</sup> Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 05-3

<sup>170</sup> Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 05-3

### 5.1.3.3 USA

Betrug die Börsenkapitalisierung 2001 noch 137,2% des BIP, waren es 2008 nur noch 81,7% des BIP.<sup>171</sup> Dennoch zählt der US-amerikanische Kapitalmarkt zu den am meist entwickelten auf der Welt. Diese Entwicklung ist nach *Löhnert* unter anderem auf die breite Streuung der Aktien, den innovativen Finanzprodukten und der daraus resultierenden Liquidität zu begründen. Des Weiteren ist die hohe Marktkapitalisierung im Vergleich zu Deutschland und Japan ist auch auf die Auslagerung der betrieblichen Altersvorsorge zurückzuführen. Dabei wird durch unternehmensexterne Pensionsfonds, anders als in Deutschland, dem Aktienmarkt nicht Kapital vorenthalten, sondern zusätzlich zugeführt.<sup>172</sup>

### 5.1.4 Aktionärsstruktur

#### 5.1.4.1 Deutschland

In Deutschland tritt ein relativ geringer Anteil von 5,2% (ohne Fonds) bzw. 13,6% (mit Fonds) der Gesamtbevölkerung als Shareholder auf.<sup>173</sup> Dazu zeigt sich in der Zusammensetzung der Eigentümerstrukturen, dass lediglich 10% an Aktien von privaten Haushalten gehalten werden. Gründe dafür sind nach Ansicht von *Löhnert* das niedrige Risikobewusstsein deutscher Anleger, der Entwicklungsstand des Kapitalmarktes, die mangelhafte Aufklärung der Anleger über Risiken und Chancen der Aktienanlage sowie die ungenügende rechtliche und soziale Stellung des Aktionärs.<sup>174</sup> Die einflussreichste Einzelaktionärsgruppe stellen somit nicht die privaten Anleger, sondern mit 39,5% die Unternehmungen selbst dar. Dies deutet auf eine starke Konzernierung der Wirtschaft hin.<sup>175</sup>

---

<sup>171</sup> Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 05-3

<sup>172</sup> Vgl. Löhnert (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S.43 ff. , Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 85 f.

<sup>173</sup> Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 08.6-1

<sup>174</sup> Vgl. Löhnert (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S.42 f.

<sup>175</sup> Vgl. Löhnert (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S.43

#### **5.1.4.2 Japan**

Mit 27,7% der Gesamtbevölkerung besitzt Japan im weltweiten Durchschnitt einen sehr hohen Anteil an Aktionären.<sup>176</sup> Dabei hat sich die Gewichtung der einzelnen Aktionärsgruppen am japanischen Aktienmarkt seit Anfang 2000 geändert.<sup>177</sup> Ein deutlicher Anstieg an ausländischen Investoren ist diesbezüglich zu vernehmen. Dies wird durch vermehrtes Interesse ausländischer Investoren an Investments in Japan begründet. Jedoch bilden Unternehmen seit der Gesetzesreform von 2006 wieder vermehrt Cross-Shareholdings als Schutz gegen Unternehmensübernahmen.<sup>178</sup>

#### **5.1.4.3 USA**

In den USA besitzen ca. 25,4% (ohne Fonds) bzw. 48,2% (mit Fonds) der Gesamtbevölkerung Aktien.<sup>179</sup> Dazu stellen die Haushalte mit 39,1% die einflussreichste Aktionärsgruppe dar. Sogenannte Cross-Shareholdings, wie in Deutschland es der Fall ist, haben in den USA keinerlei Bedeutung. Der Großteil der amerikanischen Unternehmen ist, anders als in Deutschland, in Streubesitz.<sup>180</sup> Somit weist der amerikanische Kapitalmarkt eine niedrige Eigentümerkonzentration auf.

Während in Deutschland Banken und Versicherungen im Wesentlichen die institutionellen Anleger darstellen, sind am US-amerikanischen Kapitalmarkt die größten institutionellen Investoren private Pensionsfonds.<sup>181</sup>

---

<sup>176</sup> Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 08.6-1

<sup>177</sup> Diese und nachstehende Ausführungen Vgl. Moerke (Governance, 2004), S. 424 f.

<sup>178</sup> Vgl. Burgschweiger (Übernahmen, 2007), S. 72 f.

<sup>179</sup> Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 08.6-1

<sup>180</sup> Vgl. Lazar (Corporate Governance, 2006), S. 104

<sup>181</sup> Vgl. Kap. 5.1.3.3

## 5.1.5 Unternehmensverfassung

### 5.1.5.1 Deutschland

Deutsche Aktiengesellschaften unterliegen einer gesetzlichen Trennung der Entscheidungsausführung und der Entscheidungsüberwachung in zwei Spitzenorganen (Dualistisches System), namentlich der Vorstand und der Aufsichtsrat. Der Aufsichtsrat besteht aus mindestens drei und höchstens einundzwanzig Mitgliedern.<sup>182</sup> Gewählt wird dieser von den Aktionären in der Hauptversammlung. Die Aufgaben des Aufsichtsrates sind zum einem für das Wohl der Gesellschaft zu sorgen und zum anderen die Überwachung des Vorstandes.<sup>183</sup>

Die einzelnen Vorstandsmitglieder werden vom Aufsichtsrat bestellt und haben als Aufgabe die Leitung der Gesellschaft.<sup>184</sup> Der Vorstand nimmt im deutschen dualistischen System gegenüber dem amerikanischen monistischen System eine stärkere Stellung ein, da nicht der Aufsichtsrat, sondern die von den Aktionären nur indirekt gewählten Vorstandsmitglieder die Hauptversammlung leiten und einberufen.<sup>185</sup>

Des weiteren kann ein Vorstandsmitglied nur aus einem wichtigem Grund während seiner Amtszeit vorzeitig vom Aufsichtsrat aus seinem Amt abberufen werden.<sup>186</sup>

### 5.1.5.2 Japan

Die japanische Unternehmensverfassung wurde in seinen rechtlich-institutionellen Strukturen maßgeblich von der deutschen und amerikanischen Unternehmensverfassung beeinflusst. So beruht das heute noch grundsätzlich gültige, aber vielfach veränderte japanische Handelsgesetz aus dem Jahr 1899 auf Entwürfen des deutschen Juristen Hermann Roesler.<sup>187</sup>

---

<sup>182</sup> Vgl. § 95 AktG

<sup>183</sup> Vgl. § 111 AktG

<sup>184</sup> Vgl. § 76 AktG

<sup>185</sup> Vgl. § 121 Abs.2 AktG

<sup>186</sup> Vgl. § 84 Abs.3 AktG

<sup>187</sup> Vgl. dazu die ausführliche Darstellung in Blies (Corporate Governance, 2000), S. 175 ff.

Der Wechsel vom deutschen dualistischen Modell der Unternehmensführung hin zum amerikanischen Board- Modell folgte nach dem zweiten Weltkrieg.<sup>188</sup> Seit der Reform des Handelsgesetzbuches im Jahre 1950 werden Aktiengesellschaften von einem Board of Directors (torishimariyaku- kai) mit umfassenden Geschäftsführungs- und Kontrollfunktionen geleitet. Diesem gehören der Vorsitzende des Boards (kaicho), der Präsident (shacho), der Vize-Präsident (fuku-shacho) an.

In Anlehnung an das deutsche dualistische System gibt es immer noch das Prüfungsorgan Kansayakukai, welches auf Grund seiner geringeren Kompetenzen nicht mit dem deutschen Aufsichtsrat gleichgesetzt werden kann.<sup>189</sup>

### **5.1.5.3 USA**

Nach dem amerikanischen monistischen Board- Modell unterliegt die Führung der Aktiengesellschaft (Corporation) dem Board of Directors. Dieses setzt sich aus 11-13 Mitgliedern (Directors) zusammen, wovon zwei bis fünf Mitglieder von der Unternehmung angestellte „Inside Directors“ und acht bis neun „Outside directors“ sind. Das Board wird zwar von den Gesellschaftern gewählt, ist aber ein unabhängiges Gellschaftsorgan und ist somit an keine Weisungen der Gesellschafterversammlung gebunden.<sup>190</sup>

Die Inside Directors übernehmen als ranghöchste „Executive Directors“ (Management) die Geschäftsführung. Dem Chief Executive Officer (CEO) kommt dabei eine besondere Stellung zu. Er nimmt den Platz des Vorgesetzten der übrigen Inside Directors ein und häufig zugleich das Amt des Vorsitzenden („Chairman“) des Boards. Da bei dem monistischen Board- Modell keine Trennung zwischen Management und Kontrolle besteht, wird es auch als „Vereinigungsmodell“ bezeichnet.<sup>191</sup>

---

<sup>188</sup> Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 135

<sup>189</sup> Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 136

<sup>190</sup> Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 132 f.

<sup>191</sup> Vgl. Löhnert (Stakeholder-Value-Reflexion, 1996), S. 54

## 5.1.6 Managementvergütung

### 5.1.6.1 Deutschland

Die Top-Management Vergütung der DAX-30 Unternehmen basiert grundsätzlich auf drei Komponenten: Einem fixen Grundgehalt, sowie kurz- und langfristiger Vergütungsinstrumente, den sogenannten Short- bzw. Long-Term-Incentives (LTI). Dabei liegt der Verbreitungsgrad von Long-Term-Incentives in Deutschland bei 85%.<sup>192</sup> Einer Umfrage von Mercer zufolge bestand die durchschnittliche Gesamtvergütung eines DAX-30 Vorstandsvorsitzenden im Jahr 2007 zu einem Viertel aus dem Grundgehalt, der Hälfte aus Short-Term-Incentives und einem Viertel aus Long-Term-Incentives. Die Entwicklung lässt einen eindeutigen Trend zu langfristigen Vergütungskomponenten erkennen. Durch die Koppelung der Vergütungshöhe an leistungsbezogenen Performancekennzahlen gewinnt die nachhaltige Unternehmensentwicklung und Ergebnissteigerung in Deutschland zunehmend an Bedeutung.<sup>193</sup>

### 5.1.6.2 Japan

Der Großteil der Gesamtvergütung besteht in Japan aus dem Grundsalar. Im Vergleich zu deutschen und amerikanischen Unternehmen weisen japanische Unternehmen mit 45%<sup>194</sup> einen relativ geringen Verbreitungsgrad von variablen Vergütungsinstrumenten auf. Der Anreiz zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung wird in japanischen Unternehmen vielmehr durch kulturelle Faktoren gesetzt.

---

<sup>192</sup> Vgl. Finance News: Management- Vergütung: Klassische Aktienoptionen auf dem Rückzug, abrufbar unter:<http://moneycab.presscab.com/de/templates/?a=64818&z=79> [aufgerufen am 27.08.2010]

<sup>193</sup> Vgl. Management-Vergütung in Deutschland, abrufbar unter: <http://mercer.de/referencecontent.htm?idContent=1316105> [aufgerufen am 27.8.2010]

<sup>194</sup> Vgl. Finance News: Management- Vergütung: Klassische Aktienoptionen auf dem Rückzug, abrufbar unter:<http://moneycab.presscab.com/de/templates/?a=64818&z=79> [aufgerufen am 27.08.2010]

### 5.1.6.3 USA

Das Grundgehalt amerikanischer US- Executives unterscheidet sich im internationalen Vergleich nur wenig. Für den signifikanten Unterschied bezüglich der Höhe der Gesamtkompensation amerikanischer Manager im internationalen Vergleich sind die variablen Vergütungsinstrumente die erklärenden Variablen.<sup>195</sup> In den USA weisen Long-Term-Incentives einen Verbreitungsgrad von knapp 100% auf. Dabei wird als gängigster Vergütungsbestandteil immer noch die klassische Aktienoption mit einem Anteil von 66% genutzt. Im Gegensatz zu europäischen Unternehmen sind Aktienoptionen in den USA nicht mit Performance-Hürden verknüpft, sondern basieren rein auf der Entwicklung des Aktienmarktes.<sup>196</sup>

## 5.1.7 Corporate Governance

### 5.1.7.1 Deutschland

Die Trennung von Eigentum und Verfügungsmacht über eine Unternehmung zeigt die Notwendigkeit einer Corporate Governance auf. Der „Deutsche Corporate Governance Kodex“ hatte seinen Ursprung im Jahr 2002. Dieser enthält Gesetze, Empfehlungen und Anregungen zum Ziel von guter, sorgfältiger und getreuer Führung und Überwachung von Unternehmen.<sup>197</sup> Durch bestehende Informationsasymmetrien zwischen Prinzipal und Agenten ist es die Aufgabe des Kodex die Aktionäre zu schützen.<sup>198</sup>

Im deutschen dualistischen Modell besteht die Trennung zwischen Management und Kontrolle, weshalb auch vom sog. Trennungsmodell gesprochen wird. Die zentrale Besonderheit des deutschen Governance- Systems gegenüber dem japanischen und amerikanischen System besteht in der Besetzung des Aufsichtsrates. Es ist je nach Unternehmensgröße eine bestimmte Anzahl von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat

---

<sup>195</sup> Vgl. Kramarsch (Managementvergütung, 2000), S. 193 f.

<sup>196</sup> Vgl. Finance News: Management- Vergütung: Klassische Aktienoptionen auf dem Rückzug, abrufbar unter:<http://moneycab.presscab.com/de/templates/?a=64818&z=79> [aufgerufen am 27.08.2010]

<sup>197</sup> Vgl. Lutter (Corporate Governance) in: Hommelhoff (Corporate Governance, 2009), S. 124 ff.

<sup>198</sup> Vgl. Kap. 3.4

nach den Mitbestimmungsgesetzen von 1976 vorgeschrieben.<sup>199</sup> Somit ist der Einbezug einer gewissen Stakeholder- Gruppe in die Unternehmensüberwachung gegeben.

Durch die hohe Konzentration des Aktienkapitals in Deutschland haben Aktionäre vermehrtes Interesse an Unternehmenskontrolle.<sup>200</sup> Aktiengesellschaften tendieren aufgrund dieser hohen Konzentration zu langfristigen Beziehungen und verleihen somit dem Unternehmen Stabilität und langfristige Planungen werden erleichtert.

Das deutsche Governance- System orientiert sich diesbezüglich der Stakeholder-Theorie.

### 5.1.7.2 Japan

Das japanisch- monistische Board-Modell besteht fast ausschließlich aus Insider Direktoren. Aufgrund einer sehr strengen Hierarchieordnung besitzt der Präsident eine sehr starke Stellung in der schwach ausgeprägten Selbstkontrolle des Boards.<sup>201</sup>

Daneben existiert das aus drei oder vier Direktoren bestehende Prüfungsorgan Kansayaku-kai, wessen Aufgaben in der Prüfung der Rechnungslegung und der Geschäftsführung des Boards bestehen. Da viele Mitglieder des Kansayaku-kai früher Positionen des Boards eingenommen haben und zudem auf Vorschlag der vertretungsberechtigten Direktoren in der Aktionärsversammlung gewählt werden, wird dem Kontrollorgan Kansayaku-kai nur eine ungenügende Stellung hinsichtlich der Unternehmenskontrolle eingeräumt. Ebenso ist die externe Unternehmenskontrolle durch mögliche feindliche Übernahmen sehr schwach ausgeprägt, da im Durchschnitt mindestens 50% und dreiviertel aller Aktien im Besitz fester bzw. stiller Anteilseigner sich befinden.<sup>202</sup>

Nach Ansicht von *Wentges* stellt daher das ausschlaggebende Kontrollinstrument das Karrieremuster der japanischen Führungskräfte dar. Durch die häufig lebenslange Verbundenheit zur Unternehmung<sup>203</sup>, ist ein Aufstieg in der strengen Hierarchieordnung nur durch Gemeinschaftssinn und Selbstverpflichtung auf die Unternehmensziele möglich.<sup>204</sup>

---

<sup>199</sup> Vgl. *Wentges* (Stakeholder, 2001), S. 141

<sup>200</sup> Vgl. dazu die Studie von *Franks und Mayer* (Corporate Ownership, 1997), S. 283 ff.

<sup>201</sup> Vgl. *Blies* (Corporate Governance, 2000), S. 194

<sup>202</sup> Vgl. *Blies* (Corporate Governance, 2000), S. 100 ff.

<sup>203</sup> Vgl. Kap. 5.1.1.2

<sup>204</sup> Vgl. *Wentges* (Stakeholder, 2001), S. 138

### **5.1.7.3 USA**

Im amerikanischen monistischen Board- Modell kommt es zum Zusammenschluss des Entscheidungsmanagement und der Entscheidungskontrolle in einem Organ. Aufgrund der mangelnden Selbstkontrolle der Inside Directors und dem mangelhaften Zeiteinsatzes und der geringen Loyalität gegenüber dem Management der Outside Directors, wurden zur Verbesserung der internen Kontrollfunktion vermehrt Ausschüsse gebildet. Die wichtigsten Ausschüsse sind das Compensation Committee (zuständig für die Höhe der Managementvergütung), das Executive Committee (Vertretung des Boards während den Board-Sitzungen), das Nominating Committee (zuständig für die Auswahl von Kandidaten für das Board und die obere Managementebene) und das mit ausschließlich Outside Directors besetzte Audit Committee (Überwachungsfunktion des Boards und Verbindungsglied zu externen Wirtschaftsprüfern).<sup>205</sup>

Durch die in der Regel breite Streuung des Eigenkapitals und die daraus resultierende Mehrheit von Kleinaktionären in den Aktiengesellschaften, erfolgt die wesentliche Unternehmenskontrolle extern durch den Kapitalmarkt. Dies begründet auch die strengen Publizitäts- und Rechnungslegungsvorschriften in den USA.

## **5.1.8 Rechnungslegungsvorschriften**

### **5.1.8.1 Deutschland**

Die Rechnungslegungsvorschriften in Deutschland<sup>206</sup> basieren neben einer Reihe von Gesetzen (HGB, AktG, GmbHG, GenG, PubiG, KWG, VAG) auf den Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchhaltung (GoB). Diese bestehen aus allgemeinen Formulierungen, die für die Buchhaltung, die Bilanz und die Gewinn- und Verlustrechnung im Rahmen eines Konkretisierungs- und Detaillierungsprozesses in konkrete Vorschriften umgewandelt werden müssen. Der Jahresabschluss ist grundsätzlich unter dem Vorsichtsprinzip aufzustellen. Dies liegt der übergeordneten Zielgröße des Rechnungswesens, dem Gläubigerschutz in Deutschland zugrunde.

<sup>205</sup> Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 134

<sup>206</sup> Vgl. dazu die ausführliche Darstellung in Löhnert (Stakeholder-Value-Reflexion, 1996), S. 71 ff.

Daraus lässt sich auch die die niedrige durchschnittliche Eigenkapitalquote deutscher Aktiengesellschaften ableiten. Hintergrund des niedrigen Anteils ist die steuerliche Bevorzugung von Fremdkapital. Dies erhöht die Orientierung an günstigerem langfristigen Kapital und folglich den Gläubigerschutz.

### **5.1.8.2 Japan**

Das japanische Rechnungslegungssystem basiert im Wesentlichen auf dem japanischen Handelsgesetz, dem japanischen Börsegesetz und dem Steuerrecht, weshalb auch von einem „Triangular System“ gesprochen wird.<sup>207</sup> Während das japanische Handelsgesetz als Ziel den Gläubigerschutz und die Verpflichtung zu einer möglichst transparenten Unternehmensführung beinhaltet, verfolgt das japanische Börsegesetz primär die Gewährleistung einer möglichst effektiven Informationssymmetrie zwischen den Management und den Investoren. Daneben unterliegt die japanische Rechnungslegung den Japanese Generally Accepted Accounting Principles (J-GAAP), die sich aus verschiedene Accounting Standards zusammensetzt.<sup>208</sup>

Ziel der J-GAAP ist eine Annäherung an die IAS/IFRS und die US-GAAP zu erzielen und somit eine Harmonisierung des japanischen Rechnungslegungssystems mit internationalen Rechnungslegungssystemen zu erreichen.<sup>209</sup>

### **5.1.8.3 USA**

Die US-amerikanische Rechnungslegung orientiert sich an den Generally Accepted Accounting Principles (GAAP). Dabei steht nicht der Jahresabschluss, sondern der Konzernabschluss im Mittelpunkt des Interesses. Dieser spiegelt nach US-amerikanischen Rechtsverständnis den Grundsatz der Fair Presentation der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage wider.<sup>210</sup> Nach dem Prinzip der Fair Presentation muss die wirtschaftliche Lage

---

<sup>207</sup> Vgl. Obiegbu (Firmenwert, 2004), S.63

<sup>208</sup> Vgl. zur vollständigen Ausführung Accounting and Disclosure System in Japan-Japanese GAAP, online unter URL: <http://hp.jicpa.or.jp/english/accounting/standards/index.html>

<sup>209</sup> Vgl. Obiegbu (Firmenwert, 2004), S. 66

<sup>210</sup> Vgl. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 106 f.

eines Unternehmens so wahrheitsgetreu wie möglich dargestellt werden, d.h. Bilanzwahrheit und Bilanzklarheit haben Vorrang vor dem die deutsche Rechnungslegung beherrschenden Vorsichtsprinzip.<sup>211</sup> Die US-amerikanische Rechnungslegung ist stark von den Bedürfnissen des Kapitalmarktes - also existenten und potentiellen Investoren - abhängig, weshalb der Aktionärsschutz als oberstes Ziel ausgegeben wird.

## **5.2 Implikation für die Shareholder- bzw. Stakeholder- Orientierung**

Im Vergleich der strukturellen Unternehmenslandschaften sind zwischen den einzelnen Ländern beträchtliche Unterschiede zu erkennen. Sowohl die einzelnen Rahmenbedingungen wie auch die Größenordnung der Unternehmen auf die einzelnen Rechtsformen sind ein entscheidender Faktor für die Entwicklung und Verbreitung des Share- bzw. Stakeholder-Value Gedanken.

Hinsichtlich der großen Bedeutung der Aktiengesellschaften, der niedrigen Eigentümerkonzentration und dem daraus resultierenden hohen Stellenwert des Shareholder-Value, sowie der Gestaltung der Managementvergütung zeigen US-amerikanischen Firmen eine klare Tendenz zu einer Shareholder- orientierten Managementausrichtung.

Im Gegensatz dazu orientieren sich japanische Unternehmen stark an der Stakeholder-Theorie. Ein Indikator dafür ist das stark länderspezifisch kulturell ausgeprägte Managementverständnis.

Des weiteren besteht durch Unternehmensverflechtungen ein hohes Maß an interner Unternehmenskontrolle. Dadurch wird der Anreiz auf eine schnellstmögliche Steigerung des Shareholder-Value gehemmt. Vielmehr wird auf eine langfristige Unternehmensfortführung mit Wahrung aller Stakeholder- Interessen Wert gelegt.

---

<sup>211</sup> Vgl. Löhnert (Stakeholder-Value-Reflexion, 1996), S. 73 f.

Deutsche Unternehmen beziehen hinsichtlich der Managementausrichtung keine klare Stellung. Jedoch kann aufgrund der Analyse der verschiedenen Rahmenbedingungen eine stärkere Tendenz zur Stakeholder- Orientierung nachgewiesen werden. Dies impliziert das deutsche Governance- System, welches sich stark an der Stakeholder- Theorie anlehnt. Dazu wird durch eine starke Eigentümerkonzentration und einem hohen Anteil an institutionellen Anlegern auf langfristige Unternehmensbeziehungen Wert gelegt.

Jedoch nehmen die Shareholder durch ihre Rechte in der Hauptversammlung eine starke Stellung in deutschen Unternehmen ein.

## **6 Empirische Befunde anhand ausgewählter Unternehmen**

### **6.1 Ziel und Methodik**

Im Anschluss an die theoretischen Ausführungen zur Verbreitung der Ansätze in Deutschland, Japan und den USA werden im Folgendem die Ergebnisse einer empirischen Studie dargestellt. Anhand von Rentabilitätskennzahlen wird untersucht, ob ein signifikanter Unterschied zwischen den verschiedenen Managementausrichtungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung der Unternehmen in den verschiedenen Ländern besteht.

Als Messgröße werden dafür die Eigenkapital- und Umsatzrentabilität angeführt.

Die Untersuchung obliegt einer Vierjahresbewertung von 2006 bis 2009.

Die Unterscheidung bezüglich der Managementausrichtung der Unternehmen unterliegt der in Kapitel 5 ausgearbeiteten Ansatzverbreitung in den jeweils untersuchten Ländern.

Um einen aussagekräftigen Vergleich zu gewährleisten, wurden zur Analyse aus zehn ausgewählten Branchen die jeweils umsatzstärksten Firmen ausgewählt. Ein weiteres Kriterium war die Listung im jeweils bedeutendsten Aktienindex eines jeden Landes (DAX, Dow Jones Index, Nikkei 225).

Die Daten wurden aus den aktuellen öffentlich-zugänglichen Geschäftsberichten der Jahre 2006 bis 2009 der jeweiligen Unternehmungen entnommen.

### **6.2 Datenauswahl**

#### **6.2.1 Klassifizierung der Unternehmen**

Die Klassifizierung der Unternehmen für die Bewertung der berechneten Resultate erfolgt aufgrund der in Kapitel 5 erarbeiteten aktuellen Verbreitung der Ansätze in den einzelnen Ländern.

Somit wird für amerikanische Unternehmen eine stärkere Tendenz zu einer Shareholder-Value-orientierten Managementausrichtung angenommen. Dagegen neigen japanische Unternehmen sich übermäßig an der Stakeholder- Theorie zu orientieren.

Deutsche Unternehmen nehmen eine Zwischenposition ein, da eine Tendenz zu beiden Ausrichtungen erkennbar ist.

## 6.2.2 Auswahl der Unternehmen

Die folgenden Tabelle beinhaltet die ausgewählten Unternehmen und die dazugehörige Branche:

Deutschland	Japan	USA	Branche
Siemens AG	Panasonic Corp.	Hewlett- Packard Company	Elektronik
Allianz SE	Tokio Marine Holdings	America International Group, Inc.	Versicherung
Volkswagen AG	Toyota Motor Corp.	Ford Motors Corp. <sup>212</sup>	Automobile
Deutsche Bank AG	Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.	JP Morgan Chase & Co	Banken
Deutsche Lufthansa AG	All Nippon Airways Co., Ltd.	The Boeing Company	Luftfahrt
Deutsche Telekom AG	NTT Data Corp.	AT&T Inc.	Telekommunikation
Bayer AG	Takeda Pharmaceutical Co., Ltd.	Pfizer Inc.	Pharma
E.ON AG	The Kansai Electric Power Co., Inc.	ExxonMobil Corp.	Energie
BASF SE	Shin-Etsu Chemical Co., Ltd.	E. I. du Pont de Nemours and Company	Chemie
ThyssenKrupp AG	Kyocera Corp.	General Electric Company	Mischkonzern

Tabelle 4: Branchenzugehörigkeit der ausgewählten Unternehmen

Quelle: Eigene Darstellung

<sup>212</sup> Da kein Unternehmen der amerikanischen Automobilebranche dem Aktienindex Dow Jones 30 angehört, wurde die Ford Motors Corp. als umsatzstärkstes Unternehmen aus dem Aktienindex S&P 500 ausgewählt.

### 6.2.3 Analyisierte Kennzahlen

Die Rentabilität spiegelt die Ertragskraft eines Unternehmens wider.

Dabei stellt eine wichtige Kennzahl die Eigenkapitalrentabilität (engl. Return on Equity, RoE) dar. Der RoE wird ermittelt, indem der Jahresüberschuss nach Steuern zum verfügbaren Eigenkapital in Relation gesetzt wird.

Der RoE enthält nützliche Informationen für Anleger und Investoren, da er angibt wie erfolgreich ein Unternehmen mit dem eingesetztem Kapital der Anteilseigner wirtschaftet. Unter der Voraussetzung, dass die Fremdkapitalzinsen unter der Gesamtkapitalrentabilität liegen, besteht jedoch die Möglichkeit mit Aufnahme von Fremdkapital die Eigenkapitalrentabilität zu steigern (Leverage-Effekt). Um somit kein verzerrtes Bild zu erhalten, wird in Klammern die Eigenkapitalquote mit angeführt.

Daneben ist die Umsatzrentabilität (engl. Return on Sales, RoS) zu nennen.

Zur Berechnung wird der Gewinn ins Verhältnis zum erwirtschafteten Umsatz gesetzt.

Ein steigender Umsatz wird als Indikator für eine positive Unternehmensentwicklung gesehen. Deshalb stellt die Umsatzrentabilität eine zentrale Bedeutung für die Unternehmensanalyse dar.

Die Ermittlung der Kennzahlen erfolgt für die Jahre 2006 bis 2009, um einen angemessene Vergleichsraum darstellen zu können.

Bezüglich der Berechnung wurden Daten und Informationen herangezogen, die von den Unternehmen selbst frei zugänglich auf ihrer Website zur Verfügung gestellt wurden.<sup>213</sup>

---

<sup>213</sup> Alle Daten wurden mit größtmöglicher Sorgfalt den jeweils genannten Quellen entnommen. Dennoch kann vom Autor keine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben übernommen.

## 6.3 Erhebung der Daten

### 6.3.1 Deutschland

#### Eigenkapitalrentabilität:

Unternehmen	RoE 2006	RoE 2007	RoE 2008	RoE 2009
Siemens AG	12,11% (29,58%)	12,85% (32,36)	20,91% (28,98%)	8,40% (28,75%)
Allianz SE	12,34% (5,40%)	15,50% (4,84%)	-6,56% (3,90%)	10,16% (7,24%)
Volkswagen AG	10,20% (19,74%)	12,90% (21,97%)	12,71% (22,27%)	2,56% (21,13%)
Deutsche Bank AG	18,13% (2,11%)	16,83% (1,90%)	-12,02% (1,45%)	13,10% (2,53%)
Deutsche Lufthansa AG	16,38% (25,19%)	23,99% (30,91%)	8,66% (30,88%)	-1,82% (23,33%)
Deutsche Telekom AG	6,37% (38,16%)	1,26% (37,49%)	3,44% (35,01%)	0,84% (32,82%)
Bayer AG	13,10% (22,99%)	28,10% (32,74%)	10,52% (31,12%)	7,17% (37,13%)
E.ON AG	10,90% (40,17%)	13,07% (40,15%)	3,29% (24,47%)	19,10% (28,80%)
BASF SE	19,20% (41,02%)	20,23% (42,94%)	15,55% (36,81%)	7,58% (36,30%)
ThyssenKrupp AG	18,40% (24,98%)	20,12% (27,44%)	19,11% (27,59%)	-19,15% (23,44%)

Tabelle 5: Eigenkapitalrentabilität deutscher Unternehmen

Quelle: Eigene Berechnung

Umsatzrentabilität:

Unternehmen	RoS 2006	RoS 2007	RoS 2008	RoS 2009
Siemens AG	4,72%	5,25%	7,40%	2,99%
Allianz SE	8,76%	8,92%	-2,36%	4,46%
Volkswagen AG	2,62%	3,78%	4,18%	0,91%
Deutsche Bank AG	unb.	unb.	unb.	unb.
Deutsche Lufthansa AG	4,05%	7,38%	2,41%	-0,50%
Deutsche Telekom AG	5,16%	0,91%	2,40%	0,55%
Bayer AG	5,81%	14,55%	5,22%	4,36%
E.ON AG	8,26%	10,18%	1,42%	10,03%
BASF SE	6,59%	7,46%	5,30%	3,26%
ThyssenKrupp AG	3,49%	4,06%	4,11%	-4,58%

Tabelle 6: Umsatzrentabilität deutscher Unternehmen

Quelle: Eigene Berechnung

Aus Sicht der deutschen Unternehmen ist festzuhalten, dass zur Erzielung der Eigenkapitalrenditen die Eigenkapitalquote nicht vermindert werden musste. Die einzige Ausnahme stellt die E.ON AG dar, die von 2006 bis 2009 knapp 12% ihrer Eigenkapitaldecke einbüßen musste.

Aufgrund der Weltwirtschaftskrise haben fast alle Unternehmen 2008 und 2009 Umsatzeinbußen erlitten. Den größten Einbruch musste dabei die ThyssenKrupp AG mit einer Veränderung der Eigenkapitalrentabilität von -37,55 % und einem Rückgang der Umsatzrendite von 8,07 % verzeichnen. Insgesamt konnten Deutschland's branchenführende Unternehmen jedoch eine stetig wachsende Umsatzrentabilität vorweisen.

### 6.3.2 Japan

#### Eigenkapitalrentabilität:

Unternehmen	RoE 2006	RoE 2007	RoE 2008	RoE 2009
Panasonic Corp.	5,60% (49,60%)	7,40% (50,30%)	-11,80% (43,50%)	-3,70% (33,40%)
Tokio Marine Holdings	11,90% (99,93%)	2,78% (99,93%)	4,66% (99,89%)	0,00% (99,91%)
Toyota Motor Corp.	14,00% (36,80%)	14,70% (36,30%)	4,00% (34,60%)	2,10% (34,10%)
Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.	14,97% (12,54%)	9,74% (11,19%)	-3,97% (11,77%)	4,92% (14,87%)
All Nippon Airways Co., Ltd.	8,80% (24,86%)	15,10% (25,40%)	-1,06% (18,28%)	-11,82% (25,47%)
NTT Data Corp.	9,80% (49,06%)	5,60% (45,93%)	8,70% (45,53%)	6,20% (46,86%)
Takeda Pharmaceutical Co., Ltd.	14,10% (78,80%)	15,10% (80,00%)	10,90% (72,90%)	14,40% (75,10%)
The Kansai Electric Power Co., Inc.	9,38% (26,05%)	8,09% (27,43%)	4,59% (27,11%)	-0,50% (24,39%)
Shin-Etsu Chemical Co., Ltd.	12,40% (71,00%)	13,30% (75,00%)	11,00% (81,10%)	6,00% (80,90%)
Kyocera Corp.	7,00% (71,09%)	7,40% (73,42%)	2,20% (74,63%)	3,00% (72,76%)

Tabelle 7: Eigenkapitalrentabilität japanischer Unternehmen

Quelle: Eigene Berechnung

Umsatzrentabilität:

Unternehmen	RoS 2006	RoS 2007	RoS 2008	RoS 2009
Panasonic Corp.	2,73%	3,42%	-5,20%	-2,30%
Tokio Marine Holdings	2,22%	3,22%	0,84%	3,67%
Toyota Motor Corp.	6,52%	6,86%	6,53%	-2,13%
Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.	unb.	unb.	unb.	unb.
All Nippon Airways Co., Ltd.	2,19%	4,31%	-0,31%	-4,67%
NTT Data Corp.	4,85%	2,83%	4,25%	3,12%
Takeda Pharmaceutical Co., Ltd.	25,73%	25,86%	15,24%	20,31%
The Kansai Electric Power Co., Inc.	6,24%	5,70%	3,17%	-0,32%
Shin-Etsu Chemical Co., Ltd.	11,80%	13,30%	12,90%	9,10%
Kyocera Corp.	8,30%	8,31%	2,61%	3,73%

Tabelle 8: Umsatzrentabilität japanischer Unternehmen

Quelle: Eigene Berechnung

Japanische Firmen weisen die höchste Eigenkapitalquote auf. Dies spiegelt die Stabilität der Kapitalstruktur japanischer Firmen wider. Dennoch mussten fast alle japanische Firmen einen Rückgang der Eigenkapitalrendite verzeichnen. Jedoch war die Schwankung der Eigenkapitalrentabilität über den Vergleichszeitraum relativ gering.

Als Ausnahme ist hier die die All Nippon Airways Co., Ltd. zu nennen, die in einem Vergleichszeitraum von vier Jahren eine Veränderung von -20,62% ihrer Eigenkapitalrendite hinnehmen musste.

Trotz dem Einfluss der Wirtschaftskrise konnten die Umsätze über ein Zeitraum von vier Jahren relativ konstant gehalten werden.

### 6.3.3 USA

#### Eigenkapitalrentabilität:

Unternehmen	RoE 2006	RoE 2007	RoE 2008	RoE 2009
Hewlett- Packard Company	16,25% (46,53%)	18,85% (43,43%)	21,39% (34,36%)	18,91% (35,29%)
America International Group, Inc.	14,90% (10,38%)	7,82% (9,14%)	-190,45% (6,13%)	-17,63 (8,24%)
Ford Motor Company	546,96% (-0,83%)	-38,63% (2,52%)	91,04% (-7,38%)	-45,46% (-3,34%)
JP Morgan Chase & Co	12,47% (8,57%)	12,47% (7,89%)	2,95% (7,67%)	5,31% (8,14%)
The Boeing Company	46,74% (9,15%)	45,25% (15,26%)	-206,49% (-2,41%)	58,97% (3,59%)
AT&T Inc.	6,37% (42,69%)	10,36% (41,85%)	13,35% (36,32%)	12,25% (38,07%)
Pfizer Inc.	27,10% (62,14%)	12,51% (56,50%)	14,04% (51,95%)	9,55% (42,47%)
ExxonMobil Corp.	33,57% (53,72%)	32,22% (52,07%)	38,48% (51,53%)	16,71% (49,46%)
E. I. du Pont de Nemours and Company	31,92% (31,04%)	25,81% (33,92%)	26,58% (20,86%)	22,94% (20,04%)
General Electric Company	17,37% (17,20%)	17,97% (15,54%)	15,26% (14,24%)	8,57% (16,01%)

Tabelle 9: Eigenkapitalrentabilität amerikanischer Unternehmen

Quelle: Eigene Berechnung

Umsatzrentabilität:

Unternehmen	RoS 2006	RoS 2007	RoS 2008	RoS 2009
Hewlett- Packard Company	6,76%	6,97%	7,04%	6,69%
America International Group, Inc.	14,17%	7,22%	-1455,00%	-12,83%
Ford Motor Company	-7,88%	-1,58%	-10,03%	2,80%
JP Morgan Chase & Co	unb.	unb.	unb.	unb.
The Boeing Company	3,60%	6,14%	4,39%	1,92%
AT&T Inc.	11,67%	10,05%	10,37%	10,19%
Pfizer Inc.	39,98%	16,82%	16,78%	17,27%
ExxonMobil Corp.	10,46%	10,04%	9,47%	6,21%
E. I. du Pont de Nemours and Company	10,86%	9,75%	6,30%	6,42%
General Electric Company	12,75%	12,86%	9,50%	6,84%

Tabelle 10: Umsatzrentabilität amerikanischer Unternehmen

Quelle: Eigene Berechnung

Amerikanische Unternehmen haben zwischen 2006 und 2009 eine konstante Verminderung ihrer Eigenkapitalquote hinnehmen müssen.

Des Weiteren sind hohe Schwankungen hinsichtlich der Eigenkapitalrentabilität der Unternehmen festzustellen. Die Spitzenposition übernimmt dabei die Ford Motors Corp. Enorme Umsatzeinbußen sind zu verzeichnen. Dabei nimmt die American International Group im Jahr ihrer Insolvenz einen negativen Spitzenwert von -1455% ein.

## 6.4 Länder- und Branchenvergleich

Die erzielten Eigenkapitalrenditen amerikanischer Unternehmen sind im Vergleich zu deutschen und japanischen Unternehmen sehr hoch. Des Weiteren haben alle amerikanischen Unternehmen ihren Eigenkapitalanteil erheblich vermindert, um auch in Krisenjahren positive Rentabilitätswerte zu erhalten. Beides signalisiert die Wichtigkeit einer guten Eigenkapitalrentabilität aus amerikanischer Sicht, um Investoren und Kapitalgeber an sich zu binden.

Japanische Unternehmen weisen dagegen eine sehr hohe Eigenkapitalquote im Branchenvergleich auf. Dies ist ein Zeichen einer stabilen Kapitalstruktur.

Deutsche Unternehmen nehmen, wie in Kapitel 5 ausgearbeitet, hinsichtlich der Eigenkapitalrentabilität und Eigenkapitalquote eine Mittelposition ein.

Ferner ist eine hohe Schwankungsbreite der Eigenkapitalrenditen auf Seiten der amerikanischen Unternehmen gegenüber den deutschen und japanischen Unternehmen wahrzunehmen. Daraus lässt sich eine gewisse Nachhaltigkeit der deutschen und japanischen Unternehmen hinsichtlich der Rentabilität der Unternehmung begründen.

Anhand des Branchenvergleich wird ersichtlich, dass amerikanische Unternehmen selbst in wirtschaftlich schwierigen Jahren extreme positive wie negative Eigenkapitalrenditen gegenüber deutschen und japanischen Unternehmen aufweisen, jedoch über den Vergleichszeitraum von vier Jahren gesehen somit auch die höchste Volatilität besitzen.

Auffällig ist auch das geringere Ausmaß an Schwankungen von Umsatzrenditen deutscher und japanischer Unternehmungen im Vergleich zu amerikanischen Gesellschaften. Dies spricht auch in wirtschaftlich schwierigen Jahren wie 2008 und 2009 für eine starke Kundenbindung.

Folglich der Analyse der Rentabilitätskennzahlen weisen amerikanische Unternehmen eine Tendenz zur Orientierung an den Shareholder-Value- Ansatz auf.

Japanische Unternehmen können gemäß den empirischen Ergebnissen einer stakeholder-orientierten Managementausrichtung zugeordnet werden. Deutsche Unternehmen nehmen

eine Mittelposition ein, wobei auf Grund der Ergebnisse eine stärkere Neigung zur Stakeholder- Theorie festzustellen ist.

Zusammenfassend betrachtet kann festgehalten werden, dass amerikanische Gesellschaften in der Lage sind in wirtschaftlich guten Jahren hohe Ertragszahlen zu erzielen, jedoch in Jahren der Rezession höhere Verluste aufweisen.

Des weiteren ist ein höherer Grad an Schwankungen der Kennzahlen als bei Stakeholder- ausgerichteten Unternehmen wahrzunehmen.

Langfristig gesehen erreichen Stakeholder- orientierte Unternehmen wie in Japan zwar nicht so hohe, aber dafür konstante Renditen.

Ein gutes Maß bilden deutsche Konzerne, die sich hinsichtlich der Rentabilität zwischen den amerikanischen und japanischen Firmen positionieren.

## **7 Eigene Analyse und Bewertung**

Beide Konzepte wurden bereits in Kapitel 5 unter dem Aspekt der aktuellen Verbreitung der beiden Ansätze in den betrachteten Ländern analysiert. Im Folgekapitel wurde diesbezüglich eine empirische Untersuchung durchgeführt.

Darauf aufbauend werden nun beide Konzepte analysiert und bewertet. Dabei wird zunächst auf die Chancen und Risiken, welche die Ansätze in sich bergen, eingegangen. Des Weiteren wird die Rolle der Börse und der Rating-Agenturen sowie der Einfluss der weltwirtschaftlichen Situation diskutiert. Zum Abschluss erfolgt eine Betrachtung verschiedener situativer Ansätze sowie deren Implikation auf die Managementausrichtung.

### **7.1 Bewertung der Ansätze**

Zunächst werden beide Ansätze bewertet und ihre jeweiligen wirtschaftlichen Auswirkungen erläutert. Dabei wird der Schwerpunkt auf der Chancen/Risiken-Analyse der beiden Konzepte liegen. Die Vor- und Nachteile beider Ansätze sollen hier nicht näher betrachtet werden.<sup>214</sup>

#### **7.1.1 Chancen und Risiken des Shareholder-Value-Ansatzes**

##### **7.1.1.1 Chancen der Shareholder-Value-Orientierung**

Ein positiver Aspekt der Shareholder-Value-Ausrichtung ist die transparente Unternehmensbewertung anhand eindeutig quantifizierbarer Zahlengrößen.

Mit der Anwendung der mit einem Kapitalkostensatz abgezinsten Free-Cash-Flows anstelle von Messgrößen wie Umsatz und Gewinn, wird dem Eigenkapitalgeberschutz gegen Manipulationen von Bewertungskennzahlen für den Unternehmenswert Rechnung getragen.<sup>215</sup>

---

<sup>214</sup> Auf die grundlegenden Nachteile der Ermittlungsproblematik beider Ansätze und der Principal-Agent-Problematik wird auf die Kap. 2.1.7, 2.2.3, 3.4 verwiesen. Für eine ausführliche Diskussion über die Vor- bzw. Nachteile beider Ansätze vgl. dazu Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005)

<sup>215</sup> Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.94

Des Weiteren kann durch die Verwendung von zukunftsorientierten Indikatoren eine langfristige Projektbetrachtung gewährleistet werden. Dies ist auch im Interesse der Eigenkapitalgeber, da nicht der einzelne Jahresgewinn, sondern die nachhaltige Wertsteigerung für Anlageentscheidungen von Bedeutung ist.<sup>216</sup>

In demselben Maße wie die Gefahr einer feindlichen Unternehmensübernahme den Shareholder-Value- Ansatz in den USA gefördert hatte, nimmt auch im europäischen Wirtschaftsraum die Bedeutung des Konzeptes durch die steigende Anzahl an Unternehmensübernahmen zu.<sup>217</sup>

Eine Shareholder-Value- orientierte Managementausrichtung besitzt somit Anreize nach wertorientierten Handlungsentscheidungen zu streben, mit dem Ziel den Börsenwert dem tatsächlichen Unternehmenswert anzugleichen, um rein finanziell motivierten Unternehmensübernahmeversuchen entgegenzuwirken.<sup>218</sup>

### **7.1.1.2 Risiken der Shareholder-Value- Orientierung**

Die Maximierung des Unternehmenswertes ist aus Sicht der Eigenkapitalgeber das primäre Ziel einer Shareholder-Value- orientierten Managementausrichtung. Somit besteht eine stark eindimensionale Orientierung am Interesse der Aktionäre mit dem Risiko einer steigenden Unzufriedenheit der übrigen Stakeholder durch potenziell fehlende Akzeptanz. Je nach Bedrohungspotenzial der einzelnen Anspruchsgruppen, stellt dies eine Gefahr für das Unternehmen dar.<sup>219</sup>

Ferner muss eine Untergliederung bei der Behauptung die Maximierung des Unternehmenswertes sei das vorrangige Ziel aller Aktionäre erfolgen, da ansonsten eine ineffektive strategische Managementplanung die Folge sein kann. Die Eigenkapitalgeber stellen keinesfalls eine homogene Gruppe dar. Vielmehr könnte eine Segmentierung in

---

<sup>216</sup> Vgl. Weiss (Shareholder vs. Stakeholder, 2004), S.21 f.

<sup>217</sup> Vgl. dazu die Studie unter der URL: <http://www.perspektive-mittelstand.de/Studie-Fusionen-und-Unternehmensuebernahmen-in-Europa-bei-deutschen-Firmen-hoch-im-Kurs/management-wissen/1605.html> [aufgerufen am 04.09.2010]

<sup>218</sup> Vgl. Kapitel 3.3.2

<sup>219</sup> Vgl. Wellner (Shareholder-Value Approach, 2001), S.113 f.

Arbitrageure, welche auf kurzfristige Gewinne spekulieren, Staats- bzw. Groß- und Kleinaktionäre erfolgen.<sup>220</sup> Besonders für einen Ländervergleich von verschiedenen Aktionärsstrukturen, wie sie in Deutschland, Japan und die USA vorzufinden sind, ist dies unumgänglich.

Ein sehr großes Risiko birgt die Erkenntnis einer möglichen negativen Auswirkung einer ausgeprägten Shareholder-Value- Orientierung auf die Spar- und Investitionsneigung von Unternehmen und folglich auf Wachstum und Beschäftigung.<sup>221</sup>

Zum einen wird dies mit einer höheren Konzentration auf die Gewinnausschüttung begründet (Dividenden), was zu einer Schmälerung von Finanzierungsmöglichkeiten führt. Abbildung 8 zeigt die Entwicklung der Investitionen und Gewinne in den USA und Deutschland. Dabei ist ein deutlich stärkerer Anstieg des Gewinns gegenüber den getätigten Investitionen zu entnehmen.

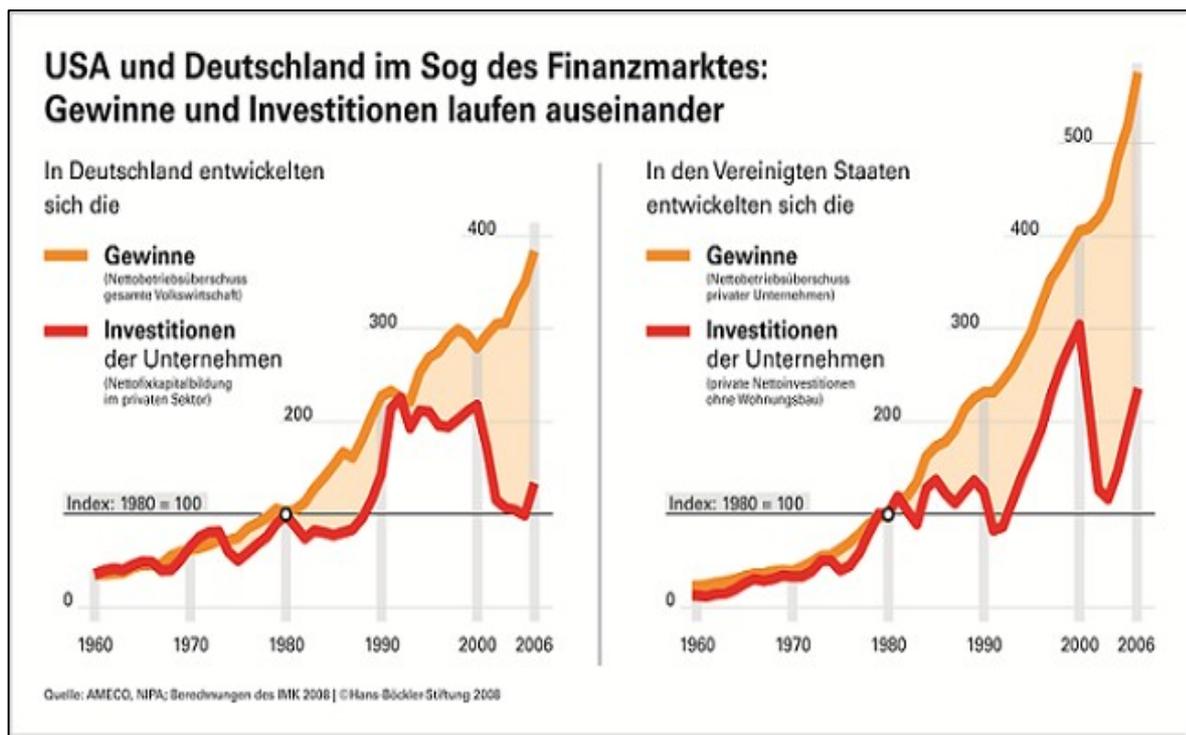


Abbildung 8 : Gewinn- und Investitionsentwicklung (1960 - 2006) in Deutschland und den USA

Quelle: Böckler Impuls Ausgabe 01/2008

<sup>220</sup> Vgl. Schmid (Shareholder- Value- Orientierung, 1998), S. 229 f., Zitiert nach: Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S.39 f.

<sup>221</sup> Zu den folgenden Ausführungen vgl. Hein & Treeck (Finanzmarktorientierung, 2008).

Zum Zweiten wurde lange Zeit davon ausgegangen, dass durch eine stärkere Orientierung am Aktienkurs des Unternehmens, das Management dauerhaft zu einer effizienteren Verwendung des eingesetzten Kapitals ermutigt werden würde. Dadurch könnten die Ersparnisse effizienter eingesetzt und somit mehr Investitionen und Wachstum verzeichnet werden. Jedoch besteht bei einer zu ausgeprägten Finanzmarktorientierung die Gefahr, dass das Management durch die Koppelung ihrer Einkünfte an Finanzmarktkennzahlen Anreize besitzt kurzfristig den Aktienkurs nach oben zu treiben. Eine Möglichkeit hierfür sind Aktienrückkäufe, um so das Angebot zu verknappen und folglich den Preis pro Aktie steigern. Dafür muss jedoch auf Realinvestitionen verzichtet werden, was langfristig die Produktionsmöglichkeiten und den technologischen Fortschritt beeinträchtigt. In extremen Einzelfällen kann die Disziplinierung durch eine Shareholder-Value-orientierten Managementausrichtung zu Bilanzfälschungen führen.<sup>222</sup>

Darüber hinaus tendieren Eigenkapitalgeber angesichts von Informationsasymmetrien sich an kurzfristigen Finanzmarktkennzahlen zu orientieren. Dadurch wird das Unternehmensmanagement dazu ermutigt langfristige Investitionen zu unterlassen, wenn diese zunächst die Bilanz negativ belasten. Auch frühere Befürworter des Shareholder-Value-Konzeptes sehen inzwischen die Risiken einer zu ausgeprägten kurzfristigen Orientierung.<sup>223</sup>

### **7.1.2 Chancen und Risiken der Stakeholder- Theorie**

Nachdem in Kapitel 7.1.1 die Chancen und Risiken einer ausgeprägten Finanzmarktorientierung als Unternehmensstrategie erörtert wurden, wird nun auf die möglichen Chancen und Risiken einer Stakeholder-orientierten Managementausrichtung eingegangen.

---

<sup>222</sup> Vgl. dazu den Bilanzfälschungsskandal von World-Com, erwähnt in Holztrattner (Macht ohne Moral, 2007)

<sup>223</sup> Vgl. Rappaport (Performance, 2005), S. 65-79

### **7.1.2.1 Chancen der Stakeholder- Orientierung**

Die Stakeholder- Theorie ist im Wesentlichen eine Weiterentwicklung des Shareholder- Value- Gedankens. Somit wird versucht die Defizite und die damit verbundenen Risiken des Shareholder-Value- Ansatzes zu beheben bzw. zu minimieren.

Als wesentlicher Vorzug der Stakeholder- Theorie und damit auch als Chance einer effizienteren Unternehmensführung wird die Nutzengenerierung für alle strategischen Anspruchsgruppen einer Unternehmung gesehen. Dadurch wird die Rolle der Anteilseigner als dominante Interessengruppe der Unternehmung relativiert.<sup>224</sup>

Zusätzlich erfreut sich das Stakeholder-Value- Konzept durch die steigende soziale und politische Verantwortung der Unternehmen als „quasi-öffentliche Institution“ einer immer größer werdenden Akzeptanz.

Damit wird die Grundlage einer nachhaltigen Unternehmensführung gebildet, die wiederum langfristig zu steigender Beschäftigung und steigendem Wachstum führt.

### **7.1.2.2 Risiken der Stakeholder- Orientierung**

Das Stakeholder-Value- Konzept ist von einigen Mängeln geprägt. Im Folgenden werden die Risiken aufgedeckt, die eine Ausrichtung des Managements an der Stakeholder- Theorie mit sich bringt.

Um die Managementausrichtung anhand des Stakeholder-Value- Konzeptes effizient zu gestalten, ist es notwendig die Ansprüche der verschiedenen Stakeholder- Gruppen zu identifizieren. Dies ist aber durch die hohe Komplexität in der Praxis oftmals nicht durchführbar. Ferner vertreten verschiedene Anspruchsgruppen oft mehrere Interessen gleichzeitig. So ist es unmöglich eine einheitliche Zieldefinition für jede einzelne Stakeholder- Gruppe zu kreieren.<sup>225</sup>

---

<sup>224</sup> Vgl. dazu Kap. 2.2.1.2

<sup>225</sup> Vgl. Portisch (Überwachung, 1997), S. 114

Darüber hinaus kann sich je nach Länderkultur und Bedrohungspotenzial für das Unternehmen eine privilegierte Stellung einzelner Stakeholder- Gruppen entwickeln. Somit können enorme Vertragskosten für Unternehmen gegenüber Stakeholder- Gruppen, die in einer starken Verhandlungsposition gegenüber dem Unternehmen sind, entstehen. Dies kann ebenso eine gleichzeitige Benachteiligung anderer Anspruchsgruppen zur Folge haben.<sup>226</sup>

Ein sehr großes Risiko für eine ineffiziente Unternehmensführung in Anlehnung an die Stakeholder- Theorie stellt der mögliche Interessenskonflikt des Managements dar. Somit besitzt das Management die Aufgabe der Wahrung der Interessen aller Stakeholder- Gruppen einzuhalten und für deren Gesamtnutzenmaximierung zu sorgen. Andererseits verfolgt das Management als eigene Anspruchsgruppe selbst Ziele und Ansprüche innerhalb des Unternehmens, die in Konkurrenz mit Zielen anderer Stakeholder stehen können.<sup>227</sup>

---

<sup>226</sup> Vgl. Bühner/ Tuschke (Kritik am SV, 1997), S. 514

<sup>227</sup> Vgl. Oertel (Stakeholder- Orientierung, 2000), S. 59

## 7.2 Rolle der Börse

Mit Beginn der 1980er Jahre hat sich zunächst in den USA und anschließend in Europa eine neue Phase des Kapitalismus entwickelt, in der dem Finanzsektor eine zentrale Position zukommt. Die Liberalisierung und Internationalisierung der Finanzmärkte hat zu einem erheblichen Wachstum an institutionellen Investoren und Finanzinstrumenten geführt. Exorbitante Gewinne des Finanzsektors waren das Ergebnis. Dies führte zu einer verstärkten Unternehmensausrichtung an den Interessen der Anteilseigner. Selbst Unternehmen außerhalb des Finanzsektors erzielten einen großen Anteil ihrer Gewinne durch den Handel am Kapitalmarkt. Kurzfristige Kapitalerlöse wurden in den Mittelpunkt des Interesses gestellt. Doch diese Entwicklung trieb auch die Spekulationen an der Börse zunehmend an und führte zu einer Instabilität der Märkte, was schließlich zu der größten Weltwirtschaftskrise seit den 1930er Jahren führte. Dieser Abschnitt widmet sich den Entwicklungen des Finanzmarktes und den dadurch entstehenden wirtschaftlichen Gefahren. Abschließend sollen geeigneten Formen der Regulierung und Neuordnung der Finanzmärkte aufgezeigt und eine Implikation auf die Managementausrichtung gegeben werden.

### 7.2.1 Entwicklung des Börsenhandels

Die Umsätze im Handel mit Devisen, Aktien, Anleihen und anderer Finanzprodukte haben ein enormes Wachstum in den letzten 20 Jahren zu verzeichnen. Durch den Wandel von Real- zu Finanzkapitalismus hat der Finanzmarkt einen enorm hohen Stellenwert für die Unternehmen erhalten.

Der Handel mit Finanzderivaten<sup>228</sup> in Nordamerika und Europa ist im Vergleich des Jahres 2000 zu 2006 exorbitant gestiegen. Dabei haben kurzfristig spekulative Geschäfte mit Futures und Optionen den größten Anteil.

---

<sup>228</sup> Derivate sind Finanzinstrumente, deren Preis oder Wert von Kursen anderer Handelsgüter oder Wertpapieren abhängt.

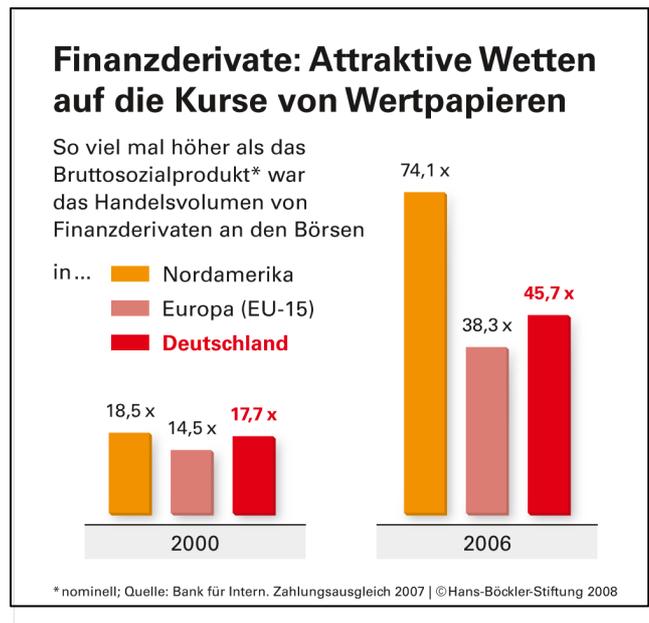


Abbildung 9: Finanzderivate: Attraktive Wetten auf die Kurse von Wertpapieren  
Quelle: Böckler Impuls Ausgabe 2/2008

Zwischen 1986 und 2006 hat der globale Derivat Handel eine jährliche Wachstumsrate von 20% erzielt. Dabei hat der Handel mit Börsenderivaten 2006 mehr als das 40-fache des globalen BIP betragen (siehe Abbildung 10).

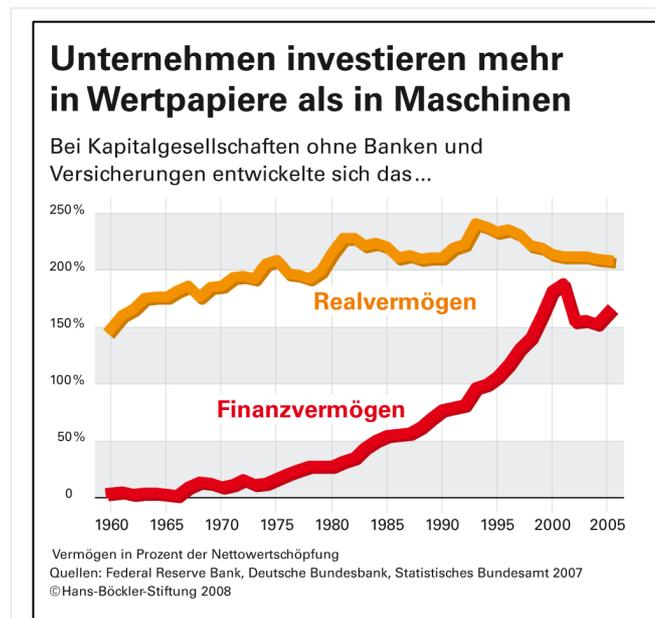


Abbildung 10: Handelsvolumen von Börsenderivaten im Vergleich zum BIP  
Quelle: Böckler Impuls Ausgabe 5/2009

## 7.2.2 Real- und Gesamtwirtschaftliche Gefahren

Angesichts der hohen Handelsvolumina an den Finanzmärkten entstehen zum einem für die Realwirtschaft und zum anderen für die Gesamtwirtschaft Gefahren und Risiken.

Aus Sicht der Realwirtschaft könnten die immer größer werdenden Investitionen der Unternehmen in den Finanzmarkt gegenüber Investitionen in Produktionsstätten zu einem Rücklauf des gesamtwirtschaftlichen Beschäftigungsstandes führen. Unternehmen tendieren immer mehr, aufgrund von verlockend hohen Renditen, zu Investitionen am Finanzmarkt als in neue Realgüter. Dies zeigt auch die Entwicklung des Real- und Finanzvermögens deutscher Kapitalgesellschaften. Während die Entwicklung des Realvermögens von 1960 bis 2006 gerade einmal um 50% zulegte, entwickelte sich der Anteil des Finanzvermögens der Unternehmen mit ungefähr 160% unverhältnismäßig hoch (siehe Abbildung 11).



**Abbildung 11: Entwicklung des Real- und Finanzvermögens deutscher Kapitalgesellschaften**  
 Quelle: Böckler Impuls Ausgabe 2/2008

Das Ausmaß der Risiken und Gefahren für die Gesamtwirtschaft wurde durch die Weltwirtschaftskrise deutlich. Durch die hohen Handelsvolumina an den Börsen wurden Spekulationen auf Wertschwankungen von Aktienkursen angetrieben. Mangels eindeutiger

Regulierung der Märkte haben aus Renditeinteressen viele Kapitalgesellschaften sich den Spekulationen an der Börse angeschlossen.

### **7.2.3 Mögliche Regulierungsmaßnahmen und Implikationen auf die Managementausrichtung**

Die Entwicklungen und Auswirkungen des Finanzmarkthandels zeigen die bedeutende Rolle der Börse für die Managementausrichtung der Unternehmen auf. Um eine stabile nachhaltige Wirtschaft zu gewährleisten, muss eine Re-Regulierung der Märkte vollzogen werden. Unternehmen muss der Anreiz einer nachhaltigen Unternehmensführung und nicht Platz für kurzfristige hohe Renditen gegeben werden.

Um eine spekulative Blasenbildung zu unterbinden und eine wachsende Wirtschaft zu fördern, muss langfristig die Rendite und das Wachstum des realwirtschaftlichen Sektor über dem Finanzsektor liegen.

Ferner müssen langfristige Maßnahmen zur Regulierung der Börse eingeführt werden. Beispielsweise könnte eine Transaktionssteuer kurzfristige Spekulationen reduzieren. Zudem könnte eine erhöhte Mindesteigenkapitalquote für Finanzinstitutionen für mehr Stabilität sorgen.<sup>229</sup> Die aufgezeigten Handelsvolumina des Finanzsektors zeigen einen deutlichen Trend zur Shareholder-Value- Orientierung.

---

<sup>229</sup> Vgl. Thema zur Einführung von Basel III;  
URL:<http://de.reuters.com/article/economicsNews/idDEBEE68606S20100907> [aufgerufen am 07.09.2010]

### 7.3 Rolle der Rating-Agenturen

Angesichts ihrer weitläufigen Anwendung zu Regulierungszwecken und ihrer fundamentalen Mitbestimmung der Finanzierungskosten von Unternehmen und Staat nehmen Rating-Agenturen eine besondere Stellung auf den globalen Kapitalmärkten ein.<sup>230</sup>

Eine zentrale Rolle kommt Ihnen hinsichtlich einer zuverlässigen Bewertung der Bonität von Emittenten<sup>231</sup> von Anleihen und Wertpapieren für Investoren zu.

Durch die hervorgerufene US- Immobilienkrise im Jahr 2008 und die in diesem Zusammenhang deutlich gewordenen Fehler in den Ratingverfahren, stehen Rating-Agenturen vermehrt im Zentrum der öffentlichen Kritik. Dabei wird in verschiedenen Studien auf Anreizprobleme in den Geschäftsmodellen eingegangen.<sup>232</sup>

Ziel dieses Abschnittes ist es, die Rolle der Rating-Agenturen für den internationalen Finanzmarkt genauer zu erläutern und auf die Frage „Rating-Agenturen - Antreiber oder externe Meinungsbildner“ eine Antwort zu geben. Dabei wird zunächst auf die Funktion und Wesen der Agenturen eingegangen. Danach wird nach Konfliktansätzen der Ratings für den Kapitalmarkt gesucht. Abschließend folgt eine konstruktive Kritik des Systems sowie mögliche Verbesserungsvorschläge für das Geschäftsmodell.

#### 7.3.1 Funktion und Wesen der Rating-Agenturen

Rating-Agenturen sind privatisierte Unternehmen, die die Legitimität besitzen die Bonität von Unternehmen oder von Staaten bezüglich deren Wertpapieremissionen zu bewerten.

Somit nehmen Rating-Agenturen primär die Aufgabe des Gläubigerschutzes wahr.

Rund 150 Rating-Agenturen, die ihren Ursprung in den USA besitzen, sind auf dem Finanzmarkt vertreten. Doch teilen sich die drei führenden Agenturen, Standard & Poor's, Moody's und FitchRatings, einen geschätzten Anteil von 95% des gesamten Kapitalmarktes.<sup>233</sup>

<sup>230</sup> Vgl. Rosenbaum (Politischer Einfluss, 2009), S. 23

<sup>231</sup> Der Emittent ist eine juristische oder öffentlich-rechtliche Körperschaft, die Wertpapiere ausgibt.

<sup>232</sup> Vgl dazu Böckler Impuls 7/2010, Fehlanreize für Ratingagenturen, abrufbar unter: <http://boecklerimpuls.de>

<sup>233</sup> Vgl. Wichmann (Krisenfaktor Ratingagenturen, 2010), S. 3 f.

Eine Bewertung kann nur an Wertpapieren mit festen Zins- und Tilgungszahlungen vorgenommen werden, da nur bei diesen ein verbindlicher Zahlungstermin besteht.

Sogenannte Credit- Ratings geben eine Auskunft über die Zuverlässigkeit der termin-gerechten Erfüllung von Zins- und Tilgungsverpflichtungen. Gegenstand der Ratings sind Anleihen, Commercial- Papers, Medium-Term-Notes sowie Asset-backed-Securities.<sup>234</sup>

Die Bewertung erfolgt anhand von Buchstaben- und Zahlensymbolen, die im langfristigen Bereich von Bestbewertungen „AAA“ (S&P's) bzw. „Aaa“ (Moody's) bis hin zur Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens „C“ (Moody's) bzw. „D“ (S&P's) reichen.<sup>235</sup>

Nachstehende Abbildung gibt die wichtigsten Geschäftszahlen des Jahres 2008 für die drei marktbeherrschenden Agenturen an.

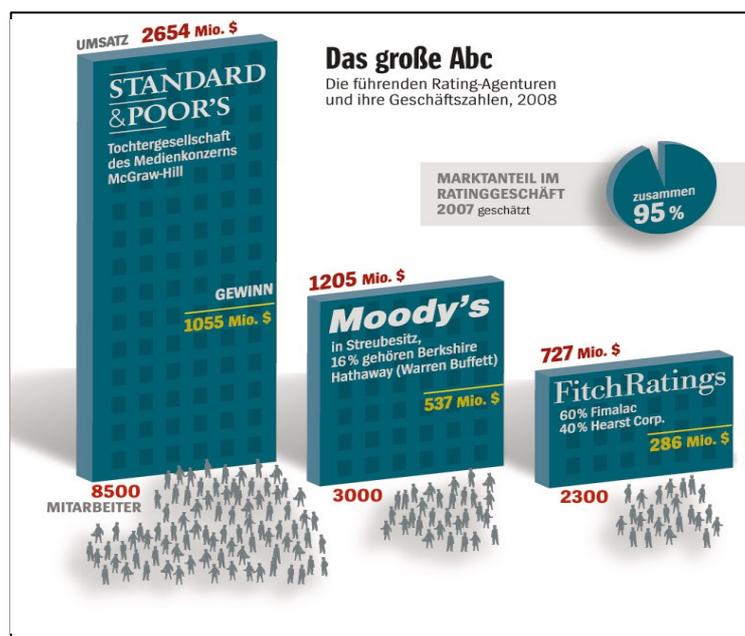


Abbildung 12: Das große ABC – Die führenden Rating- Agenturen und ihre Geschäftszahlen 2008

Quelle: <http://spiegel.de/spiegel/print/d-67768101.html> [aufgerufen am 30.08.2010]

<sup>234</sup> Vgl. Kniese (Bedeutung der Rating- Analyse, 1996), S. 23 ff.

<sup>235</sup> Für eine übersichtliche Aufschlüsselung der einzelnen Bewertungssymbole vgl. dazu Everling (Credit- Rating, 1991), S.47

### 7.3.2 Konfliktansätze einer qualitativ objektiven Bewertung

Durch die enormen Investitionsvolumina auf den globalen Kapitalmärkten kommt den Bewertungen der Rating- Agenturen eine außerordentlich hohe Stellung zu. Dabei ist ein Vertrauen in die Urteilsfähigkeit der Agenturen unabdingbar. Wie Erfahrungen zeigen waren irreführende Ratings eine Ursache der weltweiten Finanzkrise. Dabei gibt es insbesondere drei systematische bzw. strukturelle Gründe einer nicht immer qualitativ objektiven Bewertung.<sup>236</sup>

Die Bonitätsbewertung eines Unternehmens bzw. Staates, eines Emittenten oder eines Finanzproduktes erfolgt anhand von unternehmensbezogenen Daten, Erfahrungswerten und verschiedenen Stress-Szenarien. Die Ausfallwahrscheinlichkeit wird auf Grundlage dieser einzelwirtschaftlichen Daten berechnet. Gesamtwirtschaftlich können gleiche Finanzprodukte in verschiedenen Situationen aber unterschiedliche Auswirkungen auf die Qualität haben.

Ferner obliegen Rating- Agenturen oftmals einer Überforderung durch Finanzinnovationen. Die Bewertungen beruhen im Allgemeinen auf Erfahrungswerten. Doch für die immer komplexer strukturierten Finanzkonstrukte kann auf keine historischen Werte zurückgegriffen werden.

Zudem besteht die Gefahr eines Interessenskonfliktes bzw. Fehlanreize für die Rating-Agenturen. Emittenten haben ein vermehrtes Interesse daran ein gutes Rating bei Wertpapieremissionen zu erhalten. Denn umso besser die Einstufung, desto niedriger die Verzinsung des Wertpapiers. Dagegen besitzen Rating- Agenturen die Aufgabe den Investoren ein möglichst getreues Bild der Risikoeinstufung wieder zu geben. Andererseits werden sie von Emittenten vergütet. Da Emittenten die Haupteinnahmequelle der Rating-Agenturen ausmachen und sog. Downgradings<sup>237</sup> Emittenten veranlassen könnten zur Konkurrenz zu wechseln, besteht das Risiko, dass Agenturen nicht immer qualitativ objektive Bewertungen vornehmen.

---

<sup>236</sup> Zu den nachstehenden Ausführungen vgl. Huffs Schmid (Rolle und Verantwortung der RA, Februar 2008)

<sup>237</sup> Downgrading = Verschlechterung der Bewertung

### 7.3.3 Fazit und Lösungsvorschläge

Wie an den Konfliktansätzen gesehen, weist das Geschäftsmodell der Rating- Agenturen Fehlanreize auf.

Aufgrund der Tatsache, dass Rating-Agenturen privatrechtlich geführt werden, verstärkt sich deren Eigeninteresse an Gewinnmaximierung. Außerdem führt der hohe politische Einfluss durch die fundamentale Mitbestimmung an den Finanzierungskosten der Unternehmen bzw. des Staates dazu, dass Rating- Agenturen mehr Antreiber als externe Meinungsbildner auf dem Kapitalmarkt sind.

Folgende Reformen könnten zu einer neutralen Stellung der Agenturen auf dem Finanzmarkt beitragen:<sup>238</sup>

➤ Änderung des Finanzierungssystems:

Mit der Entkoppelung von Finanzierung und Beauftragung von Rating- Agenturen könnte die Gefahr des Interessenkonfliktes reduziert werden. Durch die Einrichtung eines Fonds, dessen Mittel aus Beiträgen der Unternehmen und Länder stammen, die Rating- Agenturen in Anspruch nehmen, könnten die Leistungen der Agenturen finanziert werden. Die Entscheidung welche Agentur die Bewertung vornimmt, könnte einer Aufsichtsbehörde zukommen.

➤ Einrichtung einer öffentlichen Rating- Agentur auf europäischer Ebene:

Um den oligopolistischen Markt aufzulösen, könnten öffentliche Rating- Agenturen in Kontinentaleuropa eingesetzt werden. Somit würde eine Reduzierung des Marktanteils der drei großen amerikanischen Agenturen erfolgen. Ferner könnte ein vermeintlicher Interessenkonflikt zwischen Maximierung der Einnahmen und Objektivität der Bewertung beseitigt werden.

➤ Sanktionen bei Regelverstößen:

Zudem könnten härtere Sanktionen, beispielsweise in Form von Privathaftungen, einen höheren Beitrag zu objektiven Ratings leisten.

<sup>238</sup> Vgl. nachstehende Ausführungen mit der Studie von Dose/Buntrock – Politische Steuerung der Finanzkrise. Das Beispiel der europäischen Regulierung von Ratingagenturen; Auftrag der Hans- Böckler- Stiftung, März 2010

## 7.4 Einfluss der weltwirtschaftlichen Situation

Die hohe Anzahl an Unternehmensinsolvenzen zeigt auf, dass die Marktwerte und Gewinne der Gesellschaften stark mit der Konjunkturlage schwanken. Im Folgendem soll der Einfluss der weltwirtschaftlichen Situation auf die verschiedenen Managementausrichtungen analysiert werden. Dabei wird zunächst auf die Beziehung der Börse zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung eingegangen. Danach wird der Einfluss der verschiedenen Konjunkturzyklen auf Unternehmensgewinne untersucht. Zum Abschluss wird auf mögliche Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur sowie auf die Implikationen der verschiedenen Managementstrategien eingegangen.

### 7.4.1 Beziehung der Börse zur Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Situation

Ein wichtiger Indikator für die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Situation (Konjunktur) eines Landes stellt das Bruttoinlandsprodukt (BIP) dar. Die Schwankungen der verschiedenen Konjunkturphasen (Boom, Stagnation, Rezession) können damit identifiziert werden.

Da in der Regel Notenbanken schon früher als der private Anleger detaillierte Informationen und Prognosen der Wirtschaftsentwicklung besitzen, reagieren sie oft mit investitionshemmenden bzw. investitionsfördernden Maßnahmen. Dadurch wird ein zu starker Konjunkturabschwung bzw. -aufschwung stimuliert..

Kapitalmärkte antizipieren kommende Entwicklungen. Sie besitzen dadurch einen Frühindikatoreigenschaft für die Realwirtschaft.<sup>239</sup>

Abbildung 13 zeigt die prozentuale, jährliche Veränderung des Bruttoinlandsproduktes und die durchschnittliche Rendite der Aktienkurse (DAX) für Deutschland von 2000 bis 2009. Die Vorlaufeigenschaft von Aktienkursen wird in soweit erkennbar, da die Wendepunkte der Aktienkurse früher auftreten als die Wendepunkte des BIP- Wachstums. Es ist als Trend erkennbar, dass die Börse sechs bis zwölf Monate vor der BIP- Entwicklung reagiert.

---

<sup>239</sup> Zu empirischen Ausführungen vgl. Forster (Aktienkurse, 2004)

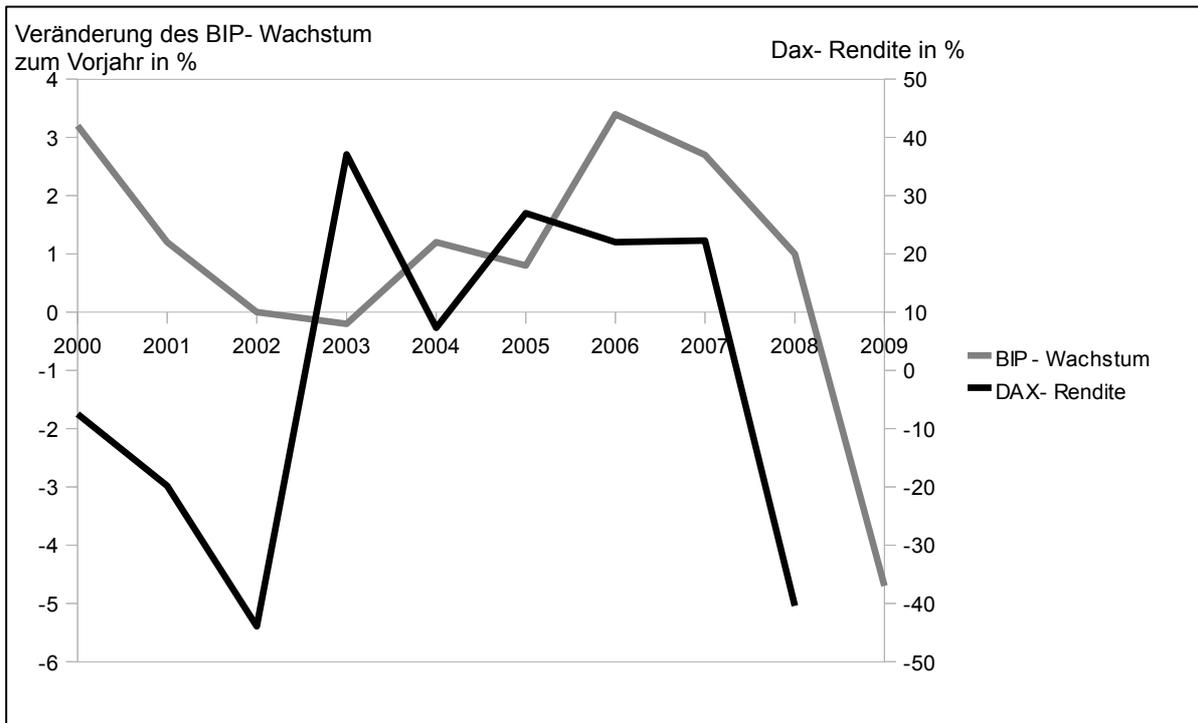


Abbildung 13: Reales BIP und DAX- Rendite in Deutschland (2000-2009)

Quelle: Deutsche Bundesbank, Deutsches Aktieninstitut (2009); Jahresdaten

#### 7.4.2 Einfluss der Konjunkturzyklen auf Unternehmensgewinne

Link weist eine hohe Reagibilität von Unternehmensgewinnen bezüglich der verschiedenen Konjunkturzyklen auf. Dies wird damit begründet, dass Gewinne im Gegensatz zu Einkommen wie Löhne, Mieten und Zinsen keine vertraglich abgesicherte Garantie besitzen, sondern die Restgröße des Umsatzes nach Abzug aller Kosten bilden.<sup>240</sup>

- In Konjunkturphasen des Aufschwungs steigen die Gewinne erfahrungsgemäß überproportional. Zum einen wird dies mit reduzierenden Kapitalstückkosten begründet. Personal- und Materialkosten bleiben als Spätfolge der Rezession noch relativ stabil.

<sup>240</sup> Vgl dazu und zu den folgenden Ausführungen Link (Unternehmensgewinne, 1995), S. 18 ff.

- In Zeiten einer Hochkonjunktur (Boom) sind die Kapazitäten der Wirtschaft voll ausgelastet. Somit wachsen auch Material- und Personalkosten. Dies verlangsamt das Tempo des Gewinnanstiegs signifikant. Ferner können geld- und zinspolitische Maßnahmen der Notenbanken zur Zügelung der Inflation von übersteuerten Kapitalbeschaffungskosten führen.
- Ein Abschwung (Rezession) beinhaltet meist einen Umsatzrückgang für Unternehmen. Dies hat sinkende Gewinne zur Folge. Ausnahmen davon sind Branchen wie die Pharmaindustrie, da diese auch in Zeiten eines Konjunkturtiefs eine stetige Nachfrage besitzen.

### 7.4.3 Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur

Kapitel 7.4.2 zeigt auf wie Konjunkturphasen Unternehmensgewinne beeinträchtigen und somit Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung nehmen. Um Rezessionen und damit ein verbundenes schrumpfendes Wirtschaftswachstum zu verhindern, dass mögliche negative Auswirkungen auf Managementstrategien besitzt (z.B. Entlassungen von Mitarbeitern), müssen bei drohenden Gefahren Maßnahmen zur Gewährleistung einer stabilen Konjunktur ergriffen werden. Zum einem kann eine niedrige Zinspolitik zur Stabilität beitragen. Aus Sicht von Unternehmen sind niedrige Kapitalbeschaffungskosten mit niedrigen Zinsen verbunden. Des weiteren steigt die Attraktivität der Anleihen von Unternehmen, da sie günstig am Kapitalmarkt zu erhalten sind.<sup>241</sup> Zudem könnte eine expansive Geldpolitik dazu beitragen, die Liquidität am Aktienmarkt zu erhöhen und dadurch die Börsenkurse der Unternehmen zu steigern.

Die verschiedenen Konjunkturphasen haben einen größeren Einfluss auf Unternehmen mit Orientierung am Shareholder-Value, da das Interesse in der Rendite für die Anteilseigner liegt. Somit wird eine verstärkte Konzentration auf Unternehmensgewinne gelegt und folglich könnten Mitarbeiterentlassungen als Handlungsmaßnahme in Zeiten einer Rezessionen getätigt werden. Zudem weisen Shareholder-Value orientierte Unternehmen

---

<sup>241</sup> Vgl dazu den Beitrag von Horn, What role for monetary policy? in: Botsch/Watt (After the crisis, 2010).

eine höhere Volatilität ihrer Renditen als Stakeholder-Value-orientierte Unternehmen auf.<sup>242</sup> Daher besitzen Konjunkturschwankungen bei zuerst genannten einen größeren Einfluss.

## **7.5 Situative Beurteilung**

Beide Managementphilosophien bewegen sich in verschiedenen Sphären. Dies impliziert eine unterschiedliche Bedeutung der Ansätze unter verschiedenen situativen Bedingungen. Ziel dieses Abschnittes ist es, die Relevanz beider Ansätze einer situativen Beurteilung zu unterziehen. Dafür wird zuerst auf verschiedene situative Ansätze eingegangen. Des Weiteren wird die unternehmensethische Einführung der Corporate Social Responsibility (CSR) begutachtet, die es sich zur Aufgabe gemacht hat eine Harmonisierung der konträren Ansätze anzustreben. Abschließend folgen mögliche Auswirkungen auf die Managementorientierung der Unternehmen.

### **7.5.1 Situative Ansätze**

#### **7.5.1.1 Ökonomische Sichtweise**

Aus ökonomischer Sichtweise steht traditionell die Gewinnerzielung an erster Stelle. Dabei muss zwischen monetärer und nicht-monetärer Vermögensvermehrung unterschieden werden. In einem marktwirtschaftlichen System kann eine langfristige Unternehmensfortführung nur in Einklang mit monetären Ertragssteigerungen gewährleistet werden. Somit besteht auch ein gesellschaftliches Interesse an monetären Erträgen.<sup>243</sup> Doch wird zwischen verantwortungsbewusstem und unverantwortlichem Handeln unterschieden. Denn Unternehmen besitzen die Verantwortung in ihrem Handeln Dritte nicht zu schaden.<sup>244</sup> Dabei können Unternehmen nicht-monetäre Wertsteigerungen (z.B. Reputation, Vertrauen) erzielen.

---

<sup>242</sup> Vgl. dazu die Ausführungen in Kapitel 6

<sup>243</sup> Vgl. Lin-Hi (Unternehmensverantwortung, 2009), S. 87 ff., 112 ff.

<sup>244</sup> Ebenda S. 118 ff.

### **7.5.1.2 Ökologische Sichtweise**

Aus ökologischer Sicht ist ein verantwortungsbewusster Umgang mit den Ressourcen unter größtmöglicher Berücksichtigung der Umwelt das primäre Ziel von Unternehmen. Dabei werden verschiedene Maßnahmen ergriffen; Energieeffizienz und -einsparung, CO<sub>2</sub>-Reduktion, Recycling, Unterstützung von Umwelt- und Klimaschutz.<sup>245</sup>

### **7.5.1.3 Politisch- gesellschaftliche Sichtweise**

Die Politik und die Gesellschaft haben ein vermehrtes Interesse an der Nachhaltigkeit von Unternehmen. Aus politischer Sicht impliziert dies eine stärkere Konzentration auf die Mitarbeiter und Umwelt<sup>246</sup>. Dabei werden von Unternehmen für ihre Mitarbeiter Aus- und Weiterbildungen, Chancengleichheit, Vereinbarkeit von Beruf und Familie, Arbeitssicherheit und das Gesundheitswesen gefördert. Ferner besitzen Unternehmen eine Verantwortung gegenüber der Gesellschaft. Dies kann in einem Engagement für Bildungen und Stiftungen von Unternehmen erfolgen.

---

<sup>245</sup> Eines der bekanntesten Beispiele dafür stellt der Formel 1- Ausstieg von BMW Motorsport dar.

<sup>246</sup> Bzgl. der Umwelt siehe Kap.7.5.1.2

## **7.5.2 Corporate Social Responsibility**

Aus der Idee der Harmonisierung der verschiedenen situativen Ansätze entstand das Modell der Corporate Social Responsibility. Daher wird im Folgenden der Begriff sowie seine aktuelle Anwendung und Verbreitung genauer erläutert.

### **7.5.2.1 Begriffserklärung**

Der Begriff Corporate Social Responsibility (CSR) kann wörtlich übersetzt werden mit „unternehmerische Sozialverantwortung“. Darunter wird der freiwillige Beitrag von Unternehmen zu einer nachhaltigen Entwicklung verstanden, die über die gesetzlichen Forderungen hinausgehen. Der CSR- Gedanke besteht aus der Zusammenführung der verschiedenen Ansätze und einem bestmöglichen Ausgleich aus wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit, Umweltschutz und sozialer Verantwortung.<sup>247</sup>

### **7.5.2.2 Anwendung und Verbreitung**

Eine Studie des Forschungszentrums für Bürgerschaftliches Engagement wies ein weit verbreitendes gesellschaftliches Engagement deutscher Unternehmen nach.<sup>248</sup> Dabei verfolgen knapp 95 Prozent der befragten Großunternehmen in Deutschland klare Intentionen in Form von Gesellschaftsverantwortung oder der Verbesserung des Lebensumfeldes am Unternehmens- bzw. Betriebsstandortes. Nahezu die Hälfte der Unternehmen sehen Investitionen in die Gesellschaft als Voraussetzung für wirtschaftlichen Erfolg.

Dennoch ist eine schwache organisatorische Umsetzung sichtbar, da eine relativ geringe Anzahl an Unternehmen eine eigene Personalstelle dem Thema CSR widmen.

Die Auswertungen der empirischen Studie bekräftigen zwar die Anzeichen der Wahrnehmung gesellschaftlicher Verantwortung von deutschen Großunternehmen, jedoch sind

---

<sup>247</sup> Vgl. Schmeisser et al. (Shareholder- Value vs. CSR, 2009), S. 86 f.

<sup>248</sup> Vgl. dazu die ausführliche Studie von Braun (Engagement, 2009).

vermehrt betriebswirtschaftliche Instrumente und Verfahren für die Praxisumsetzung in Betrieben bzw. Unternehmen notwendig.<sup>249</sup>

### **7.5.2.3 Fazit**

In der heutigen wirtschaftlichen Diskussion erhält die CSR- Debatte eine immer größer werdende Aufmerksamkeit. Wie aus der Untersuchung ersichtlich erkennen immer mehr Unternehmen die langfristige wirtschaftliche Bedeutung von gesellschaftlichem Engagement. Das Modell der Corporate Social Responsibility zeigt den möglichen Einklang zwischen Gewinnerzielung und Umwelt- und Gesellschaftsverantwortung auf. Kritik wird jedoch in der Form geübt, dass ein quantifizierbarer Nachweis über den wirtschaftlichen Nutzen von CSR noch aussteht.<sup>250</sup>

### **7.5.3 Implikationen auf die Managementausrichtung**

Dieses Kapitel zeigt die verschiedenen situativen Ansätze der Unternehmenswelt auf. Dabei kann aus ökonomischer Sichtweise ein größerer Zuspruch dem Shareholder-Value-Konzept gegeben werden, da die Gewinnerzielungsabsicht im Vordergrund steht. Doch wächst auch aus ökonomischer Sicht ein größerer Zuspruch zu nachhaltigen Investitionen.

Die ökologische und politisch-gesellschaftliche Sichtweise bevorzugt dagegen den Stakeholder-Value- Ansatz. Aus diesen Sichtweisen ist die Umwelt sowie die Gesellschaft ein unabdingbares Element zur langfristigen Wertsteigerung und Fortführung des Unternehmens.

Als Lösungsansatz zur Harmonisierung der verschiedenen situativen Ansätze wird die Einbettung der Corporate Social Responsibility genannt. Als geeignete Managementstrategie wird dafür die Stakeholder- Orientierung gesehen.

---

<sup>249</sup> Vgl. Schmeisser et al. (Shareholder- Value vs. CSR, 2009), S. 93 ff.

<sup>250</sup> Vgl. Schmeisser et al. (Shareholder- Value vs. CSR, 2009), S. 153 f.

## 8 Resümee, Kritik und Ausblick

Der Fokus dieser Arbeit lag in der Ausarbeitung einer komparativen Analyse des Share- bzw. Stakeholder-Value- Ansatzes vor dem Hintergrund der länderspezifischen Rahmenbedingungen in Deutschland, Japan und den USA. Darüber hinaus wurden die Konfliktpotenziale wie auch die Einflussfaktoren auf die Ansätze diskutiert.

**Kapitel 2** unterteilte sich in zwei Abschnitte. Abschnitt 1 befasste sich mit dem Shareholder-Value- Konzept, einem rein ertragsorientierten Verfahren zur Ermittlung des Eigenkapitals.

Für die Konzeption des Shareholder-Value- Ansatzes wurde aus finanztechnischer Sicht die Darstellung des Cash- Flows verdeutlicht.

Die Abhandlung der einzelnen Berechnungsmethoden des Shareholder- Value wurde im Folgendem dargestellt. Dabei beruhen das Wertreibermodell nach *Rappaport* und das Komponentenmodell nach *Copeland/Koller/Murrin* auf der Discounted-Cash-Flow- Methode. Beide Modelle ermitteln den Marktwert des Eigenkapitals. Dagegen misst das EVA- Konzept nach *Stern&Stewart* den Übergewinn einer Periode. Doch eine Diskontierung des EVAs führt zum gleichen Ergebnis wie die diskontierten Cash-Flow- Modelle. Das Cash-Flow-Return-On-Investment-Modell nach *Lewis* berechnet den internen Zinsfuß für die Messung zur Performance von Geschäftsbereichen und somit im weitesten Sinne die Aktionärsrendite. Für eine detailliertere Darstellungsweise wurden Berechnungsbeispiele angefügt und auf deren Problembereiche eingegangen. Abschließend wurde der Börsenkurs als Spiegelbild des Shareholder-Value diskutiert..

Der zweite Abschnitt befasste sich analog zu Abschnitt 1 mit dem Stakeholder- Value- Ansatz. Dabei wurde das Ziel der Stakeholder- Theorie, die Steigerung des Unternehmenswertes unter Berücksichtigung aller Stakeholder- Interessen, genauer definiert. Zur Befriedigung des Zielsystems der Stakeholder- Theorie wurden die einzelnen Klassifizierungsschemata diskutiert.

Bezüglich der Berechnung des Stakeholder-Value wurde das Ermittlungsschema nach *Figge&Schaltegger* präsentiert. Die vorgestellte Berechnungsmethodik ermöglicht Unternehmen anhand einer Kosten- Nutzen- Analyse den Wert einer Stakeholder-

beziehung zu quantifizieren. Abschließend wurden verschiedene Strategien zur Zielerreichung der Stakeholder- Gruppen nach *Dyllick* veranschaulicht.

**Kapitel 3** widmete sich den Erwartungen der Shareholder. Zuerst wurde auf die Ansprüche der Eigenkapitalgeber eingegangen. Dabei wurde die Rentabilität als primäres Ziel identifiziert. Immaterielle Nutzenvorstellungen wie Macht, Mitsprache und Einflussnahme folgten dem materiellen Ziel. Anschließend wurde der Begriff der Investor Relations näher erläutert. In diesem Kontext wurde auf das Ziel der größtmöglichen Beseitigung einer Informationsasymmetrie zwischen Investoren und Unternehmen eingegangen. Das Kapitel endet mit der Diskussion über die Principal- Agent- Problematik. Dabei wurden nach einer kurzen Begriffserklärung mögliche Interessenskonflikte sowie ein Lösungsansatz dargestellt.

In **Kapitel 4** wurden die Erwartungen und Ansprüche der einzelnen Stakeholder- Gruppen erörtert. Für einen bestmöglichen Überblick wurden die Gruppen in interne und externe Stakeholder untergliedert.

**Kapitel 5** war mit der Analyse bezüglich der aktuellen Verbreitung der Ansätze in Deutschland, Japan und den USA einer der zentralen Bestandteile dieser Arbeit.

Anhand einer Gegenüberstellung von wirtschaftlichen, rechtlichen und kulturellen Rahmenbedingungen wurde auf die Entwicklung in den einzelnen Länder, die den Share- bzw. Stakeholder- Ansatz begünstigt haben, eingegangen.

Eine Dominanz des Shareholder-Value in den USA wurde u.a. mit einer niedrigen Eigentümerkonzentration sowie der Gestaltung der Managementvergütung begründet.

Japanischen Unternehmen wurde sowohl durch die stark kulturelle ausgeprägte Unternehmensauffassung wie auch dem großen Anteil an Unternehmensverflechtungen eine Orientierung an der Stakeholder- Theorie zugesprochen.

Deutsche Unternehmen nahmen bezüglich der Managementausrichtung keine klare Position ein.

**Kapitel 6** widmete sich einer empirischen Untersuchung bezüglich eines Länder- und Branchenvergleichs der Unternehmen, um die theoretischen Erkenntnisse aus Kapitel 5 zu untermauern und quantitative Ergebnisse für die Verbreitung beider Ansätze zu erhalten.

Dabei wurde eine hohe Volatilität bezüglich der Rendite von Shareholder-Value- orientierten Unternehmen nachgewiesen. Stakeholder-Value- orientierte Unternehmen konnten im Durchschnitt kleinere, jedoch konstantere Renditen vorweisen.

Nachdem in den vorangegangenen Kapiteln die aktuelle Verbreitung und Entwicklung der Ansätze theoretisch wie auch quantitativ behandelt wurde, befasste sich **Kapitel 7** mit einer Analyse und Bewertung der Ansätze unter verschiedenen Gesichtspunkten.

Zuerst wurden die Chancen und Risiken beider Konzepte dargestellt. Zentrale Vorzüge des Shareholder- Value- Konzeptes stellen dabei die transparente Unternehmensführung und der gegebene Schutz vor feindlichen Unternehmensübernahmen dar. Als Risiko wurde die zu starke Eindimensionalität sowie die wirtschaftshemmende Wirkung einer zu starken Ausrichtung an den Interessen der Eigenkapitalgeber entlarvt.

Als Chance der Stakeholder- Theorie wird die Nutzengenerierung aller Anspruchsgruppen angesehen. Dagegen wird die Komplexität hinsichtlich der Durchführbarkeit der Nutzenerwartungen aller Anspruchsgruppen, sowie die privilegierende Stellung einzelner Stakeholder und die Doppelrolle des Managements als kritisch angesehen.

Ein weiterer Abschnitt bildete die Diskussion über die Rolle der Börse sowie der Rating-Agenturen. Im Kontext zu der Entwicklung des Börsenhandels wurden mögliche Gefahren für die Real- und Gesamtwirtschaft aufgezeigt. Bezüglich der Ratings wurden Konfliktansätze einer qualitativ objektiven Bewertung dargestellt. Abschließend wurden für beide Punkte Lösungsansätze sowie Implikationen für die Managementausrichtung ausgearbeitet.

Darüber hinaus wurde der Einfluss der weltwirtschaftlichen Situation auf Unternehmensgewinne sowie die Beziehung der Börse zur Entwicklung der Konjunktur diskutiert.

Das Kapitel endet mit einer Beurteilung der Ansätze unter verschiedenen situativen Bedingungen und dem dafür vorgestellten Modell der Corporate Social Responsibility.

Konfliktpotenziale zwischen den Ansätzen treten in verschiedenen Formen auf.

Zum einem durch die häufig in der Literatur diskutierte Ein- bzw. Mehrdimensionalität der Konzepte.<sup>251</sup> Nach langer Diskussion über ein Für und Wider der verschiedenen Ansätze, erhält heutzutage eine Synthese beider Ansätze einen immer größer werdenden Zuspruch. Wird der Shareholder- Value- Ansatz wie in seiner Ursprungsidee angewendet, werden langfristig alle Konflikte mit den restlichen Stakeholdern beseitigt;

---

<sup>251</sup> Vgl. dazu Ausführungen u.a. Eberhardt (Unternehmensführung, 1998), Skrzypek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005)

Denn eine nachhaltige, profitable Unternehmenswertsteigerung kann nur im Einklang mit motivierten Mitarbeitern und zufriedenen Kunden in einer intakten Umwelt geschaffen werden.

Die Harmonisierung beider Ansätze stößt jedoch schnell an Grenzen. So bestehen hinsichtlich der Messung des Stakeholder- Value kaum Ansätze, die einen präzisen Nutzen aus der Stakeholder- Beziehung quantifizierbar machen. Darüber hinaus führt *Skrzipek* das Fehlen von Anreizsystemen an, die das Management dazu drängt gleichzeitig im Sinne der Shareholder wie auch der strategischen Stakeholder zu operieren. Als Beispiel wird ein Vergütungssystem mit der Koppelung an der Kundenzufriedenheit angegeben.<sup>252</sup>

Zum anderen wird, wie am Ländervergleich zwischen Deutschland, Japan und den USA ersichtlich, die Managementorientierung durch bestimmte wirtschaftliche, rechtliche und kulturelle Rahmenbedingungen definiert. Darüber hinaus besitzen Finanzmärkte, Rating-Agenturen und die konjunkturelle Situation eine erhebliche Wirkung auf das Handeln in Hinblick auf die Managementausrichtung.

Somit sollte die Literatur nicht nur Konfliktpotenziale zwischen den Ansätzen diskutieren, sondern Faktoren, die einen maßgeblichen Einfluss auf die Managementausrichtung für sich behaupten, einer kritischen Würdigung unterwerfen. Dabei muss vor allem die Rolle des Finanzmarktes überdacht werden.<sup>253</sup>

Um eine nachhaltige Unternehmensfortführung zu gewährleisten, muss eine Stimulierung der Regulierungsmaßnahmen für exogene Einflussfaktoren auf die Managementorientierung erfolgen.

Diese Arbeit zeigt, dass nicht nur eine Harmonisierung beider Ansätze unter der Berücksichtigung länderspezifischer Rahmenbedingungen für eine nachhaltige, wertorientierte Unternehmensführung notwendig ist. Vielmehr müssen auch Regulierungsmaßnahmen für exogene Einflussfaktoren auf das Management ergriffen werden.

---

<sup>252</sup> Vgl. *Skrzipek* (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 160

<sup>253</sup> Vgl. Ausführungen in Kap. 7.2

## Literaturverzeichnis

### Monographien:

**Behringer, Stefan** [Cash-Flow, 2007]; Cash-Flow und Unternehmensbeurteilung, 9. Auflage, Erich Schmidt, Berlin, 2007.

**Benker, Anja**, [Unternehmensführung, 2007]; Vor- und Nachteile einer kapitalmarkt-orientierten Unternehmensführung, Dipl.Arb., Hochschule für Technik und Wirtschaft des Saarlandes (FH), Saarbrücken, 2007.

**Blasius, Hanns** [Unternehmensführung, 2007]; Porsche, Toyota, General Electric – gute Unternehmensführung in Deutschland, Japan und den USA, Orell Füssli, Zürich, 2007.

**Blies, Peter** [Corporate Governance, 2000]; Corporate Governance im deutsch-japanischen Vergleich, Dt. Univ.- Verl., Wiesbaden, 2000.

**Bonin, Gregor von** [Leitung der Aktiengesellschaft, 2004]; Die Leitung der Aktiengesellschaft zwischen Shareholder Value und Stakeholder- Interessen, 1. Auflage, Nomos, Baden-Baden, 2004.

**Carl, Notger/Kiesel, Manfred** [Unternehmensführung, 2000]; Unternehmensführung – Methoden, Instrumente, Managementkonzepte; Verl. Moderne Industrie, Landsberg am Lech, 2000.

**Copeland, Thomas E./ Koller, Tim/ Murrin, Jack** [Unternehmenswert, 1998]; Unternehmenswert – Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. Auflage, Campus- Verlag, Frankfurt/Main [u.a.], 1998.

- Copeland, Thomas E./ Koller, Tim/ Murrin, Jack** [Unternehmenswert, 2002]; Unternehmenswert – Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 3. Auflage, Campus, Frankfurt/Main [u.a.], 2002.
- Drill, Michael** [Investor Relations, 1995a]; Investor Relations, Haupt, Bern [u.a.], 1995.
- Dürr, Michael** [Investor Relations, 1995b]; Investor Relations – Handbuch für Finanzmarketing und Unternehmenskommunikation, 2. Auflage, Oldenbourg, München [u.a.], 1995.
- Düsterlho, Jens-Eric von** [Shareholder- Value- Konzept, 2003]; Das Shareholder- Value- Konzept, 1. Auflage, Dt. Univ.-Verlag, Wiesbaden, 2003.
- Dyllick, Thomas** [Umweltbeziehungen, 1989]; Management der Umweltbeziehungen – öffentliche Auseinandersetzungen als Herausforderung, Gabler, Wiesbaden, 1989.
- Eberhardt, Stefan** [Unternehmensführung, 1998]; Wertorientierte Unternehmensführung – der modifizierte Stakeholder-Value- Ansatz, Dt. Univ. Verl., Wiesbaden, 1998.
- Everling, Oliver** [Credit- Rating, 1991]; Credit- Rating durch internationale Agenturen, Gabler, Wiesbaden, 1991.
- Figge, Frank** [Öko-Rating, 2000]; Öko-Rating – ökologieorientierte Bewertung von Unternehmen, Springer, Berlin [u.a.], 2000.
- Figge, Frank** [Stakeholder- Matrix, 2002]; Stakeholder Value Matrix – die Verbindung zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value, CSM, Lüneburg, 2002.
- Figge, Frank** [Unternehmensrisiko, 2002]; Stakeholder und Unternehmensrisiko – eine Stakeholderbasierte Herleitung des Unternehmensrisikos, CSM, Lüneburg, 2002

**Figge, Frank/ Schaltegger, Stefan** [Stakeholder- Value, 2000]; Was ist „Stakeholder Value?“ - vom Schlagwort zur Messung, Univ., Lüneburg, 2000.

**Finkeiß, Alexander** [Prozesswertschöpfung, 1999]; Prozess- Wertschöpfung – Neukonzeption eines Modells zur nutzenorientierten Analyse und Bewertung, Univ., Diss., Stuttgart, 1999.

**Forster, Katrin** [Aktienkurse, 2004]; Aktienkurse und gesamtwirtschaftliche Entwicklung – eine empirische Analyse für die Bundesrepublik Deutschland, Shaker, Aachen, 2004.

**Freeman, R. Edward** [Strategic, 1984]; Strategic Management: A Stakeholder Approach, Pitman, Bosten, Mass. [u.a.], 1984.

**Gomez, Peter** [Wertmanagement, 1993]; Wertmanagement – vernetzte Strategien für Unternehmen im Wandel, Econ, Düsseldorf [u.a.], 1993.

**Grossfeld, Bernhard** [Unternehmensbewertung, 2002]; Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, O. Schmidt, Köln, 2002.

**Guirdham, Maureen** [Culture, 2009]; Culture and business in Asia, 1. Auflage, Palgrave Macmillan, Basingstoke [u.a.], 2009.

**Hank, Benno** [Informationsbedürfnisse, 1999]; Informationsbedürfnisse von Kleinaktionären, Lang, Frankfurt am Main [u.a.], 1999.

**Hartmann, Hanno K.** [IR, 1968]; Die große Publikumsaktiengesellschaft und ihre Investor Relations, Duncker & Humblot, Berlin, 1968.

**Holztrattner, Manfred** [Macht ohne Moral, 2007]; Macht ohne Moral – Wirtschaft und Politik am Beginn des 3. Jahrtausends, Lit- Verl., Wien [u.a.], 2007.

**Hostettler, Stephan** [Economic Value Added, 1997]; Das Konzept des Economic Value Added (EVA), Bern [u.a.], 1997.

**Janik, Achim** [Unternehmenskommunikation, 2002]; Investor Relations in der Unternehmenskommunikation, 1. Auflage, Westdt. Verl., Wiesbaden, 2002.

**Janisch, Monika** [Strategisches Anspruchsgruppenmanagement, 1993]; Das strategische Anspruchsgruppenmanagement, Haupt, Diss., Bern-Stuttgart-Wien, 1993.

**Kniese, Wolfgang** [Bedeutung der Rating- Analyse, 1996]; Die Bedeutung der Rating-Analyse für deutsche Unternehmen, Dt. Univ.- Verl. [u.a.], Wiesbaden, 1996.

**Kramarsch, Michael** [Managementvergütung, 2000]; Aktienbasierte Managementvergütung, Schäffer- Poeschel Verl, Stuttgart, 2000.

**Kreikebaum, Hartmut** [Unternehmensplanung, 1989]; Strategische Unternehmensplanung, 3. Auflage, Kohlhammer, Stuttgart [u.a.], 1989.

**Lazar, Christian** [Corporate Governance, 2006]; Managementvergütung, Corporate Governance und Unternehmensperformance, Dt. Univ.- Verl., Wiesbaden, 2006.

**Lewis, Thomas G.** [Unternehmenswert, 1995]; Steigerung des Unternehmenswertes, 2. Auflage, Verl. Moderne Industrie, Landsberg am Lech, 1995.

**Lin Hi, Nick** [Unternehmensverantwortung, 2009]; Eine Theorie der Unternehmensverantwortung – die Verknüpfung von Gewinnerzielung und gesellschaftlichen Interessen, Erich Schmidt, Berlin, 2009.

**Link, Franz J.** [Unternehmensgewinne, 1995]; Unternehmensgewinne, Konjunktur und Einkommensverteilung, Dt. Inst.- Verl., Köln, 1995.

**Löhnert, Peter** [Shareholder-Value-Reflexion, 1996]; Shareholder- Value- Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland, Florentz, München, 1996.

**Mild, Anita** [Informationsbedürfnisse, 2009]; Informationsbedürfnisse der Stakeholder bezüglich eines Geschäftsberichtes, Dipl.-Arb., Univ., Wien, 2009.

**Nagos, Pythagoras** [Berichterstattung, 1991]; Externe Berichterstattung – Information für „Stakeholders“, Schulthess, Zürich, 1991.

**Nork, Manuela E.** [Umweltschutz, 1992]; Umweltschutz in unternehmerischen Entscheidungen, Dt. Univ.- Verl., Wiesbaden, 1992.

**Nowak, Karsten** [Unternehmensbewertung, 2000]; Marktorientierte Unternehmensbewertung, 1. Auflage, Dt. Univ.- Verlag, Wiesbaden, 2000.

**Obiegbu, Joseph O.** [Firmenwert, 2004]; Die billanzielle Behandlung des Firmenwertes in Japan und dem Vereinigten Königreich im Vergleich zu Österreich und Deutschland, Univ., Dipl.- Arb., Wien, 2004.

**Oertel, Cordula** [Stakeholder- Orientierung, 2000]; Stakeholder- Orientierung als Prinzip der Unternehmensführung, FGM- Verl., München, 2000.

**Portisch, Wolfgang** [Überwachung, 1997]; Überwachung und Berichterstattung des Aufsichtsrats im Stakeholder- Agency- Modell, Lang, Frankfurt am Main [u.a.], 1997.

**Prümer, Michael** [Cash-Flow Management, 2005]; Cash-Flow Management, 1. Auflage, Gabler Verl., Wiesbaden, 2005.

**Rappaport, Alfred** [Shareholder- Value, 1995]; Creating Shareholder Value - ein Handbuch für Manager und Investoren, 1. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 1995.

**Rappaport, Alfred** [Shareholder- Value, 1999]; Creating Shareholder Value - ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, 1999.

**Rosenbaum, Jens** [Politischer Einfluss, 2009]; Der politische Einfluss von Rating-Agenturen, 1. Auflage, Verl.für Sozialwiss., Wiesbaden, 2009.

**Schmalen, Helmut** [Grundlagen der Betriebswirtschaft, 1996]; Grundlagen und Probleme der Betriebswirtschaft, 10. Auflage, Bachem, Köln, 1996.

**Schmeisser, Wilhelm/ Rönsch, Maria/ Zilch, Isabel** [Shareholder Value vs. CSR, 2009], Shareholder- Value- Approach versus Corporate Social Responsibility, 1. Auflage, Hamp, München [u.a.], 2009.

**Siener, Friedrich** [Cash-Flow, 1991]; Der Cash-Flow als Instrument der Bilanzanalyse, Schäffer- Poeschel, Stuttgart, 1991.

**Skrzipek, Markus** [Shareholder vs. Stakeholder, 2005]; Shareholder Value versus Stakeholder Value, 1. Auflage, Dt.Univ.-Verlag, Wiesbaden, 2005.

**Täubert, Anne** [Unternehmenspublizität, 1998]; Unternehmenspublizität und Investor Relations – Analyse von Auswirkungen der Medienberichterstattung auf Aktienkurse, Lit-Verl., Münster, 1998.

**Terasa, Oliver** [Pensionskassen, 2003]; Socially Responsible Fundmanagement – Dargestellt am Beispiel der deutschen Pensionskassen, Diplomica, Hamburg, 2003.

**Trautwein, Andreas** [Wertrelevanz, 2008]; Wertrelevanz von Patentinformationen im Kontext der Rechnungslegung, Dt. Univ.- Verl., Wiesbaden, 2008.

**Ulrich, Peter** [Wirtschaftsethik, 2001]; Integrative Wirtschaftsethik - Grundlagen einer lebensdienlichen Ökonomie, 3. Auflage, Haupt, Bern [u.a.], 2001.

**Ulrich, Peter/ Fluri, Edgar** [Management, 1986]; Management – eine konzentrierte Einführung, 4. Auflage, Haupt, Bern [u.a.], 1986.

**Unzeitig Eduard/ Köthner, Dietmar** [Shareholder- Value- Analyse, 1995]; Shareholder- Value- Analyse – Entscheidung zur unternehmerischen Nachhaltigkeit, Schäffer- Poeschel, Stuttgart, 1995.

**Valeh, Alireza** [Shareholder, Stakeholder oder beide?, 2004]; Shareholder, Stakeholder oder beide?, Univ., Diss., Wien, 2004.

**Volkart, Rudolf** [Corporate Valuation, 1998]; Shareholder Value & Corporate Valuation, Versus Verlag AG, Zürich, 1998.

**Wächter, Hartmut** [Unternehmerziele, 1969]; Unternehmungs- und Unternehmerziele im sozio- ökonomischen Feld, Univ., Diss., Göttingen, 1969.

**Walker, Steven F./ Marr, Jeffrey W.** [Erfolgsfaktor Stakeholder, 2002]; Erfolgsfaktor Stakeholder – wie Mitarbeiter, Geschäftspartner und Öffentlichkeit zu dauerhafte Unternehmenswachstum beitragen, Verl. Moderne Industrie, München, 2002.

**Weiss, Michaela** [Stakeholder- Theorie, 2004]; Shareholder- Value versus Stakeholder- Theorie, Wirtschaftsuniv. Dipl.- Arb., Wien, 2004.

**Wellinger, Alexander** [Stakeholder- Theorie, 2002]; Stakeholder- Theorie – theoretische Implikationen, Wirtschaftsuniv., Dipl.-Arb., Wien, 2002.

**Wellner, Kai- Uwe** [Shareholder- Value Approach, 2001]; Shareholder- Value und seine Weiterentwicklung zum Market Adapted Shareholder- Value Approach, Tectum, Marburg, 2001.

**Wentges, Paul** [Stakeholder, 2001]; Corporate Governance und Stakeholder- Ansatz, Univ., Habil.-Schr., Ulm, 2001.

**Wichmann, Udo** [Krisenfaktor Ratingagenturen, 2010]; Krisenfaktor Ratingagenturen Wandel oder Status quo, 1. Auflage, GRIN, Norderstedt, 2010.

**Beiträge in Sammelwerke:**

**Lafrenz, Karsten** [Shareholder- Value, 2004]; Shareholder- Value- orientierte Sanierung: Ansatzpunkte und Wertsteigerungspotenzial beim Management von Unternehmenskrisen, 1. Auflage, Dt. Univ.- Verl., Wiesbaden, 2004, in: **Roland Berger Strategy Consultants (Hrsg.)**, Schriften zum europäischen Management.

**Löhr, Helmut** [Bewertung von unternehmen, 1993]; Bewertung von Unternehmen an den Kapitalmärkten, in: **Gebhardt, Günther/ Gerke, Wolfgang/ Steiner, Manfred (Hrsg.)**: Handbuch des Finanzmanagements – Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung, München, 1993, S.177- 195.

**Lutter Marcus** [Corporate Governance]; Deutscher Corporate Governance Kodex, in: **Hommelhoff, Peter (Hrsg.)**, Handbuch Corporate Governance – Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, 2. Auflage, Schäffer- Poeschel, Stuttgart, 2009, S.123- 137.

**Zeitschriften und Aufsätze:**

**Böhmer, Christiane** [Werttreiber, 2001]; Werttreiber von Finanzdienstleistern im Internet, aus: Univ. St. Gallen, Doktorandenseminar, Bankmanagement, 2001.

**Bühner, Rolf/ Tuschke, Anja** [Kritik am SV, 1997]; Zur Kritik am Shareholder Value – eine ökonomische Analyse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 5/ 1997, S.499- 516.

**Burgschweiger, Nadine** [Übernahmen, 2007]; Japans Unternehmen appnen sich gegen feindliche Übernahmen, in: Japan aktuell, Ausgabe: April 2007.

**Busse von Colbe, Walther** [Shareholder- Value, 1997]; Was ist und was bedeutet Shareholder- Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht?, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1997, S.271-290.

**Deutsches Aktieninstitut e.V. (Hrsg.)** [Factbook, 2009]; DAI-Factbook 2009, Frankfurt a.M., 2009.

**Dose, Nicolai/ Buntrock, Oliver**: Politische Steuerung der Finanzkrise. Das Beispiel der europäischen Regulierung von Ratingagenturen; Studie im Auftrag der Hans- Böckler- Stiftung, Siegen [u.a.], März 2010.

**Franks, Julian R./ Mayer, Colin P.** [Corporate Ownership, 1997]; Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany, and France, in: Chew, Donald H. (Hrsg.): Studies in international corporate finance and governance systems – a comparison of the US, Japan, and Europe, Oxford Univ. Press, New York [u.a.], 1997.

**Freeman, R. Edward/ Reed, David** [Stockholder, 2003]; Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance, California Management Review, 25 (3): 88- 106.

**Hans- Böckler- Stiftung (Hrsg.)**, Böckler Impuls Magazin, Düsseldorf, Ausgabe 01/2008.

**Hans- Böckler- Stiftung (Hrsg.)**, Böckler Impuls Magazin, Düsseldorf, Ausgabe 02/2008.

**Hans- Böckler- Stiftung (Hrsg.)**, Böckler Impuls Magazin, Düsseldorf, Ausgabe 05/2009.

**Hans- Böckler- Stiftung (Hrsg.)**, Böckler Impuls Magazin, Düsseldorf, Ausgabe 07/2010.

**Hofmann, Ines/ Leitsmüller, Heinz/ Naderer, Ruth** [Unternehmenskennzahlen, 2001]; Unternehmenskennzahlen – Werkzeuge für professionelle Betriebsratsarbeit, 1. Auflage, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Stand: März 2001.

**Horn, Gustav A.**: What role for monetary policy, S.122- 125, in: **Watt, Andrew/ Botsch, Andreas (Hrsg.)** [After the crisis, 2010]; After the crisis: towards a sustainable growth model, ETUI, Brüssel, 2010, 186.

**Hein, Eckhard/ Treeck, Till van** [Finanzmarktorientierung, 2008]; Finanzmarktorientierung – ein Investitions- und Wachstumshemmnis?, in: IMK Report 26, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung in der Hans-Böckler-Stiftung, Januar 2008.

**Huffschnid, Jörg** [Rolle und Verantwortung der RA, Februar 2008]; „Rolle und Verantwortung der Rating-Agenturen im aktuellen Finanzmarktgeschehen“ am 13. Februar 2008, aus: Stellungnahme zum Fachgespräch des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, Februar 2008.

**Kaub, Malte/ Schaefer, Marc** [Wertorientierte Unternehmensführung, 2002]; Wertorientierte Unternehmensführung – Eine Einführung in das Konzept, Fachhochschule für Wirtschaft in Berlin, August 2002.

**Lewis, Thomas G./ Lehmann, Steffen** [Investitionsentscheidungen, 1992]; Überlegene Investitionsentscheidungen durch CFROI, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 46. Jg., 1992, H.1, S.1-13.

**Moerke, Andreas** [Governance, 2004]; Corporate Governance in Japan: Paradigmenwechsel oder gradueller Wandel?, in: Japan aktuell, Ausgabe: Oktober 2004.

**Rappaport, Alfred** [Performance, 2005]; The economics of short-term performance obsession, in: Financial Analysts Journal, 61 (3), S.65- 79.

**Schmid, Stefan** [Shareholder- Value- Orientierung, 1998]; Shareholder- Value- Orientierung als oberste Maxime der Unternehmensführung? - Kritische Überlegungen aus der Perspektive des strategischen Managements, in: Zeitschrift für Planung, 3/1998, S.219- 238.

**Stewart, G. Bennet** [Quest for Value, 1991]; The Quest for Value: A Guide for Senior Managers, Harper Business, New York, 1991.

### **Internetabfragen:**

**Accounting and Disclosure System in Japan - Japanese GAAP:**

<http://hp.jicpa.or.jp/english/accounting/standards/index.html> [aufgerufen am 30.08.2010].

**All Nippon Airways Co., Ltd.:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.ana.co.jp> [aufgerufen am 02.09.2010].

**Allianz SE:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.allianz.com> [aufgerufen am 01.09.2010].

**America International Group, Inc.:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.aig.com> [aufgerufen am 02.09.2010].

**AT&T Inc.:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.att.com> [aufgerufen am 02.09.2010].

**BASF SE:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.basf.com>

[aufgerufen am 01.09.2010].

**Bayer AG:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.bayer.de>

[aufgerufen am 01.09.2010].

**Braun, Sebastian** [Engagement, 2009]; Freiwilliges gesellschaftliches Engagement von Unternehmen. Arbeitspapier des Forschungszentrum für Bürgerschaftliches Engagement. Zugriff am 08.09.2010 unter <http://www.for-be.de/publikationen.html>., Berlin: Humboldt-Universität zu Berlin.

**Der Spiegel Online:** <http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-67768101.html>

[aufgerufen am 30.08.2010].

**Deutsche Bank AG:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.deutsche-bank.de>

[aufgerufen am 01.09.2010].

**Deutsche Bundesbank:** Bruttoinlandsprodukt (preisbereinigt), Jahresdaten;

[http://www.bundesbank.de/statistik/statistik\\_zeitreihen.php?](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?)

[lang=de&open=&func=row&tr=JJ5000](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?lang=de&open=&func=row&tr=JJ5000) [aufgerufen am 05.09.2010].

**Deutsche Industrie- und Handelskammer in Japan:** <http://japan.ahk.de>

[aufgerufen am 17.08.2010].

**Deutsche Lufthansa AG:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://konzern.lufthansa.com>

[aufgerufen am 01.09.2010].

**Deutsche Telekom AG:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.telekom.com>

[aufgerufen am 01.09.2010].

**Deutscher Rechnungslegungsstandard:** <http://www.standardsetter.de/drsc/drs.html>  
[aufgerufen am 12.09.2010].

**Deutsches Aktiengesetz:** <http://www.aktiengesetz.de> [aufgerufen am 23.08.2010].

**E.I. Du Pont de Nemours and Company:** Geschäftsberichte 2006- 2009,  
<http://www.dupont.com> [aufgerufen am 02.09.2010].

**E.ON AG:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.eon.com> [aufgerufen am 01.09.2010]

**ExxonMobil Corporation:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.exxonmobil.com>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**Finance News:** Management-Vergütungen: Klassische Aktienoptionen auf dem Rückzug,  
<http://moneycab.presscab.com/de/templates/?a=64818&z=79>  
[aufgerufen am 27.08.2010].

**Ford Motor Company:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.ford.com>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**Forschungszentrum für Bürgerliches Engagement:** <http://www.for-be.de>  
[aufgerufen am 08.09.2010].

**General Electric Company:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.ge.com>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**Hewlett- Packard Company:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.hp.com>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**JP Morgan Chase & Co.:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.jpmorganchase.com>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**Kyocera Corporation:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://global.kyocera.com>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**Mercer Deutschland GmbH:** Management- Vergütung in Deutschland;  
<http://mercer.de/referencecontent.htm?idContent=1316105>  
[aufgerufen am 27.08.2010].

**Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.mufg.jp>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**NTT Data Corporation:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.nttdata.co.jp>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**Panasonic Corporation:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.panasonic.com>  
[aufgerufen am 01.09.2010].

**Perspektive Mittelstand:** <http://www.perspektive-mittelstand.de>  
[aufgerufen am 04.09.2010].

**Pfizer Inc.:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.pfizer.com>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**Reuters Group:** Thema zur Einführung von Basel III:  
<http://de.reuters.com/article/economicsNews/idDEBEE68606S20100907>  
[aufgerufen am 07.09.2010].

**Siemens AG:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.siemens.de>  
[aufgerufen am 01.09.2010].

**Shin-Etsu Chemical Co., Ltd.:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.shinetsu.co.jp>  
[aufgerufen am 02.09.2010].

**Statistical Bureau of Japan:** <http://stat.go.jp> [aufgerufen am 17.08.2010].

**Statistisches Bundesamt:** <http://www.destatis.de> [aufgerufen am 15.08.2010].

**Takeda Pharmaceutical Company Limited:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.takeda.com> [aufgerufen am 02.09.2010].

**The Boeing Company:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://boeing.com> [aufgerufen am 02.09.2010].

**The Kansai Electric Power Co., Inc.:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.kepcoco.jp> [aufgerufen am 02.09.2010].

**ThyssenKrupp AG:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.thyssenkrupp.com> [aufgerufen am 01.09.2010].

**Tokio Marine Holdings:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.tokiomarinehd.com> [aufgerufen am 01.09.2010].

**Toyota Motor Corporation:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.toyota.co.jp> [aufgerufen am 02.09.2010].

**U.S. Census Bureau:** Statistical Abstract of the United States 2010; <http://census.gov> [aufgerufen am 20.08.2010].

**Volkswagen AG:** Geschäftsberichte 2006- 2009, <http://www.volkswagen.de> [aufgerufen am 01.09.2010].

# ANHANG

## Abstract

Globale Unternehmen von heute stehen vielfach im Zwiespalt zwischen wirtschaftlicher Gewinnmaximierung einerseits und Verantwortung gegenüber ihrer Umwelt und Gesellschaft andererseits. Die Aktualität dieser Kontroverse, welche Ansprüche ein Unternehmen primär befriedigen muss – die Ansprüche der Eigenkapitalgeber (Shareholder) oder die Ansprüche aller am Wirtschaftsprozess Beteiligten (Stakeholder) – hat verschiedene Ursachen.

Gründe für eine wertorientierte Unternehmensführung im Sinne der Shareholder ist die Globalisierung der Kapitalmärkte, die zu einer internationalen Konkurrenz zwischen börsennotierten Unternehmen führt. Aus Sicht des Shareholder- Value bedeutet dies, dass sich Unternehmen stärker durch Eigenkapitalrentabilität und Ertragskraft behaupten müssen, um den Anreiz für Fremd- und Eigenkapitalgeber zu erhöhen. Dabei werden die Interessen aller anderen Anspruchsgruppen nur sekundär behandelt.

Im Gegensatz dazu steht der Stakeholder- Value- Ansatz, welcher die gesamte Unternehmensumwelt betrachtet. Dabei kommt der Stakeholder- Gruppe „Shareholder“ genau soviel Berücksichtigung zu wie allen anderen Anspruchsgruppen. Ziel dieses Ansatzes ist eine nachhaltige Unternehmensführung, die eine Nutzengenerierung für alle Stakeholder- Gruppen gewährleistet.

Gänzlich vernachlässigt wird dabei eine Illustration der Verbreitung der Ansätze unter länderspezifischen Rahmenbedingungen sowie eine Reflexion verschiedener Einflussfaktoren auf die Unternehmensausrichtung. Diese Lücke soll im Rahmen dieser Arbeit geschlossen werden.

Zielsetzung dieser Arbeit ist eine komparative Analyse des Share- und Stakeholder- Value- Ansatzes anhand eines Vergleichs deutscher Konzerne mit den zwei größten Volkswirtschaften der Welt.

# Curriculum Vitae



## Persönliche Daten

Anschrift: Benjamin Hirschmann  
Adresse: Barawitzkagasse 23/8  
1190 Wien  
Österreich  
E-Mail: benjaminhirschmann@gmail.com  
Geburtsdatum: 15. Januar 1985  
Geburtsort: München, Deutschland

## Studium

Seit 10/05 Universität Wien  
Diplomstudium der Internationalen Betriebswirtschaft

1. Kernfachkombination: Corporate Finance
2. Kernfachkombination: International Management

Diplomarbeitsthema:  
*„Shareholder Value vs. Stakeholder Value -  
Deutsche Konzerne im internationalen Vergleich mit  
den zwei größten Volkswirtschaften USA und Japan“*

Seit 10/10 Fernuniversität Hagen  
Studium der Rechtswissenschaften  
Bachelor of Laws (LL.B.)

## Auslandsaufenthalte

02/08 – 06/08      Universidade Nova de Lisboa, Lissabon, Portugal  
Faculty of Management and Economics

## Berufserfahrungen

07/07 -09/07      O<sub>2</sub> Germany GmbH & Co KG, München  
Praktikum ; Corporate Portfolio Management  
Branche: Telekommunikation  
Vollzeit

11/07 – 02/08      Rojnik Handelsges.m.b.H. , Wien  
Unterstützung Backoffice  
Branche: Einzelhandel  
Teilzeit

07/08 – 09/08      GEMA München, München  
Direktion: Abre II / Abteilung: Abre Finanz VR  
Branche: Öffentlicher Dienst  
Vollzeit

07/09                Raiffeisenlandesbank Niederösterreich- Wien AG, Wien  
Ferialpraktikum; Filiale Kärntner Strasse  
Branche: Bankwesen  
Vollzeit

Seit 11/08            Raiffeisen Service Daten Center GmbH (RSC), Wien  
Finanz- und Logistikabwicklung  
Branche: Bankwesen  
Teilzeit

## Besondere Kenntnisse

Sprachkenntnisse:	Deutsch:	Muttersprache
	Englisch:	Fließend in Wort und Schrift
	Französisch:	Gut in Wort und Schrift
	Portugiesisch:	Grundkenntnisse

EDV Kenntnisse:      Microsoft Office, Adobe Illustrator, SPSS, SAP

## Außercurriculare Tätigkeiten

1990-2007      aktive Mitgliedschaft Sportverein TSV Neuried e.V.