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: 157
Studienrichtung lt. Studienblatt: Internationale Betriebswirtschaft
Betreuer: 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

1. Einleitung..................................................................................................................................................1
   1.1 Problemstellung...............................................................................................................................1
   1.2 Zielsetzung...........................................................................................................................................2
   1.3 Aufbau der Arbeit..............................................................................................................................3

2. Definitionen des Shareholder- und Stakeholder- Value.................................................................5
   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 Rappaport..........................................................................................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 Copeland/Koller/Murrin.................................................................17
      2.1.6. Cash-Flow-Return on Investment nach Lewis.............................................................................19
      2.1.7. Economic Value Added Konzept nach Stern & Stewart............................................................21
      2.1.8. Praktische Anwendung der einzelnen Berechnungsmethoden und deren Problembereiche.................................................................22
      2.1.9. Der Börsenkurs als Spiegelbild des Shareholder- Value............................................................28

III
2.2. Stakeholder-Value-Ansatz

2.2.1. Die Stakeholder Theorie

2.2.1.1. Begriffserklärung Stakeholder

2.2.1.2. Ziel der Stakeholder Theorie

2.2.2. Klassifizierung der einzelnen Stakeholder-Gruppen

2.2.2.1. Identifikation der Stakeholder-Gruppen

2.2.2.2. Primäre vs. Sekundäre Stakeholder-Gruppen

2.2.2.3. Interne vs. Externe Stakeholder-Gruppen

2.2.3. Berechnung des Stakeholder-Value

2.2.3.1. Definition Stakeholder-Value

2.2.3.2. Kosten-Nutzen-Analyse

2.2.3.3. Berechnungsmethode

2.2.4. Strategien zur Interessendurchsetzung von Stakeholder-Gruppen

2.2.4.1. Mobilisierung öffentlichen Drucks

2.2.4.2. Mobilisierung politischen Drucks

2.2.4.3. Mobilisierung des Marktes

2.2.4.4. Gesellschafteraktivismus

2.2.4.5. Direkte Verhandlungen mit der Unternehmung

3. Erwartungen der Shareholder

3.1. Inhalt des Aktionärsnutzen-Konzeptes

3.2. Ansprüche der Eigenkapitalgeber

3.3. Investor Relations

3.3.1. Begriffserklärung

3.3.2. Informationssymmetrie zwischen Investoren und Unternehmen

3.4. Principal-Agent-Problematik

4. Erwartungen der einzelnen Stakeholder-Gruppen

4.1. Ziele und Ansprüche der internen Stakeholder

4.1.1. Ziele und Ansprüche der Eigenkapitalgeber

4.1.2. Ziele und Ansprüche des Managements

4.1.3. Ziele und Ansprüche der Mitarbeiter

4.1.4. Ziele und Ansprüche des Betriebes

4.2. Ziele und Ansprüche der externen Stakeholder

4.2.1. Ziele und Ansprüche der Fremdkapitalgeber
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

5. Aktuelle Verbreitung der Ansätze in Deutschland, Japan und den USA........65

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

6. Empirische Befunde anhand ausgewählter Unternehmen .................. 81
  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. Analysierte 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

7. Eigene Analyse und Bewertung ......................................................... 92
  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

7.3.1. Funktion und Wesen der Rating-Agenturen

7.3.2. Konfliktansätze einer qualitativ objektiven Bewertung

7.3.3. Fazit und Lösungsvorschläge

7.4. Einfluss der weltwirtschaftlichen Situation

7.4.1. Beziehung der Börse zur Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Situation

7.4.2. Einfluss der Konjunkturzyklen auf Unternehmensgewinne

7.4.3. Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur

7.5. Situative Beurteilung

7.5.1. Situative Ansätze

7.5.1.1. Ökonomische Sichtweise

7.5.1.2. Ökologische Sichtweise

7.5.1.3. Politisch-gesellschaftliche Sichtweise

7.5.2. Corporate Social Responsibility

7.5.2.1. Begriffserklärung

7.5.2.2. Anwendung und Verbreitung

7.5.2.3. Fazit

7.5.3. Implikationen auf die Managementausrichtung

8. Resümee, Kritik und Ausblick

Literaturverzeichnis

ANHANG

Abstract

Curriculum Vitae
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
Abbildung 10: Handelsvolumen von Börsendervaten im Vergleich zum BIP ........... 99
Abbildung 11: Entwicklung des Real- und Finanzvermögen deutscher Kapitalgesellschaften .................................................. 100
Abbildung 12: Das große ABC – Die führenden Rating- Agenturen und ihre Geschäftszahlen 2008 ...................................................... 103
Abbildung 13: 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
Tabelle 10: Umsatzrentabilität amerikanischer Unternehmen ......................... 89
<table>
<thead>
<tr>
<th>Abkürzung</th>
<th>Deutscher Ausdruck</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Abb.</td>
<td>Abbildung</td>
</tr>
<tr>
<td>abzgl.</td>
<td>Abzüglich</td>
</tr>
<tr>
<td>AG</td>
<td>Aktiengesellschaft</td>
</tr>
<tr>
<td>AktG</td>
<td>Aktiengesetz</td>
</tr>
<tr>
<td>AvA</td>
<td>Abschreibung vom Anlagevermögen</td>
</tr>
<tr>
<td>BCF</td>
<td>Brutto-Cash-Flow</td>
</tr>
<tr>
<td>BIB</td>
<td>Bruttoinvestitionsbasis</td>
</tr>
<tr>
<td>BIP</td>
<td>Bruttoinlandsprodukt</td>
</tr>
<tr>
<td>bzw.</td>
<td>beziehungsweise</td>
</tr>
<tr>
<td>CAPM</td>
<td>Capital Asset Pricing Model</td>
</tr>
<tr>
<td>CEO</td>
<td>Chief Executive Officer</td>
</tr>
<tr>
<td>CFROI</td>
<td>Cash-Flow-Return on Investment</td>
</tr>
<tr>
<td>Corp.</td>
<td>Corporation</td>
</tr>
<tr>
<td>CSR</td>
<td>Corporate Social Responsibility</td>
</tr>
<tr>
<td>d.h.</td>
<td>das heißt</td>
</tr>
<tr>
<td>DAI</td>
<td>Deutsches Aktieninstitut</td>
</tr>
<tr>
<td>DAX</td>
<td>Deutscher Aktienindex</td>
</tr>
<tr>
<td>DCF</td>
<td>Discounted Cash-Flow</td>
</tr>
<tr>
<td>EBIT</td>
<td>Earnings Before Interest and Tax</td>
</tr>
<tr>
<td>EK</td>
<td>Eigenkapital</td>
</tr>
<tr>
<td>et al.</td>
<td>und andere</td>
</tr>
<tr>
<td>etc.</td>
<td>et cetera</td>
</tr>
<tr>
<td>EVA</td>
<td>Economic Value Added</td>
</tr>
<tr>
<td>f.</td>
<td>folgende</td>
</tr>
<tr>
<td>ff.</td>
<td>fortfolgende</td>
</tr>
<tr>
<td>FCF</td>
<td>Freier Cash-Flow</td>
</tr>
<tr>
<td>FK</td>
<td>Fremdkapital</td>
</tr>
<tr>
<td>GenG</td>
<td>Genossenschaftsgesetz</td>
</tr>
<tr>
<td>Gj</td>
<td>Geschäftsjahr</td>
</tr>
<tr>
<td>GK</td>
<td>Gesamtkapital</td>
</tr>
<tr>
<td>Abkürzung</td>
<td>Deutscher Name</td>
</tr>
<tr>
<td>-----------</td>
<td>----------------</td>
</tr>
<tr>
<td>GmbH</td>
<td>Gesellschaft mit beschränkter Haftung</td>
</tr>
<tr>
<td>GmbHHG</td>
<td>Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung</td>
</tr>
<tr>
<td>GoB</td>
<td>Grundsätze ordnungsmäßiger Buchhaltung</td>
</tr>
<tr>
<td>HGB</td>
<td>Handelsgesetzbuch</td>
</tr>
<tr>
<td>Hrsg.</td>
<td>Herausgeber</td>
</tr>
<tr>
<td>IAS</td>
<td>International Accounting Standards</td>
</tr>
<tr>
<td>IFRS</td>
<td>International Financial Reporting Standards</td>
</tr>
<tr>
<td>Inc.</td>
<td>Incorporated</td>
</tr>
<tr>
<td>inv.</td>
<td>Investiertes</td>
</tr>
<tr>
<td>IR</td>
<td>Investor Relations</td>
</tr>
<tr>
<td>iVm</td>
<td>in Verbindung mit</td>
</tr>
<tr>
<td>J-GAAP</td>
<td>Japanese Generally Accepted Accounting Principles</td>
</tr>
<tr>
<td>Kap.</td>
<td>Kapitel</td>
</tr>
<tr>
<td>KGV</td>
<td>Kurs-Gewinn-Verhältnis</td>
</tr>
<tr>
<td>KWG</td>
<td>Kreditwesengesetz</td>
</tr>
<tr>
<td>LL.</td>
<td>Lieferungen und Leistungen</td>
</tr>
<tr>
<td>Ltd.</td>
<td>Limited</td>
</tr>
<tr>
<td>Mio.</td>
<td>Million/en</td>
</tr>
<tr>
<td>NOPAT</td>
<td>Net Operating Profi after Tax</td>
</tr>
<tr>
<td>PR</td>
<td>Public Relations</td>
</tr>
<tr>
<td>PublG</td>
<td>Publizitätsgesetz</td>
</tr>
<tr>
<td>r</td>
<td>Rendite</td>
</tr>
<tr>
<td>RoE</td>
<td>Return on Equity</td>
</tr>
<tr>
<td>RoS</td>
<td>Return on Sales</td>
</tr>
<tr>
<td>RoST</td>
<td>Return on Stakeholder</td>
</tr>
<tr>
<td>s</td>
<td>Steuersatz</td>
</tr>
<tr>
<td>S.</td>
<td>Seite</td>
</tr>
<tr>
<td>SAV</td>
<td>Sachanlagevermögen</td>
</tr>
<tr>
<td>SE</td>
<td>Societas Europaea</td>
</tr>
<tr>
<td>sh.</td>
<td>siehe</td>
</tr>
<tr>
<td>Abbreviation</td>
<td>Full Form</td>
</tr>
<tr>
<td>--------------</td>
<td>-----------</td>
</tr>
<tr>
<td>sog.</td>
<td>sogenannte/r</td>
</tr>
<tr>
<td>SRI</td>
<td>Stanford Research Institut</td>
</tr>
<tr>
<td>S&amp;P</td>
<td>Standard &amp; Poor</td>
</tr>
<tr>
<td>t</td>
<td>time</td>
</tr>
<tr>
<td>Tab.</td>
<td>Tabelle</td>
</tr>
<tr>
<td>u.a.</td>
<td>unter anderem</td>
</tr>
<tr>
<td>UN</td>
<td>United Nations</td>
</tr>
<tr>
<td>unb.</td>
<td>unbekannt</td>
</tr>
<tr>
<td>USA</td>
<td>United States of America</td>
</tr>
<tr>
<td>US-GAAP</td>
<td>United States Generally Accepted Accounting Principles</td>
</tr>
<tr>
<td>VAG</td>
<td>Versicherungsaufsichtsgesetz</td>
</tr>
<tr>
<td>vgl.</td>
<td>vergleiche</td>
</tr>
<tr>
<td>vs.</td>
<td>versus</td>
</tr>
<tr>
<td>WACC</td>
<td>Weighted Average Cost of Capital</td>
</tr>
<tr>
<td>WP</td>
<td>Wertpapier</td>
</tr>
<tr>
<td>z.B.</td>
<td>zum Beispiel</td>
</tr>
</tbody>
</table>
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.


¹ 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.\(^2\)

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


---

\(^2\) 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


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.

Einleitung

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.


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


\[ \text{Marktwert des Eigenkapitals (Shareholder Value) = Unternehmenswert – Marktwert des Fremdkapitals} \]


---

3 Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.5  
4 Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S.39  
5 Vgl. Kap. 2.1.3  
6 Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S.40  
7 Vgl. Carl et al. (Unternehmensführung, 2000), S.210 ff.  
8 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 Investmenten zu tätigen, die den Unternehmenswert aus Sicht der Anteilseigner maximieren.


Darüber hinaus basiert der Shareholder-Value-Ansatz auf investments- 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.


Skrzipek bezeichnet den Shareholder-Value-Ansatz deshalb auch als „Brücke zwischen strategischer Unternehmensplanung und Finanztheorie“. 

---

9 Feindliche Unternehmensübernahmen aus rein finanziellen Motiven.
10 Der Börsenwert eines Unternehmens = Anzahl der Aktien x aktueller Börsenkurs des Unternehmens.
11 Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S. 1 f.
12 Vgl. Finkeßen (Prozesswertschöpfung, 1999), S. 228
13 Vgl. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 18
14 Vgl. dazu die ausführliche Ausführung in Copeland et al. (Unternehmenswert, 2002)
15 Vgl. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 11
2.1.3 Cash-Flow als zentrale Größe

2.1.3.1 Definition


Nachfolgende Definition soll den Kern des Begriffes erfassen:

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


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

---

16 Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.39
17 Vgl. Siener (Cash-Flow, 1991), S.33
19 Vgl. Siener (Cash-Flow, 1991), S.34
20 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.\textsuperscript{21} Als Kontrast zum Bilanzgewinn zeigt der Cash-Flow den Überschuss einer Rechnungsperiode aus der Erfolgsrechnung und stellt somit die Innenfinanzierungsmittel einer Unternehmung dar.\textsuperscript{22}

Die Ermittlung des Cash-Flow kann anhand von zwei Methoden erfolgen.\textsuperscript{23}

- 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.\textsuperscript{24}

\textbf{Direkte Methode:} \hspace{2cm} \textbf{Einzahlungen}
\begin{itemize}
  \item \hspace{1cm} Auszahlungen
\end{itemize}
\begin{equation}
\text{Einzahlungen} - \text{Auszahlungen} = \text{Cash-Flow}
\end{equation}

\textsuperscript{21} Vgl. Unzeitig/Köthner (Shareholder-Value-Analyse, 1995), S. 64
\textsuperscript{22} Vgl. Schmalen (Grundlagen der Betriebswirtschaft, 1996), S. 703
\textsuperscript{23} Vgl. Prümer (Cash-Flow Management, 2005), S.146
\textsuperscript{24} Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value Konzept, 2003), S.40

**Indirekte Methode:**

\[
\text{Jahresüberschuss} \quad + \quad \text{zahlungsunwirksamer Aufwand} \\
- \quad \text{zahlungsunwirksamer Ertrag} \\
+/- \quad \text{erfolgsneutrale, zahlungswirksame Vorgänge} \\
\]

\[
\text{__________________________} \\
= \quad \text{Cash-Flow}
\]

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.


---

25 Vgl. Nowak (Unternehmensbewertung, 2000), S.44
Um einen besseren Überblick zu erhalten, werden im Folgenden die hier aufgezählten Cash-Flows einzeln vorgestellt.26

**Operativer Cash-Flow:**

\[
\text{Periodenergebnis} \\
+/- \text{ Zunahme/Abnahme der Vorräte, Forderungen etc.} \\
+/- \text{ Zunahme/Abnahme der Verbindlichkeiten aus LL.} \\
\hline
= \text{Cash-Flow aus laufender Geschäftstätigkeit (operativer Cash-Flow)}
\]


**Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit:**

\[
+ \text{ Einzahlungen aus Abgängen von Sach- und Finanzanlagevermögen} \\
- \text{ Auszahlungen für Investitionen in Sach- und Finanzanlagevermögen} \\
\hline
= \text{Cash-Flow aus der Investitionstätigkeit}
\]


**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 Unternehmenseignern 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 Anteilseignern 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).


---

27 Vgl. dazu und zu den folgenden Ausführungen Kap. 2.1.3.3

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.\(^\text{28}\)

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.\(^\text{29}\)

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

Tabelle 1: Standardisierung des Cash-Flow
Quelle: Eigene Darstellung\(^\text{30}\)

\(^\text{28}\) Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S. 42
\(^\text{29}\) Vgl. ebenda, S. 43
\(^\text{30}\) In Anlehnung an Kaub/Schaefer (Wertorientierte Unternehmensführung, 2002), S. 21
2.1.4 Werttreibermodell nach Rappaport

2.1.4.1 Methodik und Berechnung


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

Abbildung 1: Methodik nach Rappaport
Quelle: Eigene Darstellung³¹

³¹ 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. \(^\text{32}\)

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

\[\text{Abbildung 2: Shareholder-Value-Netzwerk nach Rappaport}\]
\[\text{Quelle: Rappaport (Shareholder-Value, 1995), S. 79}\]

\(^{32}\) 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.


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

Die Berechnung der einzelnen Werttreiber gestaltet sich wie folgt::

- **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 %**
  \( \frac{\text{Anlageinvestitionen} - \text{AvA}_{\text{Gj}}}{\text{Umsatzsteigerung}} \)

- **Zusatzinvestitionen ins Umlaufvermögen in %**
  Investitionen in Debitoren-, Lager- und Kreditorenbestände + Rückstellungen/ Umsatzsteigerung

- **Kapitalkosten**
  \( \text{WACC} = \text{gewichtetes Mittel der Eigen- und Fremdkapitalkosten}^{34} \)

- **Länge der Prognoseperiode**

---

33 Vgl. Rappaport (Shareholder Value, 1999), S.39
34 \( \text{WACC} = r(FK)\times(1-s)\times \frac{FK}{GK} + r(EK)\times(EK/GK) \)
Zur Berechnung des freien Cash-Flows für jede Prognoseperiode wird die direkte Methode verwendet:

**Freier Cash-Flow = Einzahlungen - Auszahlungen**

*wobei:*

Einzahlungen = (Umsatz des Vorjahres) x (1+ Wachstumsrate des Umsatzes) x (betriebliche Gewinnmarge) x (1- Cash-Flow- Steuersatz)

Auszahlungen = (Umsatzwachstum x Zusatzinvestitionen ins Anlagevermögen) + (Umsatzwachstum x Zusatzinvestition ins Umlaufvermögen)

### 2.1.4.3 Residualwert


---

35 Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S.48
36 Vgl. Carl et al. (Unternehmensführung, 2000), S.217
37 Vgl. Carl et al. (Unternehmensführung, 2000), S. 217
Daher wird der Residualwert als unendlicher Strom identischer Cash-Flows definiert.\(^{38}\) Folglich wird der Residualwert berechnet, indem der Cash-Flow vor Neuinvestitionen zuerst mit dem durchschnittlichen Kapitalkostensatz abgezinst und anschließend durch 1+Kapitalkostensatz der letzten Prognoseperiode dividiert wird.

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

2.1.5 Komponentenmodell nach Copeland/Koller/Murrin


\(^{38}\) Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S.50
\(^{39}\) Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.50

\(^{40}\) Siehe Kap. 2.1.3
\(^{41}\) 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).\(^{42}\)

Lewis bezeichnet den Shareholder-Value als eine Kenngröße und verwendet deshalb den Begriff „Total Value Management“.\(^{43}\) Seine „Orientierung am Wert als Unternehmensphilosophie“\(^{44}\) kongruiert jedoch mit dem bereits dargestelltem 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.\(^{45}\)

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.\(^{46}\)

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

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

---

\(^{42}\) Vgl. Lewis/Lehmann (Investitionsentscheidungen, 1992), S.1 ff.

\(^{43}\) Vgl. Lewis (Unternehmenswert, 1995), S.11

\(^{44}\) Vgl. Lewis (Unternehmenswert, 1995), S.11

\(^{45}\) Vgl. Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.55

\(^{46}\) Vgl. Lewis (Unternehmenswert, 1995), S.76 f.
Folgende Faktoren werden für die Berechnung des CFROI benötigt:\textsuperscript{47}

1. Die \textit{Bruttoinvestitionsbasis} umfasst das gesamte investierte Kapital abzüglich der unverzinslichen Verbindlichkeiten (z.B. Lieferantenverbindlichkeiten).

2. Die \textit{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.


4. Der \textit{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.\textsuperscript{48}

\textsuperscript{47} Vgl. Lewis (Unternehmenswert, 1995), S.42 ff. Zitiert nach Düsterlho (Shareholder-Value-Konzept, 2003), S.55 ff.

\textsuperscript{48} Vgl. Düsterlho (Shareholder- Value- Konzept, 2003), S.59 f.
2.1.7 Economic Value Added Konzept nach Stern&Stewart


- **EVA Capital-Charge-Formel** = NOPAT – Kapitalkosten absolut
- **EVA Value-Spread-Formel** = \( \left( \frac{\text{NOPAT}}{\text{inv. Kapital}} - \text{WACC} \right) \times \text{inv. Kapital} \)

wobei:

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


---

⁴⁹ EVA ist ein eingetragenes Warenzeichen von Stern Stewart & Co
⁵⁰ Vgl. Kap. 2.1.3.2
⁵¹ Vgl. Kap. 2.1.3, 2.1.5 und 2.1.6
⁵³ Vgl. Hostettler (Economic Value Added, 1997), S.45
2.1.8 Praktische Anwendung und Problembereiche der einzelnen Berechnungsmethoden

Berechnung nach Rappaport:

Gegeben sind folgende Werte:\(^{55}\)

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

Berechnung des Shareholder-Value:

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

Kumulierter Barwert der FCF: 1.891
Residualwert: 8.109 \(=\left[(1.521/0,13)/1,13^{3}\right]\)
Marktwert handelsfähiger WP: 300€

Unternehmenswert: 10.300
abzgl. Marktwert des FK: -2.455

**Shareholder Value**: 7.845€

\(^{55}\) Wenn nicht anders angegeben, alle Angaben in €.


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:\textsuperscript{57}

<table>
<thead>
<tr>
<th>Jahr</th>
<th>1</th>
<th>2</th>
<th>3</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Umsatz</td>
<td>23000</td>
<td>25000</td>
<td>26000</td>
</tr>
<tr>
<td>Betriebliche Aufwendungen</td>
<td>21000</td>
<td>22400</td>
<td>23700</td>
</tr>
<tr>
<td>davon Abschreibungen</td>
<td>2000</td>
<td>2200</td>
<td>2300</td>
</tr>
<tr>
<td>Cash-Flow aus Investitionstätigkeit</td>
<td>-600</td>
<td>-750</td>
<td>-800</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Annahmen:**

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

\textsuperscript{56} Vgl. Kap. 2.1.2.4

\textsuperscript{57} Wenn nicht anders angegeben, alle Angaben in €.
Definitionen des Shareholder- und Stakeholder-Value

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

**Berechnung des Shareholder-Value:**

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

Kumulierter Barwert der operativen FCF: 5.071
Residualwert: 6.131 \(=\frac{1.150}{0.13} / 1.13^3\)
Wert nicht betriebsbedingter Wertpapiere: 1.050
abzgl. Marktwert des FK: 2.500

**Shareholder Value**: 9.752

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.
Definitionen des Shareholder- und Stakeholder-Value

Berechnung nach Lewis:

Gegeben sind folgende Werte:\(^{58}\)

- 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.

\(^{58}\) Wenn nicht anders angegeben, alle Angaben in €.
Definitionen des Shareholder- und Stakeholder-Value

Berechnung nach *Stern&Stewart*:

Gegeben sind folgende Werte:\(^59\)

<table>
<thead>
<tr>
<th>Jahr</th>
<th>2009</th>
<th>2008</th>
<th>2007</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>NOPAT (Operatives Betriebsergebnis nach Steuern)</td>
<td>1300</td>
<td>1550</td>
<td>1200</td>
</tr>
<tr>
<td>Investiertes Kapital</td>
<td>16500</td>
<td>17000</td>
<td>14300</td>
</tr>
<tr>
<td>Kapitalkostensatz</td>
<td>8,00%</td>
<td>8,00%</td>
<td>8,00%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Berechnung nach der EVA Value-Spread-Formel:


<table>
<thead>
<tr>
<th>Jahr</th>
<th>2009</th>
<th>2008</th>
<th>2007</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>EVA</td>
<td>-20</td>
<td>190</td>
<td>56</td>
</tr>
</tbody>
</table>


\(^59\) 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: 60

- **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:**

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...61

61 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.\textsuperscript{62}

2.1.9 Der Börsenkurs als Spiegelbild des Shareholder-Value

Die vorgestellten Berechnungsmethoden unterliegen der Annahme, dass ausschließlich Werttreiber\textsuperscript{63}, 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.\textsuperscript{64} Bei börsennotierten Aktiengesellschaften wird dieser Marktwert durch den Börsenwert dargestellt. Somit liegt bei Aktiengesellschaften für die Ermittlung des Shareholder-Value die Börsenkapiitalisierung zugrunde. Diese errechnet sich aus dem Börsenkurs des Unternehmens multipliziert mit der Anzahl ausgegebener Aktien.\textsuperscript{65}

\textbf{Börsenkapiitalisierung = Börsenkurs x Anzahl ausgegebener Aktien}

Der Börsenkurs spiegelt die Ertragserwartungen der Unternehmung durch die Anleger wider und wird somit auch als „Unternehmensbewertung am Markt“\textsuperscript{66} bezeichnet.\textsuperscript{67}
Der Börsen- bzw. Aktienkurs ist dabei verschiedenen Wertegeneratoren ausgesetzt.
Dies wird schon daraus ersichtlich, dass potenzielle Investoren ausschließlich Zugriff auf

\begin{itemize}
\item \textsuperscript{62} Vgl. Unzeitig/Köthner (Shareholder-Value-Analyse, 1995), S.76
\item \textsuperscript{63} Vgl. Kap. 2.1.4.2.
\item \textsuperscript{64} Vgl. Kap. 2.1.1.
\item \textsuperscript{65} Vgl. zur Börsenkapiitalisierung als Basis zur Ermittlung des Unternehmenswertes Grossfeld (Unternehmensbewertung, 2002), S. 180 ff.
\item \textsuperscript{66} Vgl. Löhr (Bewertung von Unternehmen, 1993), S. 182
\item \textsuperscript{67} Vgl. Lafrenz (Shareholder-Value, 2004), S. 42
\end{itemize}

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.


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.

---

68 Der Begriff „Innerer Wert“ soll hier synonym für den tatsächlichen Wert einer Unternehmung Verwendung finden.
69 Vgl. Hofmann et al. (Unternehmenskennzahlen, 2001), S. 38 f.
70 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.


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-amerikanische Begriff „Stakeholder“ mit folgendem Inhalt belegt wurde: “Stakeholders are those groups without whose support the organization would cease to exist.”\(^{71}\) 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“).\(^{72}\) Die wohl bekannteste und in Artikeln und Schriften am häufigsten verwendete Definition stammt von Freeman.\(^{73}\)

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

\(^{71}\) Vgl. Freeman (Strategic, 1984), S.31  
\(^{72}\) Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S.94  
\(^{73}\) 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. 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.

- **Stakeholder im engeren Sinne** sind alle Interessengruppen und/oder Individuen, von denen der gesicherte Fortbestand des Unternehmens abhängt.

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.

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-,...
Definitionen des Shareholder- und Stakeholder-Value

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


78 Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.112
79 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.  

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.


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.\(^\text{81}\) Damit erfolgt die Unterscheidung anhand der Bedeutung der verschiedenen Anspruchsgruppen für das Unternehmen.\(^\text{82}\)

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.\(^\text{83}\)

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.\(^\text{84}\)


\(^{81}\) Vgl. Kapitel 2.2.2.1
\(^{82}\) Vgl. Wellinger (Stakeholder-Theorie, 2002), S.21f.
\(^{83}\) Vgl. Wellinger (Stakeholder-Theorie, 2002), S.21f.
\(^{84}\) Vgl. Wellinger (Stakeholder-Theorie, 2002), S.22
\(^{85}\) Vgl. Wellinger (Stakeholder-Theorie, 2002), S.24

2.2.2.3 Interne vs. Externe Stakeholder-Gruppen

Strategische Anspruchsgruppen haben den größten Einfluss auf eine Unternehmung.\textsuperscript{86} 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.\textsuperscript{87} 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.

\textsuperscript{86} Vgl. Kap. 2.2.2.1, 2.2.2.2.
\textsuperscript{87} Vgl. Wellner (Shareholder-Value-Approach, 2001), S.128 f.
2.2.3 Berechnung des Stakeholder-Value


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

2.2.3.1 Definition Stakeholder-Value


88 Vgl. Kap. 2.1
89 Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S.9 ff.
90 Vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S. 5
91 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.\textsuperscript{92}

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 Ressourcentausch vorzunehmen.\textsuperscript{93}

\textsuperscript{92} Vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.5
\textsuperscript{93} Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S.19 ff.
Definitionen des Shareholder- und Stakeholder-Value

Abbildung 6: Stakeholder- und Unternehmensrente
Quelle: Figge/Schaltegger (Stakeholder- Value, 2000), S.21

GN = Grenznutzen des Unternehmens

GK = Grenzkosten des Stakeholders

\[ P_0 = \text{Equilibrium zwischen dem Grenznutzen der Unternehmung und den Grenzkosten des Stakeholders.} \]

\[ P_1 = \text{Der Grenznutzen der Unternehmung übersteigt den Marktpreis und dieser die Grenzkosten des Stakeholders. Beide Seiten sind bereit für einen Leistungsaustausch.} \]

\[ P_2 = \text{Marktpreis übersteigt den Grenznutzen der Unternehmung, liegt aber gleichzeitig über den Grenzkosten des Stakeholders. Auf beiden Seiten ist kein Interesse eines Leistungsaustausches vorhanden.} \]
Übersteigt der Grenznutzen die Grenzkosten (z.B. Punkt P₁ 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.\textsuperscript{94}

\textsuperscript{94} 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.\(^{95}\)

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.\(^{96}\)


---

\(^{95}\) Vgl. Figge (Stakeholder- Matrix, 2002), S.5ff.
\(^{96}\) Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S. 23
Als Stakeholder-Value-Added wird der Barwert der diskontierten Nutzenüberschüsse bezeichnet.97

\[
\text{Stakeholder-Value Added} = \sum (N_{ST}^n - K_{ST}^n) \times \left[ \frac{1}{(1+i)^n} \right]
\]

NST = Nutzen aus Stakeholderbeziehung (Stakeholder benefits)
KST = Kosten aus Stakeholderbeziehung (Stakeholder costs)
n = Periode
i = Diskontierungssatz


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 anderen Unternehmen geschaffen hätte.99

97 Vgl. Figge/Schaltegger (Stakeholder-Value, 2000), S.24
98 Vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.6 f.
99 Vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.6
Die Berechnung des Stakeholder-Value-Added erfolgt in fünf Schritten:  

- 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.


- 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.

Zu diesen und nachfolgenden Ausführungen vgl. Figge (Stakeholder-Matrix, 2002), S.7 f.
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.\textsuperscript{101} Somit ermöglicht es unprofitable Stakeholderbeziehungen zu identifizieren.

\textsuperscript{101} 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: 102

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. 103

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 undständige Präsenz. Ein weiterer unabdingbarer Bestandteil effektiver Medienarbeit beinhaltet einen starken emotionalen „Appell der Gefühle“. 104


103 Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.56 f.
104 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.\textsuperscript{105}

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.\textsuperscript{106}

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.\textsuperscript{107}

\textsuperscript{105} Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.60
\textsuperscript{106} Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.61
\textsuperscript{107} Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.61 f.
2.2.4.5 Direkte Verhandlungen mit dem Unternehmen


108 Vgl. Kap. 2.2.2.1
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.\textsuperscript{110} Dabei wird zwischen monetären und nicht monetären Unternehmenszielen unterschieden, wobei das Shareholder-Value Konzept den monetären Zielen zuzuordnen ist.\textsuperscript{111}

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.\textsuperscript{112}

3.2 Ansprüche der Eigenkapitalgeber

Eigenkapitalgeber\textsuperscript{113} 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.

\textsuperscript{110} Vgl. Janik (Unternehmenskommunikation, 2002), S.83
\textsuperscript{111} Vgl. Düsterlo (Shareholder-Value.Konzept, 2003), S.15 f.
\textsuperscript{112} Vgl. Kap. 2.1
\textsuperscript{113} 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.\footnote{Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.147 ff.}

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.\footnote{Vgl. Rappaport (Shareholder-Value, 1999), S.76} Neben diesen rein materiellen Nutzenvorstellungen der Aktionäre bestehen immaterielle Interessen wie der Wunsch des Aktionärs nach Macht, Mitsprache, Mitentscheidung und Einflussnahme durch Mitverwaltung.\footnote{Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.147, zitiert nach: Wächter (Unternehmerziele, 1969), S.89 f.}

Der maßgebliche Stellenwert des Aktionärs lässt sich einerseits aus der rechtlichen Legitimation und andererseits aus einer notwendigen Wahrung der Liquidität der Unternehmung ableiten.\footnote{Zu nachstehenden Ausführungen vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.148 ff.}

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.
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.\footnote{Vgl. Hank (Informationsbedürfnisse, 1999), S.121}

3.3 Investor Relations

3.3.1 Begriffserklärung

Die hier zugrunde gelegte Begriffsdefinition lautet wie folgt:\textsuperscript{122}

„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.\textsuperscript{123}

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.\textsuperscript{123}

\subsection*{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.\textsuperscript{124}

Dies führt zu einer Informationsasymmetrie, da Investoren verschiedene Informationen und somit unterschiedliche Erwartungen an das Unternehmen besitzen.\textsuperscript{125} Diese Informationsasymmetrie erzeugt Marktwiderstände, die einen negativen Einfluss auf die

\begin{itemize}
\item \textsuperscript{122} Vgl. Hartmann (IR, 1968), S.70
\item \textsuperscript{123} Vgl. Dürr (Investor Relations, 1995b), S.22 iVm. Drill (Investor Relations, 1995a), S.55
\item \textsuperscript{124} Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.59 f.
\item \textsuperscript{125} Vgl. Täubert (Unternehmenspublizität, 1998), S.9 f.
\end{itemize}
Bedingungen zwischen Börsenkurs und tatsächlichem Unternehmenswert besitzen.\textsuperscript{126} Folglich kann der Börsenwert eines Unternehmens, der beim Shareholder-Value-Ansatz als Maßstab für den Wert des Unternehmens gilt, stark vom Unternehmenswert abweichen.\textsuperscript{127}

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 Übernahmeversuche, der Minimierung von Kapitalbeschaffungskosten, sowie einer Steigerung der Kreditwürdigkeit bei Fremdkapitalgebern.\textsuperscript{128} Investoren begrüßen eine Steigerung des Shareholder-Value hinsichtlich ihres Renditeanspruches auf ihr eingesetztes Kapital.

\textsuperscript{126} Vgl. Mild (Informationsbedürfnisse, 2009), S.33
\textsuperscript{127} Vgl. Janik (Unternehmenskommunikation, 2002), S. 84
\textsuperscript{128} 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 Interessenstruktur. Durch die weitgehend 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.129

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.130 Ferner kann die bewusste Steuerung von Informationen vom Management an die Eigenkapitalgeber zu Misstrauen führen.131 Oftmals werden auch die immateriellen Interessen des Managements unterschätzt. Dabei werden teure und übereilte Transaktionen durchgeführt, um so ihr Prestige- und Machtstreben zu befriedigen.132

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.133

129 Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.34
130 Vgl. Löhnert (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S.31
131 Vgl. dazu Kap.3.3
132 Vgl. Drill (Investor Relations, 1995a), S.34
4 Erwartungen der einzelnen Stakeholder-Gruppen


Eberhardt kategorisiert fünf verschiedene Arten von Ansprüchen:


Erwartungen der einzelnen Stakeholder - Gruppen


- 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.“

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

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.

---

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

Demnach verkörpert das Top-Management:138


- und im Fall der Kapitalbeteiligung, den Eigenkapitalgeber139, welcher als Ziel die Unternehmenswertsteigerung und die Einflussnahme auf das Unternehmensgeschehen ausgibt.

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 einem materielle, aber auch immaterielle Ansprüche.

139 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.\textsuperscript{140}

4.1.4 Ziele und Ansprüche des Betriebes


\textsuperscript{140} 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. 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. 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.

4.2.2 Ziele und Ansprüche der Kunden


141 Vgl. Ulrich/Fluri ((Management, 1986), S.66
143 Vgl. Janisch (Anspruchsgruppenmanagement, 1993), S.179
Kunden sind einer der wichtigsten Stakeholder-Gruppen. Um ihr Vertrauen gewinnen zu können, muss man ihre Ansprüche kennen.\footnote{Vgl. Walker et al. (Erfolgsfaktor Stakeholder, 2002), S.15.f.}


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.

\subsection*{4.2.3 Ziele und Ansprüche an Lieferanten}

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.\(^{149}\)

Der Staat nimmt dazu die Stellung einer Aufsichtsbehörde ein, um die Erfüllung gemeinschaftlicher Interessen zu gewährleisten. 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.\(^{150}\)

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.\(^{151}\)

4.2.5 Ziele und Ansprüche der Öffentlichkeit/Gesellschaft


\(^{151}\) Vgl. Nagos (Berichterstattung, 1991), S.54
Sanktionen bei Missachtung der Ansprüche kann durch moralischen Druck, öffentliche Bloßstellung und soziale Ächtung erfolgen, was zur Gefährdung der langfristigen Unternehmensexistenz führen kann.\textsuperscript{153}

4.2.6 Ziele und Ansprüche der Umwelt

Die Unternehmung ist als ein System aufzufassen, dass in ständigen Austausch mit seiner Umwelt\textsuperscript{154} steht. Dabei wir 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.\textsuperscript{155}

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.\textsuperscript{156}

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.

\textsuperscript{153} Vgl. Dyllick (Umweltbeziehungen, 1989), S.72
\textsuperscript{154} Der Begriff „Umwelt“ soll hier aus ökologischer Sicht betrachtet werden.
\textsuperscript{155} Vgl. Nork (Umweltschutz, 1992), S. 36 f.
\textsuperscript{156} Vgl. Figge (Öko-Rating, 2000), S. 7 ff.
<table>
<thead>
<tr>
<th>Anspruchsgruppe</th>
<th>Leistungsbeitrag</th>
<th>Ansprüche</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Eigenkapitalgeber</td>
<td>• Eigenkapital&lt;br&gt;• Goodwill</td>
<td>• sicheres Einkommen&lt;br&gt;• Erhaltung, Verzinsung bzw. Wertsteigerung des investierten Kapitals&lt;br&gt;• Möglichkeit zur Mitgestaltung bei der Unternehmensführung</td>
</tr>
<tr>
<td>Management</td>
<td>• Kompetenz&lt;br&gt;• Engagement&lt;br&gt;• Leistung&lt;br&gt;• Verantwortung</td>
<td>• Einfluss auf das Unternehmungsgeschehen&lt;br&gt;• Ausstattung mit der erforderlichen Macht&lt;br&gt;• hohes und sicheres Einkommen&lt;br&gt;• Prestige/Status&lt;br&gt;• Möglichkeit zur Selbstentfaltung und zum beruflichen Aufstieg</td>
</tr>
<tr>
<td>Mitarbeiter</td>
<td>• Arbeitskraft&lt;br&gt;• Fähigkeiten sowie Fertigkeiten&lt;br&gt;• Leistung</td>
<td>• Hohes und sicheres Einkommen&lt;br&gt;• Sicherheit des Arbeitsplatzes&lt;br&gt;• Verantwortung&lt;br&gt;• Möglichkeit zu zwischenmenschlichen Kontakten&lt;br&gt;• angenehmes Betriebsklima&lt;br&gt;• Förderung beruflicher Aus- und Weiterbildung&lt;br&gt;• Entfaltungs- und Handlungsspielraum sowie Mitwirkung und Einflussnahme im Arbeitsprozess&lt;br&gt;• Anerkennung&lt;br&gt;• Möglichkeit zur Selbstentfaltung</td>
</tr>
<tr>
<td>Betrieb</td>
<td>• Güter- oder Dienstleistungsproduktion&lt;br&gt;• Bereitstellung von Arbeitsplätzen</td>
<td>• Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit&lt;br&gt;• Stärkung des wirtschaftlichen Standortes</td>
</tr>
<tr>
<td>Fremdkapitalgeber</td>
<td>• Zurverfügungstellung von Fremdkapital&lt;br&gt;• Vertrauen</td>
<td>• sichere Kapitalanlage&lt;br&gt;• befriedigende Verzinsung&lt;br&gt;• Vermögenszuwachs</td>
</tr>
<tr>
<td>Kunden</td>
<td>• Kauf von Produkten und/oder Leistungen&lt;br&gt;• Treue zum Lieferanten bzw. zum Produzenten&lt;br&gt;• Einhaltung von Konditionen</td>
<td>• qualitativ und quantitativ befriedigende Marktleistung zu günstigen Preisen&lt;br&gt;• günstige Konditionen&lt;br&gt;• gute Serviceleistungen</td>
</tr>
</tbody>
</table>

63
<table>
<thead>
<tr>
<th>Lieferanten</th>
<th>• Versorgung mit der gewünschten Menge von materiellen Inputfaktoren in der vorgeschriebenen Qualität zur vereinbarten Zeit</th>
<th>• stabile Liefermöglichkeiten • günstige Konditionen • ausreichende Liquidität des Abnehmers zur Zahlung der gelieferten Produkte</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Staat</td>
<td>• Bereitstellung einer Infrastruktur • Gewährung von öffentlicher Sicherheit und Ordnung • Gewährung von Gewerbefreiheit als Grundrecht • günstige wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen</td>
<td>• Erfüllung der Steuerpflicht • Sicherung und nach Möglichkeit Neuschaffung von Arbeitsplätzen • Gewährung von gesetzlich vorgeschriebenen Sozialleistungen • positive Beiträge an die vorhandene Infrastruktur • Einhaltung von Rechtsvorschriften und Normen • Teilnahme an der politischen Willensbildung • Beiträge an kulturelle, wissenschaftliche und Bildungsinstitutionen</td>
</tr>
<tr>
<td>Gesellschaft/ Öffentlichkeit</td>
<td>• Akzeptanz • Vertrauen • Goodwill • Legitimität</td>
<td>• Einhaltung von Werten und Moral • Sensibilisierung der Bevölkerung für den Umweltschutz • Spenden und Stiftungen • Förderung des Gemeinwohls</td>
</tr>
<tr>
<td>Umwelt</td>
<td>• Bereitstellung von Ressourcen</td>
<td>• Effiziente Ressourceneinsatz • Emissionsreduktion • Klima- bzw. Umweltschutz</td>
</tr>
</tbody>
</table>

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.\textsuperscript{157}

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.\textsuperscript{158} Jedoch führen äußere Einflüsse, u.a. institutioneller Investoren, zu einem Wandel im Unternehmensverständnis japanischer Unternehmen.

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.\textsuperscript{159} Doch durch die Globalisierung und den dadurch steigenden internationalen Konkurrenzdrucl an den Kapitalmärkten, steigt der Druck der Unternehmen sich durch ihre Eigenkapitalrentabilität und Ertragskraft behaupten zu müssen.

\textsuperscript{157} Vgl. Terasa (Pensionskassen, 2003), S.3 f.
\textsuperscript{158} Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S.135
\textsuperscript{159} 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. 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.

Vgl. Blasius (Unternehmensführung, 2007), S. 116
5.1.1.2 Japan


5.1.1.3 USA


5.1.2 Wirtschaftliche Struktur

5.1.2.1 Deutschland


¹⁶¹ Vgl. Guirdham (Culture, 2009), S.65 f.
¹⁶² Vgl. Löhnert (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S. 42
¹⁶³ 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.\textsuperscript{164} 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 gleich.

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.\textsuperscript{165}

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.\textsuperscript{166} 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 Gesamt-umsatzes aller US-amerikanischen Unternehmen.\textsuperscript{167} Daher ist festzuhalten, dass in den USA die öffentlich notierten Gesellschaften die Träger der Wirtschaft darstellen.

\textsuperscript{164} Vgl. Statistical Bureau of Japan, URL: http://stat.go.jp, Stand: 2006
\textsuperscript{165} Vgl. Deutsche Industrie- und Handelskammer in Japan, URL: http://japan.ahk.de
\textsuperscript{166} Vgl. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 79
\textsuperscript{167} 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 Börsenkaptitalisierung, auch Marktcapitalisierung genannt, gibt den Marktwert aller gehandelten Wertpapiere bzw. Unternehmen wieder.\(^{168}\) Dabei ist ein mögliches Kriterium für die Beurteilung der Entwicklung des Kapitalmarktes die Börsenkaptitalisierung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP).


5.1.3.2 Japan


\(^{168}\) Vgl. Trautwein (Wertrelevanz, 2008), S.192
\(^{169}\) Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 05-3
\(^{170}\) 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.\(^{171}\) Dennoch zählt der US-amerikanische Kapitalmarkt zu den am meist entwickelten auf der Welt. Diese Entwicklung ist nach Löhner 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 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.\(^{172}\)

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.\(^{173}\) Dazu zeigt sich in der Zusammensetzung der Eigentümerstrukturen, dass lediglich 10% an Aktien von privaten Haushalten gehalten werden. Gründe dafür sind nach Ansicht von Löhner 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.\(^{174}\) Die einflussreichste Einzelaktionärsgruppe stellen somit nicht die privaten Anleger, sondern mit 39,5% die Unternehmen selbst dar. Dies deutet auf eine starke Konzernierung der Wirtschaft hin.\(^{175}\)

\(^{171}\) Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 05-3
\(^{172}\) Vgl. Löhner (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S.43 ff., Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 85 ff.
\(^{173}\) Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 08.6-1
\(^{174}\) Vgl. Löhner (Shareholder-Value-Reflexion, 1996), S.42 f.
\(^{175}\) Vgl. Löhner (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.\textsuperscript{176} Dabei hat sich die Gewichtung der einzelnen Aktionärsgruppen am japanischen Aktienmarkt seit Anfang 2000 geändert.\textsuperscript{177} 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.\textsuperscript{178}

5.1.4.3 USA

In den USA besitzen ca. 25,4% (ohne Fonds) bzw. 48,2% (mit Fonds) der Gesamtbevölkerung Aktien.\textsuperscript{179} 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.\textsuperscript{180} 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.\textsuperscript{181}

\textsuperscript{176} Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 08.6-1
\textsuperscript{177} Diese und nachstehende Ausführungen Vgl. Moerke (Governance, 2004), S. 424 f.
\textsuperscript{178} Vgl. Burgschweiger (Übernahmen, 2007), S. 72 f.
\textsuperscript{179} Vgl. DAI Deutsches Aktieninstitut (Factbook, 2009), S. 08.6-1
\textsuperscript{180} Vgl. Lazar (Corporate Governance, 2006), S. 104
\textsuperscript{181} 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.\textsuperscript{182} Gewählt wird dieser von den Aktionären in der Hauptversammlung. Die Aufgaben des Aufsichtsrates sind zum einen für das Wohl der Gesellschaft zu sorgen und zum anderen die Überwachung des Vorstandes.\textsuperscript{183} Die einzelnen Vorstandsmitglieder werden vom Aufsichtsrat bestellt und haben als Aufgabe die Leitung der Gesellschaft.\textsuperscript{184} 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.\textsuperscript{185} Des weiteren kann ein Vorstandsmitglied nur aus einem wichtigem Grund während seiner Amtszeit vorzeitig vom Aufsichtsrat aus seinem Amt abberufen werden.\textsuperscript{186}

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.\textsuperscript{187}

\begin{footnotes}
\footnotetext[182]{Vgl. § 95 AktG}
\footnotetext[183]{Vgl. § 111 AktG}
\footnotetext[184]{Vgl. § 76 AktG}
\footnotetext[185]{Vgl. § 121 Abs.2 AktG}
\footnotetext[186]{Vgl. § 84 Abs.3 AktG}
\footnotetext[187]{Vgl. dazu die ausführliche Darstellung in Blies (Corporate Governance, 2000), S. 175 ff.}
\end{footnotes}
Der Wechsel vom deutschen dualistischen Modell der Unternehmensführung hin zum amerikanischen Board-Modell folgte nach dem zweiten Weltkrieg.\footnote{188} 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.\footnote{189}

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.\footnote{190}

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.\footnote{191}

\footnote{188} Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 135
\footnote{189} Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 136
\footnote{190} Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 132 f.
\footnote{191} Vgl. Löhner (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%.\textsuperscript{192} 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.\textsuperscript{193}

5.1.6.2 Japan

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

\textsuperscript{193} Vgl. Management-Vergütung in Deutschland, abrufbar unter: http://mercer.de/referencecontent.htm?idContent=1316105 [aufgerufen am 27.8.2010]
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. \(^{195}\) 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. \(^{196}\)

5.1.7 Corporate Governance

5.1.7.1 Deutschland


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

---

\(^{195}\) Vgl. Kramarsch (Managementvergütung, 2000), S. 193 f.
\(^{197}\) Vgl. Lutter (Corporate Governance) in: Hommelhoff (Corporate Governance, 2009), S. 124 ff.
\(^{198}\) Vgl. Kap. 3.4

Durch die hohe Konzentration des Aktienkapitals in Deutschland haben Aktionäre vermehrtes Interesse an Unternehmenskontrolle.199 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


Nach Ansicht von Wentges stellt daher das ausschlaggebende Kontrollinstrument das Karrieremuster der japanischen Führungskräfte dar. Durch die häufig lebenslange Verbundenheit zur Unternehmung203, ist ein Aufstieg in der strengen Hierarchieordnung nur durch Gemeinschaftssinn und Selbstverpflichtung auf die Unternehmensziele möglich.204

199 Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 141
200 Vgl. dazu die Studie von Franks und Mayer (Corporate Ownership, 1997), S. 283 ff.
201 Vgl. Blies (Corporate Governance, 2000), S. 194
202 Vgl. Blies (Corporate Governance, 2000), S. 100 ff.
203 Vgl. Kap. 5.1.1.2
204 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 zurVerbesserung 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).205

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


205 Vgl. Wentges (Stakeholder, 2001), S. 134
206 Vgl. dazu die ausführliche Darstellung in Löhnert (Stakeholder-Value-Reflexion, 1996), S. 71 ff.

5.1.8.2 Japan


5.1.8.3 USA


207 Vgl. Obiegbu (Firmenwert, 2004), S.63
209 Vgl. Obiegbu (Firmenwert, 2004), S. 66
210 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.\textsuperscript{211} 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.

\section*{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.


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


\textsuperscript{211} Vgl. Löhnert (Stakeholder-Value-Reflexion, 1996), S. 73 f.
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 Folgenden 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 Umsatzertragsrentabilität angeführt.


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.

6.2.2 Auswahl der Unternehmen

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

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

Tabelle 4: Branchenzugehörigkeit der ausgewählten Unternehmen
Quelle: Eigene Darstellung

212 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 Analysierte 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.213

213 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:**

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

Tabelle 5: Eigenkapitalrentabilität 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.


6.3.2 Japan

**Eigenkapitalrentabilität:**

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

Tabelle 7: Eigenkapitalrentabilität japanischer Unternehmen
Quelle: Eigene Berechnung
Empirische Befunde anhand ausgewählter Unternehmen

**Umsatzrentabilität:**

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

Tabelle 8: Umsatzrentabilität japanischer Unternehmen
Quelle: Eigene Berechnung


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:**

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

Tabelle 9: Eigenkapitalrentabilität amerikanischer Unternehmen

Quelle: Eigene Berechnung
### Umsatzrentabilität:

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

Tabelle 10: Umsatzrentabilität amerikanischer Unternehmen  
Quelle: Eigene Berechnung

6.4 Länder- und Branchenvergleich


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.


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

7 Eigene Analyse und Bewertung


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.214

7.1.1 Chancen und Risiken des Shareholder-Value-Ansatzes

7.1.1.1 Chancen der Shareholder-Value-Orientierung


214 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)

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.\(^{216}\)

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.\(^{217}\)

Eine Shareholder-Value-orientierte Managementausrichtung besitzt somit Anreize nach wertorientierten Handlungsentscheidungen zu streben, mit dem Ziel den Börsenwert dem tatsächlichen Unternehmenswert anzugeleichen, um rein finanziell motivierten Unternehmensübernahmever suchen entgegenzuwirken.\(^{218}\)

### 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.\(^{219}\)

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

\(^{216}\) Vgl. Weiss (Shareholder vs. Stakeholder, 2004), S.21 f.
\(^{218}\) Vgl. Kapitel 3.3.2
\(^{219}\) Vgl. Wellner (Shareholder-Value Approach, 2001), S.113 f.
Arbitrageure, welche auf kurzfristige Gewinne spekulieren, Staats- bzw. Groß- und Kleinaktionäre erfolgen. 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. Zum einem 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](image)

**USA und Deutschland im Sog des Finanzmarktes: Gewinne und Investitionen laufen auseinander**

**In Deutschland entwickelten sich die**

- Gewinne (Nettoebeneüberschuss gesamtwirtschaft)
- Investitionen der Unternehmen (Nettoeinnahmen im privaten Sektor)

**In den Vereinigten Staaten entwickelten sich die**

- Gewinne (Nettoebeneüberschuss privater Unternehmen)
- Investitionen der Unternehmen (private Nettoinvestitionen ohne Wohlfahrtsausschüttung)

Quelle: Böckler Impuls Ausgabe 01/2008


221 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.²²²

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.²²³

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.

²²² Vgl. dazu den Bilanzfälschungsskandal von World-Com, erwähnt in Holztrattner (Macht ohne Moral, 2007)
²²³ Vgl. Rappaport (Performance, 2005), S. 65-79
7.1.2.1 Chancen der Stakeholder-Orientierung


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.\textsuperscript{224}


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.\textsuperscript{225}

\textsuperscript{224} Vgl. dazu Kap. 2.2.1.2
\textsuperscript{225} 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.226


226 Vgl. Bühner/Tuschke (Kritik am SV, 1997), S. 514
227 Vgl. Oertel (Stakeholder-Orientierung, 2000), S. 59
7.2 Rolle der Börse


7.2.1 Entwicklung des Börsenhandels


Der Handel mit Finanzderivaten\(^{228}\) 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.

\(^{228}\) Derivate sind Finanzinstrumente, deren Preis oder Wert von Kursen anderer Handelsgüter oder Wertpapieren abhängt.
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.


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

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


7.3 Rolle der Rating-Agenturen

Angesichts ihrer weitläufigen Anwendung zu Regulierungszwecken und ihrer fundamen-
talen Mitbestimmung der Finanzierungskosten von Unternehmen und Staat nehmen
Rating-Agenturen eine besondere Stellung auf den globalen Kapitalmärkten ein.\textsuperscript{230}

Eine zentrale Rolle kommt Ihnen hinsichtlich einer zuverlässigen Bewertung der Bonität
von Emittenten\textsuperscript{231} 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.\textsuperscript{232}
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.\textsuperscript{233}

\textsuperscript{230} Vgl. Rosenbaum (Politischer Einfluss, 2009), S. 23
\textsuperscript{231} Der Emittent ist eine juristische oder öffentlich-rechtliche Körperschaft, die Wertpapiere ausgibt.
\textsuperscript{232} Vgl dazu Böckler Impuls 7/2010, Fehlanreize für Ratingagenturen, abrufbar unter: http://boecklerimpuls.de
\textsuperscript{233} Vgl. Wichmann (Krisenfaktor Ratingagenturen, 2010), S. 3 ff.
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 termingerechten Erfüllung von Zins- und Tilgungsverpflichtungen. Gegenstand der Ratings sind Anleihen, Commercial-Papers, Medium-Term-Notes sowie Asset-backed-Securities.\(^{234}\)

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.\(^{235}\)

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]


\(^{235}\) 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.\(^{236}\)


\(^{236}\) Zu den nachstehenden Ausführungen vgl. Huffschmid (Rolle und Verantwortung der RA, Februar 2008)

\(^{237}\) Downgrading = Verschlechterung der Bewertung
7.3.3 Fazit und Lösungsvorschläge


Folgende Reformen könnten zu einer neutralen Stellung der Agenturen auf dem Finanzmarkt beitragen.\textsuperscript{238}

\begin{itemize}
  \item **Änderung des Finanzierungssystems:**
  
  \item **Einrichtung einer öffentlichen Rating-Agentur auf europäischer Ebene:**
  
  \item **Sanktionen bei Regelverstößen:**
    Zudem könnten härtere Sanktionen, beispielsweise in Form von Privathaftungen, einen höheren Beitrag zu objektiven Ratings leisten.
\end{itemize}

\textsuperscript{238} 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


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.\textsuperscript{239} Abildung 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.

\textsuperscript{239} Zu empirischen Ausführungen vgl. Forster (Aktienkurse, 2004)
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.\textsuperscript{240}


\textsuperscript{240} Vgl dazu und zu den folgenden Ausführungen Link (Unternehmensgewinne, 1995), S. 18 ff.


7.4.3 Maßnahmen zur Stabilisierung der Konjunktur


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

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

7.5 Situative Beurteilung


7.5.1 Situative Ansätze

7.5.1.1 Ökonomische Sichtweise


242 Vgl. dazu die Ausführungen in Kapitel 6
244 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, CO₂-Reduktion, Recycling, Unterstützung von Umwelt- und Klimaschutz.\(^{245}\)

7.5.1.3 Politisch-gesellschaftliche Sichtweise


\(^{245}\) Eines der bekanntesten Beispiele dafür stellt der Formel 1-Ausstieg von BMW Motorsport dar.

\(^{246}\) 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.247

7.5.2.2 Anwendung und Verbreitung


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

247 Vgl. Schmeisser et al. (Shareholder-Value vs. CSR, 2009), S. 86 f.
248 Vgl. dazu die ausführliche Studie von Braun (Engagement, 2009).
vermehrt betriebswirtschaftliche Instrumente und Verfahren für die Praxismsetzung in Betrieben bzw. Unternehmen notwendig.\textsuperscript{249}

\subsection*{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.\textsuperscript{250}

\subsection*{7.5.3 Implikationen auf die Managementausrichtung}


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.

\textsuperscript{249} Vgl. Schmeisser et al. (Shareholder-Value vs. CSR, 2009), S. 93 ff.
\textsuperscript{250} Vgl. Schmeisser et al. (Shareholder-Value vs. CSR, 2009), S. 153 ff.
8 Resümee, Kritik und Ausblick

Der Fokus dieser Arbeit lag in der Ausarbeitung einer komparativen Analyse des Shareholder- 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.


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.


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 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 vorangegangen 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.


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.


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 vorgestelltem Modell der Corporate Social Responsibility.


251 Vgl. dazu Ausführungen u.a. Eberhardt (Unternehmensführung, 1998), Skrizpek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005)

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.253

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


252 Vgl. Skrzipek (Shareholder vs. Stakeholder, 2005), S. 160
253 Vgl. Ausführungen in Kap. 7.2
Literaturverzeichnis

**Monographien:**


**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.


**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.

Drill, Michael [Investor Relations, 1995a]; Investor Relations, Haupt, Bern [u.a.], 1995.


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.


Hostettler, Stephan [Economic Value Added, 1997]; Das Konzept des Economic Value Added (EVA), Bern [u.a.], 1997.


Löhnert, Peter [Shareholder-Value-Reflexion, 1996]; Shareholder-Value-Reflexion der Adoptionsmöglichkeiten in Deutschland, Florentz, München, 1996.


Beiträge in Sammelwerke:


Zeitschriften und Aufsätze:


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.


**Internetabfragen:**


Der Spiegel Online: [http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-67768101.html](http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-67768101.html) [aufgerufen am 30.08.2010].


Deutsche Industrie- und Handelskammer in Japan: [http://japan.ahk.de](http://japan.ahk.de) [aufgerufen am 17.08.2010].


Deutscher Rechnungslegungsstandard: [http://www.standardsetter.de/drsc/drs.html](http://www.standardsetter.de/drsc/drs.html) [aufgerufen am 12.09.2010].

Deutsches Aktiengesetz: [http://www.aktiengesetz.de](http://www.aktiengesetz.de) [aufgerufen am 23.08.2010].


Forschungszentrum für Bürgerliches Engagement: [http://www.for-be.de](http://www.for-be.de) [aufgerufen am 08.09.2010].


[aufgerufen am 02.09.2010].

Mercer Deutschland GmbH: Management-Vergütung in Deutschland;
http://mercer.de/referencecontent.htm?idContent=1316105
[aufgerufen am 27.08.2010].

[aufgerufen am 02.09.2010].

[aufgerufen am 02.09.2010].

[aufgerufen am 01.09.2010].

Perspektive Mittelstand: http://www.perspektive-mittelstand.de
[aufgerufen am 04.09.2010].

[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].

[aufgerufen am 01.09.2010].

[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].

[aufgerufen am 02.09.2010].

The Kansai Electric Power Co., Inc.: Geschäftsberichte 2006- 2009,
http://www.kepco.co.jp [aufgerufen am 02.09.2010].

[aufgerufen am 01.09.2010].

[aufgerufen am 01.09.2010].

[aufgerufen am 02.09.2010].

[aufgerufen am 20.08.2010].

[aufgerufen am 01.09.2010].
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.


Curriculum Vitae

Persönliche Daten

Anschrift: Benjamin Hirschmann
Adresse: Barawitzkagasse 23/8
1190 Wien
Österreich
E-Mail: benjaminschmann@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 O₂ 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.