

Zulassungsarbeit für das Erste Staatsexamen Lehramt Gymnasium

Allgemeine Betriebswirtschaftslehre

Dozent: Prof. Dr. Dr. habil. Horst-Tilo Beyer

Referentin: Martina Krell

„Erfolgsfaktoren für den Shareholder Value“

I. Problemstellung

Viele Unternehmen bekennen sich heute zum Shareholder Value. Es lassen sich zwei Phänomene einer Steigerung des Shareholder Value unterscheiden und mit ihnen zwei Arten von Erfolgsfaktoren für den Shareholder Value:

- langfristige Steigerung des Shareholder Value im Einklang mit dem tatsächlichen Wert eines Unternehmens (→*Erfolgsfaktoren „in re“* führen zu einer realen, greifbaren Verbesserung des Shareholder Value)
- kurzfristige Steigerung des Shareholder Value ohne Rückendeckung eines entsprechenden Unternehmenswertes, eine Verzerrung der Tatsachen zum bloßen Schein (→*Erfolgsfaktoren „in specie“* führen zu einer scheinbaren, substanzlosen Verbesserung des Shareholder Value)

Im Laufe der Darstellung wird sich erweisen, daß beide Arten von Erfolgsfaktoren eine Antwort auf folgende Frageformel geben:

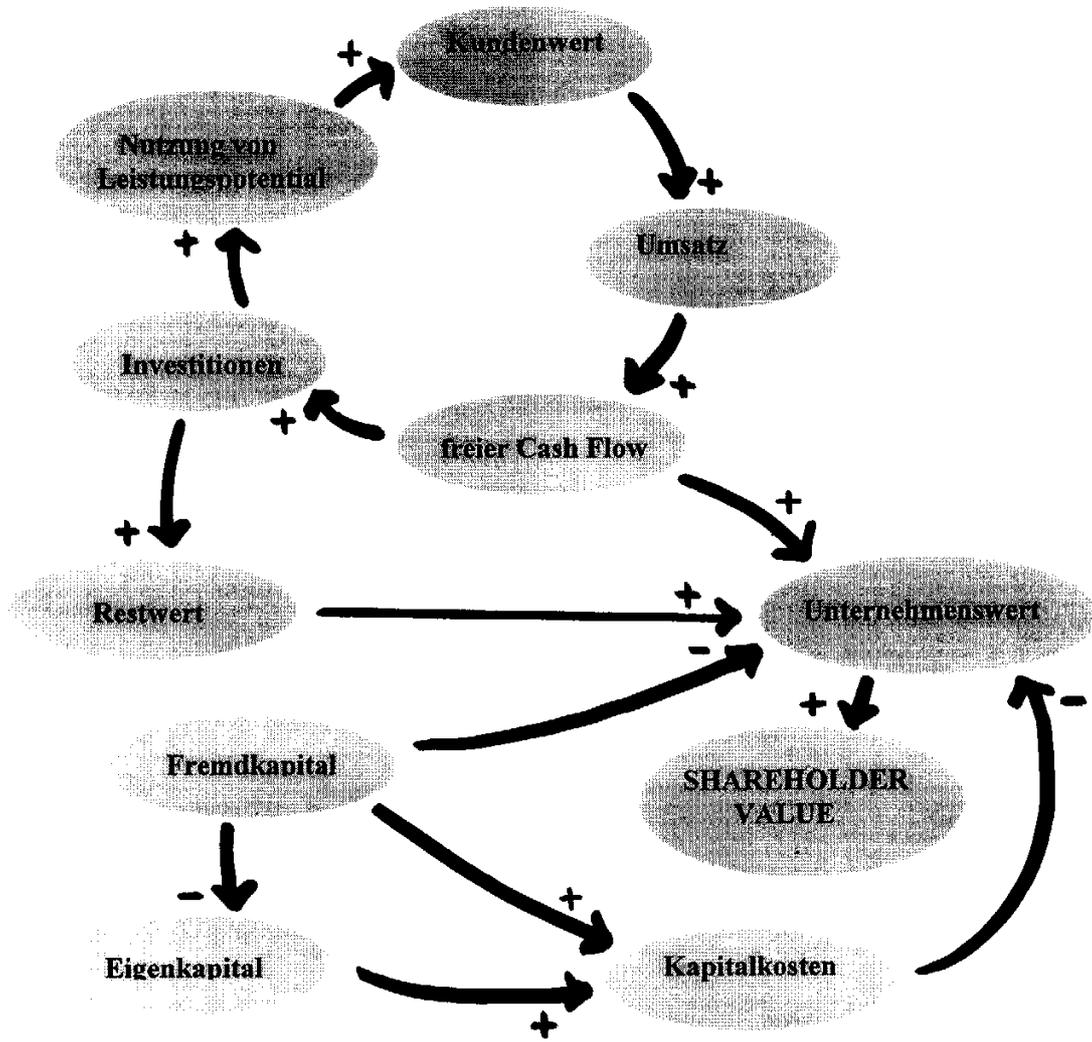
„Durch welche konkrete Maßnahme wird, unter Rückgriff auf welches Mittel zum Zweck, mittels welcher Methode, unter welchem Primat, **SHAREHOLDER VALUE** geschaffen?“

II. Der Shareholder Value Ansatz

(Zur Thematik vergleiche Hausarbeit „Betriebliches Zielsystem - Shareholder Value - Stakeholder Value - Dynamische Nutzenbalance - Balanced Scorecard“ vom SS 99)

Der Basiskreislauf stellt die treibende Kraft eines wertorientierten Unternehmens dar. In ihm werden Faktoren, die den Shareholder Value beeinflussen, miteinander verknüpft:

Abb.: **Basiskreislauf** nach Becker, C.: Speed-Management zur Steigerung des Unternehmenswertes



III. Erfolgsfaktoren „in re“: „echte“ Verbesserungen des Shareholder Value

Shareholder Value ist nicht allein durch ein Steigen des Aktienkurses gegeben, sondern erst dann, wenn die Aktionäre eine risikoadäquate Rendite für ihr Kapitalengagement erhalten.

Im Hinblick auf eine Verbesserung des Shareholder Value heißt das: es gilt zwischen einer langfristig nachhaltigen und kurzfristig substanzlosen Verbesserung des Unternehmenswertes zu unterscheiden. Zu ersterem tragen nur Erfolgsfaktoren „in re“ bei, also solche, die zu einem realen Erfolg führen: „Langfristigkeit“ sowie „Erhöhung des inneren Wertes“. Die Verwirklichung dieser Ziele wird durch folgende sechs Erfolgsfaktoren bestimmt:

- **Kundenorientierung**
- **Wandlungsorientierung**
- **Kernkompetenzorientierung**
- **Mitarbeiterorientierung**
- **Netzwerkorientierung**
- **Wertschöpfungsorientierung**

1. Erfolgsfaktor „Kundenorientierung“

Ganzheitliche Kundenorientierung stellt die maßgebliche Erfolgsstrategie zur Steigerung des Unternehmenswertes dar; das Kundenmanagement kann jedoch nur unter Einordnung in die vernetzte Sicht der Wertschöpfungskette (Primärprozeß) synergetische Wirkungen entfalten. Vor dem Hintergrund eines Wettbewerbsumfeldes, das von erbittertem Konkurrenzkampf, austauschbaren Produkten mit immer kürzeren Lebenszyklen und ständig wachsenden Ansprüchen der Kunden nach exzellenter Qualität und zuverlässigem Service gekennzeichnet ist, genügt es nicht mehr, nur Kundennutzen zu schaffen und zufriedene Kunden vorzuweisen. Es müssen auch die nächsten Stufen, die Kundenbindung und die Kundenloyalität, erreicht werden, damit ein Unternehmen hohen Kundenwert erzeugt und langfristig erfolgreich wird.

Liegt in einem Unternehmen das Hauptaugenmerk auf dem Shareholder Value, so kommt dieses nicht umhin, den Kundenwert, den Customer-Lifetime-Value, parallel zu verfolgen. Schon Rappaport erkennt, daß „zufriedene Kunden (...) die Quelle langfristiger Cash-Flows eines Unternehmens (sind)“ und „(es) ohne Kundennutzen (...) kein Shareholder Value geben (kann)“. Für ein Unternehmen bedeutet das, sich konsequent auf den Kunden ausrichten, Trends frühzeitig zu erkennen, bedarfsgerechte Produkte für unterschiedlichste Kundengruppen zu entwickeln, diese zum richtigen Zeitpunkt anzubieten und damit die Kundenloyalität zu erhöhen und auszubauen. Voraussetzung und Basis dafür ist das Wissen über die Kunden bzw. das Wissen über deren „doppelten Kundenwert“:

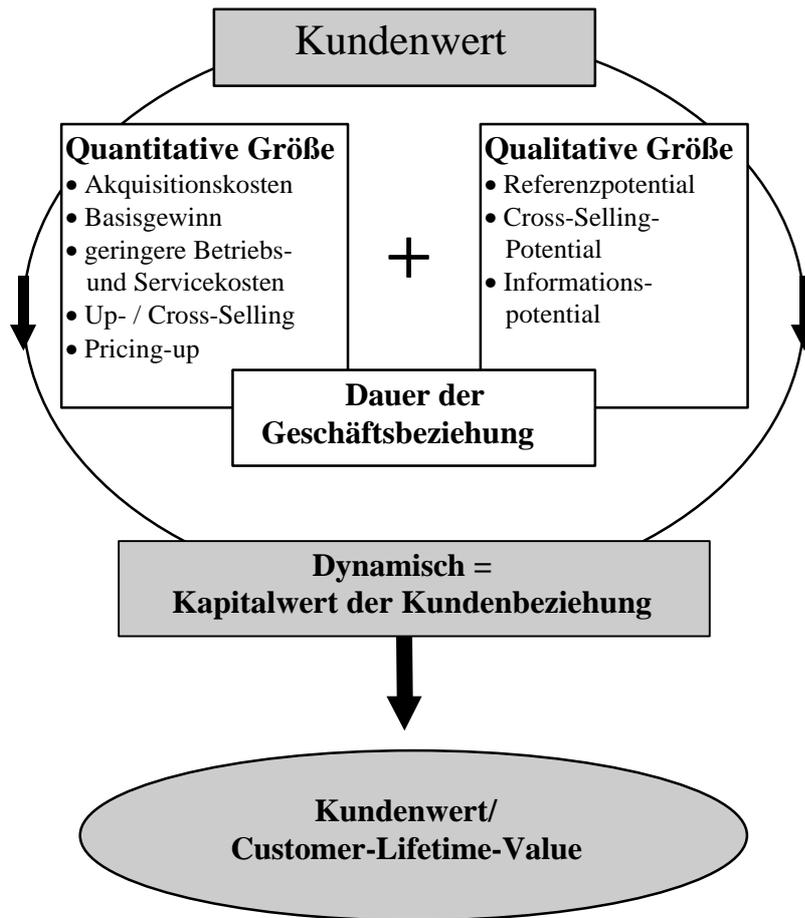


Abb.: Bestimmungsgrößen des Kundenwertes/Customer-Lifetime-Value
 Quelle: in Anlehnung an: Zezelj, G.: Das CLV-Management-Konzept, S. 13, eigene Darstellung

2. Erfolgsfaktor „Wandlungsorientierung“

Betrachtet man Shareholder Value unter dem Gesichtspunkt der Globalisierung der Märkte und des sich allseits verstärkenden Wettbewerbs, so zeigt sich, daß Unternehmen schnell auf stetig wachsenden Anpassungs- und Änderungsdruck reagieren müssen. Das bedeutet, daß neue Anforderungen, neue Aufgaben sowie neuer Qualifikationsbedarf zu bewältigen sind:

- Zeit

Heute gilt es, Leistungen schneller als die Konkurrenz zu verbessern, denn die Leistungsverbesserungsrate schafft einen Mehrwert für die Anteilseigner eines Unternehmens.

- Management und Leadership

Die Fähigkeiten der Führungskräfte sind ein weiterer Faktor, der Unternehmen wertsteigernd in die Zukunft führen kann. Möchte ein Unternehmen bei einem derart starken Wettbewerb Unternehmenswert schaffen, so müssen Führungskräfte und Mitarbeiter dazu inspiriert werden, neue Möglichkeiten zu entdecken und umzusetzen; der Unternehmenswert und damit der Shareholder Value kann in dem Maße gesteigert werden, wie sich das Unternehmen von der Konkurrenz unterscheidet und Werte für die Kunden schafft.

- Veränderungsbereitschaft

Flexibilität, Schnelligkeit, Ideenreichtum und Offenheit für neue Lösungsansätze sowie Bereitschaft zur ständigen Veränderung sind gefordert. Die Schlüssel zur erfolgreichen Prozeßbeherrschung sind dabei EDV-Vernetzung, Visualisierung der Leistungsprozesse an einem Ort, so daß jeder Mitarbeiter das Ergebnis seiner eigenen Leistung im Team sieht und weitere Vorschläge zur Verbesserung von Abläufen geben kann.

- Wertbeitrag einiger ausgewählter organisatorischer Veränderungsprozesse

Geschäftsprozeßoptimierung, d.h. höherer interner und externer Kundennutzen sowie Ressourcenersparnis. Die Optimierung der Geschäftsprozesse liegt in marktwirksamen Kostensenkungen und marktwirksamen Qualitätsverbesserungen - Maßnahmen, die erzielt werden können durch: Reorganisation, Lernende Organisation, Kontinuierliches Verbesserungsprogramm sowie Reengineering.

- Innovationen

„Agieren statt reagieren!“

Produktinnovationen sind für den Shareholder Value deshalb von belang, weil sie den Marktanteil eines Unternehmens erhöhen und dadurch einen außerordentlichen Beitrag zum Unternehmenswachstum und zur Ertragskraft leisten, die in der Regel für eine positive Entwicklung des Cash Flow stehen. Prozeßinnovationen dienen der Optimierung bereits bestehender Prozesse mit dem Ziel der Effizienzsteigerung.

Durch Innovationen kann ein Unternehmen also wirtschaftliches Wachstum und nachhaltige Stärke erreichen sowie Marktanteile erhalten und ausbauen. Zwar lassen sich die positiven Auswirkungen von Innovationserfolg bzw. seiner drei Dimensionen auf den Shareholder Value kaum quantifizieren, jedoch wird ihr hoher Wertbeitrag zur Steigerung des Shareholder Value dank „Erhöhung des Gesamtnutzens“ evident:

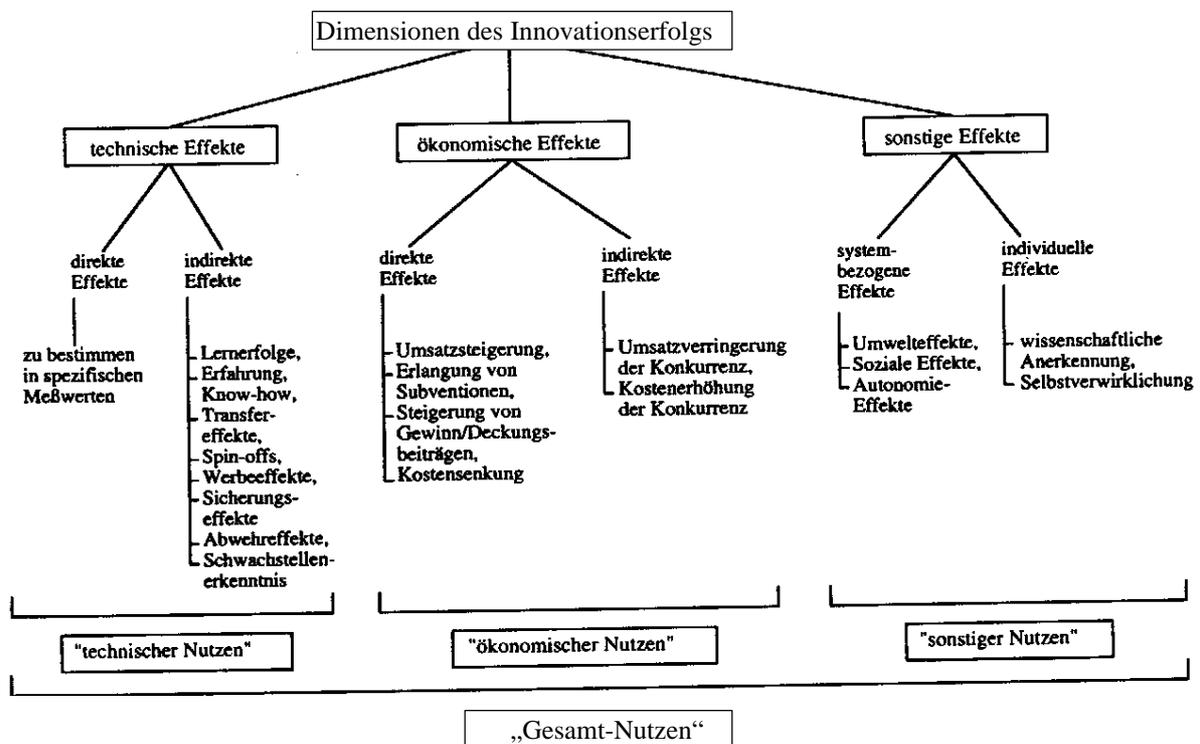


Abb.: Dimensionen des Innovationserfolgs

Quelle: Hauschildt, J.: Innovationsmanagement, S. 323

3. Erfolgsfaktor „Kernkompetenzorientierung“

Unternehmen können einen qualitativen Wandel nur wahrnehmen und daraus Nutzen ziehen, wenn sie an ihren Kernkompetenzen ansetzend offen für Veränderungen sind und erkennen, daß sie basierend auf den Kernkompetenzen ihre Geschäftstätigkeit vergrößern können.

- Wettbewerbsvorteile durch Kernkompetenzen

Kernkompetenz stellt eine Eigenschaft des Unternehmens dar, die langfristigen Imitationsschutz gegenüber der Konkurrenz aufbaut und einen komparativen Vorteil sichert. Somit trägt sie materiell zur Schaffung von Shareholder Value bei. Daraus ergibt sich die Notwendigkeit, in Kernkompetenzen zu investieren und in ausgewählten Geschäftszweigen die Marktführerschaft anzustreben. Auch im Bereich der Kernkompetenzorientierung muß kontrolliert werden, daß die erwartete Rendite über den Kapitalkosten liegt.

- Benchmarking - Vergleich mit der Konkurrenz

Benchmarking hilft, das Mögliche zu erkennen und dieses in einem Maßnahmeplan - unter Konzentration auf die Kernkompetenzen - zur allgemeinen Verbesserung umzusetzen.

- Shareholder Value Analysis - Matrix

Die Shareholder Value Analysis - Matrix verbindet Instrumente der Wertsteigerungsanalyse mit der Ausrichtung der strategischen Geschäftseinheiten auf das Kerngeschäft. Dazu werden Kerngeschäftskonformität und Wertbeitrag gegenübergestellt. Ein positiver bzw. negativer Wertbeitrag bedeutet, daß der diskontierte freie Cash Flow größer bzw. kleiner Null ist:

Kern- geschäfts- feld- konfor- mität	<i>hoch</i>	„Sorgenkind“ Turnaround Desinvestition	„Kronjuwelen“ Investition Wachstum
	<i>gering</i>	„Ballast“ Desinvestitionen	„Familiensilber“ Abschöpfung Verkauf
		<i>negativ</i>	Wertbeitrag
			<i>positiv</i>

Abb. : Shareholder Value Analysis - Matrix

Quelle: Beecker, R.: Speed-Management zur Steigerung des Unternehmenswertes, S. 169, eigene Darstellung

Zusammenfassend kann gesagt werden, daß Kernkompetenzorientierung das Abstoßen derjenigen Geschäftsfelder erfordert, die unrentabel sind oder nicht in das Gesamtkonzept des Unternehmens passen.

4. Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“

Der Wert der Mitarbeiter wird als Triebfeder für die Wertschöpfung erkannt und die Mitarbeiterorientierung - quer durch alle Bereiche - als einer der wichtigsten Erfolgsfaktoren erachtet; der Zusammenhang zum Unternehmenswert und zum Shareholder Value bleibt in seiner Quantifizierung jedoch auch hier offen. Mitarbeiterorientierung im Rahmen einer Unternehmenswertsteigerung bedeutet, das Bewußtsein der Mitarbeiter für Wert, Wertschaffung, betriebliche Gewinnmarge und Kapitalproduktivität zu schärfen und Wertorientierung deutlich im operativen Bereich auf allen Ebenen zu verankern sowie Vision und Strategie unternehmensweit zu kommunizieren. Im Shareholder Value Ansatz steht der Mitarbeiter hinter dem Aktionär, jedoch darf nicht vergessen werden, daß gerade ein innovatives, motiviertes und produktives Team Grundstein und Bedingung für einen nachhaltigen Unternehmenswert ist:

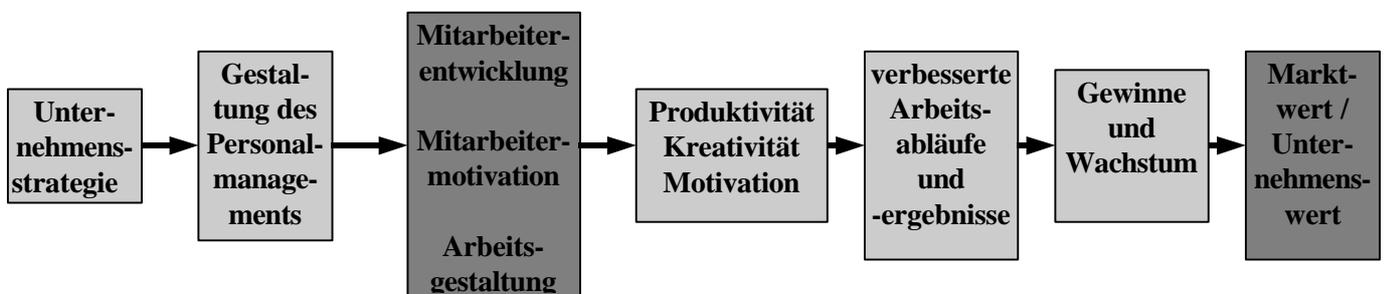


Abb.: Beitrag des Personalmanagements zum Markt-/Unternehmenswert

Quelle: Thom, N.: Beitrag des Personalmanagements zur Steigerung des Unternehmenswertes: Stellenwert der Humanressourcen in der Shareholder-Stakeholder-Debatte, S. 211, eigene Darstellung

Mitarbeiterorientierung steht im engen Zusammenhang mit **Informations- und Wissensmanagement**, sind Mitarbeiter doch Empfänger von Informationen und Träger von Wissen. Unternehmen, die ihr Wissen in den Mittelpunkt der Vermarktung stellen, können innovativer, schneller und effektiver agieren und sind stets einen Schritt voraus. Wissen ist die somit entscheidende Quelle für Wettbewerbsvorteile und für die Schaffung eines langfristigen Wertes für die Aktionäre. Der Anteil wissensbasierter Transaktionen in der wirtschaftlichen Wertschöpfung beträgt ca. 80 Prozent. So kann Wissen durch entsprechende Marketingstrategien zur Generierung von Cash Flows beitragen, z.B. indem durch Stärkung der Wissenskomponente Differenzierungsmerkmale gegenüber Konkurrenzprodukten erzeugt werden.

5. Erfolgsfaktor „Netzwerkorientierung“

Der Prozeß der Wertsteigerung hat eine netzwerkartige Konfiguration, in der auf allen Stufen der Wertsteigerung mit internen und externen Kunden, mit Lieferanten, mit ausgliederten Tochtergesellschaften etc. interagiert wird.

- Wertbeitrag unternehmensweiter Verbreitung von Informationen im Netzwerk

Erst die Optimierung interner Schnittstellen macht eine effiziente unternehmensweite Verbreitung von Informationen möglich.

- Wertbeitrag von Kooperationsstrategien

Eine zielgerichtete, partnerschaftliche Integration aller Glieder einer Wertschöpfungskette kann als Erfolgsmerkmal des strategischen Netzwerkmanagements gesehen werden. Synergien entstehen, wie bereits dargestellt, erst dann, wenn eine ganzheitliche Betrachtung und eine Einordnung der eigenen Aktivitäten in die Wertschöpfungskette, erfolgt.

Im Rahmen von Systemlösungen werden bestimmte Teile zu einer Teilefamilie, einem kompletten Funktionsmodul oder einem kompletten Montagemodul integriert, so daß sich die Wertschöpfungstiefe und die Anzahl der Lieferanten reduzieren. Die sich daraus ergebende Komplexitätsreduktion führt zu niedrigeren Kosten und Wettbewerbsvorteilen.

Auch inner- und zwischenbetriebliche Logistiksysteme können den Unternehmenserfolg beträchtlich erhöhen. „KANBAN“ und „Just-In-Time“ reduzieren dank nachfragesynchroner Bedarfsdeckung Lagerbestände und dadurch die Kapitalbindung, reduzieren Komplexitätskosten und verkürzen Durchlaufzeiten, verbessern die Produktqualität, die Produktivität und das Qualitätsbewußtsein der Mitarbeiter: alles Parameter des Shareholder Value.

Kooperationsformen wie Strategische Allianz, Joint Venture und Wertschöpfungspartnerschaft ermöglichen dem Unternehmen die Verwirklichung von Zeitvorteilen, diese stellen einen wesentlichen Wettbewerbsfaktor dar. Die Wertgeneratoren „Umsatzwachstum“ und „Betriebliche Gewinnmarge“ werden positiv beeinflußt.

Akquisitionen in verwandte Bereiche sind Voraussetzung für langfristiges, globales Wachstum. Akquisitionen sind immer dann sinnvoll, wenn sie durch neue Verflechtungen dem Unternehmensverbund Synergiepotentiale schaffen. Im Rahmen der „Netzwerkorientierung“ muß beachtet werden, daß nur eine Stärkung der Potentiale des Gesamtunternehmens die Interessen aller Beteiligten, also auch das Interesse der Aktionäre an einem hohen Total Return, wahrt und fördert. Wertsteigerungseffekte resultieren aus der Senkung des leistungswirtschaftlichen Unternehmensrisikos, der Erhöhung der Effizienz des Leistungserstellungsprozesses, aus der gemeinsamen Nutzung bestimmter Unternehmensfunktionen, aus einem nach der Akquisition realisierbaren Restrukturierungspotential sowie aus Größen- und Erfahrungspotentialen. Diese Wertsteigerungseffekte bewirken wiederum Kostenvorteile und Steigerung des Gesamtunternehmenswertes. Dies führt in Verbindung mit einem reduzierten Unternehmensrisiko zu einer Steigerung des Shareholder Value.

Diversifikationseffekte können durch Realisierung von leistungswirtschaftlichen, finanzwirtschaftlichen oder steuerlichen Synergiepotentialen erreicht werden, ebenso durch Verminderung des Marktrisikos, des leistungswirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Unternehmensrisikos, so daß der Unternehmenswert steigt. Allerdings zeigen Untersuchungen, daß eine Diversifikationsstrategie in Hinblick auf wertorientierte Unternehmensführung generell weniger erfolgversprechend ist.

- Principal-Agency-Theorie

Agency-Theorien analysieren die durch Informationsasymmetrien gekennzeichnete Beziehung zwischen Auftraggeber (Principal, Aktionär) und Auftragnehmer (Agent, Management). Die asymmetrisch verteilten Informationen zu Lasten der Investoren resultieren daraus, daß die Investoren

im allgemeinen nicht im gleichen Umfang über Informationen verfügen wie das Management. Ein Ansatzpunkt, die Interessen beider Gruppen zu harmonisieren und dadurch eine positive Wirkung auf den Shareholder Value zu erzielen, stellt das Programm der Aktienoptionen dar.

6. Erfolgsfaktor „Wertschöpfungsorientierung“

Im Rahmen dieser Arbeit soll Wertschöpfung „geschickter Einsatz von Investitionen und Desinvestitionen“ bedeuten, da gerade diese Faktoren Voraussetzung für Wertschaffung sind. Bezüglich des Shareholder Value Gedankens muß folgender Leitsatz befolgt werden:

Nicht nur verlustbringende oder unterdurchschnittlich rentable, sondern auch nach traditionellen Verfahren als höchstrentabel ausgewiesene Unternehmensteile müssen dann desinvestiert werden, wenn langfristig die Renditen unter den Kapitalkosten liegen, d.h. die diskontierten zukünftigen Cash Flows negativ sind.

7. Synthese

Eine Quantifizierung der Steigerung des Shareholder Value ist nicht möglich, so daß man sich auf folgende Überlegung beschränken muß (vgl. Abbildung S. 10):

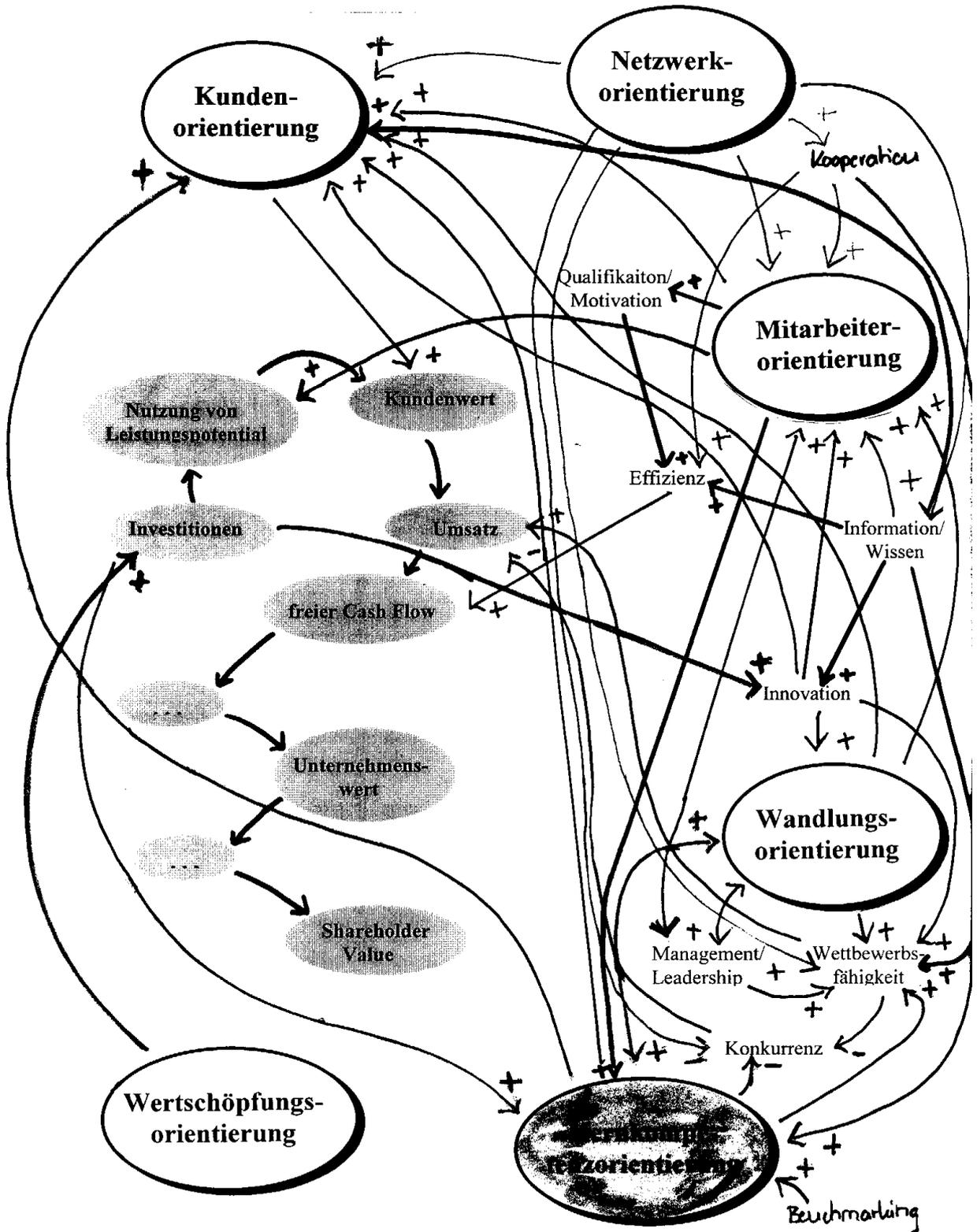
„Umsatzwachstum“ und „betriebliche Gewinnmarge“ sind die bedeutenden Wertgeneratoren des Shareholder Value. Da die genannten zwei Faktoren in direkter Korrelation mit „Ausschaltung der Konkurrenz“, „Wettbewerbsfähigkeit“ und „Innovationen“ stehen und diese wiederum drei Faktoren der Wandlungsorientierung darstellen, ist Wandlungsorientierung der Schlüsselfaktor. Sie ist direkt mit dem Shareholder Value verbunden. Daraus folgt, **Wandlungsorientierung** ist die Primärursache, aus der sich die anderen Erfolgsfaktoren ergeben. Sie steht am Anfang sämtlicher Wechselwirkungsprozesse. Aus ihr entspringen über Innovationen Mitarbeiterorientierung, Kundenorientierung, Imitationsschutz gegenüber der Konkurrenz sowie Wettbewerbsfähigkeit, die wiederum mit allen anderen Elementen des Systems zusammenhängt. Wandlungsorientierung und Innovation setzen Investitionen voraus, ein entscheidender Faktor der Wertschöpfungsorientierung. Wandlungsorientierung hat allerdings nur dann diese Schlüsselposition inne, wenn sie auf dem Gesichtspunkt der **Kernkompetenzorientierung** basiert: stetige Rückkopplung der Wandlungsorientierung auf Kernkompetenzorientierung ist also die „conditio sine qua non“. Die drei Erfolgsfaktoren **Mitarbeiterorientierung**, **Kundenorientierung** und **Netzwerkorientierung** stellen demnach Sekundärfaktoren dar, wobei Kundenorientierung und Mitarbeiterorientierung als Mittel zum Zweck, Netzwerkorientierung als Methode angesehen werden können. Die **Wertschöpfungsorientierung** kann als Primat, nach dem die übrigen Erfolgsfaktoren ausgerichtet werden sollen, interpretiert werden, sie manifestiert sich als Teilaspekt in jedem einzelnen Faktor.

So geben die sechs Erfolgsfaktoren eine eindeutige Antwort auf die in der Einleitung eingeführte Frageformel:

SHAREHOLDER VALUE wird geschaffen durch

1. die konkreten Maßnahmen : **Wandlungsorientierung/Kernkompetenzorientierung**,
2. unter Rückgriff auf die Mittel zum Zweck: **Kundenorientierung/Mitarbeiterorientierung**,
3. mittels der Methode: **Netzwerkorientierung**,
4. unter dem Primat: **Wertschöpfungsorientierung**.

Abb. : Kreislauf Wertschöpfungsorientierung



IV. Erfolgsfaktoren „in specie“: „manipulierte“ Verbesserungen des Shareholder Value

In diesem Abschnitt soll der Problematik der Diskrepanz zwischen Aktienkurs und wahrem Unternehmenswert anhand der folgenden vier Erfolgsfaktoren „*Länge des Prognosehorizontes*“, „*Variation von Rückstellungen und Abschreibungen*“, „*Minimierung der Kapitalkosten*“, „*Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre*“ nachgegangen werden:

Durch die Untersuchung wird ersichtlich werden, daß die Möglichkeit zur Manipulation zum einen darin liegt, daß die Wahl der Parameter in der Formel zur Berechnung des Unternehmenswertes einen Spielraum offen läßt, durch geschickte Gestaltung der Parameter den bestmöglichen Unternehmenswert zu errechnen, zum anderen bieten die Aktionäre, d.h. der Faktor „Mensch“, Raum für Manipulationen.

1. Erfolgsfaktor „Länge des Prognosehorizontes“

Der Shareholder Value Ansatz stellt ein Planungsinstrument dar. Zwangsläufig ergibt sich die Frage, ob Planungsergebnisse neben der Unsicherheit, die sie mit sich bringen, nicht auch manipuliert werden können. Im Rahmen dieser Überlegung spielen von allen Werttreibern gerade der Planungshorizont, der unterschiedlich abgesteckt werden kann, und mit ihm der Restwert eine entscheidende Rolle. Da dem Management keine Regeln bei der Ermittlung des Planungshorizontes vorgegeben sind, kann die Länge rein willkürlich gewählt werden. Das bedeutet, das Management hat die Möglichkeit, die Größen in Richtung des bestmöglichen Unternehmenswertes zu manipulieren: wird beispielsweise im fünften Jahr erstmals ein negativer Cash Flow erwartet, wird wohl der Planungshorizont nur auf vier Jahre veranschlagt werden.

2. Erfolgsfaktor „Variation von Rückstellungen und Abschreibungen“

Ein weiterer Ansatz zur Manipulation liegt in der Variation von Rückstellungen und Abschreibungen. Die indirekte Ermittlung des Cash Flow verdeutlicht den Spielraum möglicher Variationen. Das Hauptaugenmerk wird auf finanzunwirksame Größen gelenkt, so daß es scheint, daß eine Steigerung des Cash Flow auf die Erhöhung finanzunwirksamer Abschreibungen oder Rückstellungen zurückgeht. Dies kann zu Fehlinterpretationen führen.

3. Erfolgsfaktor „Minimierung der Kapitalkosten“

Die Kapitalstruktur eines Unternehmens wird vom Verhältnis Außen- und Innenfinanzierung bestimmt. Gesunkene durchschnittliche Kapitalkosten r führen unmittelbar zu einem erhöhten Unternehmenswert und mittelbar zu einer Erhöhung des Aktionärsvermögens. Nun stellt sich die Frage, ob die Kapitalkosten auch durch eine Veränderung der Kapitalstruktur beeinflußt werden können oder ob lediglich eine Minimierung der Fremd- und Eigenkapitalkosten Ansatzpunkte zur Minimierung darstellt.

- Wertschöpfungspotential der Kapitalstruktur: optimaler Verschuldungsgrad und Leverage-Effekt

Optimierung der Kapitalstruktur bedeutet die Eigen- und Fremdkapitalanteile so zu gestalten, daß die Kapitalkosten minimiert werden. Solange die Eigenkapitalkosten über den Fremdkapitalkosten liegen, wird zur Finanzierung eines Investitionsprogramms Fremdkapital aufgenommen, bis dessen Kosten die Grenzrendite der Investition erreichen und vice versa. Jedoch darf nicht vergessen werden, daß diese Hebelwirkung wachsender Verschuldung auf die Eigenkapitalrentabilität (Leverage-Effekt) jener Restriktion unterliegt, daß mit zunehmender Verschuldung das Unternehmensrisiko steigt.

Im Rahmen der Optimierung der Kapitalstruktur gilt es, überschüssige Liquidität abzubauen, Instrumente dafür stellen die Dividendenpolitik und der Aktienrückkauf dar, letzterer soll im folgenden näher betrachtet werden: Empirische Studien zeigen, daß Aktienrückkäufe, d.h. der Übergang des Eigentums von Aktien an die emittierende Aktiengesellschaft, zu einer signifikanten Steigerung des Shareholder Value führen. Dank der **Gewinnverdichtung** (= Erhöhung des Gewinns pro Aktie) und die **Signalwirkung** (= Informationen über die künftige Ertragslage und Kurssteigerungspotentiale) von Aktienrückkäufen steigen die Aktienkurse. Erwirbt ein Unternehmen eigene Aktien zur gewöhnlichen Kurspflege, wird dies meist als unbedenklich oder geradezu als notwendig beurteilt. Problematisch wird es, wenn kurzfristige Aktienkurssteigerungen auf einem Niveau herbeigeführt werden, das aufgrund vorherrschender Marktkräfte nicht erreicht worden wäre und dadurch Aktionäre und Gläubiger über den tatsächlichen Wert des Unternehmens täuscht. In diesem Fall kann keineswegs von nachhaltiger Wertsteigerung und Shareholder Value Orientierung gesprochen werden. Diese Möglichkeit des Aktienrückkaufs birgt die latente Gefahr, daß Finanzmittel zur kurzfristigen Aktienkurssteigerung dienen, anstatt in langfristig ertragreiche Projekte investiert zu werden. Der Aktienrückkauf kann demnach ein Instrument zur manipulierten Verbesserung des Shareholder Value darstellen.

Ein optimaler Verschuldungsgrad läßt sich auch durch **Leasing** und **Pensionsrückstellungen** erreichen:

Leasingverträge ersetzen andere Formen der Fremdfinanzierung, deswegen sollten sie wie Fremdkapital behandelt werden. Pensionsrückstellungen sind eine Alternative zur Kapitalaufnahme am Markt für Fremd- bzw. Eigenkapital. Dem Unternehmen wird mittels Bildung von Pensionsrückstellungen langfristig zinsfreies Fremdkapital zur Verfügung gestellt.

4. Erfolgsfaktor „Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre“

Ein entscheidender Faktor für die Investitionsbereitschaft von Aktionären ist Vertrauen darin, daß das Management die Ertragsziele der Aktionäre konsequent verfolgt und eine langfristige positive Unternehmensentwicklung absehbar ist.

Bedenkt man, daß sich eine Steigerung des Shareholder Value im Total Return widerspiegelt, so ist eine geschickte Informationspolitik insofern entscheidend, als die Bekanntgabe aller verfügbaren kursrelevanten Informationen notwendig ist, um den Total Return möglichst tiefgreifend zu beeinflussen. Mit anderen Worten heißt das, daß die wertorientierte Berichterstattung im Zusammenhang mit dem Shareholder Value eine besondere Stellung einnimmt: in einem effizienten Kapitalmarkt sind die Aktienkurse nämlich die Reflektion der zur Verfügung stehenden Informationen - eventuell auch Fehlinformationen -, denn „nur wenn über die Shareholder Value Maßnahmen eine transparente Berichterstattung erfolgt, kann sich der Aktienkurs in der gewünschten Weise entwickeln“.

Der Preis einer Aktie bildet sich börsenmäßig aus Angebots- und Nachfrageprozessen, wobei sich die Nachfrageprozesse auf die **erweckten Aktionärerwartungen** zurückführen lassen. Die Erwartungen wiederum basieren auf den aus der Aktie erzielbaren Dividendenzahlungen und realisierbaren Kursgewinnen. Das Erwecken einer bestimmten Erwartungshaltung seitens

potentieller Aktionäre ist insofern ein fruchtbares Feld für eventuelle Manipulationen, als Erwartungen ja das Ergebnis subjektiver Interpretation von Informationen ist, in denen sich das Unternehmen bestmöglich darstellt. Die Summe der Barwerte dieses Nettoeinkommens der Aktionäre repräsentiert den heutigen Aktienkurs. Aktienkurse sind demnach auch das Ergebnis von Informationsverarbeitungsprozessen und der daraus resultierenden Erwartungshaltung der Aktionäre.

Nachstehende Abbildung zeigt die unternehmerische Zielsetzung durch Investor Relation:



Abb.: Die Investor Relation Zielpyramide

Quelle: Frei, N.: Investor Relations - Wie hege und pflege ich meinen Aktionär von heute und morgen?, S. 168, eigene Darstellung

5. „Stock Options“ als ambivalenter Erfolgsfaktor: Randbereich der Erfolgsfaktoren „in specie“

- Monita der Aktienoptionen

Aktienkurs - geeignet zur Managementbeurteilung?

In Deutschland sollen Aktienoptionen durch die Ankopplung der Vergütung an den Börsenkurs ein Anreiz- und Motivationsinstrument darstellen. Dies können sie nur, wenn die begünstigten Führungskräfte die Entwicklung eines Unternehmens eindeutig beeinflussen und sich die Erfolgsaussichten auch in steigenden Börsenkursen niederschlagen. Kursveränderungen der Aktie messen die Wertveränderung des Unternehmens, nicht jedoch in vollem Ausmaß den von den begünstigten Führungskräften geschaffenen Wert. Denn neben den Leistungen des Managements wirken sich externe Faktoren wie Zins- oder Wechselkursänderungen, Konjunktur und allgemeine Weltwirtschaftslage, steuerliche Regelungen und politische Entscheidungen relativ stark auf den Börsenkurs aus. Zudem können Erwartungen der Aktionäre die Marktrenditen beeinflussen.

Anreiz zur kurzfristigen Kursmanipulation und zur Selbstbedienung durch „windfall profits“?

Wenn Aktienoptionen so ausgerichtet sind, daß sie einer recht kurzen Laufzeit unterliegen, entsteht nicht der gewünschte Anreiz für das Management, langfristig den Wert des Unternehmens zu erhöhen, sondern eher kurzfristige Kapitalmarktbebewegungen für schnelle Gewinne und damit Gehaltsaufbesserungen zu nutzen. Dieser kurzfristige Fokus kann dazu führen, daß das Management langfristig profitable Investitionsobjekte, die durchaus in den ersten Projektjahren negative Auswirkungen auf die Gewinnsituation haben können, meidet. Darüber hinaus wird Shareholder Value nicht schon dadurch geschaffen, daß der Aktienkurs steigt,

sondern erst dann, wenn die Aktionäre eine risikoadäquate Rendite für ihr Kapitalengagement erhalten. Jedoch verdient der Manager bei Aktienoptionen schon dann, wenn der Aktienkurs über den Ausübungspreis steigt, er muß dafür nicht über der Kursentwicklung des Marktes liegen. Gerade um diese beiden Kritikpunkte zu entschärfen, sollten Aktienoptionen nicht allein an die Entwicklung des Börsenkurses geknüpft werden. Dazu gibt es eine gesetzliche Regelung: Gemäß § 193 Abs. 2 AktG kann die Hauptversammlung Eckdaten für die Einführung und Gestaltung von Aktienoptionsplänen festlegen. Aktienoptionsprogramme werden vernünftigerweise nur dann bewilligt, wenn erwartet wird, daß die erzielte Unternehmenswertsteigerung den negativen Kapitalverwässerungseffekt übersteigt. Aktienoptionen sollten an einen Branchenindex oder einen anderen marktbekannten Aktienindex gekoppelt sein und Laufzeiten, bestehend aus Sperrfrist und Ausübungsfrist, festgelegt werden. Hinzu kommt noch, daß die Differenz zwischen Ausübungspreis und aktuellem Aktienkurs einkommenssteuerpflichtig ist. Der Gefahr eines durch kurzfristige Unternehmenspolitik ausgelösten Kursfeuerwerks kann demnach durch kontinuierlich und langfristig ausgerichtete Optionspläne entgegengewirkt werden.

- Vorzüge von Aktienoptionen

Empirische Studien in den USA, in denen Aktienoptionen weitaus stärker verbreitet sind als in Deutschland, belegen, daß Aktien von Unternehmen mit Aktienoptionsplänen oder andere an den Aktienkurs gebundene Vergütungssysteme eine meßbar bessere Kursentwicklung aufweisen als Aktien von Unternehmen ohne derartige Motivationsinstrumente. Desweiteren ergibt sich für das Unternehmen der Vorteil, daß es zu einem am internationalen Markt attraktiven Arbeitgeber für Führungskräfte wird und ihm die Akquisition von besonders qualifizierten Managern erleichtert wird. Aktienoptionen stellen darüber hinaus ein Mittel dar, Manager langfristig an das Unternehmen zu binden. Ferner verknüpfen Aktienoptionsprogramme das Interesse der Führungskräfte an einem möglichst hohen Einkommen mit dem Interesse der Aktionäre an einer guten Aktienkursentwicklung.

Die Ambivalenz von Aktienoptionen als Erfolgsfaktor kann darin gesehen werden, daß Aktienoptionen nur dann zu einer echten Verbesserung des Shareholder Value führen, wenn das Management Interesse an einer dauerhaften Steigerung des Shareholder Value zeigt und diesem Prinzip folgt. Sobald das Management aber die langfristige Betrachtung, um eigene Vorteile zu verwirklichen, außer acht läßt, findet lediglich eine manipulierte Verbesserung des Shareholder Value statt.

6. Synthese

Die Darstellung der vier Erfolgsfaktoren, die zu einer manipulierten Verbesserung des Shareholder Value führen, hat gezeigt, daß diese auf unterschiedlicher Ebene angesiedelt sind.

Die ersten drei Erfolgsfaktoren „*Länge des Prognosehorizontes*“, „*Variation von Rückstellungen und Abschreibungen*“, „*Minimierung der Kapitalkosten*“ lassen sich unternehmensintern auf rechnerische Ermittlung der Höhe des Unternehmenswertes und dadurch Höhe des Shareholder Value zurückführen. Der vierte Erfolgsfaktor „*Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre*“ basiert, indirekt vom Unternehmen ausgehend, auf der Beeinflussung der Aktionäre. So geben auch diese Erfolgsfaktoren „in specie“ Antwort auf die eingeführte Frageformel:

SHAREHOLDER VALUE wird geschaffen durch

1. die konkreten Maßnahmen : **geschickte Wahl der Parameter**
geschicktes Aussenden von Informationen,
2. unter Rückgriff auf das Mittel zum Zweck: **Verhalten der Aktionäre,**
3. mittels den Methoden: **Errechnung/Informationstechnologien,**
4. unter dem Primat: **bestmögliche Steigerung des Unternehmenswertes.**

Der gemeinsame Nenner dieser vier Erfolgsfaktoren mag sicherlich eine Erhöhung des Unternehmenswertes sein, doch fehlt hinter dieser Erhöhung die **Substanz**.



Beyer, Horst-Tilo (Hg.): Online-Lehrbuch BWL, <http://www.online-lehrbuch-bwl.de>