

I. Problemstellung

Viele Unternehmen bekennen sich heute zum Shareholder Value. Diesen Unternehmen kann die Frage gestellt werden: „Sein oder nicht Sein?“

„Sein“ - eine langfristige Steigerung des Shareholder Value im Einklang mit dem tatsächlichen Wert eines Unternehmens - oder „nicht sein“ - eine kurzfristige Steigerung des Shareholder Value ohne Rückendeckung eines entsprechenden Unternehmenswertes, eine Verzerrung der Tatsachen zum bloßen Schein.

Wo liegen die Wurzeln für die Phänomene „Sein“ bzw. „nicht Sein“?

Die Wurzeln sind sogenannte Erfolgsfaktoren: Erfolgsfaktoren „in re“, die zu einer realen, greifbaren Verbesserung des Shareholder Value führen und Erfolgsfaktoren „in specie“, die zu einer scheinbaren, substanzlosen Verbesserung des Shareholder Value führen.

Angesichts der aktuellen Situation auf dem Aktienmarkt, der sich in zunehmendem Maß durch Explosion der Aktienkurse bei Börsengängen sowie durch eine kontinuierlich steigende Zahl von Börsengängen auszeichnet, erscheint eine Analyse der Erfolgsfaktoren des Shareholder Value sinnvoll. Man denke beispielsweise an die Kursexplosion der Infineon-Aktie oder die hohe Marktkapitalisierung der EM.TV&Merch.-Aktie im Vergleich zum Umsatz. Es ist sicherlich eine Diskussion berechtigt, inwiefern solche Aktienkurse den wahren Wert eines Unternehmens widerspiegeln. Angeregt durch Medien und Werbung, deren Einfluß in letzter Zeit ungeahnte Ausmaße angenommen haben, wird ein regelrechtes Aktienfieber in der Öffentlichkeit ausgelöst.

Die folgende Arbeit hat das Ziel, die Erfolgsfaktoren „in re“ in ihrer komplexen Vernetzung darzulegen und unter dem Gesichtspunkt ihres Wertbeitrags zur Steigerung des Shareholder Value zu untersuchen. Im zweiten Block dieser Arbeit werden die Erfolgsfaktoren „in specie“, also die scheinbar wertsteigernden Erfolgsfaktoren, erläutert. Ein Exkurs zu Fusionen zeigt dabei exemplarisch, welche Erfolgsfaktoren über das Gelingen einer Fusion und gleichzeitig Generierung von Shareholder Value entscheiden. 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 Ansatz¹

Zur Analyse der Beziehung „Erfolgsfaktoren² - Shareholder Value“ sind Basisfakten über den Shareholder Value und seine Wertgeneratoren notwendig, die zunächst aufgezeigt werden sollen.

1. Konzeption des Shareholder Value Ansatzes

Urvater des Shareholder Value Ansatzes ist der amerikanische Professor Alfred Rappaport. Mit seinem 1986 erschienenen Buch „Creating Shareholder Value - The New Standard for Business Performance“³ verfaßte er ein Standardwerk des wertorientierten Managements. Der Ansatz Rappaports basiert auf der Annahme, daß ein Investor den Kauf einer Aktie als ausschließlich finanzielles Investment betrachtet, das eine Rendite erwirtschaften soll, die zumindest nicht schlechter ist, als die einer alternativen Anlage.⁴ Für die Aktionäre stellt sich der Shareholder Value als sogenannter Total Return dar, d.h. die Summe aus Kursgewinnen, Dividenden und Bezugsrechten.⁵

Die Verantwortung für die Steigerung des Eigentümerwertes, des Shareholder Value, trägt das Management eines Unternehmens. Folglich hat die Unternehmensführung im Sinne des Shareholder Value Ansatzes die Zielvorgabe, Geschäftsstrategien nach Maßgabe der Renditen zu beurteilen, die sie für Anteilseigner schaffen und die mittels Dividendenzahlungen und Kurswertsteigerungen der Aktie gemessen werden.⁶

2. Ermittlung des Shareholder Value

Die Bewertungsmethodik des Shareholder Value Ansatzes baut auf der Ertragswertmethode⁷ auf. Der Shareholder Value SV, der Eigentümerwert, wird definiert als Unternehmenswert W_U abzüglich des Marktwertes des Fremdkapitals:

$$(1) \quad SV = W_U - \text{Fremdkapital}$$

¹ vgl. auch: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Prof. Beyer: „Shareholder Value“, „Betriebliches Zielsystem - Shareholder Value - Stakeholder Value - Dynamische Nutzenbalance - Balanced Scorecard“ vom Sommersemester 1999 (SS 99), „Vergleichende Betrachtung von Shareholder Value und Stakeholder Value“ vom SS 00, Prof. Beyer: „Nachdenkliches“ zu Shareholder Value, Stakeholder Value und Balanced Scorecard

² vgl. auch: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: „Strategischer Erfolg von Unternehmen“ Wintersemester 1998/99 (WS 98/99)

³ Rappaport, Alfred: Creating Shareholder Value - The New Standard for Business Performance

⁴ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 61

⁵ Müller, M.: Shareholder Value - Eine Darstellung des Konzeptes, S. 137

⁶ Rappaport, A.: Shareholder Value, Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, S. 12

⁷ Bei der Ertragswertmethode wird der Gesamtwert eines Unternehmens dem Ertragswert gleichgesetzt; dieser wird durch die Diskontierung aller zukünftig zu erwartenden Reinerträge ermittelt.

Der Unternehmenswert W_U entspricht der Summe der auf den Bewertungszeitpunkt abgezinste Geldflüsse innerhalb eines bestimmten Prognosehorizontes (Summe aller abgezinste freie Cash Flows) zuzüglich der Geldflüsse nach dem Prognosehorizont (Restwert des Unternehmens).

Der Unternehmenswert W_U kann mathematisch in folgender Formel (2) ausgedrückt werden, die von 4 Parametern bestimmt wird:⁸

$$(2) \quad W_U = \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{RW}{(1+r)^t} = \underbrace{\left(\sum_{i=1}^t \frac{CF_i}{(1+r)^i} \right)}_{\text{Summe aller abgezinste Cash Flows}} + \underbrace{\frac{RW}{(1+r)^t}}_{\text{Restwert}}$$

CF_i: freier Cash Flow

r: Diskontierungsfaktor

t: Länge des Prognosehorizontes

RW: Restwert des Unternehmens

Der Unternehmenswert, und damit der Shareholder Value, wird also von 4 Einflußfaktoren bestimmt; diese sollen im folgenden einer näheren Betrachtung unterzogen werden:

a) die freien Cash Flows CF_i

c) die Länge des Prognosehorizontes t

b) der Diskontierungsfaktor r

d) der Restwert RW (Residual Value)

a) Rappaport wählt als Bewertungsgrundlage den diskontierten freien Cash Flow. Der Cash Flow bezeichnet im üblichen Sinne das tatsächliche Innenfinanzierungsvolumen⁹; er ist eine Stromgröße, die den in einer Periode erfolgswirksam erwirtschafteten Zahlungsmittelüberschuß angibt¹⁰ und läßt sich nach folgender vereinfachten Formel auf indirekte Weise berechnen¹¹:

$$(3) \quad \begin{array}{l} \text{Jahresüberschuß / Jahresfehlbetrag} \\ + \text{Abschreibungen} \\ + \text{Erhöhung der langfristigen Rückstellungen} \\ \hline = \text{vereinfachter Cash Flow} \end{array}$$

⁸ Meier-Scherling, P.: Shareholder Value Analyse vs. Stakeholder Management: Unternehmenspolitische Grundkonzeptionen als Ansätze zur Erweiterung der Theorie der Unternehmung, S. 88

⁹ Schmalen, H.: Grundlagen und Probleme der Betriebswirtschaft, S. 703

¹⁰ Wöhe, G.: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, S. 853

¹¹ Bühner, R.: Unternehmerische Führung mit Shareholder Value, S. 14

Eine andere Berechnungsmöglichkeit des Cash Flow zeigt sich in folgender Formel, die den Cash Flow auf die Wertgeneratoren zurückgeführt¹²:

(4)

$$\begin{aligned} \text{Cash Flow} = & \{ (\text{Umsatz des Vorjahres}) \cdot (1 + \text{Wachstumsrate des Umsatzes}) \\ & \cdot (\text{betriebliche Gewinnmarge}) \cdot (1 - \text{Gewinnsteuersatz}) \} \\ & - (\text{Zusatzinvestitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen}) \end{aligned}$$

Grundlage für den Shareholder Value Ansatz ist der freie betriebliche Cash Flow, der sich folgendermaßen errechnet¹³:

(5) **Cash Flow**

- Investitionen in Anlagevermögen
 - Erhöhung des Working Capital¹⁴
 - Steuerzahlungen
-

= Freier betrieblicher Cash Flow

Der freie betriebliche Cash Flow ist der Betrag, der maximal zur Vergütung von Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung steht, ohne daß der Wert des Unternehmens sinkt oder Wachstumsziele beschränkt werden.¹⁵

b) Bisher blieb bei der Ermittlung des Cash Flow die Zeitkomponente unberücksichtigt. Nachdem es Ziel des Shareholder Value Ansatzes ist, Investitionsentscheidungen zu einem bestimmten Zeitpunkt zu beurteilen, müssen alle zukünftigen Geldströme und der Endwert des Unternehmens betrachtet werden. Dafür werden die zukünftigen Cash Flows und der Endwert des Unternehmens auf den Bewertungszeitpunkt diskontiert. Erst dann kann ein Vergleich mit alternativen Investitionen

¹² Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 55

¹³ Meier-Scherling: Shareholder Value Analyse vs. Stakeholder Management: Unternehmenspolitische Grundkonzeptionen als Ansätze zur Erweiterung der Theorie der Unternehmung, S. 89

¹⁴ Working Capital ist eine Kennzahl zur Beurteilung der Liquidität; Working Capital ist der Teil des kurzfristigen Umlaufvermögens, der langfristig finanziert ist.

¹⁵ Beecker, R.: Speed-Management zur Steigerung des Unternehmenswertes, S. 100

durchgeführt werden.¹⁶ Als Diskontierungsfaktor r wird der Weighted Average Cost of Capital (WACC) verwendet, d.h. die gewichteten Durchschnittskosten für Eigen- und Fremdkapital¹⁷:

<p>(6)</p> $r = r_{EK} \cdot \frac{EK_M}{GK_M} + r_{FK} \cdot \frac{FK_M}{GK_M} \cdot (1-k)$	<p>r_{EK} : Eigenkapitalkosten r_{FK} : Fremdkapitalkosten EK_M : Eigenkapital zu Marktwerten FK_M : Fremdkapital zu Marktwerten GK_M : Gesamtkapital zu Marktwerten k : Gewinnsteuersatz</p>
--	--

An dieser Stelle müssen nun die effektiven Kapitalkosten r_{EK} und r_{FK} geschätzt werden, wobei sich die Ermittlung der Fremdkapitalkosten r_{FK} als verhältnismäßig einfach gestaltet, da sie den langfristigen Renditen, die derzeit von Fremdkapitalgebern gefordert werden, entsprechen.

In der Praxis wird zur Berechnung der Eigenkapitalkosten r_{EK} das zu den Kapitalmarktmodellen zählende Capital Asset Pricing Model (CAPM) verwendet. Die Hauptaussage dieses Modells lautet: „Je höher das Risiko eines Wertpapiers ist, desto größer sollte dessen Rendite sein.“ Das CAPM ermöglicht, einen risikogewichteten Diskontierungsfaktor abzuleiten, der es erlaubt, den Barwert zukünftiger und damit unsicherer Entwicklungen, Gewinne und Cash-Flows zu ermitteln.¹⁸

Die Gleichung des CAPM lautet¹⁹:

<p>(7)</p> $r_{EK} = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$	<p>r_{EK} : Eigenkapitalkosten r_f : Rendite risikofreier Anlagen r_m : Rendite des Marktportfolios $\beta \cdot (r_m - r_f)$: durchschnittliche Risikoprämie β : Beta-Faktor (er gibt an, wie riskant die Kapitalanlage in einem bestimmten Unternehmen im Vergleich zu allen Unternehmen des Marktes ist)</p>
---	---

20

Durch die Diskontierung des Cash Flows mit dem Diskontierungssatz r ergibt sich aus dem freien Cash Flow der diskontierte Cash Flow.

c) Der Prognosehorizont²¹ stellt ein Zeitintervall dar, auf das die detaillierte Cash Flow-Prognose und -Diskontierung beschränkt wird. Diese Abgrenzung muß vor allem wegen der temporären

¹⁶ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 74

¹⁷ vgl.: Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 74-83

¹⁸ Black, A./Wright, P./Bachman, J.E./Waterhouse, P.: Shareholder Value für Manager, S. 38-39

¹⁹ Lehner, U.: Standortflexibilität als Beitrag zum Shareholder Value, S. 95-96

²⁰ Der β -Faktor ist der Quotient aus Kovarianz (Aktienrendite, Marktrendite) und Varianz (Marktrendite). Er gibt also

das Verhältnis an, in dem sich die Renditeschwankung einer Aktie zur Renditeschwankung des Gesamtmarktes verhält. Ist $\beta=1$, so entspricht die Aktienrendite der Marktrendite, ist $\beta>1$, so ist die Schwankung der Aktienrendite

größer, als die der Marktrendite, ist $\beta<1$, so ist die Schwankung der Aktienrendite kleiner.

Begrenztheit der strategischen Planung durchgeführt werden. Nach Rappaport ist der Produktlebenszyklus geeignet zur Bestimmung der Dauer des Prognosehorizontes. Der Produktlebenszyklus durchläuft folgende Phasen: Produkteinführung, Wachstum, Reife und Degeneration. Zu Beginn wird der Cash Flow negativ ausfallen, da erhebliche Investitionen notwendig sind. In der Wachstumsphase steigt der Cash Flow überproportional an, danach sinkt er wieder.²² Dabei hängt die Länge des Prognosehorizontes von branchen- und unternehmensspezifischen Gegebenheiten ab.²³

d) Die detaillierte Cash Flow-Prognose wird, wie eben erwähnt, auf den Prognosehorizont beschränkt. In vielen Fällen jedoch resultiert ein erheblicher Teil des Unternehmenswertes aus Cash Flow-Strömen, die jenseits dieser Zeitspanne liegen. Der Restwert, also der Wert, den das Unternehmen am Ende des Prognosezeitraumes aufweist, ist die Höhe des Cash Flow im letzten Jahr des Prognosehorizontes, dividiert durch die gewichteten Durchschnittskosten des Kapitals (vgl. Formel (6)).

3. Identifikation geeigneter Werthebel für den Shareholder Value

Die Identifikation einzelner Werthebel für den Shareholder Value läßt sich nach der Methode Rappaports über das Shareholder Value - Netzwerk gestalten. Eine andere Möglichkeit liegt nach Porter darin, ein Geschäftsfeld als Werterzeuger zu identifizieren. Die Boston Consulting Group dagegen filterte als maßgebliche Werthebel Cash Flow - Marge, Kapitalumschlag und Wachstum heraus.

3. 1. Shareholder Value - Netzwerk nach Rappaport

Das Shareholder Value - Netzwerk (vgl. Anhang S. A-1, Abb.1) zeigt, daß sich die Unternehmensführung auf sechs maßgebliche Wertgeneratoren konzentrieren muß, um das Ziel der Wertsteigerung zu realisieren. Die positiven oder negativen Beeinflussungen und Auswirkungen der Wertgeneratoren werden durch entsprechende betriebliche, investive und finanzielle Führungsentscheidungen in den Bewertungskomponenten betrieblicher Cash-Flows, Diskontierungssatz und Fremdkapital gemessen.

²¹ vgl. Punkt IV. 1. Erfolgsfaktor „Länge des Prognosehorizonts“

²² Vorlesung Prof. Beyer WS 98/99, 5. Steuerungsprozesse, 4. Unternehmensgründung und Rechtsformwahl

²³ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 73

Mit Hilfe des Shareholder Value - Netzwerkes kann das Management des Unternehmens den Beitrag einzelner Geschäfte zum gesamten Unternehmenswert messen sowie die Auswirkung verschiedener Strategien finanziell abschätzen.²⁴

Im Hinblick auf die Analyse der sechs Erfolgsfaktoren (vgl. Punkte III. *Erfolgsfaktoren „in re“: „echte“ Verbesserungen des Shareholder Value*) und deren Ausmaß auf den Shareholder Value wird im folgenden kurz auf die im Netzwerk ausgewiesenen Wertgeneratoren, Rückstellungen sowie Abschreibungen eingegangen.

1. Umsatzwachstum

Umsatzwachstum wird ausgedrückt im prozentualen Zuwachs des Umsatzes pro Jahr.²⁵ Prinzipiell wirkt sich Umsatzwachstum positiv auf den betrieblichen Cash Flow aus und dieser wiederum positiv auf den Shareholder Value. Umsatzwachstum kann durch Erhöhung der Absatzmenge²⁶ oder des Preises²⁷ erzeugt werden. Dies kann ein Unternehmen beispielsweise mittels Marktanteilsgewinnen bzw. durch Eintritt in neue Märkte²⁸ sowie Verfolgung einer Innovationsführerschaft²⁹ erreichen. Eine andere Möglichkeit besteht darin, Preissenkungspotentiale³⁰ auszunutzen und intensive Kundenorientierung³¹ zu betreiben.

2. Betriebliche Gewinnmarge

Die betriebliche Gewinnmarge ist das Betriebsergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen in Relation zum Umsatz. Eine Steigerung der betrieblichen Gewinnmarge bewirkt eine Steigerung des betrieblichen Cash Flow und somit eine Steigerung des Shareholder Value. Von allen Wertgeneratoren leistet die betriebliche Gewinnmarge den größten Beitrag.³² Eine Erhöhung der betrieblichen Gewinnmarge kann durch Preiserhöhung und Kostensenkung, Erhöhung der Absatzmenge³³, Wettbewerbsvorteile³⁴ und nachhaltige Effizienzverbesserung³⁵ erreicht werden.

3. Gewinnsteuersatz

²⁴ Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, S. 64

²⁵ Becker, C.: Wertorientiertes Umwelt-Management, S. 88

²⁶ Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, S. 68

²⁷ Beecker, R.: Speed-Management zur Steigerung des Unternehmenswertes, S. 291

²⁸ Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, S. 68

²⁹ Beecker, R.: Speed-Management zur Steigerung des Unternehmenswertes, S. 262

³⁰ Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, S. 68

³¹ Black/Wright, P./Bachman, J.E./Waterhouse, P.: Shareholder Value für Manager, S. 125

³² Black, A./Wright, P./Bachman, J.E./Waterhouse, P.: Shareholder Value für Manager, S. 72

³³ Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, S. 68

³⁴ Becker, C.: Wertorientiertes Umwelt-Management, S. 293

³⁵ Bötzel S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 110-111

Dieser Wertgenerator stellt die prozentualen Steuern auf den Cash Flow und das Vermögen eines Jahres dar.³⁶ Ertragssteuern mindern den freien Cash Flow.³⁷ Die Steuerbelastung könnte durch Verlagerung in steuerbegünstigte Märkte oder Regionen reduziert werden.³⁸ Eine andere Möglichkeit ist die Verlagerung von Betriebsstätten in steuergünstigeres Ausland.³⁹

4. Rückstellungen und Abschreibungen

Auf Rückstellungen und Abschreibungen wird im Punkt IV. 2. *Erfolgsfaktor „Variation der Rückstellungen und Abschreibungen“* ausführlich eingegangen.

5. Investitionen⁴⁰

Veränderungen des Netto-Umlaufvermögens sowie der Investitionen bzw. der Desinvestitionen in das Anlagevermögen gehen stark mit dem Umsatzwachstum einher, da sie dessen eigentliche Grundlage darstellen.⁴¹

6. Kapitalkosten

Die Kapitalkosten gehen in die Berechnung des Diskontierungsfaktors ein: je höher die Kapitalkosten, desto höher der Diskontierungsfaktor und damit desto niedriger der Unternehmenswert.

3. 2. Strategisch bedingte Voraussetzung für Werterzeugung nach Porter

Porter identifiziert als Werterzeuger ein Geschäftsfeld aus strategischer Sicht. Die Abbildung 2 im Anhang S. A-2 zeigt exemplarisch, wie qualitative Aspekte im Sinne von Werttreibern bezüglich Märkte/Branche, Kunden/Abnehmer, Produkte/Technologien, Wettbewerb sowie Distributionssystem aussehen.⁴²

3. 3. Drei Hebel zur Wertsteigerung nach Boston Consulting Group

In einer Untersuchung filterte die Boston Consulting Group drei maßgebende Werthebel mit zur Wertschaffung und Börsenkurssteuerung heraus: Cash Flow - Marge, Kapitalumschlag und Wachstum. Diese drei Werthebel und mögliche Maßnahmen diese zu beeinflussen werden in Tabelle 1 im Anhang S. A-22 vorgestellt.

³⁶ Sauter, U.: Anwendbarkeit des Shareholder Value zur Managementbeurteilung, S. 88

³⁷ Black, A./Wright, P./Bachman, J.E./Waterhouse, P.: Shareholder Value für Manager, S. 72

³⁸ z.B. werden Investitionen in den neuen Bundesländern durch das Fördergebietsgesetz massiv steuerlich begünstigt

³⁹ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 110

⁴⁰ vgl. Formel (7), S. 10, vgl. Punkt III. 6. *Erfolgsfaktor „Wertschöpfungsorientierung“*

⁴¹ Sauter, U.: Anwendbarkeit des Shareholder Value zur Managementbeurteilung, S. 89

⁴² Bötzel, S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 98

3. 4. Sensitivitätsanalysen

Im Rahmen des Shareholder Value Ansatzes wird das Ziel verfolgt, alle Aktivitäten und Prozesse so auszurichten, daß der Unternehmenswert langfristig erhöht wird.⁴³ Dabei kann anhand von Sensitivitätsanalysen herausgefunden werden, wie der Unternehmenswert durch Abweichungen bei den einzelnen Wertgeneratoren innerhalb eines bestimmten Szenarios beeinflusst wird. Auf diese Weise können Strategien getestet und kritische Werttreiber identifiziert werden.⁴⁴

Verschiedene Sensitivitätsanalysen haben ergeben, daß die Erhöhung der Gewinnmarge einen wesentlich größeren positiven Einfluß auf den Cash Flow hat als etwa eine Erhöhung des Umsatzwachstums. Die Rangfolge derjenigen Werttreiber, die bei ihrer Erhöhung den Cash Flow senken, lautet:

1. Kapitalkosten,
2. Investitionen ins Anlagevermögen,
3. Ertragssteuern,
4. Investitionen ins Umlaufvermögen.⁴⁵

Abbildung 3 im Anhang S. A-2 zeigt, wie sich eine einprozentige Veränderung eines Werttreibers unter Konstanz der übrigen voraussichtlich auf den Börsenkurs auswirkt. Verkauft der Aktionär bei steigendem Kurs seine Aktien, kann er einen Kursgewinn erzielen.

3. 5. Schwellenertragsanalyse: Abschätzung der Wertsteigerung

Ausgangspunkt der Schwellenertragsanalyse ist folgende Überlegung:

Eine Steigerung des Unternehmenswertes ist nur aus solchen Investitionen bzw. durch solche Strategien zu erwarten, deren interne Ertragsrate die vom Kapitalmarkt geforderte Mindestrendite, also die Kapitalkosten des Unternehmens, übersteigt.

Die Veränderung des Unternehmenswertes und damit des Shareholder Value durch mögliche Strategien oder Strategiekombinationen kann durch folgende Formel beschrieben werden⁴⁶:

(7)

$$dSV = \frac{dU \cdot GM_{dU} \cdot (1 - k)}{r} - \frac{dU \cdot dI_{AV + UV}}{1 + r}$$

(1)(2)

d :Veränderung

U :Umsatz

SV :Shareholder Value

GM_{dU}: Gewinnmarge bezogen auf Umsatzveränderung

k :Gewinnsteuersatz

r : Kapitalkostensatz

I_{AV+UV}: Investitionen in AV und UV

⁴³ Beecker, R.: Speed-Management zur Steigerung des Unternehmenswertes, S. 55

⁴⁴ Horváth, P.: Controlling, S. 498-499

⁴⁵ Janisch, M.: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, S. 86

⁴⁶ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 90

Quotient (1) repräsentiert im Falle einer Umsatzausweitung den Barwert der aus dem Umsatzwachstum zusätzlich anfallenden Cash Flows⁴⁷. Mit Quotient (2) wird der Barwert der Investitionen in das AV und UV ermittelt, die notwendig sind, um die Umsatzausweitung zu ermöglichen. Quotient (2) stellt also die Geldabflüsse dar. Der Shareholder Value ist demnach genau dann nicht mehr verbesserbar, wenn die Barwerte von Geldzufluß und Geldabfluß identisch sind: dieser Zustand wird Gewinnschwelle genannt.⁴⁸

3. 6. Basiskreislauf eines wertorientierten Managements

Der Basiskreislauf stellt nach Becker⁴⁹ die treibende Kraft eines wertorientierten Unternehmens dar. In ihm werden Faktoren, die den Shareholder Value beeinflussen, miteinander verknüpft (vgl. Anhang S. A-3, Abb.4).

4. Eignung des Aktienkurses als Wertmaßstab eines Unternehmens

Im Zusammenhang mit Shareholder Value treffen wir auf Begriffe wie „innerer Wert einer Aktie“, „innerer Wert eines Unternehmens“, „Aktienkurs“ oder „Wert des Eigenkapitals“. Anhand ihrer Erläuterungen wird nun untersucht, inwiefern der Aktienkurs ein geeigneter Unternehmenswertmaßstab ist.

Die Suche nach dem inneren Wert einer Aktie geht immer mit der Suche nach dem „wahren“ Wert eines Unternehmens einher. Der innere Wert einer Aktie ist nichts anderes als der Versuch, einen adäquaten Preis für ein Unternehmen am Markt zu ermitteln. Der innere Wert eines Unternehmens entspricht seinem wirtschaftlichen Wert als ein aktiv betriebenes Unternehmen. Das über ein Unternehmen zur Verfügung stehende Datenmaterial erlaubt eine relativ gute Orientierung über den wahren Wert eines Unternehmens. Grundlage zur Bestimmung des inneren Wertes ist neben der Betrachtung vergangenheitsbezogener Daten vor allem die Einschätzung der zukünftigen Entwicklung der Ertragskraft eines Unternehmens. Es gilt, daß sich der innere Wert eines Unternehmens proportional zur Ertragsentwicklung verhält. Er entspricht einer Art Barwert, dem heutigen Wert aller zukünftigen Erträge⁵⁰.

Das Produkt aus dem Aktienkurs und der Anzahl der emittierten Aktien ist Ausdruck für den Wert des Eigenkapitals des Unternehmens nach Meinung der Aktionäre. Dieser Rückschluß impliziert die

⁴⁷ Sauter, U.: Anwendbarkeit des Shareholder Value zur Managementbeurteilung, S. 119

⁴⁸ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 89-92

⁴⁹ Becker, C.: Wertorientiertes Umwelt-Management, S. 175

⁵⁰ Rother, H.: Innerer Wert einer Aktie und seine anlagepolitische Relevanz, S. 109-111

Annahme, daß der Marktwert der emittierten Aktien allein durch den Wert des Eigenkapitals determiniert wird. Der Aktienkurs wird in erster Linie von der Entwicklung der Ertragskraft eines Unternehmens bestimmt, dennoch beeinflussen den Kurs einer Aktie grundsätzlich auch externe Faktoren wie gesamtwirtschaftliche Entwicklungen, Zins- oder Wechselkursänderungen, steuerliche Regelungen, politische Entscheidungen sowie die Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre.⁵¹ Eine Zinserhöhung beispielsweise führt ceteris paribus zu einem Absinken des Eigenkapitalwertes. Denn der Eigenkapitalwert als Barwert aller zukünftig an die Eigenkapitalgeber fließenden Zahlungen sinkt aufgrund der stärkeren Diskontierung der Zahlungen. Es bleibt demnach festzuhalten, daß der tatsächliche Börsenkurs durch sehr unterschiedliche Einflußfaktoren beeinträchtigt um seinen inneren Wert oszilliert. „In den seltensten Fällen liegen (innerer Wert einer Aktie und tatsächlicher Börsenkurs) auf einem Niveau⁵², es herrscht „eine nahezu latent vorhandene Differenz“⁵³. Denkt man jedoch an die in der Einleitung genannten Fälle der Infineon-Aktien oder EM.TV-Aktien, so könnte man sogar behaupten, daß es sich oft nicht nur um „eine latent vorhandene Differenz“, sondern um eine offen ersichtliche, drastische Diskrepanz zwischen dem inneren Wert einer Aktie und dem Börsenkurs handelt. Daß man im Sinne des Shareholder Value Ansatzes auf eine solche Verzerrung der Fakten nicht bauen sollte, ist evident. Stattdessen gilt es, sich am inneren Wert einer Aktie zu orientieren und der Versuchung zu widerstehen, der aktuellen Börsensituation mit „Herdentrieb, Pessimismus und Euphorie“⁵⁴ zu folgen.

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

Aus dem vorausgegangenen Kapitel geht hervor, daß die aktuelle Börsensituation kein wahres Spiegelbild des Shareholder Value eines Unternehmens ist, sondern oft nur eine Verzerrung des tatsächlichen Wertes - mag dieser über oder, wie so oft, unter des augenblicklich gehandelten Wertes liegen. Shareholder Value ist nicht allein durch ein Steigen des Aktienkurses gegeben, sondern erst dann, wenn die Aktionäre eine risikoadäquate Rendite für ihr Kapitalengagement erhalten.⁵⁵ Im Hinblick auf eine Verbesserung des Shareholder Value das: es gilt zwischen einer

⁵¹ vgl. Punkte IV. 4. Erfolgsfaktor „Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre“

Witt, P.: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, S. 3

⁵² Rother, H.: Innerer Wert einer Aktie und seine anlagepolitische Relevanz, S. 118

⁵³ ebenda, S. 110

⁵⁴ ebenda, S. 119

⁵⁵ Bernhardt, W.: Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value?, Teil 1, S. 5

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 Erfolgsfaktoren⁵⁶ bestimmt: **Kundenorientierung, Wandlungsorientierung, Kernkompetenzorientierung, Mitarbeiterorientierung, Netzwerkorientierung und Wertschöpfungsorientierung.**

Vorab sei erwähnt, daß das Prinzip des Synergiemanagements alle, das Unternehmensgeschehen bestimmende Markt-, Geschäfts- und Verhaltensprozesse in ihrer Gesamtheit und ihrer interdependenten Beziehung betrachtet.⁵⁷ Die zu untersuchenden sechs Erfolgsfaktoren bedingen sich aufgrund der Vernetzung in einem Unternehmen gegenseitig, so daß sie erst in ihrem Zusammenspiel zu dessen Erfolg beitragen.

Zur Untersuchung des Wertbeitrages der einzelnen Erfolgsfaktoren auf den Shareholder Value werden diese in Unterpunkte gegliedert, die mir besonders signifikant erscheinen, jedoch keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben.

Da das Ziel dieser Arbeit ist, die einzelnen Erfolgsfaktoren in Hinblick auf ihre Auswirkung auf den Shareholder Value zu untersuchen, bietet es sich an, zwei Systeme zu betrachten: zum einen den Basiskreislauf des Shareholder Value (siehe Anhang S. A-3, Abb.4), zum anderen die sechs Erfolgsfaktoren und ihre Unter Aspekte in einem System von Vernetzungen. Das Ziel dieser Darstellung ist, die Affinitäten zwischen den einzelnen Erfolgsfaktoren nachzuweisen und dabei der Frage nachzugehen, ob diese hierarchisch geordnet werden können, also ob eine oder mehrere Primärursachen existieren, aus denen sich die anderen ableiten lassen. Daraus ergibt sich für die Vorgehensweise der Untersuchung folgendes: der Basiskreislauf wird schrittweise nach der Behandlung eines jeden Erfolgsfaktors um die entsprechenden Verbindungen innerhalb des Netzwerks erweitert. Im Basiskreislauf setzen die sechs Erfolgsfaktoren an jeweils unterschiedlichen Stellen gleichzeitig an. Es ergibt sich eine gegenseitige Durchdringung in zweifacher Hinsicht:

1. zwischen Basiskreislauf und Erfolgsfaktoren,
2. zwischen den einzelnen Erfolgsfaktoren selber, wobei durch Einbeziehung der verschiedenen Unterpunkte der Erfolgsfaktoren ein komplexes System interdependenter Beziehungen entsteht.

⁵⁶ Vorlesung Prof. Beyer WS 98/99, 5. Steuerungsprozesse, A Steuerungsprozesse im Überblick, 1. Betriebliche Zielsetzung

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 Wertschöpfungskette⁵⁸ (Primärprozeß) synergetische Wirkungen entfalten.⁵⁹ Auch wenn die Postulate „Der Kunde als Mittelpunkt dieser Wertsteigerung“ und „Kundennutzen - gemessen an der Kundenzufriedenheit - maximieren“ in der Theorie vielfach hochgejubelt werden, so sind sie in der Praxis noch keineswegs selbstverständlich.⁶⁰ Jedes Unternehmen sollte sich mit der Frage auseinandersetzen: „Wie kombinieren wir bestehendes und neues Wissen um Leistungen zu erbringen, deren Wert für die Kunden weit über dem des Angebots der Konkurrenz liegt?“⁶¹ 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 ist⁶², 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.⁶³ Dabei kann erst dann von Kundenloyalität gesprochen werden, wenn der Kunde die Auffassung gewonnen hat, daß sich die Aufrechterhaltung der Beziehung lohnt⁶⁴ und er bereit ist, das Unternehmen weiterzuempfehlen.⁶⁵ Bereits bei diesem ersten Erfolgsfaktor zeigt sich in evidenter Weise, daß ein Erfolgsfaktor nicht isoliert betrachtet werden kann, tritt er doch in komplexe Wechselwirkung mit anderen Erfolgsfaktoren: Kundenorientierte Unternehmen zeichnen sich nämlich dadurch aus, daß sie sich auf Kernkompetenzen (vgl. Punkt III. 3. *Erfolgsfaktor „Kernkompetenzen“*) konzentrieren, mit dem Kunden lernen und Informationen (vgl. Punkt III. 4. *Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“*) über den Kunden unternehmensweit verbreiten. (Vgl. Anhang S. A-4, Abb.5, Anhang S. A-5, Abb.7)

1. 1. Customer-Lifetime-Value-Management

⁵⁷ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S. 23

⁵⁸ vgl. hierzu: Erfolgsfaktor Wertschöpfungsorientierung

⁵⁹ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S. 88

⁶⁰ Beyer, H.-T.: „Strategie der Gewinner“, S. 2

⁶¹ Handlbauer, G./Matzler, K.: Säulen der kundenorientierten Unternehmensführung, S. 113

⁶² Volk, H.: Eine Beziehung zum Kunden aufbauen, S. 3

⁶³ vgl. auch: [http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/Prof. Beyer: Kausalkette](http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/Prof.%20Beyer/Kausalkette)

O.V.: Die schiere Größe bringt keinen dauerhaften Wettbewerbsvorteil, S. 29

⁶⁴ O.V.: Die Treue der Kunden beruht auf Berechnung, S. 5

⁶⁵ O.V.: Der enge Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit und Kundenbindung, S. 6

Die Philosophie und Strategie der Kundenorientierung ist untrennbar mit dem Customer-Lifetime-Value-Management verbunden⁶⁶: In dessen Rahmen wird ein integriertes Gesamtsystem von Kundengewinnung, kundenorientierter Kernleistung, Kundenbeziehungsmanagement und Kundenmonitoring gestaltet (vgl. Anhang S. A-4, Abb.6).

1. 2. Kundenwert schafft Shareholder Value

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)“. Es gilt: **„Customer Value creates Shareholder Value“**. Im Rahmen des Erfolgsfaktors „Kundenorientierung“ wird nun untersucht, wie sich der Einfluß des Kundenwerts auf den Shareholder Value im Einzelnen gestaltet.

Da sich der Wert eines Unternehmens also maßgeblich durch den Wert seiner Kundenbeziehungen bestimmt, ⁶⁷ muß sich ein Unternehmen konsequent auf den Kunden ausrichten, Trends frühzeitig erkennen, bedarfsgerechte Produkte für unterschiedlichste Kundengruppen entwickeln, diese zum richtigen Zeitpunkt anbieten und damit die Kundenloyalität erhöhen und ausbauen. Voraussetzung und Basis dafür ist das Wissen über die Kunden bzw. das Wissen über deren „doppelten Kundenwert“. ⁶⁸ Denn in den Wert des Kunden fließen quantitative und qualitative Größen sowie die Dauer der Kundenbeziehung ein. ⁶⁹ Die Dauer der Kundenziehung ist insofern von Relevanz, als der Kunde mit der Zeit profitabel wird und somit ein realitätsnäheres Ergebnis widerspiegelt wird (vgl. Anhang S. A-7, Abb.9).

Die quantitativen Größen können rechnerisch ermittelt werden. Qualitative Potentialgrößen des Kundenwertes liegen z.B. im Referenz-, Cross-Selling- und Informationspotential. Referenzpotential spiegelt den Einfluß eines Kunden auf konsumrelevante Einstellung, Meinung und Verhaltensweise eines anderen Kunden wider. Es kann definiert werden als Anzahl potentieller Kunden, die ein aktueller Kunde mit positiven, neutralen oder negativen Informationen erreichen kann. Um zu untersuchen, wie sich die Weitergabe von Referenzen quantitativ niederschlägt, muß der Referenzwert ermittelt werden. Der Referenzwert eines Kunden ergibt sich aus der Summe einmalig anfallender Akquisitionskosten der Neukunden und den diskontierten Kundenwerten der von ihm

⁶⁶ Zezelj, G.: Customer-Lifetime-Value-Management, S. 10

⁶⁷ Hofmann, M./Baumann, O.: Kein Shareholder Value ohne Customer Value, S. 32-36

⁶⁸ Hunsel, L./Zimmer, S.: Kundenwert und Kundenloyalität, S. 115

⁶⁹ vgl. auch: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Online-News Stand April 2000: Absatzbereich Nr. 30;

durch Referenzen gewonnenen Neukunden. Das Cross-Selling-Potential ist ein Maß dafür, ob eine bestehende Kundenbeziehung für weitere Produkte desselben Unternehmens ausgenutzt werden kann. Bei der monetären Quantifizierung dieses Potentials ergeben sich erhebliche Schwierigkeiten. Ebenso offen bleibt die Bestimmung des Informationspotentials als quantitative Größe. Für dieses Bewertungsproblem wurden noch keine befriedigenden Lösungsansätze vorgestellt.⁷⁰ Das Informationspotential eines Kunden spiegelt sich im Wert des Kunden als sachkompetenter Informant und Experte bezogen auf sein eigenes Handeln und das anderer Kunden wider.⁷¹ Somit kann das Unternehmen die sich laufend ändernden Kundenbedürfnisse und Kundenwünsche aufnehmen, aktualisieren und schließlich durch fortwährende Interaktion und Integration gemeinsam mit dem Kunden Veränderungsprozesse gestalten.⁷² Denn nur wer seine Kunden und ihre heutigen und künftigen Bedürfnisse kennt, kann sie richtig bedienen. Nach einer Kundensegmentierung gemäß soziodemographischer und psychographischer Informationen wie z.B. Vorstellungen, Wünsche oder Interessen kann das Unternehmen Produkte und Dienstleistungen auf die einzelnen Segmente getrennt ausrichten, mit der Folge, daß sich ihm erhebliche Erfolgspotentiale eröffnen.⁷³ Um den differenzierten Ansprüchen der Kunden gerecht zu werden, stehen unterstützende Informations- und Kommunikationstechnologien, wie z.B. Data Warehouse, Online-Informationssystem, Call-Center, zur Verfügung.⁷⁴ Die Datenflut an Informationen kann heute in elektronischen Kundenordnern abgelegt und systematisiert werden; hilfreich hierbei sind Data Base Marketing⁷⁵ oder Computer Aided Selling. Auch Internet, Extranet und Intranet sind Mittel für einen effizienten Informationsaustausch.⁷⁶ Mit einem Web-Auftritt verfolgt ein Unternehmen drei Ziele: Umsatzsteigerung, Zeitersparnis und Kostenreduktion.⁷⁷ Der quantitative Erfolg von Webseiten läßt sich über Besucherzahlen, Beteiligung an Chat-Foren, Page-Views und e-mail-Feedback messen, eine vergleichende Kontrolle bei anderen Marketing-Maßnahmen ist nicht möglich. Außerdem ermöglicht die Interaktion aller Beteiligten per Internet zielgruppengerechte Informationsbeschaffung und Gewinnung neuer Kontakte. Der wirtschaftliche Nutzen läßt sich mit der Anzahl gewonnener Kunden messen.⁷⁸ Die Wertschöpfungskette kann entsprechend dem über

Hofmann, M./Baumann, O.: Kein Shareholder Value ohne Customer Value, S. 32

⁷⁰ Cornelsen, J.: Kundenwert, S. 16-27

⁷¹ Hunsel, L./Zimmer, S.: Kundenwert und Kundenloyalität, S. 116

⁷² Handlbauer, G./Matzler, K.: Säulen der kundenorientierten Unternehmensführung, S. 115

⁷³ O.V.: Allein die Messung der Kundenzufriedenheit reicht nicht aus, S. 29

⁷⁴ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S. 114

⁷⁵ <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/>: Online-Lexikon

⁷⁶ vgl. <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/>: „Die Internet-Revolution: Was Unternehmen tun sollten um im Wandel der Informationsökonomik wettbewerbsfähig zu bleiben“ vom WS 98/99

⁷⁷ O.V.: Erfolg ist meßbar, S. 16

⁷⁸ O.V.: Erfolg ist meßbar, S. 20

den Kunden erhaltenen Wissen und den vorhandenen Kompetenzen gezielt erweitert und der Kundenwert systematisch gesteigert werden. Reichen die eigenen Kernkompetenzen nicht aus, so können strategische Allianzen oder Akquisitionen⁷⁹ die Kundenbindung an das Unternehmen erhöhen.⁸⁰

1. 3. Finanzwirtschaftlicher Zusammenhang zwischen Kundenwert und Shareholder Value

Mit Hilfe der Abbildung 8 im Anhang S. A-6 soll (nach Wayland/Cole) folgender Zusammenhang zwischen Kundenwert und Shareholder Value aufgezeigt werden:

Der „Customer Value Created“ stellt für das Unternehmen die Umsatzerlöse dar und spiegelt gleichzeitig den für den Kunden geschaffenen Nutzen wider, für den er wirklich zu zahlen bereit ist. Der „Customer Cash Flow“ ergibt sich aus der Differenz von „Customer Value Created“ und den gesamten kundenbezogenen Kosten und Steuern. Bei dieser Berechnung werden dem Kunden demnach ausschließlich Einzelkosten nach dem Identitätsprinzip zugerechnet, so daß der „Customer Cash Flow“ laut Literatur den Kundendeckungsbeitrag darstellt. Er gibt an, welchen Beitrag der einzelne Kunde zur Deckung der Gemeinkosten und darüber hinaus zur Erzielung von Gewinn leistet.⁸¹ Nach Diskontierung mit den durchschnittlichen Kapitalkosten über die Dauer der Geschäftsbeziehung hinweg ergibt sich der „Customer Equity“ als Barwert oder Vermögenswert der Kundenbeziehung. Der „Customer Portfolio Value“ ist der aggregierte Vermögenswert aller Kundenbeziehungen, also die Summe aller „Customer Equity“. Letztendlich ergibt sich der „Shareholder Value“ als die Summe aller Vermögenswerte sämtlicher Kundenbeziehungen, bereinigt um den Kunden nicht zurechenbare Kosten und Steuern.

Nachdem nun der Kundenwert Shareholder Value generiert, müssen sich Unternehmen von wenig profitablen Kunden mit geringem Kundenwert trennen, um erfolgreich zu sein.⁸² So gilt z.B., daß ein relativ kleiner Teil der Kunden überproportional zum Gesamterfolg beiträgt, denn ca. 20 Prozent aller Kunden erzielen 80 Prozent des Gesamtgewinns, die restlichen 80 Prozent der Kunden verursachen unverhältnismäßig hohe Kosten.⁸³ Empirisch belegbar ist auch die Tatsache, daß

⁷⁹ vgl. Punkt 5. 2. 2. *Strategische Allianz, Joint Venture und Wertschöpfungspartnerschaft*, Punkt 5. 2. 3. *Akquisitionen in verwandte Bereiche*

⁸⁰ Hofmann, M./Baumann, M.: Kein Shareholder Value ohne Customer Value, S. 40

⁸¹ Cornelsen, J.: Kundenwert, S. 11

⁸² O.V.: Wo und wie geht es zum Kunden?, S. 3

⁸³ Diller, H.: Kundenerfolgsrechnung in der Konsumgüterindustrie, S. 2

Kunden mit der Zeit profitabler werden und deswegen auf Dauer gebunden werden sollten.⁸⁴ Dieser Zusammenhang läßt sich auf folgende Faktoren zurückführen:

- der kundenspezifische Umsatz steigt mit der Zufriedenheit und Vertrautheit des Kunden mit den Leistungen des Anbieters.⁸⁵ So haben 5 - 30 Prozent aller bestehenden Kunden das Potential, Schlüsselkunden zu werden. Dabei bewirken zwei Prozent Netto-Migration in die Spitze eine Umsatzsteigerung von 10 Prozent.⁸⁶
- die Vertriebskosten für die Kundenbindung sind wesentlich geringer als die Akquisitionskosten für einen neuen Kunden⁸⁷. Ca. 60-80 Prozent des Marketing-Budgets wird für Kommunikation mit potentiellen Kunden ausgegeben.⁸⁸ Bis zu 10 Prozent der teuer akquirierten Kunden wandern im ersten Jahr bereits wieder ab⁸⁹, meistens passiv, ohne den Grund für ihre Unzufriedenheit zu sagen⁹⁰. Dabei darf nicht vergessen werden, daß jeder enttäuschte Kunde durchschnittlich elf anderen Verbrauchern seine negativen Erfahrungen weitergibt.⁹¹
- die Preissensitivität eines Stammkunden ist wesentlich geringer als die von Neukunden. Ist ein Kunde mit den Leistungen eines Anbieters sehr zufrieden, dann wird er wegen eines geringen Preisvorteils nicht zum Konkurrenten wechseln.⁹²

Der Beziehungsaufbau zum Kunden und die darauf folgende Kundenbindung ist die wertvollste Investition in den Kundenwert.⁹³

Es zeigt sich, daß auch Investoren Unternehmen schätzen, die sich offiziell der Kundenorientierung verschreiben und dank guter Kundenbindungsstrategien letztendlich Shareholder Value schaffen⁹⁴: gerade loyale Kunden liefern einen hohen Beitrag zur Steigerung des Shareholder Value.

Im Anhang S. A-26 befinden sich Praxisbeispiele zum Erfolgsfaktor „Kundenorientierung“.

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

⁸⁴ ebenda, S. 23

⁸⁵ ebenda, S. 1

⁸⁶ O.V.: Was Unternehmen aus Kundenpyramiden lernen können, S. 3

⁸⁷ Diller, H.: Kundenerfolgsrechnung in der Konsumgüterindustrie, S. 1

⁸⁸ O.V.: Was Unternehmen aus Kundenpyramiden lernen können, S. 3

⁸⁹ Christianus, D.: Management von Kundenzufriedenheit und Kundenbindung: so steigern sie den Gewinn und Unternehmenswert, S. 74

⁹⁰ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S. 120

⁹¹ O.V.: Kundenzufriedenheit meßbar machen, S. 3

⁹² Christianus, D.: Management von Kundenzufriedenheit und Kundenbindung: so steigern sie den Gewinn und Unternehmenswert, S. 4

⁹³ Hofmann, M./Baumann, M.: Kein Shareholder Value ohne Customer Value, S. 40

⁹⁴ Butscher, S. A.: Kundenorientierung als Teil der Unternehmenskultur, S. 22

wachsenden Anpassungs- und Änderungsdruck reagieren müssen. Das bedeutet, daß neue Anforderungen, neue Aufgaben sowie neuer Qualifikationsbedarf zu bewältigen sind. Dabei dürfen nicht nur die traditionellen „harten“ Faktoren der Effizienz und der Effektivität im Vordergrund stehen, sondern es müssen auch die „weichen“ Faktoren wie Kooperationsfähigkeit, Vertrauenswürdigkeit oder Mitarbeiterintegration ausreichend Berücksichtigung finden.⁹⁵

Im Anhang S. A-8, Abb.10 wird der Basiskreislauf mit der Wandlungsorientierung ergänzt.

2. 1. Zeit

Zeit stellt gewissermaßen eine biegsame, unabhängige, frei verfügbare Ressource dar. Eine „evolutionäre“ Unternehmensführung verdient das Merkmal der „Dynamik“. Dies bedeutet, innerhalb einer relativ kurzen Zeit den Nutzen für alle am Unternehmen Beteiligten um ein Mehrfaches erhöhen und zugleich dem von Technologie und Innovation getriebenen raschen Wandel folgen zu können.⁹⁶ Heute gilt es, Leistungen schneller als die Konkurrenz zu verbessern, denn die Leistungsverbesserungsrate schafft einen Mehrwert für die Anteilseigner eines Unternehmens.⁹⁷

2. 2. Management und Leadership

Die Fähigkeiten der Führungskräfte sind ein weiterer Faktor, der Unternehmen wertsteigernd in die Zukunft führen kann.⁹⁸ Traditionelle Führungsansätze aus dem Zeitalter der Maschinen haben im Informationszeitalter keine Berechtigung mehr. Möchte ein Unternehmen bei einem derart starken Wettbewerb Unternehmenswert schaffen, so müssen Führungskräfte und Mitarbeiter dazu inspiriert werden, neue Möglichkeiten zu entdecken und umzusetzen.

„Wettbewerb“ kann metaphorisch als Zone von drei „Kampfarenen“ aufgefaßt werden (vgl. Anhang S. A-9, Abb.11):⁹⁹

Der Kampf eines Unternehmens auf der „Arena“ des Wettbewerbs kann als Kampf „auf Leben oder Tod“ bezeichnet werden: ein „Stellungskrieg“. Einer guten „Führung“ gelingt es, diesen „Stellungskrieg“ zum richtigen Zeitpunkt in einen „Bewegungskrieg“ umzuwandeln. So können mittels Innovationen¹⁰⁰ neue Märkte „erfunden“ werden und Spielregeln des Wettbewerbs in bestehenden Märkten oder auch die Branchenstruktur verändert werden. Das Ausbrechen in den

⁹⁵ Hinterhuber, H.H./Stahl, H.K.: Die Unternehmung als Deutungsgemeinschaft, S. 51

⁹⁶ Stahl, H.K./Hejl, P.M.: Zeitbewußte Unternehmensführung, S. 58

⁹⁷ O.V.: Hindernisse auf dem Weg zur lernenden Organisation, S. 5

⁹⁸ Hinterhuber, H.H.: Führungskräfte als Lernende, S. 130

⁹⁹ Hinterhuber, H.H./Handlbauer, G./Matzler, K./Valdani, E.: Die neuen Spielregeln des Wettbewerbs: Von der Evolution zur Ko-Evolution, S. 16

¹⁰⁰ ausführlich in Punkt III. 2. 4. *Innovationen*

„Bewegungskrieg“ führt in dem Maße zu einer Steigerung des Unternehmenswertes, wie sich das Unternehmen von der Konkurrenz unterscheidet und Werte für die Kunden schafft. Allerdings geht der „Bewegungskrieg“ früher oder später in einen „Imitationskrieg“ über, der wiederum in den „Stellungskrieg“ mündet. Im harten Wettbewerb sollte ein Unternehmen über Ressourcen und Kernkompetenzen verfügen, die es ermöglichen, diesen Kreislauf von Kriegsführung in Gang zu halten.¹⁰¹ Für eine Verbesserung des Shareholder Value folgt daraus, daß die „Führung“, will sie in dieser „Kriegsdynamik“ bestehen, gleichzeitig Management und Leadership in einem sein soll (vgl. Anhang S. A-9, Abb.12):

Leadership ist mit dem Beruf des Dirigenten, Management mit dem des Kapellmeisters vergleichbar. Management heißt, Probleme auf kreative Weise lösen, heißt Arbeit innerhalb des Systems. Leadership beginnt dort, wo das Management mit seinen Methoden, Aufgaben und Techniken aufhört. Leadership heißt, durch stete Mitarbeiterorientierung¹⁰² Veränderungen und auch Paradigmenwechsel durchzusetzen, und zwar mit dem Ziel einer nachhaltigen Leistungsverbesserung und Erhöhung des Unternehmenswertes.¹⁰³

2. 3. Veränderungsbereitschaft

Das Postulat der Veränderung umfaßt die zuvor genannten Faktoren „Zeit“ sowie „Management und Leadership“. Denn eine wettbewerbsfähige Produkt- und Prozeßgestaltung erfordert ein dynamisches, schrittweises Vorgehen aus Produkt- und Prozeßinnovation sowie ständiges Lernen, umrandet von der Infragestellung vormals gefällter Entscheidungen. 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 Mitarbeiter¹⁰⁴ das Ergebnis seiner eigenen Leistung im Team sieht und weitere Vorschläge zur Verbesserung von Abläufen geben kann.¹⁰⁵

2. 4. Innovationen

¹⁰¹ Hinterhuber, H.H./Handlbauer, G./Matzler, K./Valdani, E.: Die neuen Spielregeln des Wettbewerbs: Von der Evolution zur Ko-Evolution, S. 15-18

¹⁰² vgl. hierzu Punkt III. 4. *Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“*

¹⁰³ Hinterhuber, H.H.: Führungskräfte als Lernende, S. 122

¹⁰⁴ vgl. hierzu Punkt III. 4. *Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“*

¹⁰⁵ O.V.: Die Veränderungsbereitschaft als zentraler Erfolgsfaktor, S. 5

„Agieren statt reagieren!“ Das Innovationsmanagement wird im Rahmen der Wandlungsorientierung zu einem umfassenden, tiefgreifenden Hauptprozeß des betrieblichen Geschehens¹⁰⁶, dessen Gelingen stark vom Abbau der Innovationshemmnisse¹⁰⁷ abhängt. Wie wichtig Innovationen für den Shareholder Value sind, geht aus folgenden Darlegungen hervor.

2. 4. 1. Produktinnovation

Produktinnovationen gehen zum einen zurück auf systematische F&E-Suchprozesse, zum anderen auf Marktinformationen, die in den Marketing- und Vertriebsabteilungen zusammenlaufen.¹⁰⁸

Tabelle 2 im Anhang S. A-22 zeigt Beispiele für mögliche Produktinnovationen.

Der hohe Stellenwert von Produktinnovationen liegt zum einen darin, daß ein Unternehmen wegen des verschärften nationalen und internationalen Wettbewerbs gezwungen ist, neue Produkte zu entwickeln und diese zur rechten Zeit auf den Markt zu bringen, wenn es seine bisherige Wettbewerbsposition halten oder sogar verbessern will. Zum anderen ist dank beschleunigter Technologieentwicklung eine Einführung von innovativen Produkten prinzipiell möglich und eine verspätete Einführung würde die Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens erheblich mindern.

Produktinnovationen sind also für den Shareholder Value deshalb von belang, weil sie den Marktanteil eines Unternehmens erhöhen¹⁰⁹ und dadurch einen außerordentlichen Beitrag zum Unternehmenswachstum und zur Ertragskraft leisten, die in der Regel für eine positive Entwicklung des Cash Flow stehen.

2. 4. 2. Prozeßinnovation

Unter diesem Gesichtspunkt sei kurz erwähnt, daß im Rahmen der Prozeßinnovation alte Abläufe und Prozeßsequenzen innerhalb einer Abteilung, des ganzen Betriebes oder des ganzen Wertschöpfungsnetzwerkes in Frage gestellt werden und neu strukturiert werden. Kern dieser ganzheitlichen Konzeption ist die Optimierung bereits bestehender Prozesse mit dem Ziel der Effizienzsteigerung.¹¹⁰

¹⁰⁶ O.V.: Innovation ist ein integraler Unternehmensprozeß, S. 3

¹⁰⁷ vgl.: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Online-News Stand April 2000: Unternehmen Nr. 40

¹⁰⁸ O.V.: Mehr Innovation durch bessere Führung, S. 3

¹⁰⁹ Göttgens, O.: Erfolgsfaktoren in stagnierenden und schrumpfenden Märkten, S. 173

2. 4. 3. Messung des Innovationserfolgs

Bislang läßt sich feststellen, daß ein Unternehmen durch Innovationen wirtschaftliches Wachstum und nachhaltige Stärke erreichen sowie Marktanteile erhalten und ausbauen kann. Dabei sind folgende Richtlinien maßgeblich: Orientierung an den Best-Practice-Methoden, offene unternehmensweite Kommunikation, Management und Leadership in einem sowie flexible Strukturen und effiziente Meß- und Bewertungsmethoden.¹¹¹

Die Auswirkungen von Innovationen zeigt Abb.13 im Anhang S. A-10. Leider lassen sich die positiven Auswirkungen von Innovationserfolg bzw. seiner drei Dimensionen auf den Shareholder Value kaum quantifizieren. Als Orientierungshilfe für den ökonomischen Erfolg von Produktinnovationen können Meßwerte wie z.B. Umsatz bzw. Umsatzsteigerung, mengenmäßiger Absatz oder Marktanteilsänderungen dienen. Geht es um den Erfolg von Prozeßinnovationen, so müssen mittelbare Kostenveränderungen, beispielsweise durch Verbesserung der Produktionsqualität, Verminderung von Ausschuß, Verkürzung von Durchlaufzeiten, geringere Umweltbelastung, höhere Produktionssicherheit und Produktionsflexibilität berücksichtigt werden. Diese Größen beeinflussen die Wertgeneratoren positiv, so daß dadurch letztendlich der Unternehmenswert und damit der Shareholder Value steigt. Eines darf jedoch nicht übersehen werden: gerade zur Messung der ökonomischen Effekte zeigen sich Probleme durch sachliche und zeitliche Zurechnung von Innovationsinvestitionen. Die weiteren Dimensionen des Innovationserfolgs generieren „technischen Nutzen“ und „sonstigen Nutzen“. Diese sogenannten immateriellen Effekte stellen zum Teil Schlüsselfaktoren der Mitarbeiterorientierung dar. Als immateriell werden diese Faktoren insofern bezeichnet, als diese nicht nur über Umsätze oder Kostensenkungen finanzielle Vorteile bieten, sondern auch dank ihres positiven Images Subventionen für Folgeprojekte mit sich bringen und die Position der Konkurrenz schwächen können.¹¹²

Zusammenfassend läßt sich daher feststellen, daß der Wertbeitrag von Innovationen auf den Shareholder Value als Zahl zwar nicht direkt erfaßbar ist, daß aber dank „Erhöhung des Gesamtnutzens“ ein intensiver Wertbeitrag evident wird.

Empirisch lassen sich bislang nur folgende Tatsachen belegen: es besteht ein auffallender Zusammenhang zwischen Unternehmenswert und F&E-Ausgaben. Diese Korrelation verifiziert die große Bedeutung, die Innovationen in zunehmendem Maße für einen befriedigenden Shareholder

¹¹⁰ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S.154-156

¹¹¹ O.V.: Innovation ist ein integraler Unternehmensprozeß, S. 3

Value innehaben. So haben mittlerweile viele Unternehmen ihre Innovationsfähigkeit als Schlüssel zum Ausbau der eigenen Wettbewerbsposition und somit als Schlüssel zu wirtschaftlichem Erfolg und nachhaltigem Wachstum erkannt.¹¹³ Untersuchungen hierzu ergaben, daß sich unter den Innovatoren gerade Unternehmen mit außergewöhnlichem und nachhaltigem Markterfolg befinden.¹¹⁴

2. 5. Wertbeitrag einiger ausgewählter organisatorischer Veränderungsprozesse

Um den hohen Anforderungen des permanenten Wandels gerecht zu werden, müssen neben Veränderungen auf Ebene der Führung, der Mitarbeiter und der Produkte auch Veränderungen (vgl. die im Anhang S. A-8, Abb.10 gekennzeichneten Wechselwirkungen), die sich direkt auf den Geschäftsprozeß beziehen, vollzogen werden: Geschäftsprozeßoptimierung, d.h. höherer interner und externer Kundennutzen sowie Ressourcenersparnis. Die Optimierung der Geschäftsprozesse liegt in marktwirksamen Kostensenkungen und marktwirksamen Qualitätsverbesserungen¹¹⁵ - Maßnahmen, die erzielt werden können durch: Reorganisation, Lernende Organisation, Kontinuierliches Verbesserungsprogramm sowie Reengineering. Diese Konzepte sollen im folgenden skizzenhaft hinsichtlich ihres Wertbeitrags untersucht werden. In dieser Skizzierung soll dabei die Problematik ihrer Einführung außer acht gelassen werden.

Bei der Reorganisation findet eine Restrukturierung statt, um punktuell den Zielerreichungsgrad eines einzelnen Bereichs oder ganzer Prozesse zu verbessern.¹¹⁶ Die Lernende Organisation steigert durch Vergrößerung des Lern- und Wissenspotentials die organisationale Effizienz.¹¹⁷ Mit Hilfe eines Kontinuierlichen Verbesserungsprogramms¹¹⁸ werden unter radikaler Prozeß- und Kundenorientierung Kostensenkungen, Produktivitätssteigerungen sowie eine Verkürzung der Durchlaufzeiten erreicht. Dies gelingt durch eine höhere Identifikation der Mitarbeiter mit diesen Zielen.¹¹⁹ Die drei genannten Konzepte lassen also Ziele erkennen, die unmittelbar mit Generierung von Cash Flow in Zusammenhang stehen.

¹¹² Hauschildt, J.: Innovationsmanagement, S. 324-325

¹¹³ Droege, W. P.J.: Erfolgsfaktoren des Innovationsmanagements, S. 7

¹¹⁴ O.V.: Innovation ist ein integraler Unternehmensprozeß, S. 3

¹¹⁵ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S.150-153

¹¹⁶ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S. 154

¹¹⁷ vgl. <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/>: „Reorganisation, Business Reengineering, Organisationsentwicklung und Lernende Organisation als Ansätze organisatorischer Gestaltung“ vom WS 99/00

¹¹⁸ vgl. Anhang S. A-23, Tab. 3: Qualitätsmanagement: KVP zahlt sich aus

¹¹⁹ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S. 4

Reengineering, das fundamentale Überdenken und die radikale Neugestaltung der Geschäftsprozesse, bezweckt zum einen eine verstärkte Marktorientierung mit flexibler Reaktion auf Kundenwünsche, zum anderen eine Erhöhung der Effizienz der Leistungserstellung und damit entscheidende Kostensenkung. Die Erhöhung betrieblicher Einzahlungen und die gleichzeitige Senkung betrieblicher Auszahlungen bei erfolgreicher Umsetzung des Reengineering-Konzepts führen zu steigendem Cash Flow und damit zu einem höheren Unternehmenswert und höherem Shareholder Value.

Im Anhang S. A-27 befinden sich Praxisbeispiele zum Erfolgsfaktor „Wandlungsorientierung“.

3. Erfolgsfaktor „Kernkompetenzorientierung“¹²⁰

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.¹²¹

3. 1. Wettbewerbsvorteile durch Kernkompetenzen

Kernkompetenz als Ausgangspunkt und Ergebnis „kollektiver Lernprozesse“ ist der Schlüssel zur Wertsteigerung innerhalb der Struktur eines Unternehmens und dies wiederum bedingt durch gegenseitige Vernetzung und Interdependenzen (vgl. Anhang S. A-11, Abb.14). 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. Daher ist es für jedes Unternehmen unabdingbar festzulegen, welches seine Kernkompetenzen sind, und diese stets mit der Schaffung von Shareholder Value in Verbindung zu setzen, d.h. mittels dieser Kernkompetenzen einen Wettbewerbsvorteil zu kreieren und aufrechtzuerhalten.¹²² Daraus ergibt sich die Notwendigkeit, in Kernkompetenzen zu investieren und in ausgewählten Geschäftszweigen die Marktführerschaft anzustreben.¹²³ Auch im Bereich der Kernkompetenzorientierung muß kontrolliert werden, daß die erwartete Rendite über den Kapitalkosten liegt.¹²⁴

Konzentration auf Kernkompetenzen bedeutet im Zusammenhang mit Kundenorientierung, daß das Unternehmen seine strategische Entwicklung auf die Schaffung, Erhaltung und Nutzung von

¹²⁰ vgl.: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: „Strategie der Geschäftsfelder zwischen Diversifikation und Kernkompetenzen“ vom WS 99/00

¹²¹ Hinterhuber, H.H./Stahl, H.K.: Die Unternehmung als Deutungsgemeinschaft, S. 47

¹²² Black, A./Wright, P./Bachman, J.E./Waterhouse, P.: Shareholder Value für Manager, S. 113

¹²³ O.V.: Innovative Produkte und Service ebnen den Weg zum Erfolg, S. 1

¹²⁴ Achatz, H.: Der Shareholder Value im gesellschaftlichen Disput, S. 20

Leistungspotentialen ausrichtet, mit denen die Bedürfnisse der Kunden besser und schneller erfüllt werden als dies durch die Konkurrenz geschieht.¹²⁵ Kundenorientierte Unternehmen stellen somit, wenn sie auf ihre Kernkompetenzen aufbauen, die Interessen der Kunden in den Mittelpunkt. Sie richten das Verhalten aller Teilnehmer auf die Generierung von Kundennutzen und Kundenwerten¹²⁶ aus.¹²⁷ Natürlich hängt gemäß des Kernkompetenzen-Konzepts die Kundenzufriedenheit nicht nur von den objektiven Leistungsmerkmalen ab, wie z.B. dem Design des Produktes, sondern auch von dem durch den Kunden subjektiv wahrgenommenen Nutzen. Eine der wichtigen Kernkompetenzen zur Erlangung von Wettbewerbsvorteilen liegt darin, z.B. Produkt und Service „simultan“ entwickeln zu können. Dies kann wiederum nur unter der Voraussetzung „Kundenorientierung als Mittelpunkt des gesamten unternehmerischen Handelns“ geschehen.

Ebenso ist bei Überlegungen zur Fertigungstiefe dem Aspekt der Kernkompetenzen Rechnung zu tragen. Für Randbereiche, in denen das nötige Know-How fehlt, bietet sich outsourcing an oder, um den Kontakt zu diesem Randbereich nicht völlig zu verlieren, die Einbringung dieser Geschäftstätigkeit in ein Joint Venture.¹²⁸ Analog können Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen ihre Kernkompetenzen bündeln, was gerade in zukunftsweisenden Branchen zu innovativen Produkten führt. Durch sinnvollen Austausch wird ein Netz gegenseitiger Wertsteigerung geschaffen.¹²⁹ (vgl. Aspekt „Kooperation“, Anhang S. A-11, Abb.14)

3. 2. Benchmarking - Vergleich mit der Konkurrenz

Kernkompetenzorientierung geht einher mit der Überprüfung der eigenen Wettbewerbsfähigkeit durch Blick auf die Konkurrenz: Benchmarking - der Vergleichstest auf Gegenseitigkeit, um eigene Schwächen und Stärken, also auch Kernkompetenzen zu erkennen, - ist Voraussetzung für eine Identifizierung der „best practices“. Benchmarking hilft, das Mögliche zu erkennen und dieses in einem Maßnahmeplan - unter Konzentration auf die Kernkompetenzen - zur allgemeinen Verbesserung umzusetzen.¹³⁰

3. 3. Shareholder Value Analysis - Matrix

¹²⁵ Handlbauer, G./Matzler, K.: Säulen der kundenorientierten Unternehmensführung, S. 115

¹²⁶ vgl. Punkt III. 1. *Erfolgsfaktor „Kundenorientierung“*, Christianus, D.: Management von Kundenzufriedenheit und

Kundenbindung: so steigern sie den Gewinn und Unternehmenswert, S. 82

¹²⁷ Handlbauer, G./Matzler, K.: Säulen der kundenorientierten Unternehmensführung, S. 114-115

¹²⁸ Bühner, R.: Unternehmerische Führung mit Shareholder Value, S. 62

¹²⁹ Als Beispiel sei die Partnerschaft von Swatch und Siemens im Bereich der Telephonapparate genannt.

Bennis, W.: Leadership zu neuen Ufern, S. 23-25

¹³⁰ vgl.: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Prof. Beyer: „Benchmarking“,

Im Rahmen der Wertschöpfungsorientierung kann ein Unternehmen den größten Nutzen erzielen, wenn es sich dem Instrument der Shareholder Value Analysis - Matrix bedient. Die Abbildung dieser Matrix befindet sich im Anhang S. A-12. Sie verbindet Instrumente der Wertsteigerungsanalyse mit der Ausrichtung der strategischen Geschäftseinheiten auf das Kerngeschäft. Dazu werden Kerngeschäftskonformität und Wertbeitrag einander gegenübergestellt. Ein positiver bzw. negativer Wertbeitrag bedeutet, daß der diskontierte freie Cash Flow größer bzw. kleiner Null ist. Die Kerngeschäftskonformität gibt den „Fit“ der einzelnen strategischen Geschäftseinheit mit dem Kerngeschäft an.

Wie sich aus der Graphik ergibt, sollten „Kronjuwelen“ durch Investitions- und Wachstumsstrategien, die auch Neuakquisitionen beinhalten können, gefördert werden. „Familiensilber“ generiert momentan noch hohe Cash Flows, steht jedoch in einem geringen Zusammenhang mit dem Kerngeschäft. Wird ein entsprechender Wert für das „Familiensilber“ geboten, sollte es verkauft werden, andernfalls die Cash Flows abgeschöpft werden. „Ballast“ vernichtet Wert und sollte deswegen möglichst schnell desinvestiert werden, z.B. mittels Liquidation oder Verkauf. „Sorgenkinder“ weisen zwar einen engen Bezug zum Kerngeschäft auf, leisten aber einen negativen Wertbeitrag. Gelingt eine Wertsteigerung, z.B. mittels Turnaround, nicht, sollte desinvestiert werden.¹³¹ Zusammenfassend kann gesagt werden, daß Kernkompetenzorientierung das Abstoßen derjenigen Geschäftsfelder erfordert, die unrentabel sind oder nicht in das Gesamtkonzept des Unternehmens passen.

Die Auswirkungen von Desinvestitionen und Investitionen auf Wertschöpfung und Shareholder Value werden ausführlich im Punkt III. 6. *Erfolgsfaktor „Wertschöpfungsorientierung“* diskutiert. Akquisitionen werden im Punkt III. 5. *Erfolgsfaktor „Netzwerkorientierung“* behandelt.

4. Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“

Im Rahmen des Erfolgsfaktors „Mitarbeiterorientierung“¹³² wird untersucht, welchen Stellenwert Mitarbeiter bei der Steigerung des Unternehmenswertes und damit bei der Steigerung des Shareholder Value einnehmen. Ihr Wert 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.

Gonschorrek, U./Gonschorrek, N.: Managementpraxis von A bis Z, S. 56-57

¹³¹ Beecker, R.: Speed-Management zur Steigerung des Unternehmenswertes, S. 168-170

¹³² vgl. auch: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/> Online-News Stand April 2000: Human Resources Nr.

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.¹³³ 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.¹³⁴ Aus der Vielzahl von Aspekten der Mitarbeiterorientierung sollen hier drei zentrale Aspekte des Personalmanagements hinsichtlich ihres Wertbeitrags untersucht werden: Personal- und Managemententwicklung, Mitarbeitermotivation und Arbeitsgestaltung.

4. 1. Wertbeitrag der Personal- und Managemententwicklung¹³⁵

Humankapital darf keinesfalls rein als Kostenfaktor angesehen werden, sondern muß als Potential entdeckt werden. Aus Sicht des Unternehmens geht es dabei um die Qualifizierung und Kompetenz der Mitarbeiter sowie die ständige Anpassung ihrer Fähigkeit zur Leistungserstellung an sich verändernde Bedingungen im Markt und Unternehmen, so daß dem Unternehmen daraus Wettbewerbsvorteile erwachsen. Mitarbeiterorientierung ist also wesentlich mit anderen direkten und indirekten Erfolgsfaktoren vernetzt (vgl. Anhang S. A-13, Abb.16: Kernkompetenz, Wettbewerb, Management/Leadership, Qualifikation/Wissen/Motivation, Information, Effizienz, Nutzung von Leistungspotentialen, Kundenorientierung). Steht dies im Einklang mit den Mitarbeiterzielen, so trägt die Personalentwicklung zur Identifizierung mit dem eigenen Unternehmen, zur Arbeitszufriedenheit und Leistungsmotivation sowie zur Erschließung neuen Wissens bei. Die Personalentwicklung ist ferner Grundstein zur Erzeugung von Kernkompetenzen, die, wie bereits dargelegt, basierend auf Ressourcen und Fähigkeiten als dauerhafte und transferierbare Ursache für den Wettbewerbsvorteil eines Unternehmens gelten. Eine integrierte Personalentwicklung, die auch die neuen Herausforderungen des Wissensmanagements bewältigt, kann über ihre positive Wirkung auf Kernkompetenzen den Unternehmenswert steigern.¹³⁶ Eine Reihe von Studien postulieren die Qualifikation der Mitarbeiter als Erfolgsfaktor.¹³⁷ Eine weitere

¹³³ Nölting, A.: Hebelwirkung, S. 114

¹³⁴ Thom, N.: Beitrag des Personalmanagements zur Steigerung des Unternehmenswertes: Stellenwert der Humanressourcen in der Shareholder-Stakeholder-Debatte, S. 210

¹³⁵ vgl. auch: Beyer, H.-T.: Personalmanagement

¹³⁶ Thom, N.: Beitrag des Personalmanagements zur Steigerung des Unternehmenswertes: Stellenwert der Humanressourcen in der Shareholder-Stakeholder-Debatte, S. 212-213

¹³⁷ Göttgens, O.: Erfolgsfaktoren in stagnierenden und schrumpfenden Märkten, S. 215

Voraussetzung für ein Unternehmen, Mehrwert zu schaffen, ist die Managemententwicklung: es gilt, „Leadership-Potentiale“ ausfindig zu machen.¹³⁸

4. 2. Wertbeitrag der Mitarbeitermotivation¹³⁹

Mitarbeitermotivation kann durch verschiedene Instrumente gefördert werden. Mögliche Instrumente sind die Gestaltung des Entlohnungssystems, betriebliches Vorschlagwesen, Teilen von Verantwortung, offene Kommunikation mit dem Management sowie Kommunikation über den Erfolg, ist dieser doch einer der besten Motivatoren.

Die Gestaltung des Entlohnungssystems führt nur dann zu einem Mehrwert, wenn mindestens folgende drei Voraussetzungen erfüllt sind: Kopplung der konkreten Leistung an den Unternehmenserfolg, ideelle Motivierung der Mitarbeiter und Portfoliooptimierung im Netzwerk.¹⁴⁰

Eine erfolgsabhängige Vergütung, verknüpft mit dem Aktienkurs, kann als Intensivierung des Shareholder Value - Gedankens gesehen werden: wenn es Ziel der Unternehmensführung ist, eine Wertsteigerung zugunsten der Aktionäre zu generieren, ist es doch nur konsequent, die für die Schaffung dieses Mehrwertes verantwortlichen Personen an diesem Mehrwert teilhaben zu lassen. Möglichkeiten sind Aktienoptionsmodelle¹⁴¹, Belegschaftsaktien und eine bevorrechtigte Zuteilung von Aktien an Mitarbeiter bei Börsengängen oder öffentlich platzierten Kapitalerhöhungen. Der Druck auf aktienkursbezogene Mitarbeiterbeteiligungsmodelle wird sich insofern verschärfen, als in einigen Branchen talentierte Mitarbeiter schon jetzt heiß umworbene Mangelware sind¹⁴² und diese Modelle eine ideale Möglichkeit darstellen, den Mitarbeiter an das Unternehmen zu binden, denn gerade loyale Mitarbeiter gelten als wertschöpfend.¹⁴³ Motivationskraft der Mitarbeiterbeteiligung und die entstehende Konvergenz von Mitarbeiter- und Aktionärsinteressen machen den Unterschied zwischen einem erfolgreichen und einem nicht erfolgreichen Unternehmen aus.¹⁴⁴ Ein gutes betriebliches Vorschlagwesen¹⁴⁵ trägt zu einem innovationsfreundlichen Betriebsklima bei. Erfolgreiche Ideen von Mitarbeitern aus allen Bereichen des Unternehmens können direkt zur

¹³⁸ vgl. hierzu Punkt III. 2. 2. *Management und Leadership*, Simon, H.: Der Abschied von der klassischen Holdingstruktur, S. 33

¹³⁹ vgl. auch: Beyer, H.-T.: Personalmanagement

¹⁴⁰ vgl.: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Prof. Beyer: „Mitarbeiterbeteiligung“

¹⁴¹ Aktienoptionsmodelle für Mitarbeiter sind erst noch in der Entstehungsphase; zu Aktienoptionen vgl. Punkt IV. 5. „*Stock Options*“ als ambivalenter Erfolgsfaktor: Randbereich der Erfolgsfaktoren „in specie“

¹⁴² Liebs, R./Bröcker, N.: Ein attraktives Gehalt allein genügt nicht mehr, S. 33

¹⁴³ Reichheld, F.F.: Der Loyalitätseffekt: Die verborgene Kraft hinter Wachstum, Gewinnen und Unternehmenswert, S. 124

¹⁴⁴ Rosen, R.: Aktienoptionen für Führungskräfte - Leistungsorientierte Vergütung und Shareholder Value, S. 15

¹⁴⁵ vgl. Anhang S. A-23: Vorschlagwesen: Unternehmen sparen Milliarden, Vorschlagwesen: Facts & Figures

Verbesserung von Arbeitsabläufen und -prozessen beitragen, Kosten senken und somit den Unternehmenswert steigern.

Motivationsanreize führen also zu einer engeren Bindung des Mitarbeiters an das Unternehmen, zu einer Leistungs- und Produktivitätssteigerung und somit zu einer Steigerung des Unternehmenswertes.¹⁴⁶

4. 3. Wertbeitrag der Arbeitsgestaltung

Ein entscheidender Ansatzpunkt der Mitarbeiterorientierung liegt in der Gestaltung von motivations- und innovationsfördernden Arbeitsformen, wie z.B. Team-, Projekt- oder Gruppenarbeit¹⁴⁷, Job Rotation, Enrichement und Enlargement, oder der Arbeitszeitgestaltung¹⁴⁸. Flexible Arbeitszeit-Modelle beispielsweise optimieren die Kapazitätsauslastung und senken die Kapitalstückkosten, so daß der Kapitalumschlag steigt.¹⁴⁹ Generell läßt sich feststellen, daß die genannten Faktoren über die Mitarbeiterzufriedenheit und -motivation die Arbeitsproduktivität steigern und somit den Unternehmenswert erhöhen.¹⁵⁰

Abbildung 17 im Anhang S. A-14 verdeutlicht die eben erörterten Zusammenhänge.

4. 4. Wertbeitrag von Informationen und Wissen

Mitarbeiterorientierung steht im engen Zusammenhang mit Informations- und Wissensmanagement, sind Mitarbeiter doch Empfänger von Informationen und Träger von Wissen.

Informationsmanagement gewinnt zunehmend an Bedeutung, da sich Unternehmen heute schneller und flexibler an Veränderungen anpassen sowie Fehlentscheidungen dringlicher denn je verhindert werden müssen.

Das Potential eines effizienten Informationsmanagement ist nicht quantifizierbar, so daß die Auswirkung auf den Shareholder Value nicht direkt erfaßbar ist. Ein Anhaltspunkt könnte eine indirekte Ermittlung über Kosten einer externen Informationsbeschaffung darstellen.¹⁵¹

Informationen, definiert als alle verwertbaren Daten, ergeben miteinander verknüpft und aufbereitet Wissen.¹⁵² Es stellt sich die Frage, ob der Zusammenhang „Informationen - Wissen“ wirklich so

¹⁴⁶ Thom, N.: Beitrag des Personalmanagements zur Steigerung des Unternehmenswertes: Stellenwert der Humanressourcen in der Shareholder-Stakeholder-Debatte, S. 213-217

¹⁴⁷ vgl. hierzu: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/>: „Gruppenarbeit“ vom SS 99

¹⁴⁸ vgl. hierzu: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/>: „Kosten senken durch flexible Arbeitszeitgestaltung - dargestellt an praktischen Beispielen“ vom WS 98/99

¹⁴⁹ Nölting, A.: Hebelwirkung, S. 120

¹⁵⁰ Thom, N.: Beitrag des Personalmanagements zur Steigerung des Unternehmenswertes: Stellenwert der Humanressourcen in der Shareholder-Stakeholder-Debatte, S. 218

¹⁵¹ <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/>: Prof. Beyer: Informationsmanagement

einfach ist: „Ertrinken wir nicht vielmehr in Informationen und hungern nach Wissen?“¹⁵² Um heute die Führung im Wettbewerb inne zu haben, ist Bereitschaft zur konsequenten Wissensentwicklung notwendig, ja sie muß Sache des ganzen Unternehmens werden. Unternehmen, die ihr Wissen in den Mittelpunkt der Vermarktung stellen, können innovativer, schneller und effektiver agieren und sind stets einen Schritt voraus.¹⁵⁴ Wissen ist die somit entscheidende Quelle für Wettbewerbsvorteile und für die Schaffung eines langfristigen Wertes für die Aktionäre. Wissensintensive Wertschöpfung bedeutet: Informationen und Wissen als strategische Ressourcen im Prozeß, im Produkt und als Produkt nutzen¹⁵⁵. Deswegen müssen Informationen und Wissen stets „am richtigen Ort, zur richtigen Zeit, in der richtigen Form“ allen relevanten Mitarbeitern zu Verfügung stehen. Mögliche Verbesserungspotentiale durch Wissensmanagement sind schnellere Einarbeitung von neuen Mitarbeitern, Senkung der Wissenserwerbskosten durch Wissensaustausch, höhere Transparenz durch globale Verfügbarkeit von aktuellen Managementinformationen, besser koordinierte Arbeitsprozesse z.B. durch Zusammenarbeit zwischen Experten und anderen Unternehmensbereichen sowie Verbleiben von implizitem Wissen im Unternehmen auch nach Ausscheiden von Experten. Aktives Wissensmanagement verbessert Produkte und Dienstleistungen, erhöht sowohl die Mitarbeiterzufriedenheit als auch die Kundenorientierung und stärkt insgesamt die Marktposition des Unternehmens.¹⁵⁶ Der Anteil wissensbasierter Transaktionen in der wirtschaftlichen Wertschöpfung beträgt ca. 80 Prozent.¹⁵⁷ So kann Wissen durch entsprechende Marketingstrategien zur Generierung von Cash Flows beitragen, z.B. indem durch Stärkung der Wissenskomponente Differenzierungsmerkmale gegenüber Konkurrenzprodukten erzeugt werden.¹⁵⁸ Bei Alex/Becker/Stratmann wird die Verbindung Shareholder Value und Wissensmanagement wie folgt charakterisiert: „Wenn Unternehmen, deren Kapital im wesentlichen ihr Know-How ist, überdurchschnittlich hoch bewertet werden, dann macht Shareholder Value professionelles Wissensmanagement unerlässlich.“ Die Autoren bedienen sich dem Instrument der Balanced Scorecard, deren erste Perspektive das Führungs- und Mitarbeiterpotential und damit das „Wissen“ in das Zentrum der Überlegungen stellt. Wird Wissensmanagement mit der Balanced Scorecard verknüpft, werden die eigentlichen Ursachen für die Wertsteigerung bzw. für die

¹⁵² Gonschorrek, U./Gonschorrek, N.: Managementpraxis von A bis Z, S. 433

¹⁵³ Ahlert, H.: Die ungenutzte Ressource, S. 3

¹⁵⁴ Zucker, B.: Innovieren statt imitieren, S. 38

¹⁵⁵ Gonschorrek, U./Gonschorrek, N.: Managementpraxis von A bis Z, S. 434

¹⁵⁶ Alex, B./Becker, D./Stratmann, J.: Ganzheitliches Wissensmanagement und wertorientierte Unternehmensführung, S. 48-49

¹⁵⁷ Gonschorrek, U./Gonschorrek, N.: Managementpraxis von A bis Z, S. 437

¹⁵⁸ Alex, B./Becker, D./Stratmann, J.: Ganzheitliches Wissensmanagement und wertorientierte Unternehmensführung, S. 55

Ausprägung der finanziellen Indikatoren berücksichtigt.¹⁵⁹ Eine Abbildung im Anhang (S. A-14, Abb.18) zeigt den Zusammenhang zwischen Wertmanagement und Management des Potentials „Wissen“.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß der Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“ entscheidend zur Förderung der Wettbewerbsfähigkeit eines Unternehmens und zur Steigerung des Shareholder Value beiträgt, denn effizientes Management der Humanressourcen erhöht den Arbeitseinsatz und verbessert die Arbeitsabläufe.

5. Erfolgsfaktor „Netzwerkorientierung“

Der Prozeß der Wertsteigerung hat, wie bereits dargelegt, eine netzwerkartige Konfiguration, in der auf allen Stufen der Wertsteigerung mit internen und externen Kunden, mit Lieferanten, mit ausgegliederten Tochtergesellschaften etc. interagiert wird. Der Wertsteigerungsprozeß resultiert demnach aus komplexen Tätigkeiten in einem interdependenten System. Je stärker das Ziel der Festigung vorhandener Netzwerkverbindungen und das Ziel des Ausbaus des Netzwerkes verfolgt werden, desto mehr kann mit einer Wertsteigerung gerechnet werden.¹⁶⁰

Die Erweiterung des Basiskreislaufs mit dem Erfolgsfaktor „Netzwerkorientierung“ befindet sich im Anhang S. A-15, Abbildung 19.

5. 1. Wertbeitrag unternehmensweiter Verbreitung von Informationen im Netzwerk

Gerade in einem interdependenten, vernetzten System ist eine Verbreitung von allen Informationen in alle Ebenen entscheidend. Synergieeffekte im Rahmen der Kundenorientierung können nämlich nur dann erzielt werden, wenn neben den Unternehmensschnittstellen zum Kunden auch interne Schnittstellen optimiert werden.¹⁶¹ Erst die Optimierung interner Schnittstellen macht eine effiziente unternehmensweite Verbreitung von Informationen möglich. Dies ist deswegen von hoher Bedeutung, weil Strategien zur Kundenbindung nur dann erfolgreich sein können, wenn die Möglichkeit zur unternehmensweiten Erfassung, Analyse und Weitergabe von Kundendaten vorhanden ist.¹⁶² Das bedeutet, daß für sämtliche Mitarbeiter aus allen Bereichen und allen Ebenen

¹⁵⁹ ebenda, S. 63-64

¹⁶⁰ Hinterhuber, H.H./Stahl, H.K: Die Unternehmung als Deutungsgemeinschaft, S. 45

¹⁶¹ Beyer, H.-T.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, S. 124

¹⁶² O.V.: Engagierte Kundenbindung zahlt sich aus, S. 35

die verfügbaren Informationen über die Kunden zugänglich gemacht werden müssen.¹⁶³ 96 Prozent aller Probleme im Zusammenhang mit dem Kunden sind dem Top-Management, 91 Prozent sind dem mittleren Management unbekannt; die Gruppenleiter kennen dagegen 74 Prozent dieser Probleme, und die Mitarbeiter mit direktem Kundenkontakt 100 Prozent.¹⁶⁴ Für mehr Transparenz und ein gemeinsames Kundenverständnis im Unternehmen muß sich ein internes Forum bilden, auf dem kundenrelevante Informationen und kundenrelevantes Wissen aus allen Funktionen aufeinandertreffen. Die Unternehmensstruktur sollte dafür kunden- und kompetenzorientiert sein, die Organisation zwar flach und schlank, aber auch offen und experimentierfreudig. Allen Beteiligten sollte klar sein, wer die wichtigsten Kunden sind und wie sie erfolgreich betreut werden können.¹⁶⁵ Zusätzlich muß in den Kernprozessen internes und externes Feedback sowie der Umgang damit verankert sein.¹⁶⁶

5. 2. Wertbeitrag von Kooperationsstrategien

5. 2. 1. Kunden-Lieferanten-Integration und Systemlösungen

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.¹⁶⁷

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.¹⁶⁸ Empirische Erkenntnisse zeigen, daß z.B. 50 Prozent erfolgreicher Unternehmen „Single Sourcing“, die Konzentration auf lediglich eine Bezugsquelle, betreiben. Diese partnerschaftliche und vertrauensvolle Kooperation zwischen Hersteller und Zulieferer wirkt sich auch positiv auf die Marktorientierung des Unternehmens aus, denn es ist davon auszugehen, daß nur mit einer extrovertierten Unternehmensführung, die relevante Kunden- und Marktbedürfnisse kennt und beobachtet, eine effiziente zwischenbetriebliche Zusammenarbeit möglich ist. Auch inner- und zwischenbetriebliche Logistiksysteme können den Unternehmenserfolg beträchtlich erhöhen.

¹⁶³ Handlbauer, G./Matzler, K.: Säulen der kundenorientierten Unternehmensführung, S. 123

¹⁶⁴ O.V.: Kundenzufriedenheit meßbar machen, S. 3

¹⁶⁵ O.V.: Engagierte Kundenbindung zahlt sich aus, S. 35

¹⁶⁶ Handlbauer, G./Matzler, K.: Säulen der kundenorientierten Unternehmensführung, S. 125

¹⁶⁷ vgl.: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/> Prof. Beyer: „Die Strategie der Gewinner“

¹⁶⁸ Göttgens, O.: Erfolgsfaktoren in stagnierenden und schrumpfenden Märkten, S. 177

„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. Natürlich kommen diese Vorteile nur unter optimalen Rahmenbedingungen zum Tragen, d.h. wenn die Abstimmung aller sich bedingenden Prozesse so erfolgt, daß gleichzeitig für alle Betroffenen Nutzen generiert wird. Es sei hier hervorgehoben, daß bislang keine Studie existiert, die die Kausalität zwischen derartigen Logistiksystemen und Unternehmenswert eindeutig nachweist. Daher bleibt lediglich die Vermutung, daß dank ihrer Kosten-, Produktions-, und Finanzorientierung ein Wertbeitrag für das Unternehmen geschaffen wird.¹⁶⁹

5. 2. 2. Strategische Allianz, Joint Venture und Wertschöpfungspartnerschaft

Diese Kooperationsformen ermöglichen dem Unternehmen die Verwirklichung von Zeitvorteilen. Diese Zeitvorteile stellen einen wesentlichen Wettbewerbsfaktor dar, wenn man bedenkt, daß z.B. Produktlebenszyklen immer kürzer werden. Durch eine Allianz im F&E-Bereich lassen sich beispielsweise temporäre Monopolgewinne realisieren, so daß die Wertgeneratoren „Umsatzwachstum“ und „Betriebliche Gewinnmarge“ positiv beeinflusst werden. Die Folge ist: ein höherer Unternehmenswert. Know-How-Vorteile durch Kooperation erhöhen über eine Senkung der Forschungskosten die betriebliche Gewinnmarge. Verbesserte Marktzutrittschancen tragen dazu bei, Umsatzpotential voll auszuschöpfen. Realisierung von Degressions- und Synergieeffekten schafft Kostenvorteile. Werden Strategien gewählt, die unterschiedliche Kernkompetenzen verknüpfen, wird über den Kompetenzgewinn Umsatzwachstum verwirklicht.¹⁷⁰

Wertschöpfungspartnerschaft weist zudem einen integrierenden Charakter auf, denn der Lieferant wird frühzeitig in die Entwicklung und Offenlegung von Preis- und Kosteninformationen einbezogen.¹⁷¹ Im Konzept der Wertschöpfungspartnerschaft findet sich auch die Idee der Kundenorientierung wieder.¹⁷² Ein Beispiel ist „Efficient Customer Response“¹⁷³, die Bestände durch Informationen ersetzt, Verbrauch an Ladekapazität, Zeit und Personal minimiert und mittelfristige Prognosen über das Kundenverhalten liefert. Daß diese Charakteristika positiv auf den Unternehmenswert wirken, bedarf keiner weiteren Erklärung.

¹⁶⁹ ebenda, S. 209-212

¹⁷⁰ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 142-143

¹⁷¹ Stahl, H.K.: Die Globalisierung und ihre Auswirkungen für den Mittelstand, S. 277

¹⁷² Stahl, H. K.: Die (Wieder-)Entdeckung der dauerhaften Kunden-Lieferanten-Beziehung und ihre Einordnung in eine systemische Perspektive, S. 181

¹⁷³ <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl: Online-Lexikon>

Eine Quantifizierung solcher Kooperationsformen erfolgt über die Bestimmung der Differenz der Unternehmenswerte vor bzw. nach Ausführung der Kooperation.

5. 2. 3. Akquisitionen in verwandte Bereiche

Ohne Akquisitionen ist langfristiges, globales Wachstum nicht möglich. Umgekehrt ist auf regelmäßige Konsolidierung, also auf Desinvestitionen, besonders zu achten. Werden Akquisitionen in und um das Kerngeschäft eines Unternehmens vorgenommen, so profitieren die Aktionäre des übernommenen Unternehmens vom Kaufpreis. Die Aktionäre des übernehmenden Unternehmens müssen darauf vertrauen, daß der zukünftig erhoffte Potentialzuwachs auch wirklich realisiert wird. Natürlich bestehen hier Risiken, so daß Unternehmensakquisitionen, die gerade die Kapitalkosten einspielen, nicht im Interesse der Aktionäre liegen. 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.¹⁷⁴ 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.¹⁷⁵ Allerdings sei darauf hingewiesen, daß Akquisitionen, bei denen nur eine kurzfristige finanzwirtschaftliche Maximierung im Vordergrund stand, den langfristigen Bestand des Unternehmens gefährden.¹⁷⁶ Zur Quantifizierung eines solchen Wertbeitrages vergleiche vorausgegangenen Punkt.

5. 2. 4. Diversifikation

Diversifikationseffekte¹⁷⁷ können durch Realisierung von leistungswirtschaftlichen, finanzwirtschaftlichen oder steuerlichen Synergiepotentialen erreicht werden, ebenso durch Verminderung des Marktrisikos, des leistungswirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen

¹⁷⁴ Piltz, K.: Akquisitions- und Desinvestitionspolitik vor dem Hintergrund des Shareholder-Value-Konzepts, S. 298-301

¹⁷⁵ Pape, U.: Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, S. 213-214

¹⁷⁶ Piltz, K.: Akquisitions- und Desinvestitionspolitik vor dem Hintergrund des Shareholder-Value-Konzepts, S. 299

¹⁷⁷ vgl.: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>; Online-News Stand April 2000: Unternehmen Nr. 44

Unternehmensrisikos, so daß der Unternehmenswert steigt.¹⁷⁸ Allerdings zeigen Untersuchungen, daß eine Diversifikationsstrategie in Hinblick auf wertorientierte Unternehmensführung generell weniger erfolgversprechend ist¹⁷⁹ und daß von sämtlichen Diversifikationsstrategien diejenigen, die innerhalb eines verwandten Produktbereichs angesiedelt sind, am ehesten einen Erfolgsfaktor darstellen¹⁸⁰. Dieses Phänomen zeigt ein weiteres Mal die wichtige Rolle der Kernkompetenzorientierung. Der Diversifikationsstrategie eines Unternehmens zum Zweck des Risikoausgleichs steht außerdem die Meinung der Aktionäre entgegen, sie hätten selbst die Möglichkeit, ihr Wertpapierportfolio zu streuen und dadurch Risiken zu senken.¹⁸¹

5. 3. Principal-Agency-Theorie

Speziell in der Diskussion um Shareholder Value spielt die Beziehung „Management - Aktionär“ eine entscheidende Rolle. 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.¹⁸² Überdies sind die Aktionäre Träger der Konsequenzen von Managemententscheidungen und befürchten, daß das Management Informationsvorteile bezüglich der zukünftigen Entwicklung des Unternehmens aufgrund seiner Insiderstellung zu seinem eigenen Vorteil ausnutzen könnte.¹⁸³ Die Informationsasymmetrie gibt dem Management Freiräume, eigene Interessen auch zum Nachteil der Aktionäre zu verfolgen. Aktionäre sind primär an einer Vermögensvermehrung interessiert, das Management strebt nach Größe des eigenen Verantwortungsbereichs, nach Einfluß, Macht, Ansehen und Prämien, so daß eine Interessendivergenz zwangsläufig erscheint. Der Erfolg des Managements wird in der Regel an jahresabschlußorientierten Kennzahlen gemessen, die zum einen durch bilanzpolitische Maßnahmen manipulierbar sind, zum anderen kein direkter Maßstab für die Steigerung des Shareholder Value darstellen.¹⁸⁴ Die zwischen Management und Aktionären vorhandenen Interessenkonflikte werden unter dem Namen „Agency Costs“ materialisiert. Diese Kosten entstehen z.B. durch Verhaltens- und Ergebniskontrollen von Wirtschaftsprüfern, Beratern, Rechtsanwälten etc..¹⁸⁵ Ein Ansatzpunkt, die

¹⁷⁸ Pape, U.: Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, S. 211

¹⁷⁹ Piltz, K.: Akquisitions- und Desinvestitionspolitik vor dem Hintergrund des Shareholder-Value-Konzepts, S. 301

¹⁸⁰ Göttgens, O.: Erfolgsfaktoren in stagnierenden und schrumpfenden Märkten, S. 163

¹⁸¹ Piltz, K.: Akquisitions- und Desinvestitionspolitik vor dem Hintergrund des Shareholder-Value-Konzepts, S. 301

¹⁸² Schmusch, M.: Unternehmensakquisitionen und Shareholder Value, S. 23

¹⁸³ Pape, U.: Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, S. 95

¹⁸⁴ Schmusch, M.: Unternehmensakquisitionen und Shareholder Value, S. 23

¹⁸⁵ Löhnert, P.: Shareholder Value: Reflexion der Adaptionsmöglichkeiten in Deutschland, S. 32

Interessen beider Gruppen zu harmonisieren und dadurch eine positive Wirkung auf den Shareholder Value zu erzielen, stellt das Programm der Aktienoptionen dar. Der Wertbeitrag von Aktienoptionen wird im Punkt IV. 5. „*Stock Options*“ als ambivalenter Erfolgsfaktor: Randbereich der Erfolgsfaktoren „in specie“ aufgezeigt.

6. Erfolgsfaktor „Wertschöpfungsorientierung“

Als abschließender Erfolgsfaktor sei hier die Wertschöpfungsorientierung genannt. Unter Wertschöpfung wird im eigentlichen Sinne Wertgenerierung und Wertanalyse für alle am Unternehmensprozeß Beteiligten verstanden. 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 liegen¹⁸⁶, d.h. die diskontierten zukünftigen Cash Flows negativ sind. Investitionen, die diese Mindestrendite nicht erzielen können und damit den Shareholder Value nicht erhöhen werden, sind abzulehnen¹⁸⁷. Sie sollten daher so angelegt sein, daß sie Überkapazitäten vermeiden und zur Differenzierung von der Konkurrenz beitragen. Eine Substitution von Arbeit durch Kapital muß sicherstellen, daß die Verbesserung der tatsächlichen Arbeitsproduktivität ausreicht, mit dem gestiegenen Investment pro Arbeitnehmer Schritt halten zu können. Zudem sollen Investitionen in diejenigen Geschäftsbereiche fließen, die bereits eine starke Wettbewerbsposition besitzen oder gerade dabei sind, eine solche zu erreichen.¹⁸⁸

In Geschäftsfelder mit negativem diskontierten Cash Flow dürfen dagegen keine Neu- oder Erweiterungsinvestitionen durchgeführt werden. Im Gegenteil sollte aus diesen Geschäftsfeldern möglichst viel Kapital abgezogen werden und - im Extremfall - sollte sich das Unternehmen aus diesen Geschäftsfeldern völlig zurückziehen, d.h. desinvestieren.¹⁸⁹ Desinvestitionen können als Anpassungsoption an veränderte Rahmenbedingungen definiert werden. Finanzwirtschaftlich betrachtet reduzieren sie die Kapitalbindung durch Freisetzung investierter Mittel, um diese

¹⁸⁶ Gehrke, I.: Desinvestitionen systematisch planen, S. 65-66

¹⁸⁷ Hofmann, M./Baumann, O.: Kein Shareholder Value ohne Customer Value, S. 35

¹⁸⁸ Göttgens, O.: Erfolgsfaktoren in stagnierenden und schrumpfenden Märkten, S. 184

¹⁸⁹ Bühner, R.: Worauf es beim Shareholder Value ankommt, S. 15

anderweitig rentabler einzusetzen, das heißt, diese in einem wertschöpfenden Unternehmensbereich zu reinvestieren.¹⁹⁰ Die derzeitig unternehmenspolitische Tendenz der Konzentration auf Kernkompetenzen¹⁹¹ begrüßt eine aktive Desinvestitionspolitik, und das in zweierlei Hinsicht: Da eine Optimierung des Kerngeschäfts neben verfügbaren Managementkapazitäten auch erhebliche Finanzkapazitäten erfordert, wird mit Hilfe von Desinvestitionen zum einen der Aufbau von neuen oder tieferen Erfolgspositionen möglich. Desinvestitionsstrategien wirken zum anderen auch insofern positiv auf den Unternehmenswert, als durch den Verkauf eines Unternehmensbereichs, der seine Kapitalkosten nicht erwirtschaftet, die Wertvernichtungseffekte vermieden werden, die aus dessen Weiterführung resultieren würden.¹⁹² Daraus folgt, daß Desinvestitionen eine weitere wesentliche Maßnahme zur Steigerung des Unternehmenswertes und damit zur Steigerung des Shareholder Value darstellen.¹⁹³ Im Anhang S. A-24, Tab.6 befinden sich Praxisbeispiele für Desinvestitionen.

Im Bereich von Investitionen in Kerngeschäftsfelder leisten Investitionen in langfristige F&E-Projekte einen entscheidenden Wertbeitrag. F&E-Ausgaben sind zum einen die Basis für Innovationen, zum anderen stellen sie die Qualität der Produkte sicher, was aufgrund der Kausalbeziehung zwischen Produktqualität und Unternehmenserfolg zu einer Verbesserung des Betriebsergebnisses führt. Allein die Höhe von F&E-Ausgaben jedoch kann noch nicht als Erfolgsfaktor betrachtet werden: entscheidend ist der effiziente Zusammenhang zwischen F&E-Ausgaben und Marketing sowie die Beobachtung, daß erhöhte F&E-Ausgaben mit verstärkter Markt- und Kundenbeobachtung einhergehen müssen.¹⁹⁴

Wie im Punkt IV. 4. *Erfolgsfaktor „Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre“* noch näher erläutert wird, ist die offene Darstellung der Investitions- und Desinvestitionsstrategien wesentlicher Bestandteil einer aktionärs-orientierten Unternehmenspolitik.¹⁹⁵ Geschäftsberichte dienen dabei dazu, dem Außenstehenden einen besseren Überblick über die geplanten Investitionen zu ermöglichen. Auch ein Zusammenhang zwischen Aktienrenditen und F&E-Kapital konnte als sicheres Faktum nachgewiesen werden.¹⁹⁶ So ergeben mehrere Studien über Marktreaktionen, die von F&E-Ankündigungen ausgelöst wurden, daß seitens der Aktionäre eine positive Reaktion erfolgte. Der Aktienkurs stieg nachweislich dann stark, wenn Unternehmen langfristig in F&E-

¹⁹⁰ Gehrke, I.: Desinvestitionen systematisch planen, S. 56-47

¹⁹¹ vgl. Punkt III. 3. *Erfolgsfaktor „Kernkompetenzorientierung“*

¹⁹² Pape, U.: Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, S. 216-217

¹⁹³ Piltz, K.: Akquisitions- und Desinvestitionspolitik vor dem Hintergrund des Shareholder-Value-Konzepts, S. 305

¹⁹⁴ Göttgens, O.: Erfolgsfaktoren in stagnierenden und schrumpfenden Märkten, S. 181-182

¹⁹⁵ Piltz, K.: Akquisitions- und Desinvestitionspolitik vor dem Hintergrund des Shareholder-Value-Konzepts, S. 306

¹⁹⁶ Labhart, P.A.: Value reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch reporting, S. 188

Projekte, neue Produkte und Märkte investierten. Mit anderen Worten heißt das, Aktionäre begrüßen langfristige Investitionen.¹⁹⁷ Auch hier zeigt sich wieder ein signifikanter Zusammenhang zwischen Investitionen in F&E und Unternehmenswertsteigerung.¹⁹⁸

Im Anhang S. A-16 befindet sich eine Erweiterung des Basiskreislaufs um den Erfolgsfaktor „Wertschöpfungsorientierung“.

7. Synthese

In dieser Synthese wird der Versuch unternommen, innerhalb dieser sechs Erfolgsfaktoren die Schlüsselfaktoren zur Steigerung des Shareholder Value herauszufiltern. Da, wie bereits mehrfach erwähnt, eine Quantifizierung der Steigerung des Shareholder Value nicht möglich ist, muß man sich auf folgende Überlegung beschränken: „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. Der Beweis für dieses Phänomen liegt darin, daß, wie aus der Graphik S. A-16 hervorgeht, von Wandlungsorientierung und ihren drei genannten Untergruppen die meisten Verbindungen weg und hin führen, d.h. Wandlungsorientierung den größten Einfluß innerhalb des Netzes auf andere Faktoren ausübt. 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

¹⁹⁷ Bühner, R.: Worauf es beim Shareholder Value ankommt, S. 13

¹⁹⁸ Labhart, P.A.: Value reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch reporting, S. 184

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**.

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

Wie aus dem ersten Teil dieser Arbeit hervorgeht, führt eine Konzentration auf die sechs Erfolgsfaktoren zu einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes; dies spiegelt sich in nachhaltigem Shareholder Value wider.

Doch läßt die rechnerische Ermittlung des Unternehmenswertes nicht auch Möglichkeiten zur Manipulation offen? Wird nicht der Aktienkurs desöfteren künstlich in die Höhe getrieben, so daß durch Verzerrung des wahren Wertes Unternehmen überbewertet werden? Dieser Problematik der Diskrepanz zwischen Aktienkurs und wahrem Unternehmenswert wird anhand der folgenden vier Erfolgsfaktoren „**Länge des Prognosehorizontes**“, „**Variation von Rückstellungen und Abschreibungen**“, „**Minimierung der Kapitalkosten**“, „**Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre**“ nachgegangen:

Durch die Untersuchung wird ersichtlich werden, daß die Möglichkeit zur Manipulation zum einen darin liegt, daß die Wahl der Parameter in der Formel (2) S. 3 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 Unsicherheit¹⁹⁹, die sie mit sich bringen, nicht auch manipuliert

¹⁹⁹ Gerade zwischen der Entscheidung für eine Maßnahme zur langfristigen Wertsteigerung und ihren Ergebnissen liegt

ein sogenannter „time-lag“, eine nicht zu unterschätzende Zeitspanne. Oft müssen zunächst mehrere Perioden von

negativen Cash Flows in Kauf genommen werden, bis die Ergebnisse letztendlich positiv werden. Als Beispiel hierfür seien Investitionen in Zukunftstechnologien genannt, denn gerade in diesem Bereich ist es schwer

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. Über wie viele Jahre hinweg soll der freie Cash Flow differenziert ermittelt werden bzw. ab wann soll der Restwert als Pauschalannahme über die weitere Entwicklung gesetzt werden? Grundsätzlich gilt: je länger der Prognosehorizont angesetzt wird, desto größer ist der Anteil der quantifizierbaren Cash Flows am Unternehmenswert und desto kleiner ist der Anteil des Restwertes am Unternehmenswert.²⁰⁰ Durch Planung unter Unsicherheit können sogenannte „Hockey-stick“-Effekte auftreten. Darunter versteht man die Planung, die unrealistisch positiv werden kann, je weiter man in die Zukunft schaut. „Hockey-stick“-Effekte können demnach zu einer unbeabsichtigten Manipulation des Unternehmenswertes führen.²⁰¹

Der Restwert nimmt ein großes Gewicht in der Formel (2) S. 3 für die Berechnung des Unternehmenswertes ein. Daran wird deutlich, wie stark der Gesamtwert durch diesen Restwert manipuliert werden kann. Die Höhe des Restwertes hängt auf der einen Seite von der Branche ab: so ergab eine explizite achtjährige Planung für die Tabakindustrie einen Restwert von 56 Prozent des Unternehmenswertes, für den High-Tech-Bereich dagegen 125 Prozent.²⁰² Auf der anderen Seite hängt die Höhe des Restwertes von der Unternehmensstrategie ab. Bei einer Desinvestitionsstrategie nehmen die Einzahlungen zunächst zu, dann jedoch wieder ab. Der Restwert ist hier im Vergleich zu den Cash Flows in der Planungsperiode relativ niedrig. Bei einer wachstumsorientierten Investitionsstrategie ist in den Anfangsperioden mit Auszahlungen zu rechnen, später dann mit erhöhten Einzahlungen. Hier muß dann der Restwert entsprechend höher veranschlagt werden. 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. Wie in der vereinfachten Formel (3) S.4 der indirekten Ermittlung des Cash Flow erkennbar ist, wird der Jahresüberschuß in einer Rückrechnung um ausgabefreie Aufwendungen und

abzuschätzen, in welcher Höhe Kosten entstehen und wann und ob überhaupt mit positiven Ergebnissen zu rechnen ist. Hieraus ergibt sich wiederum die mit Unsicherheit behaftete Bestimmung des Prognosehorizontes.

²⁰⁰ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 72

²⁰¹ Bötzel, S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 90-91

einnahmeloze Erträge korrigiert. Die finanzunwirksamen Positionen „Erhöhung von Rückstellungen und Abschreibungen“, deren Bildung zu Lasten des Gewinns gehen, werden wieder addiert. Die indirekte Ermittlung verdeutlicht den Spielraum möglicher Variationen.²⁰³ 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.²⁰⁴

Cash Flow und Jahresüberschuß können sich gegenläufig entwickeln, weswegen der Cash Flow generell realitätsnaher als der Jahresüberschuß die Entwicklung der Ertragskraft eines Unternehmens liefert: Eine Abnahme des Jahresüberschusses, die von einem steigenden Cash Flow begleitet wird, zeigt einen Anstieg von Investitionen mit entsprechend steigendem Abschreibungsbedarf. Nimmt der Jahresüberschuß zu, der Cash Flow hingegen ab, so ist dies oft die Folge eines Investitionsrückgangs, der niedrigere Abschreibungen nach sich gezogen hat.²⁰⁵

Desweiteren gilt, daß Zuführungen zu den Rückstellungen die ertragssteuerliche Bemessungsgrundlage verkürzen, erfolgswirksame Auflösungen bei Wegfall des Rückstellungsgrundes, diese erhöhen.²⁰⁶ Führt ein Unternehmen Sonderabschreibungen durch, so erfolgt eine Aufwandsvorverlagerung oder eine Nachverlagerung von Steuerzahlungen. Infolgedessen kann die Höhe des freien Cash Flow durch die Inanspruchnahme von Sonderabschreibungen bewußt beeinflusst werden.²⁰⁷

Die Wahl der Abschreibungsmethode wirkt sich indirekt auf den Cash Flow aus, denn bei degressiver Methode sind die Abschreibungen anfangs höher, so daß sich im Vergleich zum linearen Ansatz die Steuerlast verringert. So kann bei sehr anlageintensiven Geschäften mit langer Nutzungsdauer eine Änderung des Abschreibungsansatzes zu einer erheblichen Änderung des Cash Flow führen.²⁰⁸

3. Erfolgsfaktor „Minimierung der Kapitalkosten“

Die Kapitalstruktur eines Unternehmens wird vom Verhältnis Außen- und Innenfinanzierung bestimmt. Wie in Formel (2) S. 3 deutlich wird, führen gesunkene durchschnittliche Kapitalkosten r unmittelbar zu einem erhöhten Unternehmenswert und mittelbar zu einer Erhöhung des

²⁰² Bühner, R./Tuschke, A.: Wertmanagement - Rechnen wie ein Unternehmer, S. 16

²⁰³ Brune, J.: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, S. 67

²⁰⁴ Bühner, R./Tuschke, A.: Wertmanagement - Rechnen wie ein Unternehmer, S. 15

²⁰⁵ Deutsches Aktieninstitut: Aktien richtig einschätzen, S. 41

²⁰⁶ Schüler, A.: Zur Bewertung operativer Überschüsse bei Finanzierung durch Eigenkapital, Rückstellungen und Verbindlichkeiten, S. 19

²⁰⁷ Spill, J.: Behandlung von Steuern, S. 209

²⁰⁸ Lewis, T.G.: Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management, S. 212

Aktionärsvermögens.²⁰⁹ Desweiteren machen geringe Kapitalkosten Erweiterungsinvestitionen für das Unternehmen rentabel.²¹⁰ 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.

3. 1. Reduzierung der Eigenkapitalkosten

In der Formel (7) S. 5 zur Berechnung der Eigenkapitalkosten wird deutlich, daß das Unternehmen nur über den beta-Faktor als Stellschraube zur Reduzierung verfügt. Nachdem der beta-Faktor die Kursschwankungen im Vergleich zu einem Aktienindex mißt, kann das Unternehmen diesen nur indirekt beeinflussen bzw. versuchen, durch ein konsequentes Risikomanagement das Geschäftsrisiko zu begrenzen. Es gilt, daß Aktienkurssteigerungen, die ja das Ziel eines wertorientierten Managements sind, gerade in Zeiten fallender Aktienkurse und dementsprechend zurückgehender Aktienindizes das Beta erheblich reduzieren.²¹¹

3. 2. Reduzierung der Fremdkapitalkosten²¹²

Ein Unternehmen kann die Fremdkapitalkosten durch eine geeignete Mischung der unterschiedlichen Formen der Kreditfinanzierung beeinflussen. Es muß für sich die Mischung aus den verschiedenen Kreditformen wählen, die den durchschnittlichen Fremdkapitalzins minimiert. Neben der Wahl des richtigen Instruments müssen zudem Ort, Währung und Timing der Finanzierung gut durchdacht sein.²¹³

3. 3. Wertschöpfungspotential der Kapitalstruktur:

optimaler Verschuldungsgrad und Leverage-Effekt

Optimierung der Kapitalstruktur bedeutet die Eigen- und Fremdkapitalanteile so zu gestalten, daß die Kapitalkosten minimiert werden.²¹⁴ Über dieses Optimum der Kapitalstruktur entscheidet das Verhältnis von marginalen Fremdkapitalkosten²¹⁵ zu marginalen Eigenkapitalkosten: solange die Eigenkapitalkosten über den Fremdkapitalkosten liegen, wird zur Finanzierung eines Investitionsprogramms Fremdkapital aufgenommen, bis dessen Kosten die Grenzrendite der

²⁰⁹ Rams, A.: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, S. 218

²¹⁰ Bühner, R.: Worauf es beim Shareholder Value ankommt, S. 15

²¹¹ Bötzel S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 120-121

²¹² vgl. Internet: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/>: „Kurzfristige Außenfinanzierung mit Fremdkapital“ vom WS 99/00 und „Langfristige Außenfinanzierung mit Fremdkapital“ vom WS 99/00

²¹³ Bötzel S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 121

²¹⁴ Rams, A.: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, S. 217

²¹⁵ marginale Fremdkapitalkosten, sind jene Kosten, die eine zusätzliche Einheit Fremdkapital kostet

Investition erreichen und vice versa. An dieser Stelle greift zusätzlich das Steuerrecht ein, denn die steuerliche Begünstigung von Fremdkapital gegenüber Eigenkapital hat zur Folge, daß mit zunehmender Verschuldung die Eigenkapitalrendite steigt.²¹⁶ Jedoch darf nicht vergessen werden, daß diese Hebelwirkung wachsender Verschuldung auf die Eigenkapitalrentabilität (Leverage-Effekt²¹⁷) jener Restriktion unterliegt, daß mit zunehmender Verschuldung das Unternehmensrisiko steigt.²¹⁸ Die Bonität des Unternehmens wird dadurch wiederum verschlechtert und folglich die Fremdfinanzierung verteuert und von seiten der Kreditgeber eine erhöhte Risikoprämie gefordert²¹⁹. Kosten für Fremd- und Eigenkapital können wieder steigen.²²⁰ In Deutschland spielt der Leverage-Effekt aufgrund des vorherrschenden niedrigen Zinsniveaus eine bedeutsame Rolle und dies vor dem Hintergrund der nach wie vor großen Bedeutung der Fremdfinanzierung und der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen. Verfügt das Unternehmen ohnehin über nicht ausgeschöpfte risikoneutrale Fremdfinanzierungspotentiale, bewirkt die ertragssteuerliche Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen zusätzlich eine Steigerung des Unternehmenswertes.²²¹

Die Abbildung 21 im Anhang S. A-17 verdeutlicht folgende Resultate: „Solange die marginale Veränderung des Kapitalwertes der Steuerersparnisse größer ist als die marginale Veränderung des Kapitalwertes der Insolvenzkosten, kann der Unternehmenswert durch zusätzliche Verschuldung erhöht werden. Er erreicht ceteris paribus sein Maximum mit Erreichen des optimalen Verschuldungsgrades.“²²²

Rechnerisch kann die optimale Kapitalstruktur dadurch ermittelt werden, daß man die gewichteten Kapitalkosten mit der Formel (6) S. 5 mit Hilfe einer Tabellenkalkulation für verschiedene Verschuldungsgrade berechnet und dadurch das Optimum identifiziert. Allerdings muß dabei berücksichtigt werden, daß der beta-Faktor mit wachsender Verschuldung aufgrund des höheren Insolvenzrisikos steigt, die Steuervorteile mit Hilfe eines Steuerkorrekturfaktors quantifiziert werden müssen und die Insolvenzkosten bei höherer Verschuldung in steigenden Fremdkapitalzinsen zum Ausdruck kommen.²²³

²¹⁶ Löhnert, P.: Shareholder Value: Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland, S. 164

²¹⁷ vgl. auch: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Prof. Beyer: „Nachdenkliches“ zum Shareholder Value,

Stakeholder Value und Balanced Scorecard

²¹⁸ Löhnert, P.: Shareholder Value: Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland, S. 164

²¹⁹ Rams, A.: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, S. 218

²²⁰ Löhnert, P.: Shareholder Value: Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland, S. 164

²²¹ Pellens, B./Schremper, R.: Aktienrückkauf in Deutschland, S. 10

²²² Löhnert, P.: Shareholder Value: Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland, S. 167

²²³ Bötzel S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 119-120

Sicherlich drängt sich die Frage auf, wie ein Unternehmen zur positiven Beeinflussung des Shareholder Value in der Praxis gerade überschüssige Liquidität abbauen kann. Gründe für überschüssige Liquidität können z.B. in einem zu hohen Eigenkapitalanteil und fehlenden Investitionsprojekten mit positivem Kapitalwert liegen. Die erzielbare Rendite sollte schließlich stets über den Kapitalkosten liegen.²²⁴ Ein weiterer Grund für überschüssige Liquidität kann der Verkauf von betriebseigenen Grundstücken oder Tochtergesellschaften sein.²²⁵ Instrumente zum Abbau überschüssiger Liquidität stellen die Dividendenpolitik und der Aktienrückkauf dar, wobei Aktienrückkäufe auch fremdfinanziert werden können. Aktienrückkäufe als Motiv der Kapitalstrukturgestaltung werden von 27 Prozent aller befragten Unternehmen für wichtig oder sehr wichtig gehalten.²²⁶

An dieser Stelle sei allerdings vorweggenommen, daß sich ein Unternehmen zur Maximierung des Shareholder Value zunächst auf das sogenannte Aktiva-Management stützen sollte, also auf eine Konzentration auf renditestarke Kerngeschäftsfelder und auf eine Verbesserung der operativen Leistung: eben die im Rahmen dieser Arbeit herausgearbeiteten Erfolgsfaktoren. Sind nach der Umsetzung der dafür erforderlichen Maßnahmen noch liquide Mittel übrig oder ungenutzte Verschuldungskapazitäten vorhanden, kann das Unternehmen das Passiva-Management in Angriff nehmen, d.h. den Shareholder Value durch eine Optimierung der Kapitalstruktur zusätzlich steigern.²²⁷ Die Optimierung der Kapitalstruktur stellt also ein unterstützendes Instrument dar, welches erst nach anderen Vorkehrungen zum Tragen kommen sollte.

3. 3. 1. Dividendenpolitik

Das Unternehmen schüttet den erzielten Gewinn teilweise oder ganz an ihre Aktionäre aus, es schmälert dadurch seine Selbstfinanzierungskraft.²²⁸ Werden dem Unternehmen Investitionsmöglichkeiten geboten, die einen über den Kapitalkosten liegenden Cash Flow erwarten lassen, sollten durchaus Teile des Gewinns im Unternehmen verbleiben. Andernfalls könnten die Investitionen eher wertevernichtend wirken, so daß eine Ausschüttung des Gewinns an die Aktionäre und damit die Investitionsauswahl den Aktionären zu überlassen sinnvoller ist.²²⁹ Die Dividende wird als Zeichen für die Erwartungen der Geschäftsleitung über die zukünftige

²²⁴ Pellens, B./Schremper, R.: Aktienrückkauf in Deutschland, S. 7

²²⁵ Leven, F.-J.: Der Erwerb eigener Aktien - Ein neues Instrument des Eigenkapitalmanagements und seine Bedeutung für den Privatanleger, S. 215

²²⁶ Pellens, B./Schremper, R.: Aktienrückkauf in Deutschland, S. 26

²²⁷ Rams, A.: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, S. 217-218

²²⁸ Frei, N.: Investor Relations - Wie hege und pflege ich meinen Aktionär von heute und morgen?, S. 182

²²⁹ Müller, M.: Shareholder Value - Eine Darstellung des Konzepts, S. 149

Entwicklung des Unternehmens gedeutet. Jede Erhöhung der Dividende wird als Zeichen für eine dauerhafte Verbesserung der Ertragskraft des Unternehmens gesehen, jede Dividendenkürzung als Symptom für eine ernste Unternehmenskrise gewertet.²³⁰ Eine Dividendenzahlung oder ein Dividendenausfall hat - wie täglich an der Börse zu beobachten ist - Einfluß auf die Börsenbewertung und damit auf die Entwicklung des Shareholder Value.²³¹

Dividendenpolitik - ein Mittel zur kurzfristigen Steigerung des Total Return?

Wird ein beträchtlicher Teil des Eigenkapitals im Rahmen einer einmalig erhöhten Dividende ausgeschüttet, reagiert der Kapitalmarkt mit einer übermäßigen Kurssteigerung, d.h. der Shareholder Value wäre in diesem Fall über Manipulation verbessert worden. Nach einem Jahr jedoch führt der Rückgang zu einer normalen Dividende zu Enttäuschungen der geweckten Erwartungen und Mißtrauen sowie zu einem Kursverfall. Die einmalige Dividendenerhöhung hat dann extreme Kursschwankungen mit sich gebracht.²³²

3. 3. 2. Aktienrückkauf²³³

Empirische Studien zeigen, daß Aktienrückkäufe, d.h. der Übergang des Eigentums von Aktien an die emittierende Aktiengesellschaft²³⁴, zu einer signifikanten Steigerung des Shareholder Value führen.²³⁵ Aktienrückkäufe können durch den Abbau überschüssiger Liquidität, was immerhin ein wichtiges oder sehr wichtiges Motiv für 24,3 Prozent aller befragten Unternehmen ist²³⁶, oder Aufnahme von Fremdkapital erfolgen.²³⁷ Der fremdfinanzierte Kauf von eigenen Aktien gewährt in Niedrigzinsphasen die Möglichkeit, verhältnismäßig teures Eigenkapital durch billiges Fremdkapital zu ersetzen.²³⁸ Grundsätzlich unterscheidet man den Aktienrückkauf mit anschließender Weiterverwendung der Aktien und den Aktienrückkauf mit anschließender Kapitalherabsetzung. Für den Shareholder Value ist gerade die zweite Gruppe interessant.

²³⁰ Leven, F.-J.: Der Erwerb eigener Aktien - Ein neues Instrument des Eigenkapitalmanagements und seine Bedeutung für den Privatanleger, S. 217

²³¹ Frei, N.: Investor Relations - Wie hege und pflege ich meinen Aktionär von heute und morgen?, S. 182

²³² Leven, F.-J.: Der Erwerb eigener Aktien - Ein neues Instrument des Eigenkapitalmanagements und seine Bedeutung für den Privatanleger, S. 217

²³³ vgl. hierzu auch: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl/>: „Aktien und Aktienrückkauf“ vom SS 99

²³⁴ Küting, K.: Der Erwerb eigener Aktien, S. 4

²³⁵ Rams, A.: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, S. 220

²³⁶ Pellens, B./Schremper, R.: Aktienrückkauf in Deutschland, S. 24

²³⁷ Leven, F.-J.: Der Erwerb eigener Aktien - Ein neues Instrument des Eigenkapitalmanagements und seine Bedeutung für den Privatanleger, S. 220

²³⁸ Küting, K.: Der Erwerb eigener Aktien, S. 4

3. 3. 2. 1. Aktienrückkauf mit und ohne Kapitalreduktion

Aktienrückkauf ohne Kapitalreduktion ermöglicht es dem Unternehmen, die den Managern zustehenden Aktien aus ihren Optionsplänen bzw. die den Mitarbeitern gewährten Belegschaftsaktien zu liefern. Dadurch kann der Anreiz auf die Aktionärsausrichtung und positive Kursentwicklung gesteigert werden.²³⁹ Mehr zu Aktienoptionen und ihren Auswirkungen auf den Shareholder Value im Punkt IV. 5. „*Stock Options*“ als ambivalenter Erfolgsfaktor: Randbereich der Erfolgsfaktoren „in specie“.

Aktienrückkauf mit anschließender Kapitalherabsetzung bedeutet, daß die erworbenen Aktien vernichtet und das Aktienkapital sowie die Reserven im Umfang des Aktienrückkaufs verringert werden.²⁴⁰

Aktienrückkäufe haben gegenüber der Dividendenausschüttung den Vorteil, daß sie dem Unternehmen weiterhin eine kontinuierliche Dividendenpolitik erlauben und zudem einen steuerlichen Vorteil²⁴¹ mit sich bringen. Befragungen ergaben, daß zwar 24,3 Prozent diesen Aspekt als wichtig ansehen, aber nur 2,7 Prozent als sehr wichtig. Bei 48,6 Prozent spielt diese Vorteilhaftigkeit gar keine Rolle.²⁴²

3. 3. 2. 2. Reaktion der Aktienkurse auf einen Aktienrückkauf

Wie empirische Studien zeigen, führt ein Aktienrückkauf zu einer Steigerung des Aktienkurses. Die Aktien der Unternehmen, die ihre eigenen Aktien erwerben, haben im Zeitraum des Rückkaufs deutlich bessere Resultate erzielt als der Aktienmarkt. Für die Aktienkurssteigerung gibt es zwei Gründe: als Schlagwörter seien hier die **Gewinnverdichtung** und die **Signalwirkung** von Aktienrückkäufen aufgeführt. Unter Gewinnverdichtung versteht man die Erhöhung des Gewinns pro Aktie (earning per share), der sich berechnet als Quotient aus Unternehmensgewinn und Aktienanzahl.²⁴³ Die Erhöhung kommt dadurch zustande, daß der durch den Rückkauf ausgelöste Gewinnrückgang durch die Verringerung der Anzahl ausstehender Aktien überkompensiert wird. Der zweite Grund für die Kurssteigerung liegt in der Signalwirkung, die ein Aktienrückkauf bzw. schon allein die Ankündigung eines Aktienrückkaufs, mit sich bringt.²⁴⁴ Durch die Ankündigung eines Rückkaufs gibt das Unternehmen bzw. das Management als Unternehmensinsider verfügbare Informationen über die künftige Ertragslage und die damit verbundenen Kurssteigerungspotentiale

²³⁹ Pellens, B./Schremper, R.: Aktienrückkauf in Deutschland, S. 14

²⁴⁰ Rams, A.: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, S. 218

²⁴¹ Dividenden unterliegen bei den Aktionären in voller Höhe der Besteuerung

²⁴² Pellens, B./Schremper, R.: Aktienrückkauf in Deutschland, S. 5, S. 8 und S. 22

²⁴³ Küting, K.: Der Erwerb eigener Aktien, S. 4

²⁴⁴ Rams, A.: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, S. 220

an die Kapitalmarktteilnehmer weiter²⁴⁵ und signalisiert, daß sie den aktuellen Aktienkurs gemessen an den absehbaren Zukunftsperspektiven für zu niedrig hält.²⁴⁶ Zudem wird der Eindruck erweckt, sofern der Rückkauf über die Börse stattfindet²⁴⁷, daß das Unternehmen selbst bereit ist, eigene Aktien zu halten. Das Unternehmen demonstriert nach außen seine Ausrichtung am Shareholder Value und an einer langfristigen Wertsteigerung. Selbstverständlich muß die Kommunikation glaubwürdig sein. Ihre Glaubwürdigkeit korreliert positiv mit der Rückkaufquote, dem Kapitalanteil des Managements sowie der angebotenen Prämie auf den aktuellen Börsenkurs.²⁴⁸

3. 3. 2. 3. Gefahr des Mißbrauchs der Ankündigung und Durchführung eines Aktienrückkaufs

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.²⁴⁹ 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. In erster Linie dienen solche kurzfristigen Kurssteigerungen der Gehaltsaufbesserung des Top-Managements bzw. der Sicherung dessen Arbeitsplatzes. Somit kann ein entsprechendes Verhalten des Managements nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Die Aktionäre können zwar von kurzfristigen Kurssteigerungen profitieren, mittelfristig wird ihnen jedoch dieses Vorgehen schaden.²⁵⁰ Der Aktienrückkauf kann demnach ein Instrument zur manipulierten Verbesserung des Shareholder Value darstellen.²⁵¹

3. 3. 3. Leasing

Leasingverträge ersetzen andere Formen der Fremdfinanzierung, deswegen sollten sie wie Fremdkapital behandelt werden. Das Finanzierungsleasing ist bilanziell als Fremdkapital ausgewiesen, sein Marktwert läßt sich demnach analog zu anderen Formen der Fremdfinanzierung bestimmen. Der Marktwert von Verpflichtungen aufgrund von Operate-Leasing-Verträgen kann auf

²⁴⁵ Pellens, B./Schremper, R.: Aktienrückkauf in Deutschland, S. 11

²⁴⁶ Rams, A.: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, S. 219

²⁴⁷ Ein Aktienrückkauf kann über die Börse oder abseits der Börse stattfinden; vgl. hierzu Pellens, B.: Aktienrückkauf in Deutschland

²⁴⁸ Pellens, B./Schremper, R.: Aktienrückkauf in Deutschland, S. 11

²⁴⁹ Giger, E.: Der Erwerb eigener Aktien aus aktienrechtlicher und steuerrechtlicher Sicht, S. 10

²⁵⁰ Müller, M.: Shareholder Value - Eine Darstellung des Konzepts, S. 148-149

²⁵¹ Bötzel S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 15

dieselbe Art ermittelt werden, der Marktwert entspricht dem Barwert der künftigen Leasingraten, die mit einem Diskontierungssatz abgezinst werden, in dem das individuelle Risiko eines Leasingnehmers enthalten ist.²⁵² Alternativen zum Leasing sind der Kreditkauf und Eigenkapitalfinanzierung. Vergleichsrechnungen zwischen Leasing und Kreditkauf auf Basis der Kapitalwertmethode ergeben, daß Kreditfinanzierung vorteilhafter als Leasing ist. Rein rechnerisch ist die Eigenkapitalfinanzierung gegenüber Leasing nur dann vorteilhafter, wenn der Kalkulationszinsfuß niedrig ist. Jedoch scheidet an sich diese Alternative aus, da vorhandenes Eigenkapital anderweitig rentabler eingesetzt werden kann.²⁵³

3. 3. 4. Pensionsrückstellungen

Neben der Finanzierung mit kostengünstigem Kapital kommt der Strukturierung der Passivseite eine große Bedeutung zu. Pensionsrückstellungen sind eine Alternative zur Kapitalaufnahme am Markt für Fremd- bzw. Eigenkapital.²⁵⁴ Dem Unternehmen wird mittels Bildung von Pensionsrückstellungen langfristig zinsfreies Fremdkapital zur Verfügung gestellt.²⁵⁵ Das aus der Bildung von Pensionsrückstellungen resultierende Innenfinanzierungsvolumen kann zur Finanzierung oder zur Erhöhung der finanziellen Reservehaltung eingesetzt werden. Die Finanzierungswirkung von Pensionsrückstellungen läßt sich derart beschreiben, daß - soweit der Rechnungszins unter der Mindestrendite in Form der Kapitalkosten liegt, die verdient werden müssen, damit ohne Verlust Zinsen für Fremdkapital gleicher Laufzeit gezahlt werden können - die Innenfinanzierung über Pensionsrückstellungen eine faktische Zinsverbilligung gegenüber der Fremdfinanzierung über den Kapitalmarkt aufweist.²⁵⁶ In diesem Fall stellt die Innenfinanzierung über Pensionsrückstellungen eine günstigere Finanzierungsform als die Fremdfinanzierung dar (Leverage-Effekt).

3. 3. 5. Erhöhung der Transparenz

Dem Trend aus den USA folgend messen nun auch deutsche Unternehmen den Investor Relations²⁵⁷ eine höhere Bedeutung bei. Um ihre Position im Kapitalmarkt zu stärken, werden die Geschäftsberichte stärker detailliert, schriftliche Zwischenberichte und Treffen mit Analysten durchgeführt. Auch Analysten bestätigten, daß Unternehmen mit einer transparenten und

²⁵² Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, S. 265-266

²⁵³ Perridon, L./Steiner, M.: Finanzwirtschaft der Unternehmung, S. 445-446

²⁵⁴ Löhnert, P.: Shareholder Value: Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland, S. 171

²⁵⁵ Sulzbach, K.: Behandlung von Schulden und Rückstellungen im Discounted Cash Flow-Verfahren, S. 215

²⁵⁶ Löhnert, P.: Shareholder Value: Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland, S. 172-175

²⁵⁷ vgl.: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Online-News Stand April 2000: Finanzbereich Nr. 11

ausgefeilten Informationspolitik gegenüber den Wettbewerbern im Kapitalmarkt einen Vorsprung haben.²⁵⁸

3. 3. 6. Notierung an ausländischen Börsen

Untersuchungen ergeben, daß Aktienkurssteigerung, respektive Kapitalkostensenkungen mittels Notierung an ausländischen Börsen, lediglich für große Unternehmen mit weltweit guter Marktposition eine positive Wirkung erzielen können. Ferner ist anzunehmen, daß, wenn es für deutsche Unternehmen überhaupt zu einer Wertsteigerung kommt, diese weniger mit der Notierung an einer ausländischen Börse zu tun hat, als vielmehr mit der verbesserten Rechnungslegung und Transparenz.²⁵⁹

4. Erfolgsfaktor „Informationspolitik und Erwartungen der Aktionäre“

Gerade vor dem Hintergrund des Wettbewerbs um Kapital und der wachsenden Zahl deutscher und ausländischer Anleger in Deutschland sind börsennotierte Unternehmen dazu gezwungen, wachsende Informationsbedürfnisse von sich wandelnden Investorengruppen zu erfüllen.²⁶⁰ 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. Hierzu ist Kommunikation mit den Anlegern notwendig: sie beinhaltet z.B. eine Rechnungslegung orientiert an internationalen Standards²⁶¹ sowie professionelle Investor-Relation-Arbeit.²⁶² In einem Interview mit Albert Oeckl, Pionier der Öffentlichkeitsarbeit in Deutschland, heißt es: „Wer (auf Öffentlichkeitsarbeit) verzichtet, läßt ein bewährtes Steuerungs- und Motivationsinstrument nach innen ungenutzt. Nach außen schafft fehlende Kommunikation Raum für Spekulationen“²⁶³. Die **Informationspolitik** soll offen und vertrauensvoll sein, weswegen auch vermehrt Unternehmen eine „Investor-Relation-Abteilung“ einrichten. Das Unternehmen stellt sich damit einer Prüfung auf dem Kapitalmarkt.²⁶⁴

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

²⁵⁸ Lewis, T.G.: Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management, S. 94-95

²⁵⁹ Lewis, T.G.: Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management, S. 100-101

²⁶⁰ Bötzel, S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 184

²⁶¹ z.B. International Accounting Standards, die auch einen internationalen Vergleich ermöglichen

²⁶² Rosen, R.: Aktienoptionen für Führungskräfte - Leistungsorientierte Vergütung und Shareholder Value, S. 15

²⁶³ O.V.: „PR ist ein bewährtes Instrument, S. 21

²⁶⁴ Bühner, R.: Worauf es beim Shareholder Value ankommt, S. 15

beeinflussen.²⁶⁵ 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“.²⁶⁶ Der Preis einer Aktie bildet sich börsenmäßig aus Angebots- und Nachfrageprozessen, wobei sich die Nachfrageprozesse auf die **erweckten Aktionärsenerwartungen** zurückführen lassen. Die Erwartungen wiederum basieren auf den aus der Aktie erzielbaren Dividendenzahlungen und realisierbaren Kursgewinnen. 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. Man kann infolgedessen sagen, daß Investor Relation – definiert als planmäßige und systematische Gestaltung der Beziehung zwischen Unternehmen und der Investoren-Öffentlichkeit – die Funktion einer Brücke zwischen dem unternehmerischen Handeln und der Entwicklung der Aktienkurse übernimmt.²⁶⁷ Die Abbildung 22 im Anhang S. A-17 zeigt die unternehmerische Zielsetzung durch Investor Relation. Das Primärziel von Investor Relation ist eine langfristige Maximierung und Stabilisierung des Aktienkurses. Der Kapitalmarkt honoriert eine langfristige und an den Strategien des Unternehmens orientierte Informationspolitik, während eine auf kurzfristige Manipulationen angelegte Informationspolitik langfristig Vertrauensverluste und dadurch Wertminderungen bewirken kann.²⁶⁸ Das zweite Ziel von Investor Relation ist die Verbesserung des Unternehmensimages, mit ihr einhergehend das Aktivieren einer größeren Investorenschaft²⁶⁹ und das Aufbauen einer Vertrauensbasis, so daß die von den Aktionären geforderte Risikoprämie (vgl. Formel (7), S. 5) und dadurch die Eigenkapitalkosten sinken. Reduzierte Eigenkapitalkosten führen bekanntlich zu einem niedrigeren Diskontierungsfaktor und somit zu einem höheren Unternehmenswert.²⁷⁰ Daher ist die kapitalgeberorientierte Investor Relation Politik eine elementare Funktion innerhalb der wertorientierten Unternehmensführung.²⁷¹ „Durch die Instrumente des Investor Relation versucht das Unternehmen, den Börsenkurs dem „wahren“ Unternehmenswert anzunähern und eine Über- oder Unterbewertung am Kapitalmarkt zu

²⁶⁵ Frei, N.: Investor Relation – Wie hege und pflege ich meinen Aktionär von heute und morgen?, S. 167

²⁶⁶ Müller, M.: Shareholder Value – Eine Darstellung des Konzeptes, S. 151-152

²⁶⁷ O.V.: Unternehmerische Berichterstattung im Zeichen des Shareholder Value, S. 30

²⁶⁸ Pape, U.: Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, S. 173

²⁶⁹ Labhart, P. A.: Value reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch reporting, S. 224

²⁷⁰ Frei, N.: Investor Relation – Wie hege und pflege ich meinen Aktionär von heute und morgen?, S. 170

²⁷¹ Pape, U.: Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, S. 173

vermeiden“²⁷². Kann diese Behauptung wirklich als absolut gesehen werden? Betrachtet man gegenwärtige Entwicklungen wie „Neuer Markt“ und „Internet-Aktien“, so zeigt sich in diesen Beispielen brennpunktartig, wie stark wahrer und künstlicher Wert differieren. Bei Internet-Aktien²⁷³ gilt offensichtlich die alte Regel: „Wer tief fällt, kann auch hoch steigen und umgekehrt, wer hoch steigt, kann auch tief fallen.“²⁷⁴ Bei sehr vielen Internet-Aktien zeigen sich gigantische Börsenwerte, obwohl die Internet-Unternehmen oft nur relativ wenig Umsatz machen und häufig kaum Gewinn abwerfen.²⁷⁵ Bei Internet-Unternehmen ist weniger der Gewinn das Zauberwort, als vielmehr Schnelligkeit, die entscheidene Marktposition zu besetzen.²⁷⁶ Bewertungsmaßstab wird das Prinzip „Hoffnung“, Hoffnung auf hohe Umsätze. An diesem Punkt nun kann eine geschickte Informationspolitik ansetzen und „aus dem Nichts Wert schaffen“. Die Internet-Euphorie bezüglich der künftigen Umsätze mag vielleicht nicht übertrieben sein, aber rechtfertigt sie derart hohe Aktienkurse?²⁷⁷

Den durch geschickte Informationspolitik geschaffenen Vorteilen stehen folgende Einschränkungen gegenüber: Verlust des kompetitiven Wettbewerbsvorteils gegenüber der Konkurrenz durch falsches oder zu großzügiges Veröffentlichungsverhalten sowie Kosten für die Gewinnung, Aufbereitung und Veröffentlichung der Informationen. In Hinblick auf die informationstechnologische Entwicklung dürften die Veröffentlichungskosten jedoch stark abnehmen. Relativiert werden die genannten Nachteile dadurch, daß sich in der Literatur diesbezüglich noch keine Verifizierung finden läßt. Auch hier unterliegt die Abwägung von Kosten und Nutzen dem Problem der Meßbarkeit, so daß eine quantitative Wertung des Informationsfaktors offen bleibt.²⁷⁸ Abbildung 23 im Anhang S. A-18 stellt zusammenfassend die Einflußfaktoren der Informationspolitik auf den Shareholder Value dar. Auch wenn sich das Wertsteigerungspotential von wertorientierter Berichterstattung nicht quantifizieren läßt, so lassen sich dennoch folgende Tendenzen laut Literatur feststellen: im Vorteil der niedrigeren Eigenkapitalkosten läßt sich ein signifikantes Wertsteigerungspotential mittels Sensitivitätsanalysen erahnen. Insgesamt erweckt eine Abwägung aller wichtigen Einflußfaktoren der wertorientierten Informationspolitik auf den Shareholder Value Grund zur Annahme, daß sie wertsteigernd wirkt. Auch wenn sich - wie gesagt - dieser Wertsteigerungseffekt bislang durch empirische Forschungsarbeiten noch nicht in Zahlen belegen läßt, scheint aber der Markt diesen

²⁷² Bötzel, S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, WS. 185

²⁷³ vgl. auch: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Online-News Stand April 2000: Finanzbereich Nr. 6 und 7

²⁷⁴ O.V.: Internet: Shop - till you drop, S. 1387

²⁷⁵ O.V.: Internet Economy: Jetzt geht es richtig ab, S. 740

²⁷⁶ O.V.: Internet-Aktien: Bubble.com?, S. 142

²⁷⁷ O.V.: Internet: Shop - till you drop, S. 1387

²⁷⁸ Labhart, P.A.: Value reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch reporting, S. 199-204

Wertsteigerungseffekt als gegeben anzunehmen, da eine klare Nachfrage nach wertorientierter Informationspolitik dokumentiert werden kann.²⁷⁹ Man geht heute davon aus, daß professionelles Investor Relation einen Einfluß von ca. 10-15 Prozent auf die Wertentwicklung des Unternehmens hat.²⁸⁰

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. Durch Verfolgung der Börsenkursentwicklungen läßt sich feststellen, daß auch der Verlauf von Aktienkursen sozusagen dem „Diktat der Mode“ unterliegt. Eine Nachricht, die gestern für Euphorie und ihr folgend für Aktienkurssprünge sorgte, interessiert morgen oft niemanden mehr. So waren Lean-Production, Reengineering oder Change-Management „hoch im Kurs“, sind mittlerweile doch längst nicht mehr aktuell. Heute wirkt das Stichwort „Internet“ elektrisierend auf den Börsenkurs. Seit den Börsenerfolgen von Netscape, Yahoo oder Lycos sowie E-Commerce-Anbietern wie amazon.de schaffen innovative Unternehmen, die gestern noch keiner kannte, neue Trends und Börsenfakten.²⁸¹

Ferner läßt sich in der Praxis beobachten, daß **Techniken des Produktmarketing** heute gleichsam auf Aktien übertragen werden: Schlagwort „**Aktienmarketing**“. Dahinter verbirgt sich die Annahme, daß der Preis einer Aktie analog des Preises von Konsumgütern neben fundamentalen Faktoren ganz wesentlich durch **subjektive Kaufkriterien** bestimmt wird. Berater von der Boston Consulting Group fanden heraus, daß der Kauf von Aktien durch „unterbewußte Gefühle und nichtfinanzielle Informationen beeinflußt“ wird. Überträgt man diese Techniken des Produktmarketing auf das Finanzmarketing, wird die Aktie aus Shareholder Value Sicht für Anleger wegen der, dank subjektiver, sogar imaginierter, Prämie, erhöhten Aktienrendite interessanter. In Amerika beispielsweise werden Aktien schon längst wie Produkte vermarktet: so bietet Walt Disney spezielle Kinderaktien in einem Paket mit Dumbo und Dagobert an. Ein weiteres treffendes Beispiel von Aktienmarketing war der Börsengang der Deutschen Telekom. Für die Fernsehwerbung wurde ein beliebter Schauspieler als Mittler zwischen Unternehmen und potentiellen Anlegern engagiert. Es gab verschiedene Preise für unterschiedliche Zielgruppen sowie Rabatte für Privatanleger. Auch die

²⁷⁹ ebenda, S. 224-228

²⁸⁰ Bötzel, S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 183

²⁸¹ Hofmann, M./Baumann, O.: Kein Shareholder Value ohne Customer Value, S. 43

Henkel-Aktie wird vermarktet wie ein Produkt.²⁸² Zur Verdeutlichung befindet sich im Anhang S. A-25 eine Tabelle.

5. „Stock Options“ als ambivalenter Erfolgsfaktor:

Randbereich der Erfolgsfaktoren „in specie“

Zur Peripherie der Erfolgsfaktoren „in specie“ gehören die „Stock Options“. Sie können je nach Handhabung zu einer echten oder manipulierten Verbesserung des Shareholder Value führen, und sind demnach als ambivalent einzustufen.

5. 1. „Stock Options“ - Aktienoptionen - als variable Vergütung der Führungskräfte

„Stock Options“ - Aktienoptionen²⁸³ - als variabler Vergütungsanteil, berechtigen die begünstigten Führungskräfte, das sind in der Regel die Mitglieder des Vorstands eines Unternehmens, zu einem vorab festgelegten Bezugskurs eine bestimmte Anzahl von Aktien des eigenen Unternehmens zu erwerben. Aktienoptionen gelten für einen bestimmten Zeitraum und werden kostenlos zugeteilt.²⁸⁴ Damit zur Ausübung der Optionsrechte Aktien zur Verfügung stehen, kann das Unternehmen laut KonTraG²⁸⁵ Aktienrückkäufe²⁸⁶ oder eine Kapitalerhöhung durchführen.²⁸⁷ Steigt der Börsenkurs des Unternehmens innerhalb des Ausübungszeitraums über den Bezugskurs, so kann die Aktienoption gewinnbringend ausgeübt werden: der Begünstigte übt die Option aus, Aktien zu einem niedrigeren Ausübungspreis zu kaufen und am Markt wieder zu verkaufen oder zu halten. Der Wertzuwachs bei Verkauf ergibt sich als das Produkt aus Anzahl der ausgeübten Optionen und der Differenz zwischen Marktpreis und Ausübungspreis. Fällt der Kurs der Aktie unter den Ausübungspreis, so erleidet, im Gegensatz zum direkten Aktienbesitz, der Manager keinen Verlust, die Option verfällt lediglich.²⁸⁸ Optionen sind also völlig risikofrei.²⁸⁹ Für den Aktionär hat eine an den Börsenkurs gekoppelte Entlohnung zwei Effekte: Schaffung von Shareholder Value durch erhöhte Leistungsbereitschaft des Managements einerseits, Verteilung des Shareholder Value angesichts der Kosten der zusätzlichen Vergütung andererseits.²⁹⁰ Diese Kosten spiegeln sich im

²⁸² <http://www.manager-magazin.de/artikel/fs/0,1153,2541,00.html>, Nölting, A.: Aktienmarketing: Firmen vermarkten

ihre Aktien wie Produkte - der Shareholder Value steigt

²⁸³ vgl. auch: <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Online-News Stand April 2000: Finanzbereich Nr. 3

²⁸⁴ Witt, P.: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, S. 3

²⁸⁵ <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: „Aktien und Aktienrückkauf“ vom SS 99

²⁸⁶ vgl. hierzu Punkt IV. 3. 3. 2. Aktienrückkauf

²⁸⁷ Witt, P.: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, S. 3

²⁸⁸ Bernhardt, W.: Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value?, Teil 1, S. 5

²⁸⁹ Witt, P.: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, S. 3

²⁹⁰ Bernhardt, W.: Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value?, Teil 2, S. 7

sogenannten Verwässerungseffekt der Aktienkurse wider. Diesen Kritikpunkt und weitere von der Öffentlichkeit ausgesprochene Befürchtungen werden aufgeführt und diskutiert. Anschließend wird auf die positiven Seiten von Aktienoptionen eingegangen.

5. 2. Monita der Aktienoptionen

Verwässerungseffekt

Verwässerung von Aktienkursen bedeutet, daß durch die Erhöhung der Anzahl der umlaufenden Aktien bei unverändertem Gesamtgewinn des Unternehmens der Gewinn je Aktie sinkt und der Aktienkurs der alten Aktien theoretisch nach der Ausübung der Option niedriger sein wird als vorher, wobei dieser Kursverlust jedoch nicht, wie bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung, durch das Bezugsrecht ausgeglichen wird. Auf die Frage, welchen materiellen Nachteil das für die Aktionäre bedeutet, läßt sich zusammenfassend feststellen, daß der Verwässerungseffekt durch die bewirkten Kurssteigerungen überkompensiert wird.²⁹¹

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.²⁹² Zudem können Erwartungen der Aktionäre die Markttrenditen beeinflussen.²⁹³ So zeigen amerikanische Studien, daß 55 Prozent der Aktienkursschwankungen durch den Markt erklärt werden, weitere 15 Prozent durch die Industrie und lediglich 30 Prozent durch das Unternehmen selbst.²⁹⁴ Dennoch bleibt festzuhalten, daß Aktienoptionen mit einem für das Unternehmen geringen Aufwand einen ganz erheblichen Motivationseffekt erzielen und die Mitverantwortung der Führungskräfte steigern.²⁹⁵

²⁹¹ Leven, F.-J.: Aktienoptionspläne - Motivation der Führungskräfte zum Nutzen von Aktionären und Belegschaft, S. 200-203

²⁹² Witt, P.: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, S. 3 und Bernhardt, W.: Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value?, Teil 1, S. 5

²⁹³ Rappaport, A.: Shareholder Value, S. 184

²⁹⁴ Bernhardt, W.: Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value?, Teil 1, S. 5

²⁹⁵ Rosen, R.: Aktienoptionen für Führungskräfte - Leistungsorientierte Vergütung und Shareholder Value, S. 16

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 Kapitalmarktbewegungen für schnelle Gewinne und damit Gehaltsaufbesserungen zu nutzen.²⁹⁶ 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.²⁹⁷ Auch Entlassungen oder Betriebsschließungen können als Instrument kurzfristiger Börsenkurssteigerungen mißbraucht werden.²⁹⁸ 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. In einer solchen Situation wird der Manager belohnt, auch ohne Shareholder Value für die Aktionäre geschaffen zu haben. Man spricht von sogenannten „windfall profits“.²⁹⁹

Gerade um diese beiden letzten 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.³⁰⁰

5. 3. Vorzüge von Aktienoptionen

²⁹⁶ Witt, P.: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, S. 3

²⁹⁷ Schäfer, A.: Die These der kurzfristorientierten Aktienbewertung, S. 119

²⁹⁸ Witt, P.: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, S. 3

²⁹⁹ Bernhardt, W.: Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value?, Teil 1, S. 5

³⁰⁰ Leven, F.-J.: Aktienoptionspläne - Motivation der Führungskräfte zum Nutzen von Aktionären und Belegschaft, S. 197-200

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. Ferner stellen Aktienoptionen eine Alternative zu einem höheren Festgehalt dar. Für das Unternehmen bedeutet ein höheres Festgehalt den Gewinn mindernde und dadurch tendenziell kurssenkende Kosten. Die Kosten für Aktienoptionsprogramme sind für das Unternehmen somit geringer, so daß im Vergleich zu einer Situation mit anderen Entlohnungssystemen auch ohne den Motivationseffekt ein geringfügig höherer Aktienkurs zu erwarten ist.³⁰¹ 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.³⁰² Ferner verknüpfen Aktienoptionsprogramme das Interesse der Führungskräfte an einem möglichst hohen Einkommen mit dem Interesse der Aktionäre an einer guten Aktienkursentwicklung.³⁰³ Das Interesse der Aktionäre wird direkt im Zielsystem der verantwortlichen Manager, die den Unternehmenserfolg und damit die Wertsteigerung bestimmen, verankert.³⁰⁴ An dieser Stelle sei auf den Punkt III. 5. 3. *Principal-Agency-Theory* verwiesen. Diese „Chancengemeinschaft“ von Management und Aktionären breitet sich auf alle Stakeholder aus. Aktienoptionsprogramme tragen das Potential in sich, die Motivation der Begünstigten zu erhöhen und gleichzeitig deren Identifikation mit dem Unternehmen zu verwirklichen.³⁰⁵

Zum Thema Aktienoptionen seien noch zwei Anmerkungen gemacht:

Um Aktienoptionen aus Aktionärssicht zu beurteilen, müßte methodisch untersucht werden, wie sich der Marktwert des Unternehmens nach Einführung von Optionsplänen entwickelt. Erzielt das Unternehmen anschließend überdurchschnittliche Kapitalmarktrenditen, so kann diesen ein für den Aktionär positiver Nutzen zugesprochen werden. Dieser Fragestellung wurde bislang nur in den USA nachgegangen, dort war durchschnittlich ein positiver Effekt auf die Kapitalmarktrenditen feststellbar.³⁰⁶

³⁰¹ ebenda, S. 203-204

³⁰² Rosen, R.: Aktienoptionen für Führungskräfte - Leistungsorientierte Vergütung und Shareholder Value, S. 17

³⁰³ Leven, F.-J.: Aktienoptionspläne - Motivation der Führungskräfte zum Nutzen von Aktionären und Belegschaft, S. 189

³⁰⁴ Witt, P.: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, S. 3

³⁰⁵ Rosen, R.: Aktienoptionen für Führungskräfte - Leistungsorientierte Vergütung und Shareholder Value, S. 16-17

³⁰⁶ Winter, S.: Unternehmenskultur und Aktienoptionen, S. 40

Auch wenn Aktienoptionen in aller Munde sind, darf dennoch nicht vergessen werden, daß sie unter vielen nur ein Instrument sind, das zur Managementmotivation und zur leistungsgerechten Entlohnung eingesetzt werden kann.

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.

Im Anhang S. A-28 befinden sich einige Praxisbeispiele zu Aktienoptionen.

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 im Kapitel I. *Problemstellung* 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**.

7. Exkurs: Fusionen als Beweis für die Unverzichtbarkeit der sechs Erfolgsfaktoren

Fusionsankündigungen gehen stets mit der Neuigkeit einher: „Wir werden effizienter, wir werden effektiver, wir wachsen, wir steigern den Gewinn, wir steigern den Shareholder Value.“ Doch haben denn wirklich alle Fusionen das Potential den Shareholder Value zu steigern? Eine kurzfristige Steigerung des Shareholder Value wird sich schon allein wegen der Ankündigung derart hoher Erwartungen durch „self-fulfilling prophecies“ ergeben, schließlich reagiert der Aktienmarkt stark auf derartige Ankündigungen. Das Interesse der Aktionäre liegt jedoch in einer langfristigen Steigerung des Shareholder Value, basierend auf einem starken und nachhaltigen Wachstum des Cash Flow, und dies geht natürlich nicht wie selbstverständlich mit einer Fusion einher.³⁰⁷ In vielen Fällen stellt eine Fusion sogar ein Hindernis zur Steigerung des Unternehmenswertes und somit zur Steigerung des Shareholder Value dar (vgl. BMW/Rover).³⁰⁸ Studien und Erfahrungen der vergangenen Jahre zeigen, daß Fusionen Gefahren bergen können: ca. 58 Prozent der Fusionen konnten den Unternehmenswert nicht steigern.³⁰⁹ Fusionen führen also nicht zwangsläufig zu einem höheren Shareholder Value, auch wenn sie prinzipiell das Potential, den Shareholder Value zu steigern, in sich tragen. Um dieses Potential zu realisieren müssen Unternehmen ihr Hauptaugenmerk auf die folgenden sieben Schlüsselfaktoren einer erfolgreichen Fusion richten (nach Habeck/Kröger/Träm): **Vision, Führung, Wachstum, Schnelle Gewinne, Kulturelle Unterschiede, Kommunikation und Risikomanagement**.

Zunächst wird skizzenhaft untersucht, wie sich eine Fusion zweier Unternehmen unter der Annahme optimaler Rahmenbedingungen auf das Interesse der Aktionäre auswirkt. Im Anschluß daran werden die Schlüsselfaktoren erörtert, die diese optimalen Rahmenbedingungen generieren, und es wird eine Brücke zu den sechs Erfolgsfaktoren „in re“ gebaut.

7. 1. Beitrag einer erfolgreichen Fusion zur Steigerung des Shareholder Value

Zur Vereinfachung wird angenommen, daß keines von den fusionierenden Unternehmen Fremdkapital einsetzt. Die Wirkung einer Firmenübernahme läßt sich in folgenden Schritten vollziehen (vgl. Anhang S. A-18, Abb.24). Als erstes wird wie gewohnt der isolierte

³⁰⁷ Habeck, M.M./ Kröger, F./Träm, M.: Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen, S. 1

³⁰⁸ Black, A./Wright, P./Bachman, J.E./Waterhouse, P.: Shareholder Value für Manager, S. 140

Unternehmenswert des erwerbenden Unternehmens so gut wie möglich ermittelt. Der Marktwert des Eigenkapitals entspricht dem Kurs pro Aktie, der mit der Höhe A ausgewiesen ist. Analog wird der isolierte Wert des anderen Unternehmens ermittelt. Der kumulierte Wert pro Aktie beläuft sich auf die Höhe B. Wird der Kauf mit Fremdkapital vollzogen, sinkt der Wert pro Aktie auf C. Dieser Wertrückgang ist jedoch nur kurzfristig, denn schließlich erhofft man sich durch die Übernahme genügend zusätzlichen Cash Flow zu generieren, um zum einen das Fremdkapital zurückzuzahlen, zum anderen Shareholder Value zu schaffen. Der Vorteil von Fusionen soll schließlich darin liegen, Synergiepotentiale zu verwirklichen. So besteht z.B. die Möglichkeit durch Vermeidung von Doppelaktivitäten und durch Ausnutzen der Vorteile der Größendegression Absatzsteigerungen und Kostensenkungen zu erzielen, um dadurch die betriebliche Gewinnmarge sowie die Rentabilität zu erhöhen. Dank dieser Synergien kann der Wert pro Aktie dann von C auf D steigen. Der letzte Schritt besteht darin, die Kapitalkosten zu optimieren, so daß bei der Berechnung des isolierten Unternehmenswertes ein niedrigerer Diskontierungsfaktor verwendet werden kann.³¹⁰

Es zeigt sich also, daß Shareholder Value nur geschaffen werden kann, wenn die Synergiepotentiale verwirklicht werden. Voraussetzung dafür sind maßgebliche Anpassungen an veränderte Rahmenbedingungen. Managementversagen in diesem Punkt bringt die Gefahr mit sich, daß die Börsenkursentwicklung des erwerbenden Unternehmens nach der Fusion schlechter ist als vorher.³¹¹

Um dieser Gefahr entgegenzuwirken, muß dem Management von vornherein bewußt sein, daß die Größe des Unternehmens allein noch nicht für „Leistungsfähigkeit“ steht, sondern die sieben Schlüsselfaktoren einer erfolgreichen Fusion über das Gelingen einer Fusion und mit ihr einhergehend eine Steigerung des Shareholder Value entscheiden.

7. 2. Schlüsselfaktoren einer erfolgreichen Fusion

Die Vorphase einer Fusion soll auf die ihr folgende Integrationsphase vorbereiten: Themen wie Strategie, Kunden, Konkurrenz und Kosten sowie Due Diligence legen den Grundstein für den späteren Erfolg. Das neue Unternehmen braucht eine einheitliche Blickrichtung.³¹² Um die Integrationsphase gut zu realisieren, die gemeinsame Strategie gezielter verfolgen zu können sowie letztendlich Shareholder Value schaffen zu können, sollten nach Habeck/Kröger/Träm folgende Spielregeln beachtet werden (vgl. Anhang S. A-19, Abb.25).

³⁰⁹ Habeck, M.M./ Kröger, F./Träm, M.: Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen, S. 1

³¹⁰ Black, A./Wright, P./Bachman, J.E./Waterhouse, P.: Shareholder Value für Manager, S. 146-151

³¹¹ Black, A./Wright, P./Bachman, J.E./Waterhouse, P.: Shareholder Value für Manager, S. 141

³¹² Habeck, M.M./ Kröger, F./Träm, M.: Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen, S. 2

Diese Schlüsselfaktoren (nach Habeck/Kröger/Träm) werden im folgenden kurz vorgestellt und den bekannten Erfolgsfaktoren „in re“ zugeordnet.

1. Schlüsselfaktor „**Vision**“

Das Erzeugen einer Vision bedeutet, Klarheit über die Zukunft und den Weg dorthin zu schaffen sowie ein gemeinsames Richtungsgefühl zu entwickeln. Die Vision sollte eine realistische Antwort auf die Frage sein, „was mit dem Fusionspartner hinsichtlich Kernkompetenzen und des finanziellen Ergebnisses erreicht werden könne“. Neben die rein finanzielle Betrachtung im Rahmen der traditionellen Due Diligence tritt eine ganzheitliche Betrachtung: Kunde, Mitarbeiter, Konkurrenz, Kosten und Kultur werden simultan berücksichtigt.³¹³

Der Schlüsselfaktor „Vision“ kann dem Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“ zugeordnet werden. Die Vision wird unternehmensweit durch Einbezug aller Mitarbeiter verbreitet (vgl. Punkt III. 4. *Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“*)

2. Schlüsselfaktor „**Führung**“

Ein neues Führungsteam sollte so schnell wie möglich etabliert werden. Zum einen soll dieses für eine klare Kommunikation und Realisation der Vision sorgen, zum anderen soll dieses dem Integrationsprozeß die notwendige Dynamik verleihen. Unter allen Umständen muß ein Führungsvakuum vermieden werden.³¹⁴

Der Schlüsselfaktor „Führung“ entspricht im Rahmen des Erfolgsfaktors „Wandlungsorientierung“ der Notwendigkeit von Leadership und Management in einem (vgl. Punkt III. 2. 2. *Management und Leadership*)

3. Schlüsselfaktor „**Wachstum**“

Auch wenn fast alle Fusionen erhebliche Kostensenkungen und Kostensynergien mit sich bringen, sogenannte Effizienzsynergien, müssen Wachstumschancen unbedingt an erster Stelle stehen. Wachstumschancen ergeben sich zwingend aus der gemeinsamen Vision, die per se wachstumsorientiert ist. Nur wenn sich das Unternehmen auf Wachstum konzentriert, wird der Unternehmenswert gesteigert, andernfalls kann er durch zuviel Kostensenkung letztlich reduziert werden.³¹⁵

Der Schlüsselfaktor „Wachstum“ ist zum einem im Erfolgsfaktor „Kernkompetenzorientierung“ enthalten, da dieser das Postulat des Wachstums in Kernbereiche fordert, zum anderen im Erfolgsfaktor „Wertschöpfungsorientierung“, denn Investitionen und Desinvestitionen sind

³¹³ ebenda, S. 27-50

³¹⁴ Habeck, M.M./ Kröger, F./Träm, M.: Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen, S. 51-68

³¹⁵ ebenda, S. 69-81

Voraussetzungen für Wachstum (vgl. Punkte III. 3. *Erfolgsfaktor „Kernkompetenzorientierung“* und III. 6. *Erfolgsfaktor „Wertschöpfungsorientierung“*).

4. Schlüsselfaktor **„Schnelle Gewinne“**

Schnelle Gewinne, sogenannte „early wins“, sollen allen Betroffenen, d.h. Mitarbeitern, Lieferanten, Kunden sowie Anteilseignern die Sicherheit geben, daß Verbesserungen möglich sind. Schnelle Gewinne senden das positive Signal aus, daß substantielle und nachhaltige Gewinne eintreten werden, wenn die Integrationsphase erfolgreich abgeschlossen ist. Intern und extern hat das Unternehmen eine Reihe von Ansatzpunkten schnelle Gewinne zu erzielen ohne vorschnell Arbeitsplätze zu streichen oder Abteilungen zu schließen, wie es 61 Prozent der fusionierten Unternehmen machen (vgl. Anhang S. A-20, Abb.26).

Der Schlüsselfaktor „Schnelle Gewinne“ kann dem Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“ zugeordnet werden, denn diese stehen für Erfolg, und Erfolg ist bekanntlich der beste Motivator (vgl. Punkte III. 4. *Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“*).

5. Schlüsselfaktor **„Kulturelle Unterschiede“**

Die Kultur ist für den Unternehmenswert ebenso wichtig wie Produkte, Kunden oder individuelle Fähigkeiten der Mitarbeiter.³¹⁶ Beim Zusammenschluß zweier Unternehmen treffen zwangsläufig die in ihnen gültigen Unternehmenskulturen aufeinander. Dies geht vor allem mit einer deutlichen Belastung des Personals einher, so daß an dieser Stelle unbedingt das Postulat der Mitarbeiterorientierung greifen muß, um den angestrebten Fusionserfolg nicht zu gefährden.³¹⁷ Das neue Unternehmen muß sich überlegen, welche Kultur es führen möchte und wie es den Unternehmenswert geschickt steigern kann. Grundsätzlich könnte das Unternehmen dem schwächeren Partner die fremde Kultur aufzwingen, es könnte zulassen, daß zwei separate Kulturen weiter existieren oder eine integrierte Kultur schaffen. Letztere ist die schwierigste, aber auch die erfolgreichste Vorgehensweise. Der Unternehmenswert kann dann maximiert werden, wenn aus beiden Organisationen Kompetenz und fester Wille seitens der Mitarbeiter zusammenkommen, die gemeinsame strategische Aufgabe zu lösen, und gleichzeitig eine gemeinsame Identität entwickelt wird.³¹⁸

³¹⁶ Habeck, M.M./ Kröger, F./Träm, M.: Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen, S. 102-123

³¹⁷ Olbrich, M.: Akquisitionen: Hochzeiten mit Hindernissen, S. 24

³¹⁸ Habeck, M.M./ Kröger, F./Träm, M.: Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher

Der Schlüsselfaktor „Kulturelle Unterschiede“ kann dem Erfolgsfaktor „Netzwerkorientierung“ zugeordnet werden, da „Kulturelle Unterschiede“ der Schnittstellenproblematik unterliegen und der Erfolgsfaktor „Netzwerkorientierung“ sich u.a. zum Ziel setzt, Schnittstellen zu optimieren (vgl. Punkt III. 5. *Erfolgsfaktor „Netzwerkorientierung“*).

6. Schlüsselfaktor „**Kommunikation**“

Der Erfolg der Integrationsphase hängt stark von der Fähigkeit des Managements ab, alle Beteiligten zu motivieren und dazu wird Kommunikation benötigt. Effektive Kommunikation erfordert das Erarbeiten von klaren Zielen, ihre flexible Verfolgung und ständiges Feedback zur Kontrolle der Zielerreichung³¹⁹, so daß die Betroffenen die notwendigen Veränderungen verstehen und internalisieren können³²⁰.

Der Schlüsselfaktor „Kommunikation“ spielt im Rahmen der Erfolgsfaktoren „Wandlungsorientierung“, „Mitarbeiterorientierung“ und „Netzwerkorientierung“ eine Rolle: Management und Leadership bedarf es zur Kommunikation über veränderte Rahmenbedingungen. In diese Kommunikation müssen alle Mitarbeiter einbezogen werden, d.h. unternehmensweite Verbreitung ist notwendig (vgl. Punkt III. 2. *Erfolgsfaktor „Wandlungsorientierung“*, III. 4. *Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“*, III. 5. *Erfolgsfaktor „Netzwerkorientierung“*).

7. Schlüsselfaktor „**Risikomanagement**“

Die Devise des Risikomanagements lautet: „Proaktiv anstatt reaktiv“. Risiken müssen kontinuierlich identifiziert, kategorisiert und angegangen werden.³²¹

Der Schlüsselfaktor „Risikomanagement“ betrifft vor allem die Erfolgsfaktoren „Wandlungsorientierung“ und „Mitarbeiterorientierung“, denn die maßgeblichen Träger der Risikovermeidung sind Management und Leadership sowie Mitarbeiter (vgl. Punkte III. 2. *Erfolgsfaktor „Wandlungsorientierung“*, III. 4. *Erfolgsfaktor „Mitarbeiterorientierung“*).

Der Exkurs zu den Schlüsselfaktoren einer erfolgreichen Fusion hat evidenterweise gezeigt, daß eine Fusion in der Regel nur unter der Konzentration auf die Erfolgsfaktoren „in re“ erfolgreich wird und damit zur Schaffung von Shareholder Value beiträgt.

V. Shareholder Value in der öffentlichen Diskussion

Fusionen, S. 102-123

³¹⁹ ebenda, S. 124-142

³²⁰ Olbrich, M.: Akquisitionen: Wege aus der Kulturfalle, S. 26

³²¹ Habeck, M.M./ Kröger, F./Träm, M.: Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher

1. Shareholder Value und Arbeitslosigkeit

Zunehmend werden mit dem Begriff „Shareholder Value“ umfassende Restrukturierungen, Produktionsverlagerungen ins Ausland, „down-sizing“ oder Massenentlassungen zum Wohl der Aktionäre auf Kosten der Mitarbeiter verbunden.³²² Derartigen Vorwürfen steht entgegen, daß Restrukturierungen oder Massenentlassungen weniger der übermäßigen Orientierung am Shareholder Value zuzurechnen sind, als vielmehr dem deutlich veränderten internationalen Wettbewerbsumfeld. Dies ist gekennzeichnet durch neue Wettbewerber, Veränderungen auf dem Weg zur Informations- und Wissensgesellschaft, Abbau von Markteintrittsbarrieren, technologische Innovationen, Zusammenwachsen von einstmals getrennten Branchen und Verkürzung der Produktlebens- und F&E-Zyklen. Darüber hinaus darf nicht vergessen werden, daß viele Restrukturierungen in der Vergangenheit versäumt wurden und daß sich Veränderungen deswegen zum einen derart einschneidend repräsentieren, zum anderen zum Zweck der Wettbewerbsfähigkeit und somit zur Erhaltung der Arbeitsplätze dienen.³²³ Denn gerade Unternehmen mit hohen Umsatz- und Ertragszuwächsen sichern und schaffen Arbeitsplätze. Auch aus Arbeitnehmersicht kann ein hoher Unternehmenswert erwünscht sein, denn dadurch wird die Zukunft des Unternehmens und damit einhergehend die Sicherheit des Arbeitsplatzes gesteigert.³²⁴ So stehen z.B. Hennes&Mauritz und der Finanzdienstleister MLP für Unternehmen, die hohe Renditen für ihre Aktionäre erwirtschaften und dabei in großem Ausmaße neue Arbeitsplätze schaffen (vgl. Anhang S.A-21, Abb.27).

Diesen Zusammenhang bestätigt auch eine Untersuchung der Boston Consulting Group: zwischen dem Anstieg von Shareholder Value und dem Unternehmenswachstum, der sich schließlich mittel- und langfristig auch positiv auf die Anzahl der beschäftigten Mitarbeiter auswirkt, besteht eine sehr hohe positive Korrelation.³²⁵ Dies ist damit begründbar, daß zwei Werthebel angesprochen werden, Wachstum und Kapitalumschlag³²⁶, die expansiv wirken. Nur ein Unternehmen, das strategisch plant und die Interessen aller Anspruchsgruppen berücksichtigt, kann mögliche Wachstumschancen wahrnehmen und damit Arbeitsplätze sichern und neue Mitarbeiter einstellen.³²⁷ Analog dazu heißt es in einem Artikel in der FAZ, daß „die „richtige“ Umsetzung des (Shareholder Value) Paradigmas

Fusionen, S. 143-161

³²² Bötzel, S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 48

³²³ Müller, M.: Shareholder Value - Eine Darstellung des Konzeptes, S. 146-147

³²⁴ Winter, S.: Unternehmenskultur und Aktienoptionen, S. 40

³²⁵ Fechtel, A./Stelter, D.: Umsetzung wertorientierten Managements, S. 30

³²⁶ vgl. Punkte II. 3. 3. *Drei Hebel zur Wertsteigerung nach Boston Consulting Group*

³²⁷ Fechtel, A./Stelter, D.: Umsetzung wertorientierten Managements, S. 30

Unternehmen auf einen Wachstumskurs führt. Denn nur wachsende Unternehmen können nachhaltig Arbeitsplätze schaffen, was zwischenzeitlich auch empirisch nachgewiesen worden ist³²⁸.

Ein weiterer Standardvorwurf in Bezug auf Shareholder Value lautet, die Börse honoriere eine Ankündigung von Entlassungen durch Kursgewinne der Aktie des entlassenden Unternehmens: Personalkosteneinsparungen zu Gunsten der Aktionäre?

An der Universität Illinois wurde eine Studie für das National Bureau of Economic Research durchgeführt, in der untersucht wurde, ob im Zeitraum von 1970 bis heute ein nennenswerter Zusammenhang zwischen Entlassungsankündigungen und Kursentwicklung besteht. Das Ergebnis ist, daß die Börse nicht in allen Fällen Personalabbau belohnt. Die Bewertung von Entlassungen fiel an der Börse in den siebziger Jahren noch deutlich negativer aus als in den achtziger und neunziger Jahren. Die plausibelste Erklärung dafür ist, daß in den siebziger Jahren der Ausschlag für Entlassungen fallende Produktnachfrage war, in den achtziger und neunziger Jahren dagegen das Ziel der Effizienzverbesserung. Selbstkritisch wird der Studie hinzugefügt, daß die Frage, weswegen die Börse heute seltener negativ auf Entlassungen reagiere, noch nicht zufriedenstellend beantwortet ist.³²⁹ Es besteht also grundsätzlich nicht das Recht, steigende Aktienkurse auf Entlassungen oder deren Ankündigungen zurückzuführen, so daß nach weiteren Erklärungen gesucht werden muß. Schließlich könnten steigende Aktienkurse auch allein auf eine kontinuierliche und starke Konzentration auf Erfolgsfaktoren „in re“ zurückzuführen sein.

2. Shareholder Value Ansatz - Stakeholder Value Ansatz - Balanced Scorecard

Nachdem sich im Internet bereits mehrere Handouts über diese Problematik befinden, werde ich nur kurz auf die Anwendung dieser drei Ansätze in der Praxis eingehen.³³⁰

Praxisbeobachtungen zeigen, daß eine reine Orientierung entweder nach Shareholder Value oder nach Stakeholder Value kaum realisierbar ist. Jedoch sind beide in einigen Sichtweisen vereinbar und bedingen sich in vielerlei Hinsicht. Auf der einen Seite kommt ein Unternehmen im heutigen globalen Wettbewerb mit Sicherheit nicht umhin, als primäres Ziel die Wertgenerierung für seine Aktionäre zu verfolgen. Auf der anderen Seite darf nicht vergessen werden, daß auch die übrigen

³²⁸ O.V.: Von der Portfoliotheorie zur „Business Migration“, S. 22

³²⁹ O.V.: Wann belohnt die Börse Personalabbau?, S. 20

³³⁰ <http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl>: Prof. Beyer: „Nachdenkliches“ zum Shareholder Value, Stakeholder Value und Balanced Scorecard, „Balanced Scorecard als neue Managementstrategie“ vom WS/SS 98/99, „Betriebliches Zielsystem - Shareholder Value - Stakeholder Value - Dynamische Nutzenbalance - Balanced

Scorecard“ vom SS 99, „Vergleichende Betrachtung von Shareholder Value und Stakeholder Value“ vom SS 00

Anspruchsgruppen ausreichend Berücksichtigung finden müssen, um negative Auswirkung auf den Unternehmenserfolg zu vermeiden³³¹. Um diese Problematik etwas zu entschärfen, bietet sich folgende Synthese an: schafft ein Unternehmen kontinuierlich und nachhaltig Wert, so wird auch den Interessen der Stakeholder Rechnung getragen. Dies läßt sich dadurch erklären, daß eine Shareholder-Orientierung durch die „unsichtbare Hand des Marktes“, wie es Adam Smith beschreiben würde, zum Nutzen aller beiträgt, wie folgende Beispiele verdeutlichen:

Von einem Unternehmen mit hoher Wertschöpfung profitieren sowohl die Kunden von kostengünstigen und qualitativ hochwertigen, innovativen Produkten und Dienstleistungen mit hoher Kundenorientierung als auch die Lieferanten von besserer Zusammenarbeit und höherer Planungssicherheit. Zugleich erhält der Staat von wertsteigernden Unternehmen höhere Steuern und Beiträge, die auf diese Weise zur Erhöhung des gesamtwirtschaftlichen Wohlstandes beitragen.³³²

In der Shareholder/Stakeholder Value Debatte muß letztlich festgehalten werden, daß erst wirtschaftlich erfolgreiches Handeln die Voraussetzung für die Befriedigung der Interessen aller Anspruchsgruppen ist³³³ und nur wachsende Unternehmen alle Stakeholder, die Aktionäre eingeschlossen, zufrieden stellen können.

Die Balanced Scorecard erweckt auf den ersten Blick den Anschein, als würde sie aufgrund ihrer vier Perspektiven sowohl die finanzwirtschaftlichen Aspekte im Sinne des Shareholder Value Ansatzes als auch die mehrdimensionale Sichtweise im Sinne des Stakeholder Value Ansatzes integrieren. Allerdings muß auch an diesem Ansatz intensiv gearbeitet werden, denn noch sind nicht alle Verknüpfungen gelöst und den Kausalitäten in der Praxis nicht ausreichend Berücksichtigung geboten.

An dieser Stelle wird evident, daß ein Unternehmen nur nachhaltig Wert schaffen kann, wenn es die sechs Erfolgsfaktoren „in re“ mit ihren nur denkbaren Kausalitäten in den Mittelpunkt stellt.

VI. Schlußsynthese

Die vorliegende Analyse der Erfolgsfaktoren des Shareholder Value hat über den Weg des Basiskreislaufs als Ausgangspunkt der Überlegungen zu einer Erweiterung des Basiskreislaufs um die sechs nachhaltig Wert schaffenden Erfolgsfaktoren geführt. Dieser erste Teil der Arbeit mündete in die Fragestellung nach eventuellen Schlüsselfaktoren zur Steigerung des Shareholder Value. Die

³³¹ Bötzel, S./Schwilling, A.: Erfolgsfaktor Wertmanagement, S. 48-49

³³² ebenda, S. 51

Entscheidung fiel auf Wandlungsorientierung in Rückkoppelung auf Kernkompetenzorientierung. Im zweiten Teil wurden diese Faktoren des tatsächlichen Erfolgs von denjenigen Faktoren abgegrenzt, die nur scheinbaren Erfolg erzielen. Dabei stehen die rechnerische Ermittlung des Unternehmenswertes im Mittelpunkt sowie aktionärs- und öffentlichkeitsorientierte Gesichtspunkte und die Gestaltung der Informationspolitik. Abschließend wurde in einem Exkurs über Fusionen die Unverzichtbarkeit auf die Erfolgsfaktoren „in re“ dargelegt.

Daß sich die Frageformel aus der Einleitung nur mit den Erfolgsfaktoren „in re“ beantworten läßt, ist nun evident:

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**.

³³³ Müller, M.: Shareholde Value - Eine Darstellung des Konzeptes, S. 147

Literaturverzeichnis:

Achatz, Helmut: Der Shareholder Value im gesellschaftlichen Disput, in: Müller, Michael / Leve, Franz-Josef: Shareholder Value Reporting, Wien/Frankfurt 1998

Ahlert, Hennig: Die ungenutzte Ressource, in: Blick durch die Wirtschaft Nr.25 vom 29. Januar 1998, S. 3

Alex, Björn / **Becker**, Dieter / **Stratmann**, Jan: Ganzheitliches Wissensmanagement und wertorientierte Unternehmensführung, in: Götz, Klaus(Hrsg.): Wissensmanagement, München 1999

Bea, Franz Xaver: Shareholder Value, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium Heft 10 Oktober 1997

Becker, Christof: Wertorientiertes Umwelt - Management, Diss. Bamberg 1998

Bernhardt, Wolfgang: Stock Options wegen oder gegen Shareholder Value?, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 88 vom 8. Mai 1998, S. 5

Beecker, Rainer: Speed-Management zur Steigerung des Unternehmenswertes, Diss. Stuttgart/Wien 1996

Beyer, Horst-Tilo: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre als Synergiemanagement, Selbstv., Universität Erlangen-Nürnberg und Technische Universität Ilmenau 1997

Beyer, Horst-Tilo: Personalmanagement, Technische Universität Ilmenau 1996

Bischoff, Jörg: Das Shareholder-Value-Konzept: Darstellung - Probleme - Handhabungsmöglichkeiten, Wiesbaden 1994

Black, Andrew / **Wright**, Philip / **Bachman**, John E. / **Waterhouse**, Price: Shareholder Value für Manager, Frankfurt/Main 1998

Bötzel, Stefan / **Schwilling**, Andreas: Erfolgsfaktor Wertmanagement, München 1998

Brune, Jens: Der Shareholder-Value-Ansatz als ganzheitliches Instrument strategischer Planung und Kontrolle, Diss. Köln 1995

Butscher, Stephan A.: Kundenorientierung als Teil der Unternehmenskultur, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (Hrsg.): Unternehmenskultur - Corporate Culture, Frankfurt/Main 1999, S. 22

Bühner, Rolf: Unternehmerische Führung mit Shareholder Value, in: Bühner, Rolf (Hrsg.): Der Shareholder Value Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen, Landsberg/Lech 1994

Bühner, Rolf: Worauf es beim Shareholder Value ankommt, in: Technologie & Management 2/97

Bühner, Rolf / **Tuschke**, Anja: Wertmanagement - Rechnen wie ein Unternehmer, in: Bühner, Rolf / Sulzbach, Klaus (Hrsg.): Wertorientierte Steuerungs- und Führungssysteme: Shareholder Value in der Praxis, Stuttgart 1999

Christianus, Dieter: Management von Kundenzufriedenheit und Kundenbindung: so steigern sie den Gewinn und Unternehmenswert, Renningen-Malmshe 1999

Copeland, Tom / **Koller**, Tim / **Murrin**, Jack: Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt/New York 1993

Cornelsen, Jens: Kundenwert, Betriebswirtschaftliches Institut Nürnberg 1996

Diller, Hermann / **Cornelsen**, Jens / **Ambrosius**, T. : Kundenerfolgsrechnungen in der Konsumgüterindustrie, Betriebswirtschaftliches Institut Nürnberg 1997

Droege, Walter P.J.: Erfolgsfaktoren des Innovationsmanagements, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 88 vom 8. Mai 1998, S. 7

Deutsches Aktieninstitut: Aktien richtig einschätzen, Frankfurt/Main 2/2000

Fechtel, Achim / **Stelter**, Daniel: Umsetzung wertorientierten Managements, in: Technologie & Management 2/97

Frei, Norbert: Investor Relation – Wie hege und pflege ich meinen Aktionär von heute und morgen?, in: Frei, Norbert / Schlienkamp, Christoph (Hrsg.): Aktie im Aufwind: von der Kursprognose zum Shareholder Value, Wiesbaden 1998

Gehrke, Ingmar: Desinvestitionen erfolgreich planen und steuern, München 1999

Giger, Ernst: Der Erwerb eigener Aktien aus aktienrechtlicher und steuerrechtlicher Sicht, Bern 1995

Gonschorrek, Ulrich / **Gonschorrek**, Norbert: Managementpraxis von A bis Z, Frankfurt/Main 1999

Göttgens, Olaf: Erfolgsfaktoren in stagnierenden und schrumpfenden Märkten, Wiesbaden 1996

Habeck, Max M. / **Kröger**, Fritz / **Träm**, Michael: Wi(e)der das Fusionsfieber: Die sieben Schlüsselfaktoren erfolgreicher Fusionen, Wiesbaden 1999

Hachmeister, Dirk: Der Discounted Cash Flow als Maßstab der Unternehmenswertsteigerung, Diss. Frankfurt 1995

Handlbauer, Gernot / **Matzler**, Kurt: Säulen der kundenorientierten Unternehmensführung, in: Hinterhuber, Hans H. / Handlbauer, Gernot / Matzler, Kurt (Hrsg.): Kundenzufriedenheit durch Kernkompetenzen: eigene Potentiale erkennen - entwickeln - umsetzen, Wien 1997

Hauschildt, Jürgen: Innovationsmanagement, München 1993

Hinterhuber, Hans H.: Führungskräfte als Lernende, in: Hinterhuber, Hans H. / Stahl, Heinz K. (Hrsg.): Unternehmensführung im Wandel: Perspektiven - Konzepte - Denkanstöße, Wien 2000

Hinterhuber, Hans H. / Handlbauer, Gernot / Matzler, Kurt / Valdani, Enrico: Die neuen Spielregeln des Wettbewerbs: Von der Evolution zur Ko-Evolution, in: Hinterhuber, Hans H. / Stahl, Heinz K. (Hrsg.): Unternehmensführung im Wandel: Perspektiven - Konzepte - Denkanstöße, Wien 2000

Hinterhuber, Hans H. / **Stahl**, Heinz K.: Die Unternehmung als Deutungsgemeinschaft, in: Hinterhuber, Hans H. / Stahl, Heinz K. (Hrsg.): Unternehmensführung im Wandel: Perspektiven - Konzepte - Denkanstöße, Wien 2000

Hofmann, Markus / **Baumann**, Oliver: Kein Shareholder Value ohne Customer Value, in: Hofmann, Markus / Mertiens, Markus (Hrsg.): Customer-Lifetime-Value-Management: Kundenwert schaffen und erhöhen: Konzepte, Strategien, Praxisbeispiele, Wiesbaden 2000

Horváth, Peter / **Kaufmann**, Lutz: Balanced Scorecard - ein Werkzeug zur Umsetzung von Strategien, in: Harvard Business Manager 5/1998

Horváth, Peter: Controlling, München 1998

<http://www.phil.uni-erlangen.de/economics/bwl:>

- „Aktien und Aktienrückkauf“
- „Balanced Scorecard als neue Managementstrategie“
- „Betriebliches Zielsystem - Shareholder Value - Stakeholder Value - Dynamische Nutzenbalance - Balanced Scorecard“
- „Die Internet-Revolution: Was Unternehmen tun sollten um im Wandel der Informationsökonomik wettbewerbsfähig zu bleiben“
- „Gruppenarbeit“
- „Kosten senken durch flexible Arbeitszeitgestaltung - dargestellt an praktischen Beispielen“
- „Kurzfristige Außenfinanzierung mit Fremdkapital“
- „Langfristige Außenfinanzierung mit Fremdkapital“
- Online-Lexikon
- Online-News Stand April 2000: Absatzbereich Nr. 30
- Online-News Stand April 2000: Finanzbereich Nr. 3
- Online-News Stand April 2000: Finanzbereich Nr. 6 und 7
- Online-News Stand April 2000: Finanzbereich Nr. 11
- Online-News Stand April 2000: Human Resources Nr. 22
- Online-News Stand April 2000: Unternehmen Nr. 40
- Online-News Stand April 2000: Unternehmen Nr. 44
- Prof. Beyer: „Benchmarking“
- Prof. Beyer: „Die Strategie der Gewinner“
- Prof. Beyer: Informationsmanagement
- Prof. Beyer: „Mitarbeiterbeteiligung“
- Prof. Beyer: Kausalkette
- Prof. Beyer: „Nachdenkliches“ zu Shareholder Value, Stakeholder Value und Balanced Scorecard
- Prof. Beyer: „Shareholder Value“
- „Reorganisation, Business Reengineering, Organisationsentwicklung und Lernende Organisation als Ansätze organisatorischer Gestaltung“
- „Strategischer Erfolg von Unternehmen“

- „Strategie der Geschäftsfelder zwischen Diversifikation und Kernkompetenzen“
- „Vergleichende Betrachtung von Shareholder Value und Stakeholder Value“

Hunsel, L. / Zimmer, S.: Kundenwert und Kundenloyalität, in: Hofmann, Markus / Mertiens, Markus (Hrsg.): Customer-Lifetime-Value-Management: Kundenwert schaffen und erhöhen: Konzepte, Strategien, Praxisbeispiele, Wiesbaden 2000

Janisch, Monika: Das strategische Anspruchsgruppenmanagement: vom Shareholder Value zum Stakeholder Value, Bern/Stuttgart/Wien 1993

Kaplan, Robert S. / Norton, Davis P.: Strategieumsetzung mit Hilfe der Balanced Scorecard, in: Gleich, Ronald / Seidenschwaz, Werner (Hrsg.): Die Kunst des Controlling, München 1997

Klingebiel, N.: Marketing-Accounting (I), in: WISU das wirtschaftsstudium vom Januar 2000, S. 67

Küting, Karlheinz: Der Erwerb eigener Aktien, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 41 vom 27. Februar 1998, S. 4

Labhart, Peter A.: Value reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch reporting, Zürich 1999

Leven, Franz-Josef: Aktienoptionspläne - Motivation der Führungskräfte zum Nutzen von Aktionären und Belegschaft, in: Frei, Norbert / Schlienkamp, Christoph (Hrsg.): Aktie im Aufwind: von der Kursprognose zum Shareholder Value, Wiesbaden 1998

Leven, Franz-Josef: Der Erwerb eigener Aktien - Ein neues Instrument des Eigenkapitalmanagements und seine Bedeutung für den Privatanleger, in: Frei, Norbert / Schlienkamp, Christoph (Hrsg.): Aktie im Aufwind: von der Kursprognose zum Shareholder Value, Wiesbaden 1998

Lewis, Thomas G.: Steigerung des Unternehmenswertes: Total Value Management, Landsberg/Lech 1994

Liebs, Rüdiger / Bröcker, Norbert: Ein attraktives Gehalt allein genügt nicht mehr, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 55 vom 6. März 2000, S. 33

Löhnert, Peter: Shareholder Value - Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland, München 1996

Meckl, Reinhard: Schnittstellenmanagement bei unternehmensübergreifender Zusammenarbeit, Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft 1994

Meffert, Herbert: Stock Options und Shareholder Value, Wissenschaftliche Gesellschaft für Marketing und Unternehmensführung e.V., Münster 1998

Meier-Scherling, Philipp: Shareholder Value Analyse vs. Stakeholder Management: Unternehmenspolitische Grundkonzeptionen als Ansätze zur Erweiterung der Theorie der Unternehmung, Diss. Darmstadt 1996

Michel, Uwe: Strategien zur Wertsteigerung erfolgreich umsetzen - Wie die Balanced Scorecard ein wirkungsvolles Shareholder-Value-Management unterstützt, in: Horváth, Péter (Hrsg.): Das neue Steuerungssystem des Controllers, Stuttgart 1997

Mirow, Michael: Shareholder Value als Instrument der internen Unternehmensführung, in: Bühner, Rolf (Hrsg.): Der Shareholder Value Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen, Landsberg/Lech 1994

Müller, Michael: Shareholder Value - Eine Darstellung des Konzeptes, in: Frei, Norbert / Schlinkamp Christoph (Hrsg.): Aktie im Aufwind: von der Kursprognose zum Shareholder Value, Wiesbaden 1998

Nölting, Andreas: Hebelwirkung, in: Manager Magazin Mai 1998, S. 114 ff.

Obermeier, Georg: Die Umsetzung des Wertsteigerungskonzeptes in einem Holding-Konzern, in: Bühner, Rolf (Hrsg.): Der Shareholder Value Report: Erfahrungen, Ergebnisse, Entwicklungen, Landsberg/Lech 1994

Olbrich, Michael: Akquisitionen: Hochzeiten mit Hindernissen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (Hrsg.): Unternehmenskultur - Corporate Culture, Frankfurt/Main 1999, S. 24

O.V.: Der enge Zusammenhang zwischen Kundenzufriedenheit und Kundenbindung, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 111 vom 15. Juni 1998, S. 6

O.V.: Die Treue der Kunden beruht auf Berechnung, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 75 vom 20. April 1998, S. 5

O.V.: Die Veränderungsbereitschaft als zentraler Erfolgsfaktor, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 7 vom 12. Januar 1998, S. 5

O.V.: Hindernisse auf dem Weg zur lernenden Organisation, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 56 vom 20. März 1998, S. 5

O.V.: Innovation ist ein integraler Unternehmensprozeß, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 48 vom 25. Februar 1998, S. 3

O.V.: Kunden ein Leben lang binden, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 79 vom 24. April 1998, S.5

O.V.: Kundenorientierung ist im deutschen Handel oft ein Fremdwort, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 62 vom 30. März 1998, S. 5

O.V.: Kundenzufriedenheit meßbar machen, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 117 vom 25. Juni 1998, S. 3

O.V.: Kundenorientierung meßbar umsetzen, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 93 vom 15. Mai 1998, S. 5

O.V.: Mehr Innovation durch bessere Führung, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 128 vom 8. Juli 1998, S. 3

O.V.: Was Unternehmen aus Kundenpyramiden lernen können, in: Blick durch die Wirtschaft

Nr. 73 vom 16. April 1998, S. 3

O.V.: Wo und wie geht es zum Kunden?, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 25 vom 29. Januar 1998, S. 3

O.V.: Allein die Messung der Kundenzufriedenheit reicht nicht aus, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 114 vom 19. Mai 1999, S. 29

O.V.: BASF kauft für 2 Milliarden Euro eigene Aktien zurück, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 58 vom 9. März 2000, S. 20

O.V.: Daimler-Chrysler sieht Erwartungsdruck, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 12 vom 15. Januar 2000, S. 21

O.V.: Das Topmanagement ist selten richtig informiert, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 170 vom 26. Juli 1999, S. 21

O.V.: Daten über zufriedene Kunden reichen nicht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 7 vom 10. Januar 2000, S. 25

O.V.: Die Agiv AG erwägt ein öffentliches Rückkaufangebot, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 14 vom 18. Januar 2000, S. 23

O.V.: Die schiere Größe bringt keinen dauerhaften Wettbewerbsvorteil, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 134 vom 14. Juni 1999, S. 29

O.V.: Engagierte Kundenbindung zahlt sich aus, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 218 vom 20. September 1999, S. 21

O.V.: Internet-Händler Dressmart zieht Herren an, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 33 vom 9. Februar 2000, S. 27

O.V.: Kundenorientierung als Maßstab für Vergütungssysteme, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 112 vom 17. Mai 1999, S. 28

O.V.: Leadership - die richtigen Prioritäten setzen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 248 vom 25. Oktober 1999, S. 33

O.V.: Metro und Dea geben gemeinsam elektronische Rabattkarte heraus, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 46 vom 24. Februar 2000, S. 18

O.V.: Mit dem Computer werden passgenaue Kleidungsstücke hergestellt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 49 vom 28. Februar 2000, S. 28

O.V.: „Mit dem Internet kommt das Auto innerhalb von zwei Wochen“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 45 vom 23. Februar 2000, S. 22

O.V.: „PR ist ein bewährtes Instrument, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 299 vom 23. Dezember 1999, S. 21

O.V.: Unternehmerische Berichterstattung im Zeichen des Shareholder Value, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 61 vom 13. März 2000

O.V.: Von der Portfoliotheorie zur „Business Migration“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 301 vom 27. Dezember 1999, S. 22

O.V.: Wann belohnt die Börse Personalabbau?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 20 vom 31. August 1999, S. 20

O.V.: Zufriedene Kunden, aber kein Gewinn, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 248 vom 25. Oktober 1999, S. 30

O.V.: Erfolg ist meßbar, in: Informationweek Nr. 4 18. Februar 1999

O.V.: Internet-Aktien: Bubble.com?, in: WISU das wirtschaftsstudium vom Februar 1999, S. 142

O.V.: Internet Economy: Jetzt geht es richtig ab, in: WISU das wirtschaftsstudium vom Juli 1998, S. 740

O.V.: Internet: Shop - till you drop, in: WISU das wirtschaftsstudium vom Dezember 1998, S.1387

Pape, Ulrich: Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, Sternenfels 1997

Peiner, Werner: Kostenvorteile in der Beschaffung realisieren, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 54 vom 18. März 1998, S. 3

Pellens, Bernhard: Aktienrückkauf in Deutschland, Bochum 1999

Perridon, Louis / Steiner, Manfred: Finanzwirtschaft der Unternehmung, München 1999

Piltz, Klaus: Akquisitions- und Desinvestitionspolitik vor dem Hintergrund des Shareholder-Value-Konzepts, in: Fritsch, Ulrich / Liener, Gerhard / Schmidt, Reinhart (Hrsg.): Die deutsche Aktie, Stuttgart 1993

Rams, Andreas: Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, in: Die Bank 4/97

Rappaport, Alfred: Shareholder Value, Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Stuttgart 1994

Reichheld, Frederick F.: Der Loyalitätseffekt: Die verborgene Kraft hinter Wachstum, Gewinnen und Unternehmenswert, Frankfurt/Main, New York 1997

Reimann, Bernhard C.: Manager for Value, A Guide to Valued-Based Strategic Management, USA 1989

Rosen, Rüdiger: Aktienoptionen für Führungskräfte - Leistungsorientierte Vergütung und Shareholder Value, in: Aktienkultur & BVH-News, 4/1996, S. 15 ff, <http://www.dai.de/veroeffentlichungen/presse/aktienoptionenfuehrungskraefte.htm>

Rother, Heinz: Innerer Wert einer Aktie und seine anlagepolitische Relevanz, in: Frei, Norbert / Schlienkamp Christoph (Hrsg.): Aktie im Fokus: von der Analyse zum going public, Wiesbaden 1999

Sauter, Ulrich: Anwendbarkeit des Shareholder Value zur Managementbeurteilung, Diss. St. Gallen 1997

Schäfer, Annette: Die These der kurzfristorientierten Aktienbewertung, Diss. Köln 1997

Schmalen, Helmut: Grundlagen und Probleme der Betriebswirtschaft, 10. Auflage, Köln 1996

Schmusch, Matthias: Unternehmensakquisitionen und Shareholder Value, Wiesbaden 1998

Schüler, A.: Zur Bewertung operativer Überschüsse bei Finanzierung durch Eigenkapital, Rückstellungen und Verbindlichkeiten, Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft 1999

Simon, Harald: Der Abschied von der klassischen Holdingstruktur, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 25 vom 31. Januar 2000, S. 33

Speckbacher, Gerhard: Das Shareholder Value - Konzept im Lichte der Corporate Governance-Debatte, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 2 Februar 1998

Stahl, Heinz K.: Die Globalisierung und ihre Auswirkungen für den Mittelstand, in: Hinterhuber, Hans H. / Stahl, Heinz K. (Hrsg.): Unternehmensführung im Wandel: Perspektiven - Konzepte - Denkanstöße, Wien 2000

Stahl, Heinz K.: Die (Wieder-)Entdeckung der dauerhaften Kunden-Lieferanten-Beziehung und ihre Einordnung in eine systematische Perspektive, in: Hinterhuber, Hans H. / Stahl, Heinz K. (Hrsg.): Unternehmensführung im Wandel: Perspektiven - Konzepte - Denkanstöße, Wien 2000

Stahl, Heinz K. / **Hejl**, Peter M.: Zeitbewußte Unternehmensführung, in: Hinterhuber, Hans H. / Stahl, Heinz K. (Hrsg.): Unternehmensführung im Wandel: Perspektiven - Konzepte - Denkanstöße, Wien 2000

Sulzbach, Klaus: Behandlung von Schulden und Rückstellungen im Discounted Cash Flow-Verfahren, in: Bühner, Rolf / Sulzbach, Klaus (Hrsg.): Wertorientierte Steuerungs- und Führungssysteme: Shareholder Value in der Praxis, Stuttgart 1999

Sveiby, Karl Erik: Wissenskapital - das unentdeckte Vermögen: immaterielle Unternehmenswerte aufspüren, messen und steigern, Landsberg/Lech 1998

Thom, Norbert: Beitrag des Personalmanagements zur Steigerung des Unternehmenswertes: Stellenwert der Humanressourcen in der Shareholder-Stakeholder-Debatte, in: Kumar, Brij Nino / Osterloh, Margit / Schreyögg, Georg (Hrsg.): Unternehmensethik und die Transformation des Wettbewerbs: Shareholder Value - Globalisierung / Hyperwettbewerb, Stuttgart 1999

Volk, H.: Eine Beziehung zum Kunden aufbauen, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 65 vom 2. April 1998, S. 3

Wayland, R.E. / **Cole**, T.M.: Customer Connections

Weber, Jürgen: Einführung in das Controlling, 4. Auflage, Stuttgart 1993

Winter, Stefan: Unternehmenskultur und Aktienoptionen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (Hrsg.): Unternehmenskultur - Corporate Culture, S. 40

Witt, Peter: Was bei der Ausgestaltung von Aktienoptionen für Führungskräfte zu beachten ist, in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 62 vom 13. März 1998, S. 3

Wöhe, Günther: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 18. Auflage, München 1993

Zezej, Gordana: Das CLV-Management-Konzept, in: Hofmann, Markus / Mertiens, Markus (Hrsg.): Customer-Lifetime-Value-Management: Kundenwert schaffen und erhöhen: Konzepte, Strategien, Praxisbeispiele, Wiesbaden 2000, S. 9

Zucker, Betty: Innovieren statt imitieren, in: Hill, Hermann: Staatskommunikation Band 5: Wissensmanagement, Köln/Berlin/Bonn/München 1997

