

Shareholder sei Dank

Corporate Governance ■ Verlangt wird die Abkehr vom «Shareholder-Value-Denken». Die Maximierung des Aktionärsvermögens als Ziel führe lediglich zu einer kurzfristigen und kurzsichtigen Denkweise. Vielmehr sei der Stakeholder-Ansatz zu verfolgen bzw. die Balanced Scorecard (BSC) als Führungsinstrument einzuführen, damit die Ziele sämtlicher Anspruchsgruppen einer Unternehmung berücksichtigt werden.

Im Gegensatz zu den USA, wo der Ausdruck Shareholder Value vornehmlich mit positiven und populären Vorstellungen in Verbindung gebracht wird, bestehen auf dem europäischen Kontinent weit verbreitete Vorbehalte gegenüber der Maximierung des Aktionärsvermögens als ein-

in den Jahren von 1991 bis 2001 dort beispielsweise um mehr als 40 Prozent gewachsen ist, haben die Schweizer Wirtschaft und die EU lediglich um 12 bzw. knapp 25 Prozent zugelegt (vgl. Abbildung 1). Bei der Beschäftigungsentwicklung ergibt sich ein ähnliches Bild. Seit 1990 ist die Beschäftigung um

fast 15 Prozent gestiegen, verglichen mit 6 Prozent in der EU

bzw. knapp 4% in der Schweiz (vgl. Abbildung 2). Gleichzeitig sind der Dow-Jones-Index für Blue Chips und der Russel 2000 für Klein- und Mittelbetriebe der «Old Economy» in den

letzten zehn Jahren um rund 340 Prozent bzw. 250 Prozent gestiegen. Die Zahlen zeigen deutlich, dass ein höherer Shareholder Value in den USA nicht durch Entlassungen erkaufte wurde. Neben den empirischen Fakten gibt es auch theoretische Einwände gegen das Stakeholder-Value-Konzept. Zunächst bleibt ungeklärt, wo die Grenze zwischen Mitspracheberechtigten und nicht Mitspracheberechtigten zu ziehen ist, da letztlich alle in irgendeiner Form von Unternehmensentscheidungen betroffen sein können. Damit zusammen hängt auch die Frage der Legitimation: Woraus lassen sich Ansprüche ableiten, die über die gesetzlichen Vor-

ROGER M. KUNZ UND ADRIANO LUCATELLI*

zigem Unternehmenszweck. Sie basieren allerdings vielfach auf dem Missverständnis, dass das Shareholder-Value-Konzept auf kurzfristigem Gewinnstreben basiere und somit zwangsläufig zu Arbeitsplatzverlusten führe. Um dem Kapitalmarkt laufend gute Ergebnisse zu präsentieren, würden zudem Investitionen vernachlässigt, die sich erst in ferner Zukunft auszahlen. Als Alternative wird der so genannte «Stakeholder-Value»-Ansatz vorgeschlagen. Darin werden die Ziele sämtlicher Anspruchsgruppen einer Unternehmung berücksichtigt. Die Unternehmung wird als Zusammenschluss verschiedenster Interessengruppen (Eigen- und Fremdkapitalgeber, Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten, Staat usw.) betrachtet, welchen bei der Zielbildung und Erfolgsmessung des Unternehmens ein gleichberechtigtes Mitspracherecht eingeräumt wird.

Eine aktionärsorientierte Geschäftspolitik steht jedoch in keinem grundsätzlichen Konflikt mit den anderen Anspruchsgruppen einer Unternehmung. Tatsächlich ist in den USA seit den späten achtziger Jahren, als der Begriff «Shareholder Value» erstmals in der Management-Literatur aufgetaucht ist, nicht nur die Börse, sondern auch die Beschäftigung stark gestiegen. Während die reale Wirtschaft



* Dr. Roger M. Kunz ist Privatdozent für Betriebswirtschaftslehre an der Universität Basel und Leiter Finance Research bei der Credit Suisse; Dr. Adriano Lucatelli ist Investment Manager im Corporate-Venture-Bereich der Credit Suisse e-Business.

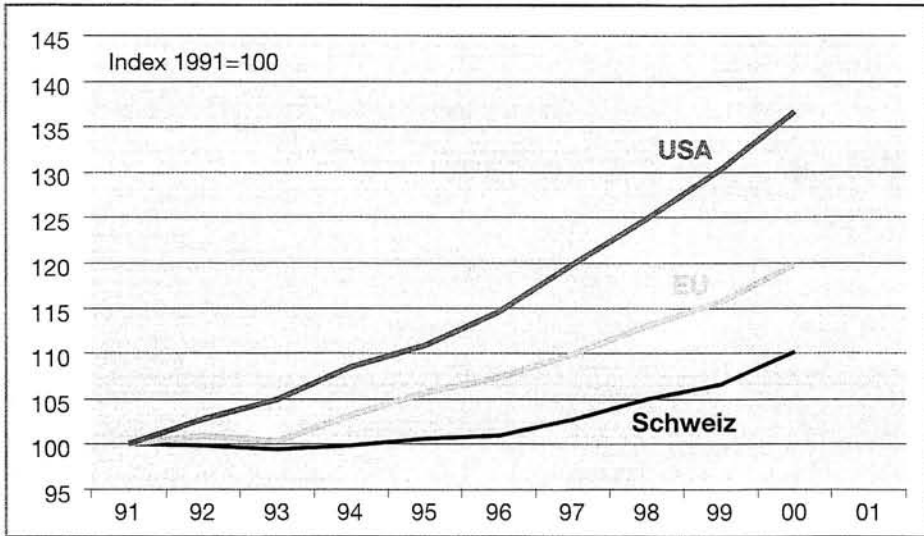


Abbildung 1: Wirtschaftswachstum, real.

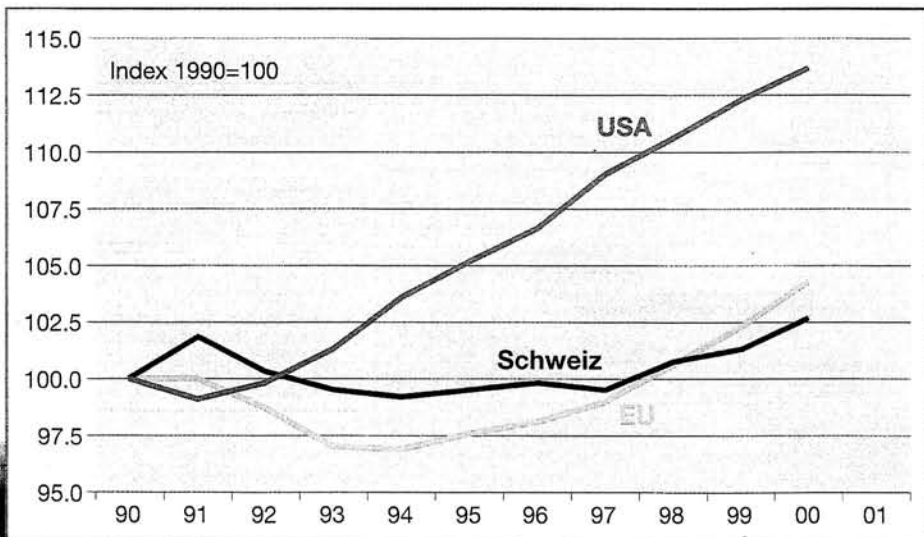


Abbildung 2: Beschäftigungsentwicklung.

schriften und vertragliche Vereinbarungen hinausgehen? Im Weiteren bleibt ungelöst, wie die verschiedenen, teilweise unklaren und gegensätzlichen Ziele der unterschiedlichen Anspruchsgruppen in ein konsistentes Zielsystem eingebracht werden können. Ein Beispiel dafür stellt der Zielkonflikt zwischen Umweltschutz und Erhaltung von Arbeitsplätzen in einem die Umwelt mit Schadstoffen belastenden Unternehmen dar.

Verschärfter Agency-Konflikt

Die theoretischen und praktischen Mängel des Stakeholder-Value-Ansatzes stärken zudem die Position des Managements gegenüber den Aktionären noch zusätzlich. Da es über die Unternehmensressourcen verfügen kann, wird es faktisch zum Schiedsrichter über die verschiedenen Interessengruppen. Damit wird der Agency-Konflikt weiter verschärft. Das Shareholder-Value-Konzept zeichnet sich dem-

gegenüber durch eine transparente und fokussierte Entscheidungsstruktur aus: Die Eigentümer können frei über ihre Unternehmung verfügen. Dadurch sind Zielkonflikte ausgeschlossen, und das Konzept ist in einer marktwirtschaftlichen Ordnung mit ihren bekannten Vorteilen in Bezug auf eine effiziente Güterallokation verankert. Insbesondere wird damit ermöglicht,

dass in einer Volkswirtschaft in ausreichendem Mass Risikokapital bereitgestellt wird.

Die Maximierung des Shareholder Values bedeutet zudem keinesfalls, dass die Interessen anderer an der Unternehmung beteiligter Personen vernachlässigt werden. Die klare Zuordnung des Eigentums- und Verfügungsrechts an die Aktionäre zwingt diese, die Anliegen aller anderen, in irgendeiner Weise mit dem Unternehmen verbundenen Personen zu berücksichtigen. Das Nichteinhalten gesetzlicher Vorschriften, beispielsweise eine schlechte Behandlung von Mitarbeitern oder ungenügender Kundenservice, würden der Maximierung des Unternehmenswerts zuwiderlaufen. Zudem liegt eine finanzkräftige, gesunde Unternehmung im Interesse aller Stakeholder. Nur sie kann hohe Löhne, sichere und attraktive Arbeitsplätze, zufriedene Kunden und Lieferanten, regelmäßige Steuerzahlungen, niedrige Umweltbelastung usw. gewährleisten.

Absage an die Balanced Scorecard

Aus den vorne genannten Gründen ist es weder sinnvoll noch notwendig, die «Balanced Scorecard» (BSC) als Führungsinstrument einzusetzen. Ähnlich wie beim Stakeholder-Ansatz besagt die BSC, dass das Management gleichzeitig verschiedene Ziele anstrebt. Sie verlangt, dass neben rein finanziellen auch nicht finanzielle Dimensionen (Kunden-, Geschäftsprozess-, Entwicklungsperspektive) in die Entscheidungsfindung einbezogen bzw. maximiert werden. Da die BSC jedoch nichts über den Trade-off bzw. Mix («balanced») zwischen den einzelnen Dimensionen aussagt und somit kein Resultatblatt («Scorecard») liefert, kann das Management keine eindeutigen, entschlossenen und von klaren Prinzipien geleiteten Entscheidungen fällen. Im Gegenteil: Die Entscheidungsträger können den Mix zu Lasten der Kapitalgeber selber wählen.

Entscheide transparent machen

Die zunehmende Verbreitung des Shareholder-Value-Konzepts in der Praxis belegt seine Überlegenheit gegenüber anderen Ansätzen. Die BSC als alleiniges Führungsinstrument verunmöglicht es beispielsweise, objektive und nachvollziehbare Entscheidungen zu treffen. Mit dem Shareholder-Value-Ansatz hingegen wird der unternehmensinterne Wettbewerb um knappe Ressourcen auf eine sachliche Grundlage gestellt. Damit werden die Zielvereinbarung, die laufende Erfolgskontrolle sowie die Unternehmenskommunikation erheblich vereinfacht. Dadurch werden für alle Anspruchsgruppen einer Unternehmung mehr Werte geschaffen. Es mag paradox erscheinen: Aber gerade die formal uneingeschränkte Verfügungsmacht der Aktionäre führt dazu, dass alle anderen Interessen automatisch mitberücksichtigt werden.