

Kapitel 1

Warum Wertorientierung?*

In diesem Buch geht es um einen Ansatz zur Bewertung von Unternehmen und darum, diese Bewertung als Instrument für bessere unternehmerische Entscheidungen zu nutzen. Den hier vorgestellten Konzepten und Methoden liegt die Auffassung zugrunde, dass Manager, die sich auf die Maximierung des Unternehmenswertes konzentrieren, gesündere Unternehmen schaffen. Diese wiederum führen zu einer Stärkung der Wirtschaft, einem höheren Lebensstandard und mehr Karriere- und Geschäftschancen für den Einzelnen.

Schon lange wird eine heftige Debatte geführt über die Bedeutung des Unternehmenswertes im Vergleich zu anderen Maßstäben unternehmerischen Tuns, wie Schaffung und Erhalt von Arbeitsplätzen, soziale Verantwortung und Umweltverträglichkeit. Dabei stehen sich häufig die Ansprüche der »Shareholder« (Aktionäre) und der »Stakeholder« (andere Interessengruppen) unversöhnlich gegenüber. Was das Selbstverständnis und die gesetzlichen Rahmenbedingungen angeht, sind die USA und Großbritannien die entschiedensten Verfechter der Auffassung, dass die Aktionäre die Eigentümer des Unternehmens sind, dass der Vorstand sie vertritt und von ihnen gewählt wird und dass die Funktion des Unternehmens die Maximierung des Shareholder-Value ist.

Auf dem europäischen Kontinent wird seit langem eine breitere Auffassung von den Unternehmenszielen vertreten. In vielen Fällen ist diese sogar in die gesetzlichen Bestimmungen zu den Führungs- und Kontrollfunktionen von Unternehmen eingeflossen. In den Niederlanden beispielsweise hat der Vorstand einer Structural N.V. – gleichbedeutend mit einer großen Aktiengesellschaft – den gesetzlichen Auftrag, die Kontinuität des Unternehmens sicherzustellen und nicht etwa die Aktionäre mit ihrem Anspruch auf Wertmaximierung zu vertreten. Ähnliche Anschauungen lagen ursprünglich den Prinzipien der Unternehmensführung in Deutschland und Skandinavien zugrunde.

Wir verfolgen nicht das Ziel, in diesem Buch die Debatte zwischen Shareholder- und Stakeholder-Ansatz zu analysieren, zu lösen oder gar zu schüren. Wir glauben allerdings, dass sich Manager aus zwei Gründen auf die Wertschaffung konzentrieren sollten: Zum einen bestimmt in den meisten entwickelten Ländern der Einfluss

* Dank an Ennius Bergsma, der dieses Kapitel mitverfasst hat.

der Aktionäre ohnehin schon das Geschehen in den Führungsetagen der Unternehmen. Zum anderen hat es den Anschein, dass Volkswirtschaften, in denen sich das Management der Unternehmen an der Maximierung des Shareholder-Value orientiert, leistungsfähiger sind als andere und dass die Erhöhung des Aktionärsvermögens nicht zu Lasten anderer Interessengruppen geht.

Shareholder-Value auf dem Vormarsch

Anfang 2000 übernahm Vodafone AirTouch den deutschen Mischkonzern Mannesmann. Dies war die erste bedeutende feindliche Übernahme eines deutschen Unternehmens durch ein ausländisches Unternehmen.¹ Dieses Ereignis verdeutlicht, dass das Shareholder-Value-Modell inzwischen auch in Europa immer breitere Akzeptanz findet. Vieles spricht dafür, dass die Manager in den meisten entwickelten Ländern nicht umhin können, sich auf den Shareholder-Value zu konzentrieren. Vier Faktoren haben zum Vormarsch des Shareholder-Values beigetragen:

1. Die Entstehung eines aktiven Marktes für Verfügungsrechte an Unternehmen in den achtziger Jahren als Reaktion auf die offensichtliche Unfähigkeit vieler Manager, großen Umwälzungen in ihren Branchen effektiv zu begegnen.
2. Die wachsende Bedeutung von Unternehmensanteilen als eine Komponente im Vergütungspaket von Führungskräften in den USA und auch in vielen europäischen Ländern.
3. Der steigende Anteil von Aktien im Anlageportfolio der Privathaushalte als Folge des Höhenflugs der Aktienmärkte in den USA und Europa seit 1982.
4. Die zunehmende Einsicht, dass viele Sozialversicherungssysteme, vor allem auf dem europäischen Kontinent und in Japan, direkt in den Konkurs steuern.

Der Markt für Verfügungsrechte an Unternehmen

1982 begann die US-Wirtschaft sich nach einer langen Phase hoher Inflation und niedrigen Wachstums langsam zu erholen. Viele Industriebranchen bedurften einer umfassenden Umstrukturierung. Beispielsweise hatte sich die effektive Lebensdauer von Autoreifen nach der Erfindung des Gürtelreifens mehr als verdoppelt und somit zu hohen Überkapazitäten geführt. Statt jedoch Überkapazitäten abzubauen und Kapital abzuziehen, investierten die meisten Reifenhersteller in großem Umfang weiter. Einige Jahre später erhielten sie dafür die Quittung.

Zur gleichen Zeit stellten Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften in zunehmendem Maße Mittel für eine neue Art von Investoren wie Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR) und Clayton, Dubilier & Rice (CD&R) bereit, die vor-

nehmlich Leveraged Buyouts finanzierten. 1981 wurden in den USA von 2328 Unternehmenszusammenschlüssen und -übernahmen 99 als Leveraged Buyouts durchgeführt.² 1988 lag das Verhältnis bei 381 zu 4049. Vielleicht noch wichtiger als diese Zahlen war das, was am Markt passierte. Die Leveraged Buyouts hatten gewaltige Größenordnungen erreicht. Die RJR-Nabisco-Transaktion brach mit einem Volumen von 31,4 Milliarden Dollar alle Rekorde. Dieses Geschäft fand nur vier Jahre nach dem ersten Leveraged Buyout statt, der die Grenze von 1 Milliarde Dollar überschritten hatte – der Kauf von Wometco durch KKR im Jahr 1984. Viele dieser Geschäfte erfolgten zwar einvernehmlich, aber Leveraged Buyouts erwiesen sich auch als durchaus geeignet für feindliche Übernahmen. In der Tat waren die aufsehenerregendsten feindlichen Übernahmen in den späten achtziger Jahren Leveraged Buyouts, wie etwa RJR-Nabisco.

Durch die Struktur von Leveraged Buyouts im Zusammenspiel mit hochverzinslichen Anleihen als hauptsächlichem Refinanzierungsinstrument sahen sich viele US-Unternehmen der Gefahr einer feindlichen Übernahme ausgesetzt. Viele Unternehmen, die die Umwälzungen in ihren Branchen nicht effektiv bewältigten, wurden zu Übernahmekandidaten. In der Reifenindustrie wurden BF Goodrich und UniRoyal auf freundlicher Basis umstrukturiert, Goodyear und GenCorp (die Eigentümer von General Tire) sahen sich dagegen massiven Angriffen ausgesetzt.

Die Entstehung des Marktes für Verfügungsrechte an Unternehmen veranlasste etablierte Unternehmen und ihre Führungskräfte zu einem Gegenschlag. 1984 gab der Business Roundtable, eine Dachorganisation der größten Unternehmen der USA, ein Arbeitspapier heraus, das in der Frage der Unternehmensführung den Stakeholder-Ansatz unterstützte und damit weitgehend der in Europa vorherrschenden Auffassung folgte. Ende der achtziger Jahre wurde der Markt für Verfügungsrechte an Unternehmen durch eine wachsende und lautstarke Opposition gegen überwiegend fremdfinanzierte und feindliche Übernahmen vorübergehend zurückgedrängt.

Ende der neunziger Jahre gab es wieder einen lebhaften Buyout-Markt. Allerdings verliefen die Transaktionen diesmal überwiegend freundlich. Die Manager hatten ihre Lektion in Sachen Shareholder-Value gelernt und warteten nicht auf feindliche Angebote. Allmählich war das Phänomen LBO auch nach Europa gewandert. Viele europäische Buyout-Firmen wurden gegründet, und auch amerikanische Unternehmen begannen sich in Europa nach geeigneten Übernahmekandidaten umzusehen.

Hier stellt sich die Frage, wie LBOs den Unternehmenswert erhöhen. Viele reife, etablierte Branchen, die sich feindlichen Übernahmeversuchen ausgesetzt sahen, erwirtschafteten freie Cashflows. Manchen Unternehmen etwa aus der Reifen-, Öl- und Gas- oder der Konsumgüterbranche bieten sich keine ausreichend attraktiven Investitionsmöglichkeiten. Nun entspricht es der natürlichen Neigung eines Unternehmens, seine Mittel zu reinvestieren, statt diese an die Aktionäre zurück-

zugeben. Dies kann dazu führen, dass Kapital in unattraktive Geschäfte fließt. Solche Investitionen mindern natürlich den Unternehmenswert und stehen den Interessen der Aktionäre entgegen.

Eingriffe von außen sind ein Instrument, durch das dieser ökonomisch suboptimale Kapitaleinsatz unterbunden wird. Im Falle eines LBO wird Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzt, und ein Großteil des freien Cashflow fließt in Form von Zinsen und Tilgungen den Fremdkapitalgebern zu. Dazu bedarf es nicht unbedingt eines Eingriffs von außen. Eine fremdfinanzierte Kapitalumschichtung wird auch dann realisiert, wenn ein Unternehmen ein Darlehen aufnimmt, um mit diesen Mitteln einen größeren Teil seines Eigenkapitals zurückzukaufen.

In beiden Fällen kommen Aktionäre meist in den Genuss erheblicher Wertzuwächse. Das Unternehmensziel der Maximierung des Shareholder-Value führt also mit sehr viel höherer Wahrscheinlichkeit dazu, dass unattraktive Investitionen unterbleiben, als wenn das Management andere Ziele verfolgt, wie etwa die Erhaltung von Arbeitsplätzen.

Zusammenfassend lässt sich die Umstrukturierungswelle der achtziger Jahre als Reaktion auf die Unfähigkeit vieler Unternehmen beschreiben, sich auf die zunehmende Alterung ihrer Produkte und Märkte einzustellen und eine neue Richtung einzuschlagen. Ein Großteil dieser Umstrukturierungen hat sich über den Markt für Verfügungsrechte an Unternehmen vollzogen. Die Grundprämisse dieses Marktes lautet, dass Manager die Geschicke eines Unternehmens lenken dürfen, solange nicht der Unternehmenswert von einem anderen Führungsteam mit einer anderen Strategie erheblich gesteigert werden kann. Dementsprechend waren die schlechten Unternehmensleistungen im Hinblick auf den Shareholder-Value die Hauptursache für den Wandel.

Die zunehmende Bedeutung von Aktienoptionen

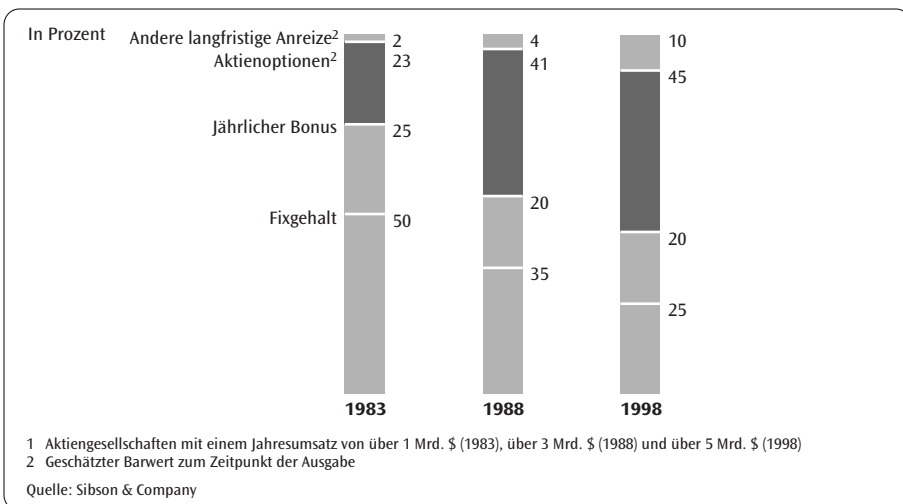
Mitte der siebziger Jahre wuchs in den USA die Sorge über eine immer deutlicher werdende Kluft zwischen den Interessen von Managern und Aktionären. Darin kam auch die Unruhe darüber zum Ausdruck, dass die Unternehmensgewinne zehn Jahre lang gesunken waren und die Aktienkurse stagniert hatten. Weitere Nahrung erhielt diese Stimmung dadurch, dass Argumenten, die Ansprüche von anderen Interessengruppen als den Aktionären betonten, mehr und mehr Aufmerksamkeit geschenkt wurde. Nach Auffassung der Vertreter des Shareholder-Ansatzes dienen diese Argumente in erster Linie der Entschuldigung für unzureichende Unternehmensleistungen. Ungefähr zur gleichen Zeit begannen sich einige Wissenschaftler mit der Frage zu beschäftigen, welche Motive das Management von Unternehmen bei der Ressourcenallokation leiten. Dieser Forschungsansatz ist heute unter der Bezeichnung Agency-Theorie bekannt. In einem 1976 veröffent-

lichten Artikel legen Jensen und Meckling dar, dass die Manager großer Unternehmen in den zurückliegenden Jahrzehnten Strategien und Projekte verfolgt hatten, die aus Sicht der Aktionäre keinen optimalen Umgang mit den Unternehmensressourcen darstellten und eine Änderung der Anreize für die Führungskräfte nahe legten, um eine bessere Abstimmung der Management-Entscheidungen mit den Interessen der Aktionäre zu erreichen. Aktienoptionen waren schon seit längerem Bestandteil der Vergütung von Führungskräften in den USA, aber sie wirkten sich aufgrund des begrenzten Umfangs der Bezugsrechte und der inflationsbedingt schwachen Wertentwicklung am Aktienmarkt kaum motivierend auf das Verhalten der Manager aus.

Anfang der achtziger Jahre wendete sich das Blatt. Leveraged Buyouts schufen Situationen, in denen sowohl der Shareholder-Value als auch die Vergütung, die den Managern aufgrund ihrer Aktienanteile zufluss, eine auch von der Öffentlichkeit viel beachtete Größenordnung erreichte. Etwa zur gleichen Zeit, 1982, startete die US-Notenbank ein Programm, das zu einem deutlichen Inflationsrückgang und dadurch zu einem anhaltenden Anstieg der Aktienkurse führte. Dieses Zusammentreffen von Einflussfaktoren bewirkte, dass Aktienoptionen ein immer größeres Gewicht bei der Vergütung von Managern bekamen. Aus Abbildung 1.1 ist ersichtlich, dass der geschätzte Barwert von Aktienoptionen im Jahr 1998 45 Prozent der durchschnittlichen Vergütung des Vorstandsvorsitzenden einer Aktiengesellschaft ausmachte.

Abbildung 1.1

Bestandteile der Durchschnittsvergütung von Vorstandsvorsitzenden in den USA¹



Im gleichen Zeitraum sahen sich auch die Unternehmensführungen zunehmend der Kritik ausgesetzt. Es hieß, sie vernachlässigten die Aktionärsinteressen, die sie gemäß US-Recht zu vertreten hatten. Es wurde die Forderung laut, dass Aufsichtsratsmitglieder Unternehmensanteile an den von ihnen vertretenen Unternehmen halten müssten, um – allein aus Eigeninteresse – den Ansprüchen der Aktionäre mehr Aufmerksamkeit zu schenken. Ende der neunziger Jahre erhielten die Mitglieder der Führungsgremien von 48 Prozent der mittleren und großen Unternehmen Aktien oder Optionen der von ihnen vertretenen Unternehmen. 1983 hatte dieser Prozentsatz noch fast bei null gelegen.

Durch die zunehmende Vergütung über Aktienoptionen haben Aktiengewinne eine viel größere Bedeutung für die Bewertung von Managementleistungen gewonnen. Diese Entwicklung ist keineswegs auf die USA beschränkt. Auch in Großbritannien und Frankreich sind Aktienoptionen und Aktienbeteiligungen mittlerweile wichtige Bestandteile der Vergütung von Führungskräften. Im Zuge der Globalisierung des Wettbewerbs um fähige Führungskräfte werden Aktienoptionen künftig wohl in den meisten freien Volkswirtschaften zunehmend populärer werden.

Aktienbesitz auf breiter Basis

Die beachtliche Wertentwicklung an den US-amerikanischen und den europäischen Aktienmärkten seit Anfang der achtziger Jahre hat nicht nur zur Verbreitung von Aktienoptionen als Teil der Vergütung von Führungskräften beigetragen, sondern in vielen Ländern auch zu einer Erhöhung des Aktienbesitzes der Privathaushalte. Das heißt nicht, dass diese privaten Haushalte in einzelne Aktienwerte

Abbildung 1.2

Vermögensanlage von Pensionsfonds

1996 (in Mrd. \$)														
	USA		Frankreich		Deutschland		Italien		Niederlande		Großbritannien		Japan	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Liquide Mittel	225	5	8	12	9	7	12	17	8	2	43	4	112	10
Festverzinsliche														
Wertpapiere	1130	25	36	54	61	47	21	29	105	30	142	14	538	46
Aktien	2618	58	16	24	10	8	2	3	107	31	784	76	360	31
Sonstige	546	12	7	10	49	38	38	52	130	37	61	6	155	13

Quelle: Investment Company Institute

investiert haben. Aber immer breitere Bevölkerungsschichten werden durch Investmentfonds und Pensionsfonds zu Anteilseignern. Zu den entschiedensten Verfechtern des Shareholder-Value-Gedankens gehören die Manager führender Pensionsfonds wie etwa des California Public Employees Retirement System, das ein zu einem großen Teil aus Aktien bestehendes Vermögen von 130 Milliarden Dollar verwaltet.

Abbildung 1.2 zeigt, dass schon 1996 der bei weitem größte Teil der Investitionen von Pensionsfonds in den USA (58 Prozent) und Großbritannien (76 Prozent) auf Aktien entfiel. Der Unterschied zu Ländern wie Deutschland mit 8 Prozent und Italien mit 3 Prozent ist sehr auffällig. Aber die Situation ändert sich rasch: Auch in diesen Ländern fließt inzwischen ein wachsender Anteil des Anlagevermögens von Pensionsfonds in Aktien.

In vielen europäischen Ländern scheint sich eine Aktienkultur zu entwickeln. Bewirkt wurde dies zum Teil durch die mit umfangreichen Marketingaktionen unterstützte Privatisierung ehemaliger Staatsbetriebe wie zum Beispiel in der Telekommunikationsbranche. Besondere Erwähnung verdient in diesem Zusammenhang die Kampagne »Deutschland Aktienland« zur Unterstützung der Privatisierung der Deutschen Telekom. Die positive Wertentwicklung der Aktien privatisierter Unternehmen leiteten in diesen Ländern einen regelrechten Aktienboom ein.

Abbildung 1.3

Aktienbesitz in den USA

	Menschen (in Mio.)	Bevölkerungsanteil (in %)
1975	25,3	11,9
1980	30,2	13,5
1985	47,0	20,1
1990	51,4	21,1
1995	69,3	26,3

Quelle: New York Stock Exchange »Share Ownership«, verschiedene Ausgaben

Abbildung 1.3 veranschaulicht die Bedeutung von Aktien anhand ihrer Marktdurchdringung in den USA. Berücksichtigt sind direkter und indirekter Aktienbesitz durch Investmentfonds, Pensionskonten und Sparpläne. Während 1975 25 Millionen Menschen – das entspricht einem Bevölkerungsanteil von 12 Prozent – Aktien besaßen, stieg diese Zahl bis 1995 auf 69 Millionen beziehungsweise 26 Prozent. Unter diesem Vorzeichen verliert der traditionelle Gegensatz zwischen Arbeitenden und Kapitaleignern seine Brisanz. Die Aktionäre sind nicht mehr die

anderen, sondern wir selbst. Entsprechend verringert sich auch die ideologische Spannung, die die Debatte »Shareholder versus Stakeholder« in der Vergangenheit bestimmte. Die wachsende Zahl von Aktionären in der Bevölkerung verleiht dem Shareholder-Value als objektivem Ziel des Unternehmens immer größeres Gewicht.

Drohende Insolvenz der Rentenversicherung

Die vierte Ursache für die zunehmende Bedeutung des Shareholder-Value-Gedankens ist die Zeitbombe, die in den staatlichen Rentenversicherungssystemen der meisten entwickelten Länder tickt. In diesen Ländern machen staatliche Pflichtrenten den größten Teil der Ruhestandsbezüge aus. In Deutschland und Schweden werden 95 Prozent beziehungsweise 91 Prozent der Ruhestandsbezüge aus staatlichen Rentenzahlungen bestritten. Die meisten dieser staatlichen Systeme sind umlagefinanziert und verwenden die Beiträge der arbeitenden Generation für die Renten der Generation im Ruhestand. Dieses System funktionierte, solange es wenige Rentner im Vergleich zu den einzahlenden Berufstätigen gab. Dieses Verhältnis hat sich jedoch geändert.

1990 arbeiteten in Deutschland fast zwei Berufstätige für einen Rentner. Bis zum Jahr 2035 wird dieses Verhältnis auf eins zu eins sinken. Entsprechend wird der durchschnittliche Beitragssatz deutscher Arbeitnehmer für das staatliche Rentenversicherungssystem auf 34,1 Prozent des Bruttolohns steigen, wenn keine Gegenmaßnahmen ergriffen werden. 1996 lag der Beitragssatz noch bei 19,7 Prozent. Das ist der Zündstoff, der Revolutionen auslöst.

Es ist zwar durchaus möglich, eine Krise der Rentenversicherung zu vermeiden, aber es gibt keine einfachen Lösungen. Die meisten Beobachter sind sich darin einig, dass die betroffenen Länder den Weg zu einem kapitalstockorientierten Rentenversicherungssystem finden müssen, in dem zumindest ein Teil der laufenden Beiträge für den Ruhestand der Einzahler zurückgelegt wird. Die Schwierigkeit liegt nun darin, den Übergang vom alten Umlageverfahren zu einem teilweise oder vollständig kapitalstockorientierten System zu bewerkstelligen. (In Deutschland wird dies mit Beginn des Jahres 2002 durch die staatliche Förderung der privaten Altersvorsorge, die so genannte »Riester-Rente«, versucht.) Es gibt verschiedene Spielformen kapitalstockorientierter Rentenversicherungssysteme, die jedoch alle den gleichen Schluss nahe legen: Abhilfe können sie nur dann schaffen, wenn mit dem angesparten Kapitalstock hohe Erträge erwirtschaftet werden.

Eine Lösung könnte daher die Beitragserhöhung sein, die als Überschuss reinvestiert wird, um die zukünftige Versorgungslücke durch eine Kombination aus Beiträgen und Investitionserträgen zu schließen. Vereinfacht dargestellt könnte dies in Deutschland folgendermaßen aussehen: Würden die zusätzlichen Beiträge

in deutsche Staatsanleihen investiert, die in der Vergangenheit eine Realrendite von 4 Prozent erzielt haben, würde sich der durchschnittliche Zusatzbeitrag pro Jahr auf 1 587 Euro belaufen, das entspräche einer Verringerung des verfügbaren Einkommens um 13 Prozent. Bei einer Investition dieser Gelder in die deutsche Privatwirtschaft hingegen, die im Zeitraum von 1974 bis 1993 eine langfristige Realrendite von 7,4 Prozent erzielte, würde der Zusatzbeitrag pro Jahr nur noch 1 057 Euro betragen. Wäre die deutsche Privatwirtschaft so erfolgreich wie ihr Pendant in den USA, wo im gleichen Zeitraum eine langfristige Realrendite von 9,1 Prozent erreicht wurde, würde der Zusatzbeitrag nur noch 872 Euro und damit eine Minderung des verfügbaren Einkommens um 7 Prozent ausmachen.

In Verbindung mit Maßnahmen wie einer allmählichen Anhebung des Rentenalters kann die Last auf ein Niveau gesenkt werden, das einen politischen Konsens zulässt, vorausgesetzt, die Investmentfonds erwirtschaften hohe Renditen. Um die tickende Zeitbombe in den Rentenversicherungssystemen zu entschärfen, muss die Privatwirtschaft auf einen Standard verpflichtet werden, der laufend neue lukrative Investitionsmöglichkeiten schafft und somit dazu beiträgt, dass Kapitalinvestitionen mit hohen Renditen belohnt werden. Es ist kein Zufall, dass der Pensionsfonds der kalifornischen Angestellten im öffentlichen Dienst einer der entschiedensten Verfechter des Shareholder-Value-Gedankens in den USA ist und diesen auch in anderen Märkten als Priorität einfordert.

Wenn das Konzept des kapitalstockorientierten Rentenversicherungssystems funktionieren und ein Konflikt zwischen den Generationen vermieden werden soll – ob in Deutschland oder anderen Ländern – müssen die Unternehmen durch stetigen Druck zur Maximierung des Shareholder-Value verpflichtet werden.

Wertorientierte Volkswirtschaften sind leistungsfähiger

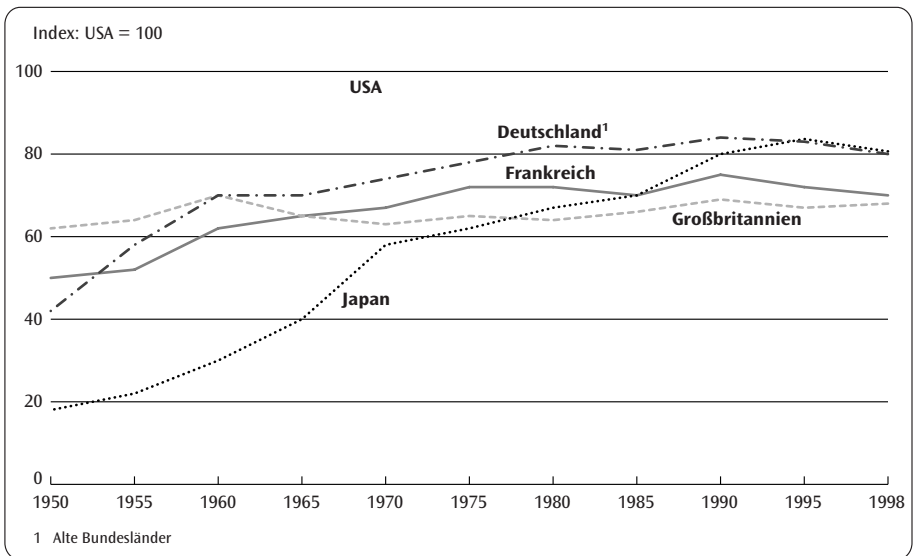
Die ausgesprochen positive wirtschaftliche Entwicklung in den USA seit Mitte der achtziger Jahre hätte ohne die Disziplin eines am Shareholder-Value orientierten Kapitalismus und ohne die wachen Augen vieler Beteiligter, die auf die Durchsetzung des Shareholder-Value-Gedankens pochten, wohl kaum stattgefunden.

Die Ausrichtung US-amerikanischer Aktiengesellschaften auf den Shareholder-Value schränkt Investitionen in veraltete Strategien ein – und ermutigt sogar zu Veräußerungen –, und zwar viel rascher, als dies bei einem anderen Führungsansatz möglich wäre. So nährt die konsequente Erfolgsorientierung Schumpeters »kreative Zerstörung«. Des Weiteren lässt sich die (häufig von Managern ertragschwacher Unternehmen zu hörende) Behauptung, dass die Kapitalmärkte im Vergleich zu anderen Kontrollinstanzen für Unternehmen kurzfristig sind, wohl kaum aufrechterhalten. Die große Zahl und die hohe Bewertung von Technolo-

gie- und Internet-Unternehmen, die in den letzten Jahren an die Börse gegangen sind, spricht hier eine deutliche Sprache. Launenhaft vielleicht, aber kurzfristig? Bestimmt nicht.

Doch wie steht es um die tatsächliche Wirtschaftsleistung? Die meisten Wirtschaftswissenschaftler sind sich darin einig, dass die wichtigste Messgröße für den Erfolg einer Volkswirtschaft das Pro-Kopf-BIP ist. Aus Abbildung 1.4 geht hervor, dass die USA – deren Wirtschaft am stärksten kapitalistisch und aktionärsfreundlich geprägt ist – in diesem Bereich allen anderen bedeutenden Industrieländern um mindestens 20 Prozent voraus sind. Bis 1975 holten die anderen Länder auf, aber seither kam es zu keiner weiteren Annäherung, und die Vereinigten Staaten haben ihren Vorsprung sogar weiter ausgebaut.

Abbildung 1.4
BIP pro Kopf

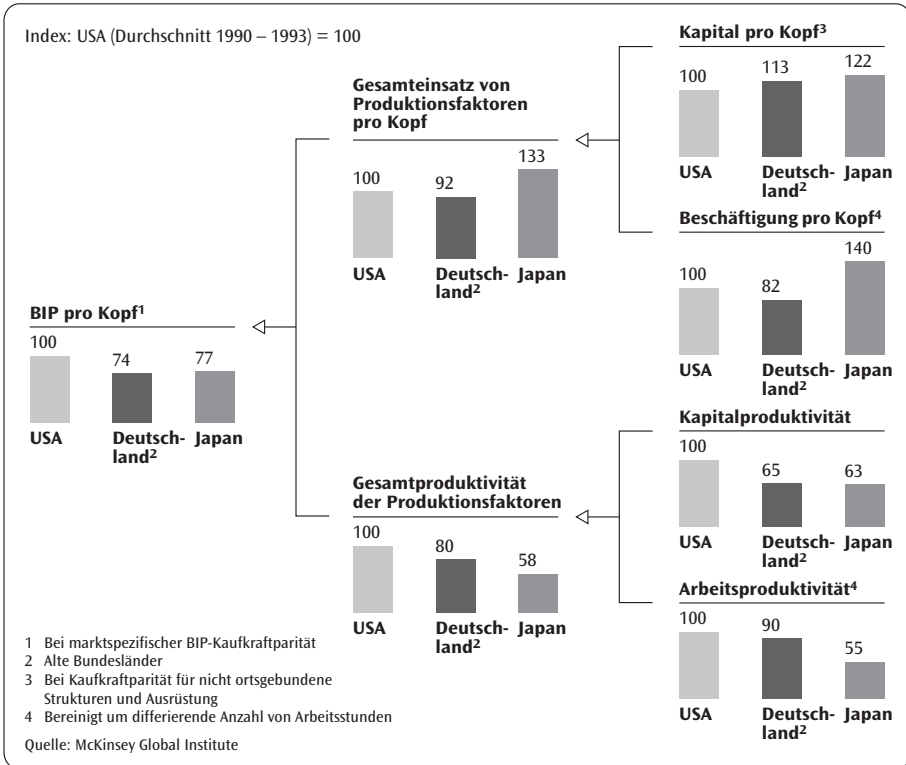


Von 1994 bis 1997 analysierte das McKinsey Global Institute im Rahmen mehrerer Forschungsprojekte die Unterschiede im Pro-Kopf-BIP zwischen den USA, Deutschland und Japan. Die Untersuchungen zeigten, dass der Vorsprung der USA auf die höhere Produktivität der Produktionsfaktoren und vor allem des Kapitals zurückzuführen ist (siehe Abbildung 1.5). Wie können die USA trotz einer häufig als völlig unzureichend beklagten Sparquote andere Länder so in den Schatten stellen? Die Antwort ist: Es kommt eben darauf an, was mit den Spareinlagen

geschieht. In den USA werden sie in produktivere (das heißt wirtschaftlich rentablere) Projekte investiert als in Deutschland oder Japan. Abbildung 1.6 zeigt, dass die Finanzerträge von US-Unternehmen zwischen 1974 und 1993 deutlich höher waren als in den beiden anderen Ländern.

Abbildung 1.5

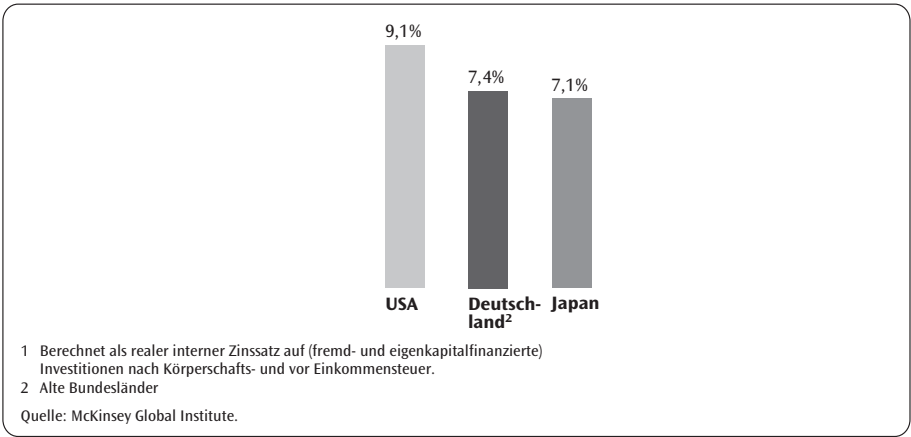
Ursachen für Unterschiede des BIP pro Kopf in verschiedenen Märkten



Damit ist nicht gesagt, dass das Shareholder-Value-System immer als fair empfunden wird. Der Verlust des Arbeitsplatzes nach einer Umstrukturierung ist für die Betroffenen ein schwerer Schlag. Andererseits lässt sich jedoch argumentieren, dass die Fähigkeit oder Unfähigkeit einer Volkswirtschaft, Arbeitsplätze zu schaffen, ein besserer Maßstab für Fairness ist. In dieser Hinsicht spricht die Erfolgsbilanz der USA im Vergleich zu den anderen Ländern für sich.

Abbildung 1.6

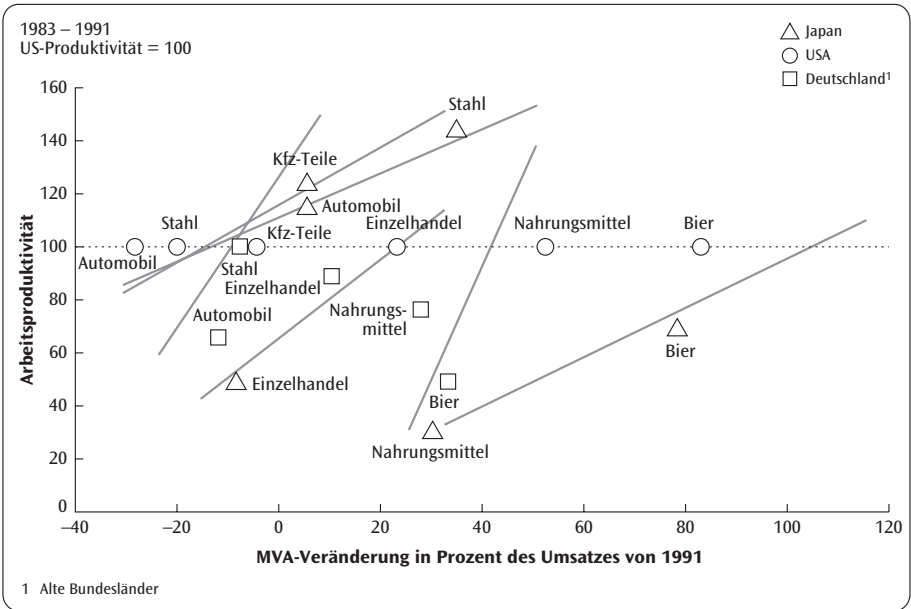
Jahresgewinne im Unternehmenssektor 1974 – 1993¹



Vor zwei Jahrhunderten stellte Adam Smith die Behauptung auf, dass die produktivsten und innovativsten Unternehmen ihren Anteilseignern die höchsten Erträge

Abbildung 1.7

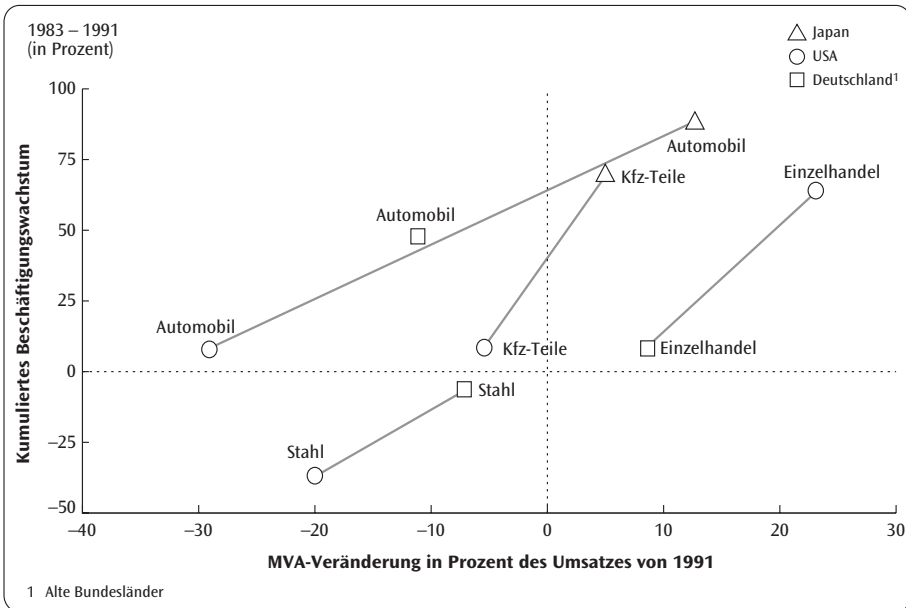
Market Value Added (MVA) und Arbeitsproduktivität



einbrächten und produktivere Arbeitskräfte rekrutieren könnten, die somit in einem positiven Kreislauf die Gewinne immer weiter steigerten. Dagegen befänden sich Unternehmen, die Wert vernichten, in einem negativen Kreislauf und müssten letztlich vom Markt verschwinden.

Dem lässt sich aus heutiger Sicht hinzufügen, dass ein an der Wertsteigerung orientiertes Unternehmen gut daran tut, dem Allgemeinwohl zu dienen. Weshalb? Weil ein solches Unternehmen mehr Wert für seine Aktionäre schaffen wird. Betrachten wir zum Beispiel die Angestellten eines Unternehmens. Einem Unternehmen, das seine Gewinne auf Kosten seiner Angestellten – durch schlecht ausgestattete Arbeitsplätze, niedrige Löhne und sparsame Gewährung von Boni – in die Höhe schraubt, wird es kaum gelingen, hoch qualifiziertes Personal zu gewinnen und zu halten. Angesichts der hohen Mobilität und des hohen Ausbildungsstandes heutiger Arbeitnehmer wird sich solch ein Verhalten gewinnmindernd auswirken. Die Mitarbeiter gut zu behandeln ist nicht nur ein Gebot der Menschenfreundlichkeit, sondern auch des unternehmerischen Kalküls.

Abbildung 1.8
Market Value Added (MVA) und Beschäftigungswachstum



Auch empirische Untersuchungen stützen die Auffassung, dass die Mehrung des Aktionärsvermögens nicht auf Kosten anderer Interessengruppen geschieht. Für

die zweite Auflage dieses Buches analysierten wir das Verhältnis zwischen Arbeitsproduktivität, Entwicklung des Aktionärsvermögens und Beschäftigungswachstum in mehreren Branchen in den USA, Japan und Deutschland. Die Ergebnisse, die wir in den Abbildungen 1.7 und 1.8 zusammengefasst haben, legen den Schluss nahe, dass Unternehmen mit höherer Arbeitsproduktivität eher den Wert steigern als Unternehmen mit geringerer Arbeitsproduktivität und dass diese Erträge generell nicht zu Lasten der Beschäftigten gehen. Unternehmen, die größeren Wert erzeugen, können auch mehr Arbeitsplätze schaffen.

Zusammenfassung

Der wachsende Einfluss der Aktionäre in den meisten entwickelten Ländern bewegt immer mehr Manager dazu, sich an der Wertschaffung als dem wichtigsten Maßstab für die Unternehmensleistung zu orientieren. Alles scheint darauf hinzuweisen, dass diese Ausrichtung am Shareholder-Value nicht nur den Aktionären zugute kommt (zu denen immer mehr Menschen zählen), sondern auch der Wirtschaft und anderen Interessengruppen.