ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Neus, Werner

Working Paper

Shareholder-Value aus der Sicht der Theorie

Tübinger Diskussionsbeiträge, No. 142

Provided in Cooperation with:
University of Tuebingen, Faculty of Economics and Social Sciences, School of Business and Economics

Suggested Citation: Neus, Werner (1998) : Shareholder-Value aus der Sicht der Theorie, Tübinger Diskussionsbeiträge, No. 142, Eberhard Karls Universität Tübingen, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Tübingen

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/104852

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen

Shareholder-Value aus der Sicht der Theorie

Werner Neus

Tübinger Diskussionsbeiträge

Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Eberhard-Karls-Universität Tübingen

Shareholder-Value aus der Sicht der Theorie

Werner Neus

Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 142
Juli 1998

Wirtschaftswissenschaftliches Seminar
Mohlstraße 36, D-72074 Tübingen

Shareholder-Value aus der Sicht der Theorie*

1. Einführung

Zur Einstimmung in das Thema „Shareholder-Value" mögen ein paar Schlagworte dienen[1]. Vornehmlich aus gewerkschaftlicher Sicht sind negativ besetzte Äußerungen zu hören. Es ist die Rede von

- der „Brutalisierung der sozialen Verhältnisse" (ZWICKEL, IGM)
- einer „Kampfformel gegen Arbeitnehmerforderungen" (KÜLLER, DGB)[2]
- einem „sozialpolitischen Kampfbegriff" (DIETERICH, BAG) und
- dem „Diktat der Wertsteigerung über das Interesse des Arbeitnehmers, der Umwelt und der Gesellschaft" (ZWICKEL, IGM).

Wenig überraschend gibt es natürlich auch positive Stellungnahmen, die überwiegend aus kapitalmarktnahen Institutionen herrühren. Die angekündigte Schütt-aus-Hol-zurück-Aktion der Daimler-Benz AG wurde mit der Überschrift

- „Shareholder-Value in Deutschland auf dem Vormarsch" (Finanzplatz e.V.)

bejubelt.

Etwas quer zu diesen vermeintlich klaren Interessenlinien liegen die Kommentare von seiten der Rechtswissenschaft, insbesondere der Gesellschaftsrechtler. Hier dominiert (immer noch) die Vorstellung eines eigenen „Gesellschaftsinteresses", was angesichts der Umschreibung einer Gesellschaft als juristische Person vielleicht sogar naheliegt. Unabhängig davon spielt auch das „Unternehmensinteresse" eine Rolle[3], was mit der Gesamtheit aller an der Unternehmung Interessierten umschrieben werden kann. Die Konkretisierung des Unternehmensinteresses bleibt aber offen.

Die Position von Wirtschaftswissenschaftlern steht in einer gewissen Hinsicht über der politischen Diskussion. Die Hervorhebung der Effizienz, also der Vermeidung jeder Verschwendung von Ressourcen, deckt viel von den heiklen Verteilungsfragen zu. Ausgehend von der Effizienz als wirtschaftswissenschaftlichem Basiswerturteil ist der Vortrag – zunächst etwas weiter ausholend – so aufgebaut, daß die Frage nach dem Sinn der Existenz von Unternehmungen beantwortet wird, bevor davon ausgehend über Unter-

---

* Vortrag, gehalten anläßlich des 20. Gesprächskreises Tübinger Wirtschaftswissenschaftler („List-Fest") am 3. Juli 1998.

[1] Die Zitate sind den Diskussionsbeiträgen in Heft 5/1997 der Zeitschrift Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP) entnommen.

[2] Die vorgetragene Argumentation scheint nicht immer sehr durchdacht. Nach einem Argument von KÜLLER führt eine erhöhte Transparenz der Rechnungslegung zur Destabilisierung der Unternehmung. „Es ist fast wie bei der von GORBATSCHOW postulierten Glasnost." Korrolare dieser Aussage sind, daß die Förderung des Shareholder-Value zu einer verstärkten Demokratisierung führt und daß die Gewerkschaftspolitik antidemokratisch ist.

[3] Siehe dazu SCHMIDT/SPINDLER (1997), S. 542-548.

nehmensziele diskutiert wird. Polemisch zugespitzt soll in diesem Vortrag die Frage beantwortet werden, wer in der Unternehmung „das Sagen" haben soll; sachlicher wäre die Formulierung: Was spricht aus Gründen der ökonomischen Effizienz dafür, den Shareholder-Value als Zielgröße für Entscheidungen in Unternehmungen heranzuziehen?

2. Warum Unternehmungen?

2.1 Kooperation und Koordination

In der Wirtschaftswissenschaft, namentlich in der Betriebswirtschaftslehre, wird nicht das gesamte menschliche Handeln untersucht, sondern nur ein Aspekt davon, nämlich die Einkommenserzielung und die Einkommensverwendung. Dies entspricht der Leitidee der Privatwirtschaftslehre, die lange Zeit vor allem von RIEGER vertreten wurde[4]. Da Einkommensströme nach ihrem Barwert zu beurteilen sind[5], impliziert die Einkommensorientierung, daß Entscheidungen auch gesamtwirtschaftlich danach beurteilt werden sollten, welche Wertsteigerung dadurch ausgelöst werden. Allerdings beschränkt sich dies nicht unter allen Bedingungen auf die Steigerung des Vermögens der Anteilseigner, sondern es umfaßt den Wert *aller* Einkommensströme; dabei werden Opportunitätskosten einbezogen. Die Formel „Diktat der Wertsteigerung" ist in dieser Sichtweise gar nicht als Kritik, sondern als sinnvolle Orientierung anzusehen. Allerdings sollte sie angemessen ausgelegt werden. Eigentlich könnte man hier bereits den Vortrag beenden. Interessanter ist es jedoch, einige Umwege zu gehen und dabei mögliche Einwände gegen die Hauptaussage aufzugreifen und zu diskutieren.

Grundsätzlich könnte ein einzelner Mensch auch alleine wirtschaften[6], wenn auch vermutlich kaum zufrieden alleine leben. Aber selbst bei ausschließlicher Einbeziehung des Einkommensaspekts ist es zweckmäßig, daß Menschen gemeinsam wirtschaften, was im weiteren als Kooperation bezeichnet wird. Kooperation soll nicht heißen, daß die daran beteiligten Menschen direkt ein gemeinsames Ziel verfolgen, sondern daß sie zur besseren Verfolgung ihrer individuellen Ziele die Entscheidungen aufeinander abstimmen. Die Existenz möglicher Kooperationsvorteile steht außer Frage.

Für die bei einer Kooperation erforderliche Abstimmung der Entscheidungen mehrerer Menschen gibt es zwei idealtypische Formen:

- die zentrale Planung einer weisungsbefugten Instanz (Hierarchie) und
- die völlig dezentrale Koordination zwischen gleichberechtigten Partnern (Markt).

Bis hierhin wäre das Thema noch wenig spannend. Wenn Menschen durch Kooperationen Nutzensteigerungen erzielen können, werden sie sie umsetzen. Ohne Heranziehung weiterer Argumente ist dabei eine Kooperationsform so gut wie die andere. Ein Problem kann sich jedoch daraus ergeben, daß die Menschen zwar grundsätzlich ein gemeinsa-

---

[4] Siehe RIEGER (1928). RIEGER lehrte bis 1947 in Tübingen. Ich schätze mich glücklich, als sein mittelbarer Nachfolger die Abteilung Betriebswirtschaftslehre I leiten zu dürfen.

[5] Dies äußert sich in der unumstrittenen Entscheidungskriterium für Investitionsentscheidungen, dem Kapitalwert.

[6] Dies belegt das Beispiel des Robinson Crusoe. Siehe für eine betriebswirtschaftliche Analyse des Robinson Crusoe NEUS (1998), Kap. 2.

mes Interesse am Gelingen einer wertsteigernden Kooperation haben, innerhalb der Kooperation jedoch wenigstens teilweise ihre eigenen, persönlichen Ziele verfolgen.

Unter gewissen Umständen kann es deshalb dazu kommen, daß Kooperationsvorteile durch eine ungeeignete Koordinationsform gefährdet werden. Dies kann dann der Fall sein, wenn eigennütziges Verhalten mit mangelnden Sanktionsmöglichkeiten zusammentrifft. Diese Annahmenkonstellation wird im folgenden etwas näher untersucht.

2.2 Eigennütziges Verhalten und Opportunismus

Eigennütziges Verhalten schlechthin hat zwei Implikationen:

- Zum einen handeln Menschen nicht direkt altruistisch. Zum Beispiel wird der Käufer eines Gutes nicht ohne Not mehr als mindestens erforderlich an den Verkäufer zahlen, auch wenn dieser durch einen niedrigeren Preis „geschädigt" wird. Bei einem Konstantsummenspiel präferiert also jeder Mensch Umverteilungen zu den eigenen Gunsten.
- Zum anderen werden nicht unmittelbar Gruppenziele verfolgt, sondern Individualziele (methodologischer Individualismus). Das heißt, selbst wenn bei einer Umverteilung andere Individuen mehr gewinnen, als man selbst verliert, wenn also der Gesamtnutzen steigt, wird man eine solche Umverteilung nicht befürworten. Eine Folge ist, daß nur solche Geschäfte zustande kommen, die *allen* Partnern einen Nutzenzuwachs ermöglichen, weil nur solche Geschäfte von allen Partnern befürwortet werden.

Diese Implikationen eigennützigen Verhaltens sind allgemeingültig. In der Institutionenökonomik, die vor allem sich mit der Untersuchung von Institutionen zur Sicherung gefährdeter Kooperationsvorteile beschäftigt, wird ein weitergehender Eigennutz unterstellt. Der Deutlichkeit halber spricht man deshalb vom Opportunismus als einer Ausprägung eigennützigen Verhaltens, die auch Betrug, Täuschung und List als Mittel zur Steigerung des eigenen Nutzens nicht ausschließt.

An der Opportunismusannahme setzt regelmäßig Kritik an, deshalb ist sie etwas näher zu diskutieren. Sie wird vor allem damit angegriffen, daß sie von einem falschen Menschenbild ausgehe: Tatsächlich seien Menschen doch gar nicht so extrem ichbezogen und sie hätten vor allem auch moralische Bedenken, sich über individuelle Absprachen und über staatliche und ungeschriebene Gesetze hinwegzusetzen. Diese Vorwürfe sind vor allem deshalb populär, weil sich empirische Belege für nicht-opportunistisches Verhalten finden lassen, teilweise auch deshalb, weil schon die gedankliche Beschäftigung mit unmoralischem Verhalten als politisch nicht korrekt gilt. Jedoch können die Kritikpunkte deutlich relativiert werden, indem einfache Mißverständnisse ausgeräumt werden:

a) Zunächst ist darauf hinzuweisen, daß opportunistische Menschen – anders als bisweilen suggeriert wird – keineswegs ein aktives Interesse an der Schädigung Dritter, am Betrug oder dergleichen haben. Vielmehr ist das Interesse ausschließlich auf den eigenen Nutzen gerichtet, was allerdings den Betrug als Mittel zum Zweck nicht ausschließt.

b) Völlig abwegig wäre es, die Beschäftigung mit einem unerwünschten Verhalten zu einem Vorwurf zu stilisieren. Namentlich für eine positive Theorie ist es unerläßlich,

das tatsächliche Verhalten zu untersuchen. Und daß Betrug (usw.) einen Ausschnitt des tatsächlichen Verhaltens ausmacht, läßt sich kaum bestreiten. Zum Beispiel läßt sich die (im wesentlichen außerökonomische) Institution des Strafrechts anders nicht erklären; das gleiche gilt für institutionelle Regelungen wie die Wirtschaftsprüfung oder Ausschüttungsbegrenzungen. Insgesamt wäre es ziemlich realitätsfremd, opportunistisches Verhalten gedanklich auszuschließen.

c) Ein Mißverständnis ist auch, daß die Institutionenökonomik eine Anleitung zum Betrug liefert. Im Gegenteil geht es um die Sicherung möglicher, aber gefährdeter Kooperationsvorteile. Da praktisch nicht ausgeschlossen werden kann, daß ein Vertragspartner betrügt, müssen Vorkehrungen zur Verhinderung oder Erschwerung des Betrugs ergriffen werden. Solche Sicherungsmaßnahmen, die in durchsetzbaren Vertragsklauseln (als Beispiel für eine privat geschaffene Institution) oder in Gesetzen (als Beispiel für eine öffentlich bereitgestellte Institution) bestehen können, sind Gegenstand der Institutionenökonomik: Untersuchungsziel sind Vertrauen schaffende Institutionen in einer grundsätzlich auf Eigennutz basierenden Gesellschaft[7].

Tatsächlich haben Menschen ein aktives Interesse an einem kooperativen, gemeinnützigen Verhalten, weil auf diese Weise auch das Potential zur Verfolgung des Eigeninteresses maximiert wird. Wesentlich ist aber die Auflösung des Gegensatzes zwischen Individual- und Gemeinschaftsinteresse. Dazu dienen die zu untersuchenden Institutionen, die menschliches Verhalten wirksam binden.

d) Das Gegenmodell zum Opportunismus scheint zu sein, moralisches Verhalten oder eine spezielle Unternehmensethik zu propagieren. Der Gegensatz ist aber wenigstens teilweise nur scheinbar. Moral ist selbst eine ökonomische Institution, weil ein gesichertes moralisches, nichtopportunistisches Verhalten zusätzliche kostenträchtige Maßnahmen entbehrlich macht. Auch der Vorsitzende der CDU/CSU-Bundestagsfraktion SCHÄUBLE formulierte jüngst in einem Interview: „Moral senkt Transaktionskosten." Moralisches Verhalten bedarf aber seinerseits der Absicherung durch Institutionen, die zum Beispiel in der Wertschätzung einer hohen sozialen Reputation als Ergebnis der Erziehung oder auch der Religion liegen können. Das alles stellt keinesfalls einen Widerspruch zur Institutionenökonomik dar. Falsch wäre jedoch der Schluß, daß Appelle an gemeinnütziges Verhalten eine bessere ökonomische Theorie ausmachen als die Suche nach konsequenten Lösungen zur Verringerung negativer Konsequenzen möglichen opportunistischen Verhaltens.

2.3 Unvollkommene Märkte

Die zweite, für das Folgende wesentliche Annahme ist das Vorliegen von Marktunvollkommenheiten, die sich im wesentlich auf Transaktionskosten zurückführen lassen. Hier sind vor allem Informations- und Durchsetzungskosten von Interesse.

- Informationskosten führen zu Informationsasymmetrien, die ihrerseits Spielräume für opportunistisches Verhalten eröffnen. Zugleich führt die Verteuerung der Kontrolle dazu, daß nicht alle problematischen Verhaltensweisen erkannt und sanktioniert werden können.

---

[7] Ähnlich ALBACH (1991), S. 6.

- Weil nicht ohne weiteres von vertragstreuem Verhalten ausgegangen werden kann, sind kostenträchtige Maßnahmen zur Durchsetzung von Ansprüchen erforderlich. Zunächst suboptimal erscheinende Regelungen können dadurch interessant werden, daß sie sich leicht durchsetzen lassen.

Diese Punkte haben gemeinsam, daß persönliche Bindungen und auf Dauer angelegte Kooperationen an Bedeutung gewinnen, die in Abwesenheit jeder Transaktionskosten höchstens als „folkloristische Besonderheit“[8] erklärt werden können.

2.4 Gefährdung von Kooperationsvorteilen und Institutionen zu deren Sicherung

Die Kombination der beiden vorgestellten Annahmen führt dazu, daß grundsätzlich mögliche Kooperationsvorteile gefährdet sind.

Der Opportunismus alleine wäre noch unschädlich. Denn immer, wenn der zu verteilende Gesamtgewinn einer Kooperation dadurch geschmälert zu werden droht, daß einer der Partner in eigennütziger Weise die anderen schädigt, lassen sich im Fall ohne Transaktionskosten Informationen sammeln und Durchsetzungsmechanismen konstruieren, die ein Abweichen vom maximalen Gesamtgewinn verhindern. Zum Beispiel kann eine nicht eingehaltene Lieferzusage leicht gerichtlich durchgesetzt oder durch eine Schadensersatzpflicht kompensiert werden. Führt das optimale Aktionsprogramm ohne weiteres zu einer einseitigen Belastung bzw. Bevorzugung der Partner, kann dies durch verbindliche Kompensationszahlungen ausgeglichen werden. Bei Abwesenheit aller Transaktionskosten spielt der Opportunismus also überhaupt keine Rolle.

Kommen allerdings Transaktionskosten hinzu, ergeben sich Entscheidungsprobleme und drohen Wohlfahrtsverluste. Dies gilt unabhängig davon, ob der Markt oder die Hierarchie als Kooperationsform gewählt werden. Zum Beispiel kann sich bei Abschluß eines Versicherungsvertrages (Marktkoordination) weder der Versicherungsgeber sicher sein, daß der Versicherungsnehmer wahrheitsgemäß über seine Schadensrisiken informiert, noch der Versicherungsnehmer, daß die Versicherung tatsächlich Schadensfälle so unbürokratisch abwickelt, wie es der Vertreter verspricht. In einer Unternehmung (Hierarchie) kann die leitende Instanz keineswegs davon ausgehen, daß die erteilten Weisungen stets wie erwünscht umgesetzt werden. Umgekehrt muß ein Arbeitnehmer, der sich durch Abschluß eines Arbeitsvertrages freiwillig den Weisungen des Arbeitgebers unterwirft, davon ausgehen, daß die leitende Instanz bei Ausfüllung ihrer Freiheitsgrade auf die Belange des Arbeitnehmers nur begrenzt Rücksicht nimmt.

Aus diesen Überlegungen ergibt sich das typische Untersuchungsprogramm der Institutionenökonomik. Erst ist zu überprüfen, auf welche Weise der Opportunismus von Kooperationspartnern die eigenen Interessen beeinträchtigen könnte, wenn man keinerlei Vorkehrungen dagegen ergreift. Dann ist im Wege einer Kosten-Nutzen-Analyse zu klären, welche kostenträchtigen Maßnahmen dazu beitragen können, die Schädigungspotentiale zu begrenzen. Diese Maßnahmen (Institutionen) machen den Kern der Institutionenökonomik aus, nicht die zuvor genannten Fehlanreize. Die angesprochenen Mißverständnisse in bezug auf die Institutionenökonomik rühren auch daher, daß zu Unrecht der Schwerpunkt der Untersuchung in den Fehlanreizen gesehen wird.

---

[8] So HAX (1991), S. 54, in bezug auf bestimmte Finanzierungsweisen als Institutionen.

2.5 Anreizverträglichkeits- und Partizipationsbedingung

Die nun zu erläuternden Bausteine der Institutionenökonomik sind von großer Bedeutung für die Diskussion des Shareholder-Value als Unternehmensziel.

Der Bedarf und das Interesse an Institutionen liegt auf seiten des schlechter informierten Partners auf der Hand: Er möchte vermeiden, Opfer des Opportunismus seiner Geschäftspartner zu werden. Es liegt allerdings auch im Interesse des *besser* Informierten, die negativen Auswirkungen einer asymmetrischen Informationsverteilung zu verringern. Denn wirtschaftlich handelnde Menschen sind vielleicht schlecht informiert, aber nicht naiv. Das heißt, sie erkennen ihren Informationsnachteil und akzeptieren nur solche Vertragskonditionen, die dem möglichen Opportunismus Rechnung tragen.

Anreizverträglichkeit besagt, daß sich die Vertragspartner trotz möglicher Informationsnachteile nicht systematisch über das wahre Verhalten der besser Informierten irren. Vielmehr antizipieren sie deren Anreize und bilden rationale Erwartungen über das Kooperationsergebnis. Anders ausgedrückt: Akzeptiert werden nur solche Vereinbarungen, die einen Anreiz zur wahrheitsgemäßen Information oder zur Erfüllung vertraglicher Versprechungen implizieren.

Außerdem muß für alle Partner die Partizipationsbedingung erfüllt sein, das heißt, auch bei Berücksichtigung der Auswirkungen des Opportunismus muß die Teilnahme an der Kooperation besser sein als der Verzicht darauf. Infolge der Freiwilligkeit vertraglicher Bindungen kommt anderenfalls die Kooperation nicht zustande.

Dies führt dazu, daß alle Partner ein aktives Interesse daran haben, kostengünstige Instrumente zur Sicherung der gemeinsamen Kooperationsvorteile umzusetzen. Insbesondere ist es gewöhnlich im eigenen Interesse sinnvoll, spätere Möglichkeiten der konsequenten Umsetzung des Eigeninteresses zu begrenzen. Die Geschichte vom Gefangenendilemma kann als einfaches Beispiel herhalten. Dies ist ein zentrales Ergebnis der Institutionenökonomik.

Hier sind erste Wertungen möglich: Die Anreizverträglichkeits- und Partizipationsbedingung kennzeichnen zusammen ein selbstverantwortliches wirtschaftliches Handeln von Menschen. In der politischen Sphäre spricht man vom „mündigen Bürger" mit Entscheidungsautonomie, von dem – das wird in der Politik zu selten deutlich betont – auch ein selbstverantwortliches Verhalten verlangt werden muß. Zudem decken sich die Bedingungen mit der zentralen Anforderung der christlichen Soziallehre, nämlich dem Subsidiaritätsprinzip. Die gemeinschaftliche Solidarität ist dabei subsidiär zur Eigenverantwortung.

2.6 Merkmale von Unternehmungen

Nach den vorangegangenen Ausführungen lassen sich Unternehmungen unschwer als Institutionen zur Sicherung möglicher, aber gefährdeter Kooperationsvorteile identifizieren. Nach den Erkenntnissen der ökonomischen Theorie sind effiziente Unternehmungen durch die folgenden Merkmale gekennzeichnet:

- Es gibt eine leitende Instanz, die anderen internen Unternehmensangehörigen, vor allem also den Angestellten gegenüber weisungsbefugt ist und die Verträge mit ex-

ternen Kooperationspartnern schließt. Hinsichtlich der internen Koordination hat die Leitungsinstanz auch das Recht, unvollständige Verträge auszufüllen.

- Die leitende Instanz sollte zugleich einen Residualanspruch haben, also einen Anspruch auf den Überschuß, der nach Befriedigung aller vertraglichen Ansprüche verbleibt. Damit verbunden ist die Pflicht, Defizite auszugleichen.

Die Kombination von Leitungsrechten und Residualansprüchen ist aus Gründen der ökonomischen Effizienz erforderlich, weil anderenfalls externe Effekte auftreten. Wer Leistungen (im weitesten Sinn) erbringen muß, sich aber nur einen Teil der Vorteile aneignen kann, wird zuwenig leisten. Wer sich alle Vorteile aneignen darf, Kosten aber teilweise weiterwälzen kann, wird zuviel an Ressourcen einsetzen. Die Bündelung von Leitungsrechten und Residualansprüchen läßt sich also ohne weiteres begründen. Allerdings kann nicht unmittelbar geschlossen werden, daß diese Verfügungsrechte in den Händen *der Eigentümer* vereinigt werden müssen.

Aus Gründen der Risikoverteilung ist es sinnvoll, daß einer größeren Gruppe von Menschen die Residualansprüche zugewiesen werden. Hinsichtlich der Leitungsrechte ist es dann erforderlich, deren Ausübung zu delegieren. Die Art der Delegation und die Gestaltung der dafür erforderlichen Anreiz- und Kontrollinstrumente sind Gegenstand der internen Unternehmensorganisation. Dies wird hier nicht weiter vertieft, weil diese Probleme unabhängig davon sind, ob Eigentümern, Arbeitnehmern oder einem „Unternehmensrat“[9] die Leitungsrechte zugewiesen werden.

3. Shareholder-Value als „Unternehmensziel“

3.1 Vorbemerkungen zu Unternehmenszielen

Der Begriff „Unternehmensziel“ ist in Anführungszeichen zu setzen, weil angesichts des methodologischen Individualismus Unternehmungen eigene Ziele gar nicht zugesprochen werden können. Insbesondere läßt sich nur schwer rechtfertigen, warum Kooperationsformen, die irgendwann einmal für alle Beteiligten sinnvoll sind, dies auch dauerhaft bleiben sollten. Die Existenzsicherung von Unternehmungen ist deshalb höchstens Mittel zum Zweck, aber niemals Selbstzweck. Auf Basis der vorgetragenen Überlegungen ist kein Platz für ein eigenes Gesellschafts- oder Unternehmensinteresse.

Angesichts einer auf Handlungsautonomie Einzelner beruhenden Gesellschaftsordnung ist es selbstverständlich, daß die Interessen *aller* Beteiligten im Unternehmenshandeln irgendwie reflektiert werden müssen. Dies geschieht zunächst dadurch, daß jeder an einer Kooperation Interessierte den Kooperationsbedingungen zustimmen muß; keiner kann zur Kooperation gezwungen werden. Es gibt im wesentlichen zwei Ansatzpunkte für die weitere Einbeziehung verschiedener Interessen:

a) Zielgröße könnte eine gewichtete Summe des individuellen Nutzens aller beteiligten Parteien sein. Dadurch käme es zu einer expliziten Berücksichtigung der Interessen aller Beteiligter bei Unternehmensentscheidungen; dies bezeichnet man als Interessenpluralismus. Das zentrale Problem ist offensichtlich, zu einer geeigneten Gewichtung für die

---

[9] STEINMANN (1969).

Teilinteressen zu kommen: Zum einen stehen hinsichtlich der Gewichte unmittelbare Interessengegensätze, zum anderen müßten extrem viele Parteien an der Zielgewinnung beteiligt sein. Die in einem ähnlichen Zusammenhang formulierte Hoffnung, betroffene Parteien könnten „eine unvoreingenommene, zwanglose und nicht-persuasive Verständigung“[10] herbeiführen, ist unergiebiges Wunschdenken: „Betroffenheit und Unvoreingenommenheit schließen einander aus.“[11] Deshalb erscheint die Idee der Maximierung einer gewichteten Summe aller Einzelinteressen wenig sinnvoll.

b) Die Alternative ist eine Maximierung unter Nebenbedingungen. Dabei werden die Interessen einer Gruppe zur Zielsetzung erhoben; die Interessen anderer Parteien werden dadurch gesichert, daß deren Partizipationsbedingung erfüllt sein muß: Infolge der Freiwilligkeit der Kooperation können Interessierte nicht mit weniger abgefunden werden, als sie bei ihrer besten Alternative erreichen könnten. In einem marktwirtschaftlichen System spricht man von der marktgerechten Entlohnung der eingesetzten Leistungen. Diskussionsbedürftig ist natürlich, wessen Interessen zum Unternehmensziel gemacht werden sollten.

3.2 Warum Eigentümerinteressen?

Zur Begründung der Hervorhebung der Eigentümerinteressen ist auf die Ambivalenz der Residualansprüche zu verweisen. Ein Entscheidungsträger kann nur dann Dritte von den Folgen seiner Entscheidungen freistellen, wenn er in der Lage ist, auch Verluste zu tragen. Er muß also über ein Vermögen verfügen, das als Verlustpuffer herangezogen werden kann. Dies bezeichnet man als „Haftungsfunktion“, die stets mit einem Residualanspruch verbunden ist.

Es ist nur schwer vorstellbar, daß die Arbeitnehmer mit ihrem Vermögen für die Verbindlichkeiten der Unternehmung geradestehen können. Das Humankapital mag beträchtlich sein, es ist zur Verlustdeckung aber nicht geeignet, weil darüber nicht unabhängig von Menschen verfügt werden kann. Überspitzt formuliert, ein Mensch darf sich nicht selbst zum Sklaven machen.

Mit einem höheren (Sach- oder Geld-) Vermögen geht unmittelbar eine höhere Risikotragfähigkeit einher. Empirischen Untersuchungen zufolge führt zudem mehr Reichtum zu einer höheren Risikobereitschaft im Sinne der entscheidungstheoretischen Risikotoleranz (sinkende absolute Risikoaversion). Residualansprüche an den Vermögenseinsatz zu binden trägt deshalb auch zu einer vernünftigen Risikoverteilung bei. Schließlich ist auf der Basis von Kapitalbeteiligungen leichter eine Diversifikation von Risiken möglich als auf Basis des Einsatzes von Humanvermögen.

3.3 Irrtümer über einen Interessenmonismus

Schon lange, bevor der Begriff „Shareholder-Value“ in die Diskussion einging, wurde die einseitige Gewinnorientierung damit kritisiert, daß dabei angeblich ausschließlich die Eigentümerinteressen Beachtung finden und die Interessen aller anderen möglicher-

---

[10] STEINMANN/LÖHR (1988), S. 308.

[11] HAX (1995), S. 180.

weise interessierter Parteien (Arbeitnehmer, Kreditgeber, Lieferanten, Kunden, Fiskus, Öffentlichkeit) vernachlässigt werden. Der Vorwurf läßt sich zum Schlagwort des Interessenmonismus[12] zusammenfassen. Damit verwandt ist der Vorhalt, daß die Partizipation aller Interessengruppen an der Formulierung von Unternehmenszielen und deren Umsetzung in der Unternehmensführung mit einem demokratischen Gesellschaftssystem besser vereinbar ist. Mit einer modernen Vokabel belegt, sollte deshalb das Alternativkonzept des Stakeholder-Value-Ansatzes verfolgt werden, der durch eine Kompromißbildung zwischen mehreren, möglicherweise konfligierenden Teilzielen gekennzeichnet ist. Offenbar gibt es dabei eine Verwandtschaft zum zuvor angesprochenen Unternehmensinteresse. Jedoch ist der Einwand diskussionsbedürftig:

a) Vernachlässigt werden die Argumente zur Partizipation und zur Anreizverträglichkeit. Jede Mitwirkung an einer Unternehmung ist freiwillig. Die Verfolgung der Interessen aller Arbeitnehmer, Kreditgeber, Lieferanten und Kunden ist seitens der Eigentümer deshalb stets in dem Umfang zu gewährleisten, daß es für deren Partner individuell optimal ist, in der betreffenden Unternehmung zu arbeiten, Kredite an diese Unternehmung zu vergeben, diese Unternehmung zu beliefern oder von dieser Unternehmung zu kaufen. Die für eine Demokratie in der Tat kennzeichnende Handlungsautonomie geht also nicht verloren, sondern zeigt sich darin, daß der Kontakt zu einer Unternehmung hergestellt und abgebrochen werden kann.

Mit Handlungsautonomie ist stets die Selbstverantwortlichkeit verbunden, jedenfalls sollte sie es sein. Dies korrespondiert mit der Anreizverträglichkeit: Die Vertragspartner der Unternehmenseigentümer sollten erkennen, daß diese mit dem Unternehmenshandeln ihre eigenen Vermögensinteressen verfolgen. Durch die Beschränkung auf anreizverträgliche Kooperationen werden die Wirkungen von Aktivitäten, die vordergründig den Eigentümern nützen und anderen Parteien schaden, wieder auf die Eigentümer zurückverlagert. Die Bildung rationaler Erwartungen verhindert also (in Verbindung mit der Partizipationsbedingung) die Ausbeutung nicht an der Unternehmensführung beteiligter Parteien.

b) Die Partizipationsbedingung entfaltet nur dann ihre eigentliche Wirkung, wenn auf den relevanten Märkten Wettbewerb herrscht. Auf einem Markt mit funktionsfähigem Wettbewerb kann keine der Marktparteien anderen Parteien irgendwelche Konditionen aufzwingen. Das Markthandeln vieler Individuen setzt deshalb wirksame Restriktionen für die Anteilseigner. Deren Vermögensziele können nur dann umgesetzt werden, wenn sie den genannten anderen Interessengruppen nicht weniger bieten als andere Unternehmungen. Hieraus ergibt sich als Anforderung an die staatliche Gestaltung von Rahmenbedingungen, daß Wettbewerbsbeschränkungen zu verhindern sind.

c) Auch in einem marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystem und einem demokratischen Gesellschaftssystem besteht keine vollständige Vertragsfreiheit. Vielmehr werden den Menschen durch Gesetze Verpflichtungen und Verbote auferlegt, deren Beachtung sanktionsbewehrt ist. Solche Gesetze dienen aus wirtschaftlicher Sicht einerseits der vereinfachten Abwicklung von Transaktionen, andererseits werden auch direkte oder indirekte Vermögensinteressen gegenüber dem Zustand der Nicht-Regulierung verändert, zum Beispiel auf dem Umweg über die Verhandlungsmacht.

---

[12] STEINMANN (1969).

Durch Einflußnahme auf den Gesetzgebungsprozeß können deshalb die individuellen Vermögensziele wirksam gefördert werden. Praktisch ist dafür der Zusammenschluß zu Verbänden erforderlich. Zahlreiche Gesetze, welche die Interessen der Anteilseigner einschränken, lassen sich als erfolgreiche Einflußnahme anderer Interessengruppen auf die Wirtschaft interpretieren. Vornehmlich gilt dies für die Bereiche von Arbeitnehmerschutz, Verbraucherschutz (das schließt den Umweltschutz ein) und Gläubigerschutz.

Zusammenfassend ist es also keineswegs erforderlich, an der Formulierung von Unternehmenszielen und deren Umsetzung beteiligt zu sein, um die individuellen Interessen bei der Kooperation mit einer Unternehmung zu sichern. Markthandlungen bei Wettbewerb und Einflußnahme auf die Gestaltung des Rahmens für wirtschaftliche Aktivitäten stellen wirksame Alternativen dar.

3.4 Irrtümer über Voraussetzungen und Implikationen des Shareholder-Value-Prinzips

a) Die sogenannte FISHER-Separation[13] besagt, daß unabhängig von individuellen Konsumpräferenzen solche Entscheidungen einmütig befürwortet werden, die den Marktwert aller Einkommensströme, die durch eine Unternehmung erzeugt werden, maximieren. Unter der Anreizverträglichkeit sind dies zugleich diejenigen Entscheidungen, die den Shareholder-Value maximieren. Die allseits akzeptierte Entscheidungsregel für Investitionen, daß Investitionen mit positivem Kapitalwert durchzuführen sind, ist Ausfluß der FISHER-Separation und synonym zur Marktwertmaximierung. Diese Argumente zur Begründung des Shareholder-Value-Prinzips haben ein großes theoretisches Gewicht. Sie setzen aber einen gut funktionierenden Kapitalmarkt voraus, eine Annahme also, die nicht von jedermann ohne weiteres akzeptiert wird. Die Argumentation in den voranstehenden Abschnitten sollte aber verdeutlicht haben, daß es auf die Vollkommenheit des Kapitalmarkts nicht ankommt.

b) Fraglich mag angesichts häufig nicht beobachtbarer Marktwerte sein, ob die Börsennotierung einer Unternehmung erforderlich ist, den Shareholder-Value-Ansatz umzusetzen. Dies ist jedoch nicht der Fall. Zahlreiche Beiträge[14] belegen, daß die wertorientierte Unternehmensführung auch in anderen Unternehmungen praktikabel ist.

c) In divisional organisierten Unternehmen wird zur Förderung des Shareholder-Value teilweise vorgeschlagen, die einzelnen Unternehmensbereiche durch Vorgabe von Sollrenditen zu steuern. Bereiche, welche diese Sollrendite nicht erreichen, sollen demzufolge entweder saniert, verkauft oder zerschlagen werden. Bei diesem Vorgehen hat es den Anschein, als könnte durch Vorgabe einer hohen Sollrendite (und demzufolge häufig durch eine Zerschlagung von Unternehmensteilen) dem Eigentümerinteresse besonders gut Rechnung getragen werden.

Dies ist jedoch falsch: Maßgeblich ist der Vergleich mit der höchsten Rendite, die bei Anlage liquider Mittel außerhalb der Unternehmung erzielt werden kann. Die durch eine Vorgabe noch höherer Sollrenditen bewirkte Verschlankung der Unternehmung (infolge Veräußerung oder Stillegung von Unternehmensteilen) liegt keinesfalls im Interesse der

---

[13] Nach FISHER (1906).

[14] Siehe zum Beispiel BEA/THISSEN (1996).

Eigentümer. Der Vorwurf, der Shareholder-Value-Ansatz fördere die Zerschlagung von Unternehmungen, ist insofern nicht gerechtfertigt.

d) Ein weiterer Vorwurf gegen die Maximierung des Shareholder-Value lautet, dadurch würden nur kurzfristig erfolgreiche Maßnahmen umgesetzt, langfristig wichtige Weichenstellungen würden hingegen vernachlässigt.

Dies läßt sich schon durch den Verweis auf die Definition des Shareholder-Value zurückweisen: Die Maximierung des Barwerts künftiger Zahlungen aus einer Unternehmung an die Eigentümer weist keinerlei systematische Bevorzugung früherer gegenüber späteren Erfolgen auf.

Vermutlich ist der Einwand der Kurzfristigkeit vornehmlich auf börsennotierte Unternehmungen gerichtet, deren Wert durch die Börsenkursentwicklung reflektiert wird. Dies gilt um so mehr, als die Erträge der Anteilseigner überwiegend durch Kurssteigerungen und weniger durch Ausschüttungen realisiert werden. Fraglich ist also, ob der Börsenkurs stärker auf kurzfristig oder auf langfristig wirksame Entscheidungen reagiert. Es gibt eine lange Diskussion über den Grad der Informationseffizienz des Kapitalmarktes, also über seine Fähigkeit, bewertungsrelevante Faktoren schnell in die Kurse einfließen zu lassen. Cum grano salis lassen sich die empirischen Ergebnisse so zusammenfassen, daß die mittelstrenge Effizienz häufig nicht zurückgewiesen werden kann. Das heißt, öffentlich verfügbare Informationen werden in den Kursen reflektiert. Der Vorwurf der Bevorzugung kurzfristig erfolgsträchtiger Maßnahmen wird also nicht unterstützt.

3.5 Mögliche Grenzen des Shareholder-Value-Prinzips

a) Ein wesentlicher Baustein bei der Begründung des Shareholder-Value-Prinzips ist die Vermeidung externer Effekte. Durch den Verlustpuffer des Eigenkapitals kann dies weitgehend umgesetzt werden. Allerdings ist es infolge der Haftungsbegrenzung (de facto auch in Personengesellschaften) nicht auszuschließen, daß das von Eigentümern bereitgestellte Vermögen zur Befriedigung aller Ansprüche Dritter nicht ausreicht. Für diesem Fall sieht das Insolvenzrecht vor, daß die Verfügungsmacht über die Unternehmung auf die Gläubigergemeinschaft (vertreten durch den Insolvenzverwalter) übergeht. Eine der wesentlichen Zielsetzungen der Insolvenzrechtsreform ist, die rechtzeitige Auslösung eines Insolvenzverfahrens zu gewährleisten. Hier werden die Eigentümerrechte in sinnvoller Weise eingeschränkt.

b) Diskussionsbedürftig könnte sein, in bezug auf welchen Zeitpunkt der Shareholder-Value maximiert werden soll. Die vorgetragene Argumentation zur Begründung des Shareholder-Value als Zielgröße setzt stets an bei dem Zeitpunkt der vertraglichen Bindung zwischen der Unternehmung (den Eigentümern) und den anderen Parteien. Da aber Unternehmungen und vertragliche Bindungen an Unternehmungen in der Regel auf Dauer angelegt sind, stellt sich die Frage, ob Handlungsspielräume nach Vertragsschluß im Sinne der Anteilseigner oder in einem weiter abgegrenzten Interesse ausgenutzt werden sollten.

Der größte Gesamtwert wird erzielt[15], wenn auch später (im Zeitpunkt t = T >0) diejenigen Entscheidungen getroffen werden, die den Shareholder-Value zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses (t = 0) maximieren. Es kann allerdings dazu kommen, daß *ex post* (im Zeitpunkt T) aus Sicht der Eigentümer[16] andere Entscheidungen optimal sind als diejenigen, welche im Zeitpunkt 0 für den Zeitpunkt T vorgesehen waren[17]. Dies gilt ganz allgemein, wenn die Vertragspartner – aus welchen Gründen auch immer – außerhalb der Unternehmung keine genau so gute Alternative für den Einsatz ihrer Ressourcen finden, wenn sie also in Verbindung mit der Unternehmung eine Rente oder eine Quasi-Rente erzielen. In Zeiten hoher Arbeitslosigkeit muß man nach Beispielen dafür nicht lange suchen. Es ist also fraglich, ob die Eigentümerinteressen auch dann Vorrang haben sollten, wenn sie ex post in einem Widerspruch stehen zu einem den Gesamtwert der Unternehmung maximierenden Plan. Die Alternative dazu besteht in einem „fairen", an den Interessen aller Stakeholder orientierten Vorgehen der Unternehmensleitung.

Die Antwort auf die Frage ergibt sich aus den institutionenökonomischen Vorarbeiten: Das einfache Versprechen eines fairen Verhaltens ist unglaubwürdig. Es ist ebenfalls untauglich, die angestellte Unternehmensleitung auf den Stakeholder-Value verpflichten zu wollen: Angesichts des Opportunismus und der asymmetrischen Informationsverteilung würde dies lediglich den Managerinteressen gegenüber allen Drittinteressen den Vorrang geben. Erforderlich ist vielmehr, daß zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses der Unternehmung mit Dritten (in t = 0) durch wirksame Bindungen sichergestellt wird, daß sich ex post (in t = T) ein faires Verhalten der Eigentümer als für sie vorteilhaft herausstellt; die Anreizverträglichkeit muß also erfüllt sein. Dann liegt es im Interesse der Eigentümer, ex ante bis zu einem gewissen Grad die eigenen Handlungsspielräume zugunsten anderer Interessengruppen zu beschränken. So gesehen, liegen gesetzliche Vorschriften zum Arbeitnehmerschutz, Verbraucherschutz oder Gläubigerschutz auch im Interesse der Eigentümer von Unternehmungen, weil es erleichtert wird, wirksame Bindungen herzustellen. Zu einer Selbstbindung müssen die Eigentümer nicht durch eine Umformulierung der Zielsetzung veranlaßt werden. Auch ex post bedürfen infolge der Anreizverträglichkeit die Eigentümerinteressen keiner Korrekturen.

Letztlich kann vom Gegensatz zwischen einem „moderaten" Shareholder-Value-Prinzip[18] und dem Stakeholder-Value-Prinzip also keine Rede sein. Allerdings wird der Vergleich der beiden Konzeptionen dadurch erheblich erschwert, daß keineswegs Einigkeit darüber besteht, was denn der Stakeholder-Value-Ansatz genau ist[19].

c) Nicht vernachlässigt werden dürfen externe Effekte im Hinblick auf die Interessen künftiger Generationen, die in gegenwärtige Markthandlungen und Vertragsschlüsse nicht einbezogen sind. Dies ist jedoch keine Besonderheit des Shareholder-Value-Ansatzes. Bei der Orientierung an dem Stakeholder-Value tritt dieses Problem in gleicher Weise auf. Die Orientierung am Shareholder-Value hat dabei immer noch den

---

[15] Siehe zu der folgenden Argumentation SCHMIDT/SPINDLER (1997), S. 530-533.

[16] Das gilt natürlich auch für alle anderen Interessengruppen, was das Argument als Punkt gegen das Shareholder-Value-Prinzip bereits untauglich macht.

[17] Es geht dabei nicht um solche Entscheidungsrevisionen, die durch zusätzliche Informationen ausgelöst werden. Von Bedeutung sind alleine die Auswirkungen der vertraglichen Bindung.

[18] SCHMIDT/SPINDLER (1997), S. 517 und S. 534.

[19] Ähnlich SPREMANN (1996), S. 481 ff.

Vorteil, daß die Anteilseigner im Interesse der Werterhaltung ihrer Anteile darauf achten werden, nicht die Grundlagen künftiger Einkommensströme zu zerstören.

4. Resümee

a) Fehlentscheidungen, gemessen an der Maximierung des Gesamtwertes der Unternehmung, können am ehesten dann vermieden werden, wenn Entscheidungskompetenzen und Entscheidungsfolgen in einer Hand vereinigt werden. Dies führt zur Vermeidung externer Effekte. Infolge der Berechtigung zur Aneignung von Gewinnen und der Bereitstellung von Eigenkapital als Verlustpuffer ist die Gruppe der Anteilseigner vorrangig von den positiven und negativen Folgen der Unternehmensentscheidungen betroffen und aus normativer Sicht daher der natürliche Entscheidungsträger.

b) Angesichts unsicherer Erwartungen und infolge andauernder Geschäftsbeziehungen ergeben sich Handlungsspielräume für die Eigentümer. Dabei sind externe Effekte in bezug auf die Vertragspartner nicht ganz auszuschließen. Es liegt aber im Interesse der Eigentümer, das grundsätzlich berechtigte Mißtrauen jener durch glaubwürdige Bindungen oder, allgemeiner, durch geeignete Institutionen zu zerstreuen.

c) Unter diesen Prämissen ist die Maximierung des Shareholder-Value die Zielsetzung, die den Gesamtwert aller durch die Unternehmung erzeugten Einkommensströme maximiert.

d) Shareholder-Value ist also alles andere als ein „sozialpolitischer Kampfbegriff". Im Gegenteil ist aus Gründen der ökonomischen Effizienz eine breite Streuung der Unternehmensanteile auch an Mitarbeiter zu befürworten, weil dies die Risikoverteilung verbessert. Mit der verbesserten Risikoverteilung geht eine weitere Angleichung der Interessen einher. Dies wird unterstrichen durch Reaktionen von Daimler-Mitarbeitern auf die angekündigte Fusion von Daimler und Chrysler: Ein Fernsehjournalist erhielt auf die Frage, ob die Arbeitnehmer jetzt einen Abbau von Arbeitsplätzen befürchten, die Antwort, die Fusion werde befürwortet, weil sie den Wert der Mitarbeiteraktien steigert. Darum geht es beim Shareholder-Value-Prinzip.

Literatur

ALBACH, HORST (1991): Ansprache anläßlich der Eröffnung des 52. Wissenschaftlichen Jahrestagung des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft in der Universität Frankfurt am 6. Juni 1990, in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, hrsg. von DIETER ORDELHEIDE u.a., S. 3-9.

BEA, FRANZ XAVER/THISSEN, SUSANNE (1996): Institutionalisierung des Shareholder-Value-Konzepts bei der GmbH, in: Der Betrieb, 50. Jg., S. 787-792.

FISHER, IRVING (1906): The Nature of Capital and Income.

HAX, HERBERT (1991): Theorie der Unternehmung. Information, Anreize und Vertragsgestaltung, in: Betriebswirtschaftslehre und ökonomische Theorie, hrsg. von DIETER ORDELHEIDE u.a., S. 51-72.

HAX, HERBERT (1995): Unternehmensethik – Fragwürdiges Ordnungselement in der Marktwirtschaft, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47. Jg., S. 180-181.

NEUS, WERNER (1998): Einführung in die Betriebswirtschaftslehre aus institutionenökonomischer Sicht.

RIEGER, WILHELM (1928): Einführung in die Privatwirtschaftslehre.

SCHMIDT, REINHARD H./SPINDLER, GERALD (1997): Shareholder-Value zwischen Ökonomie und Recht, in: Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie, hrsg. von HEINZ-DIETER ASSMANN, S. 515-555.

SPREMANN, KLAUS (1996): Wirtschaft, Investition und Finanzierung, 5. Aufl.

STEINMANN, HORST (1969): Das Großunternehmen im Interessenkonflikt.

STEINMANN, HORST/LÖHR, ALBERT (1988): Unternehmensethik – eine „realistische Idee". Versuch einer Begriffsbestimmung anhand eines praktischen Falles, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 40. Jg., S. 299-317.