

Csoport, Peter; Linner, Florian

Working Paper

Shareholder Value: Instrument zur Nutzenmaximierung des Managements? Eine kritische Betrachtung

Working Paper, No. 32

Provided in Cooperation with:

Swiss Banking Institute, University of Zurich

Suggested Citation: Csoport, Peter; Linner, Florian (2002) : Shareholder Value: Instrument zur Nutzenmaximierung des Managements? Eine kritische Betrachtung, Working Paper, No. 32, Universität Zürich, Institut für schweizerisches Bankwesen, Zürich

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/76026>

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.



Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich

Working Paper

August 2002

Nr. 32

Shareholder Value: Instrument zur Nutzenmaximierung des Managements?

Eine kritische Betrachtung

Dr. oec. publ. Peter Csoport
Lic. oec. publ. Florian Linner

Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich

Plattenstrasse 14

CH-8032 Zürich

Telefon: 01/634 29 51

Fax: 01/634 49 03

<http://www.isb.unizh.ch>

Copyright © 2002 by Csoport/Linner. Jede Art der Vervielfältigung ohne Genehmigung des Autors ist unzulässig.

Einleitung

Der Beitrag fokussiert auf das wertorientierte Management und die daran anknüpfenden Kompensationsprogramme für Manager. Unterstellt man dem Management ein den eigenen Nutzen maximierendes und möglicherweise opportunistisches Verhalten, so ist nicht auszuschliessen, dass das Management die Ziele der Aktionäre nicht vollumfänglich verfolgt. Die Arbeit zeigt, dass die Wurzeln negativer Wirkungen auf den Shareholder Value bei modernen Konzepten zur Wertmessung und Wertverteilung liegen können.

Shareholder Value und das Verhältnis zwischen Eigentümer und Management

Das Shareholder Value-Konzept beruht auf einer *langfristig verstandenen* Steigerung des Unternehmenswertes. Innerhalb der wertbasierten Unternehmensführung (Value Based Management) soll ein Unternehmen nur Projekte und Aktivitäten verfolgen, die aus Aktionärsperspektive langfristig zu einer Erhöhung des Eigenkapitalwertes führen. Ein richtig verstandenes Shareholder Value Management richtet sich aus finanzwirtschaftlicher Sicht primär nach den Bedürfnissen der Eigenkapitalgeber, wobei die Ansprüche der übrigen Stakeholder des Unternehmens selbstverständlich umfassend miteinbezogen werden.

Der Shareholder Value spielt dabei die Rolle einer Residualgrösse, die nach erfolgreicher Interessenberücksichtigung aller Anspruchsgruppen den Eigenkapitalgebern gebührt. Dieser von Freeman als Harmoniethese¹ formulierte Gedanke bedeutet im übertragenen Sinn, dass ein Organismus, der mit seiner Umwelt in Symbiose und Einklang lebt, auf weniger Widerstand stösst und sich langfristig uneingeschränkter und freier in seinem Lebensraum bewegen kann. Er wird seinen Wettbewerbern jeweils einen Schritt voraus sein. Ein wertorientiert geführtes Unternehmen mit der Zielsetzung prosperierender Stakeholderbeziehungen kann so in der langen Frist erfolgreicher und nachhaltig in seinem Wettbewerbsumfeld bestehen und generiert einen höheren Shareholder Value.

In der Realität ist das Verhältnis zwischen Eigentümer und Manager einer Unternehmung von Unsicherheit und Informationsproblemen gekennzeichnet. Trotz gewisser Kontroll- und Anreizmechanismen basiert die Verbindung zwischen Management

¹ Vgl. **Freeman, R. E.:** Strategic Management: A Stakeholder Approach, S. 41.

und Eigentümer auf *Vertrauen*.² Dafür, dass der Manager das ihm entgegengebrachte Vertrauen nicht missbraucht, bezieht er eine Goodwill-Prämie. Vertrauen kann durch opportunistisches Verhalten missbraucht werden, indem das Management die Vertrauensbasis und das kooperative Verhalten des Eigentümers ausnutzt. Anstelle einer *"Vertrauensprämie"* bezieht das Management in diesem Fall eine *"Opportunismusprämie"*. Für das Management stellt sich jeweils die Frage, unter welchen Bedingungen opportunistisches Verhalten – anstelle von kooperativem Verhalten – zur eigenen Nutzenmaximierung führt. Nachfolgende Ausführungen abstrahieren von persönlichen Charaktermerkmalen der Beteiligten. Sie zeigen, dass bestehende Opportunismusprobleme in Unternehmen durch falsch verstandene Unternehmensbewertungsansätze und Kompensationsprogramme geschürt werden. Der in letzter Zeit weitverbreiteten Praxis, Kompensationsprogramme an den Economic Value Added (EVA) oder den Marktwert des Unternehmens zu knüpfen, wird hierbei besondere Aufmerksamkeit geschenkt.

Spannungsfeld Management Compensation

Innerhalb der wertorientierten Unternehmensführung gelten Management Compensation Systeme heute als Grundvoraussetzung zur Generierung von Shareholder Value. Die Ausgestaltung der Systeme zur Kompensation von Managern ist in der Corporate Finance zu einem vielfach erörterten Thema geworden.³ In modernen Kapitalgesellschaften werden strategische Entscheide nicht durch die Aktionäre selbst gefällt, sondern durch ein vom Aktionariat beauftragtes Management. Die Loslösung der Kapitalgeber- von der Entscheidungsträgerfunktion begründet zwischen den Eigentümern und dem Management eine Prinzipal-Agenten-Beziehung.⁴

Das Ziel der Aktionäre besteht in der Maximierung des Shareholder Value. Es ist davon auszugehen, dass der Manager – gleich wie der Aktionär – grundsätzlich sein Eigeninteresse verfolgt. Das herausfordernde Spannungsverhältnis beruht auf der *Inte-*

² Die Aktivitäten des Managements sind aus Kosten- und Komplexitätsgründen oftmals nicht oder aber nur unvollständig kontrollierbar.

³ Unter dem Begriff Management Compensation wird hier die fixe und variable Entlohnung des Top Managements einer grossen, börsenkotierten Unternehmung verstanden, die sich aus dem Salär, dem Bonus und weiteren gemischten, teilweise verzögert ausbezahlten Einkommenskomponenten zusammensetzt. Vgl. **Conyon, M. J./Peck, S. I.**: Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation, S. 149 sowie **Finkelstein, S./Boyd, B. K.**: How much does the CEO matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation, S. 187.

⁴ Vgl. **Eisenhardt, K. M.**: Agency Theory: An Assessment and Review, S. 58.

ressendivergenz zwischen den Eignern (Prinzipale) und dem Management (Agenten). Daneben bestehen zudem *Informationsasymmetrien*. Regelmässig besitzt der Manager als "Insider" mehr und aktuellere Informationen als der Aktionär. Die Ausgangslage des Aktionärs ist durch *Unsicherheit* geprägt, stehen ihm doch kaum geeignete Mittel zur Verfügung, das wohlwollende Verhalten der Manager zu überprüfen und durchzusetzen. Aus der Konfliktsituation zwischen einer Maximierung des Shareholder Value und der Maximierung der Managerial Welfare (Nutzenmaximierung des Managements)⁵ resultiert für das Aktionariat die Notwendigkeit, die Management- und Kapitalgeberinteressen *gleichzuschalten*. Je breiter das Eigentum gestreut ist, desto eher verschärft sich die Problematik unterschiedlicher Interessenlagen; Minderheitsaktionäre neigen selten dazu, sich mit der Unternehmenspolitik aktiv auseinander zu setzen. Als einer der vielversprechendsten Mechanismen zur Reduktion der Agency-Kosten gelten *anreizkompatible* Verträge.

Management Compensation Systeme zielen auf die Harmonisierung der Interessen von Management und Eigentümern ab. Die *variablen Entlohnungsbestandteile* werden dabei als Instrument genutzt, um dem Manager Anreize zu geben, seine Handlungen im Interesse der Aktionäre zu fällen. Dies ist ein *wirkungsvolles Instrument*, dessen Einfluss und Dosierung regelmässig *unterschätzt* wird.

Eine variable Lohnkomponente bei Managern führt nicht gezwungermassen zu einer Interessenkompatibilität. Hingegen wird das Interesse des Managements gleich in dreierlei Hinsicht beeinflusst: (1) Das *Eigenkapital* kann *als Call-Option* auf die Unternehmensaktiven betrachtet werden.⁶ Steigt die Volatilität des jährlichen Residualgewinns, was einer Risikoerhöhung der Geschäftsaktivitäten entspricht, erhöht sich ceteris paribus der Optionswert. Der Risikoappetit des Managements steigt, sobald es am Unternehmen beteiligt wird.⁷ (2) Werden zusätzlich zu Mitarbeiteraktien auch Aktienoptionen eingesetzt, entspricht der Basiswert der Aktienoptionen selbst einer Call-Option. Die Hebelwirkung verstärkt sich, das Interesse des Managements zur Risikoerhöhung während die Optionslaufzeit steigt.⁸ (3) Management und Verwal-

⁵ Vgl. **Suter, R.:** Corporate Governance & Management Compensation, S. 62ff.

⁶ Dabei entspricht der Basiswert dem Wert der Aktiven und der Ausübungspreis dem Fremdkapital. Will der Eigentümer seine Call-Option ausüben, zahlt er das Fremdkapital und erhält im Gegenzug die Aktiven.

⁷ Dies ist durchaus ein positiver Effekt, ist die Risikobereitschaft eines Managers geringer als die des Aktionärs.

⁸ Die empirische Evidenz zeigt, dass die Komplexität von Optionen sowie deren Interaktion mit anderen Formen der Management Compensation in der Praxis weder von den Optionshaltern,

tungsrat haften rechtlich nicht für eine falsche oder erfolglose Strategie, sondern nur für eine *sorgfältige Geschäftsführung*. Ihre Hauptaufgabe besteht in einer umsichtigen Entscheidungsfindung. Die rechtliche Sorgfaltspflicht kann daher nur eine direkt missbräuchliche Amtsführung verhindern. Das Downside Risiko für das Management ist folglich begrenzt. Sein Gewinn-/Verlustpotenzial ist *stark asymmetrisch* verteilt. Dieser Effekt wird in der Praxis zusätzlich mit der nachträglichen Anpassung des Ausübungspreises von Optionen erhöht. Zwar verlieren die Optionen bei einer Nichtanpassung ihre Anreizwirkung. Indessen wird bei einer schlechten Geschäftsentwicklung die Werthaltigkeit der ursprünglich ausgegebenen Optionen zum Schaden der Aktionäre öfters nochmals erhöht (Repricing).⁹

Opportunismus

Das dem Manager unterstellte Menschenbild ist durch persönliche Nutzenmaximierung sowie Opportunismus gekennzeichnet. Opportunismus kann unter Umständen dazu führen, dass die Ziele der Shareholder nicht vollumfänglich erfüllt werden. Schon Adam Smith erkannte die Problematik des Zielkonfliktes zwischen angestelltem Manager und Eigner: "The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. [...] Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company."¹⁰

Einerseits können sich Manager bei der Verfolgung ihrer Ziele an allgemein anerkannte Regeln halten, indem ein Informationsgefälle zum Aktionariat vermieden wird

noch von den Unternehmen selbst bis ins Detail verstanden werden. Vgl. **Hall, B. J.**: What you need to know about stock options, S. 122.

⁹ Die Praxis des Repricings untergräbt das grundlegende Argument der Interessengleichschaltung von Aktionär und Management. Das Management erhält — im Gegensatz zum Aktionär — eine zweite Chance und wird als (möglicherweise) Verantwortlicher für den Fall des Aktienpreises hierfür belohnt. Der Vorteil eines Repricings liegt natürlich in der erneuten Motivation des Managements. Der gewichtige Nachteil liegt in der akut gefährdeten Glaubwürdigkeit des Optionsplans. Das Management muss nur einen genügend grossen Preisfall abwarten, um wieder ins Rennen zu kommen.

¹⁰ Vgl. **Smith, A.**: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, S. 334.

und Verträge und Richtlinien grundsätzlich eingehalten werden.¹¹ Im Gegensatz dazu stellt Opportunismus im Spannungsverhältnis zwischen Manager und Aktionär eine spezielle Art der Verfolgung der Eigeninteressen des Managers dar. Nach Williamson kann Opportunismus ein Verhalten wie Lügen, Betrügen und Stehlen sowie den beabsichtigten Vertragsbruch beinhalten.¹² Neben diesen eher drastischen Verhaltensmustern ist jedoch auch ein subtilerer Opportunismus zu beobachten. So kann ein Individuum bspw. nach dem Wortlaut eines Vertrages handeln und gleichzeitig ganz absichtlich gegen dessen Sinn verstossen.¹³ Williamson räumt in seinen Überlegungen ein, dass nicht "jeder einzelne unentwegt oder auch nur überwiegend dem Opportunismus huldigt."¹⁴ Weil Opportunismus selten im Voraus zu erkennen ist, hält Williamson es aus Vorsichtsgründen für zweckmässig, im Zweifelsfall opportunistisches Verhalten zu unterstellen.

Im Kontext der Unternehmensführung wird die Neigung zu Opportunismus zunächst durch das individuelle kulturelle Umfeld des Managers beeinflusst. Weiter hängt das Opportunismuspotenzial von der organisatorischen Umgebung ab, in welcher der Manager seine Entscheide fällt. Neben der direkten Manipulation von Performance-Daten, auf welche nachfolgend eingegangen wird, ist die subtilere, indirekte Schädigung der Unternehmung zwecks Verfolgung *nichtmonetärer Eigeninteressen* weitverbreitet, aber selten diskutiert. Gemäss einer deutschen Studie sind rund 70 % der Mitarbeiter *unengagiert*, d.h. sie empfinden keine Verpflichtung gegenüber ihrem Prinzipal. 15 % gelten als *aktiv unengagiert*, d.h. sie handeln absichtlich gegen die Interessen ihrer Unternehmung.¹⁵ Auch die *persönliche Selbstverwirklichung* des Managements kann zu unnötigen Restrukturierungen und Anschaffungen führen. Wie nachfolgend gezeigt wird, begünstigt der EVA-Ansatz solche Vorgehensweisen.

Management Compensation und Economic Value Added (EVA)

Manager beeinflussen durch ihre strategischen Entscheide den Geschäftsverlauf und damit den internen Wert einer Unternehmung. Dies wird als operative und finanzwirtschaftliche Wertgenerierung bezeichnet. In einem weiteren Schritt dient die externe

¹¹ Dies entspricht laut Williamson dem Verhalten des Menschen im traditionellen ökonomischen Menschenbild. Vgl. **Williamson, O. E.:** Calculativeness, Trust, and Economic Organization, S. 458.

¹² Vgl. **Williamson, O. E.:** Economic Organization. The Case for Candor, S. 49.

¹³ Vgl. **Williamson, O. E.:** Opportunism and Its Critics, S. 101.

¹⁴ **Williamson, O.E.:** Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus. Unternehmen, Märkte, Kooperationen, S. 73.

¹⁵ Vgl. **The Gallup Organization**, www.gallup.de/Mitarbeiterzufriedenheit.htm.

Finanzberichterstattung der Transformation der betrieblichen Wertgenerierung nach aussen. Wertkommunikation stellt damit das Nadelöhr zur externen Wertbildung dar. Ohne Informationsasymmetrien sollte der Marktwert einer börsenkotierten Unternehmung dabei die interne, betriebliche Wertschaffung unverzerrt und objektiv abbilden. Dies würde einer optimalen Transformation der internen Wertgenerierung nach aussen entsprechen und zu einem maximalen Shareholder Value führen.¹⁶ In einem wertorientierten Kontext wird damit zugleich den Ansprüchen der relevanten Stakeholder Rechnung getragen.

Wären die Gewinn-/Verlust-Profile von Management Compensation Programmen nicht derart asymmetrisch, und wäre die Performance zum grössten Teil und eindeutiger auf die Leistungen des Managements zurückzuführen, könnten diese Programme als *Signalling* und *Self Selection* zur Auswahl "guter" Manager dienen. In den Wertsteigerungsprozess sind jedoch auch *externe, teils zufällige Einflüsse* mit in die Betrachtung einzubeziehen, die eine erhebliche (negative oder positive) Wirkung auf die interne Wertgenerierung und/oder den externen Marktwert der Unternehmung und damit auf die Performance haben. Je höher ein Mitarbeiter organisatorisch steht, desto weniger ist es möglich, seine eigenen Leistungen von den exogenen Effekten zu differenzieren. Bei der gegenwärtigen Ausgestaltung der Management Compensation wird es kaum ein Manager ablehnen, mit beschränktem Downside Risiko auf Performanceveränderungen eines Unternehmens zu "*spekulieren*".

Die Problematik der Messung der tatsächlich erarbeiteten Performance des Managers führte zu einem Bedarf an komplexen Bewertungskonzepten wie etwa dem Economic Value-Added (EVA), an welchen regelmässig Management Compensation Programme angebunden werden. EVA errechnet sich aus der Differenz zwischen Net Operating Profit After Taxes (NOPAT) und den Kapitalkosten (gewichtete, durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) multipliziert mit dem investierten Kapital (IC)). NOPAT entspricht dem Net Income (NI) nach Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), korrigiert um bis zu rund 160 zumindest theoretisch mögliche Anpassungen. *Je nach Bedarf* begrenzt eine Unternehmung die Anzahl Anpassungen realistischerweise auf 5 bis 15. Willkürliche Anpassungen führen dazu, dass *keine konsistente Definition von EVA, NOPAT sowie dem IC existiert*. Für die Anspruchsgruppen des Unternehmens – dazu gehören auch die Aktionäre – ist EVA deshalb nur sehr schwer Detail nachvollziehbar.

¹⁶ Vgl. **Volkart, R.:** Shareholder Value & Corporate Valuation, S. 82ff., sowie **Moll, G.:** Wertkommunikation im unternehmerischen Kontext, S. 221ff.

Eine der gravierendsten Schwächen des EVA-Konzepts liegt darin, dass es auf traditionellen Buchhaltungsdaten basiert. Die leichte *Manipulierbarkeit* von Gewinngrößen ist hinlänglich bekannt und durch die aktuellen Ereignisse wieder in Erinnerung gerufen worden. EVA misst nicht etwa den eigentlichen Economic Value, welcher als die zukünftigen mit dem WACC diskontierten Cash Flows definiert sein muss. Stattdessen werden vergangene Zahlen aus der Buchhaltung verwendet. Dies kann zu einer *kurzfristigen* Optik führen. Die theoretisch möglichen rund 160 EVA-Konversionen sind ein Nährboden für Opportunismus. Bspw. verlangt EVA die Kapitalisierung von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen (mit den entsprechenden späteren Abschreibungen derselben). Der zukünftige Wert dieser Aufwendungen ist naturgemäss risikobehaftet. Gerade bei forschungsintensiven Unternehmen kann der EVA mit der Aktivierung eines wertlosen Engagements kurzfristig erheblich vom tatsächlichen Wert abweichen. Auch Restrukturierungsaufwendungen sind aktivierbar; unnötige oder gar unternehmensschädigende Restrukturierungen haben vorerst kaum Einfluss auf die Performance.

Durch die uneinheitliche Berechnung und die buchhaltungsbezogene Optik stellt EVA oft nur ein Mass zur *kurzfristigen Profitabilitätsmessung* dar. Ein Management Compensation Programm, welches an ein kurzfristiges Performancemass angeknüpft ist, führt zu kontraproduktiven Anreizen beim Management. Es ist um so mehr darauf zu achten, dass das angegliederte Compensation Programm des Managements langfristig ausgerichtet ist, so etwa mit einer langen "Vesting period" von ausgegebenen Optionen. Wird die Entlohnung der Manager finanzmarktorientiert gestaltet und vom Aktienkurs abhängig gemacht, führt dies zwangsläufig zu einem *finanzmarktorientierten Fokus* beim Management und widerspiegelt den Shareholder Value-Ansatz ungenügend. Qualitative Faktoren wie *Qualität, Kundenzufriedenheit, strategische Marktpositionierung* gehören gleichermassen zu den langfristigen Erfolgsfaktoren einer Unternehmung, welche unbedingt mitberücksichtigt werden sollten.

Zukunft des Shareholder Value-Konzeptes

Die gegenwärtigen Exzesse in der Management Compensation lassen keineswegs den Schluss zu, das Shareholder Value-Konzept habe ausgedient. Zur Lösung der Prinzipal-Agenten-Problematik kam dem Aktionär ein Instrument gelegen, um vermeintlich automatisch die Interessendivergenzen auszuschalten. Es ist nachweisbar, dass die Höhe der langfristigen Entlohnung des Management mit Aktien einen positiven Einfluss auf die Unternehmensperformance hat. Kompensationsprogramme mit Optionen sind dagegen eher zu hinterfragen. Zwischen der Höhe der Leistungen in Form von

Optionen und der Unternehmensperformance konnte empirisch zumindest kein signifikanter Zusammenhang festgestellt werden.¹⁷

Vor dem beschriebenen Hintergrund mag es scheinen, dass Wertmanagement-Konzepte dem Aktionär nicht primär von den Beratungsunternehmen, sondern vom Management des eigenen Unternehmens verkauft wurden, um die Kompensationsleistungen zu maximieren und diese auch kurzfristig zu rechtfertigen. Ob das Shareholder Value-Konzept in Zukunft seine Existenzberechtigung behält, liegt viel weniger am Verhalten des Managements, sondern vor allem an demjenigen der Aktionäre. Der moderne Aktionär verliert zunehmend seine *Verantwortung* und nimmt sein *Mitbestimmungsrecht* je länger je weniger wahr. Damit sinkt die *Eigentümerqualität* drastisch. Zwischen 1950 und 1997 sank der Anteil der Aktien in privaten Händen von 89% auf 55%.¹⁸ Die breite Streuung von Publikumsaktien und die Ausübung der Depotstimmrechte der Banken – stets im Sinne des Verwaltungsrates – erhöhen das Kräfteungleichgewicht zwischen entscheidungsfähigem Aktionariat und einem immer mächtigeren Management bzw. Verwaltungsrat. Die Generalversammlung verkommt zur Farce. Dabei obliegt dem Aktionär die Wahl eines schlagkräftigen Verwaltungsrats, welcher die Leistungen des Managements kontrolliert, offen legt und entsprechend belohnt. Schlechte und opportunistische Leistungen müssen auch für das obere Management ein *persönliches Risiko* nach sich ziehen. Die wichtigste Voraussetzung dafür sind transparente Verantwortlichkeits-, Entscheidungs- und Kontrollinstanzen in einer Unternehmung (Governance). Solange das Kassieren der *Opportunismusprämie* durch das Management erst Jahre später auffällt und weder gerichtlich noch reputationsmässig nennenswert geahndet wird, ist die Aushöhlung des Unternehmens durch das eigene Management nicht aufzuhalten.

¹⁷ Vgl. **Sheikholeslami, M.:** EVA, MVA, and CEO Compensation, S. 13ff.

¹⁸ Vgl. dazu auch **Schiltknecht, K.:** Wer kontrolliert künftig die Unternehmen?, S. 33.

Literaturverzeichnis

Brennan, M. J.: Executive Compensation in the UK, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9, Nr. 1, Spring 1996, S. 88-92.

Conyon, M. J./Peck, S. I.: Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation, in: Academy of Management Journal, April 1998, S. 146-157.

Eisenhardt, K. M.: Agency Theory: An Assessment and Review, in: Academy of Management Review, Vol. 14, 1989, S. 57-74.

Finkelstein, S./Boyd, B. K.: How much does the CEO matter? The Role of Managerial Discretion in the Setting of CEO Compensation, in: Academy of Management Journal, Vol. 41, Nr. 2, 1998, S. 179-199.

Freeman, R. E.: Strategic Management: A Stakeholder Approach, Boston 1984.

Hall, B. J.: What you need to know about stock options, in: Harvard Business Review, Nr. 2, March-April 2000, S. 121-129.

Jacobi, M.: Erfahrungen mit EVA bei der CIBA Spezialitätenchemie AG, Referat vor dem Kammer-Seminar EVA, Zürich August 1999.

Labhart, P. A.: Value Reporting: Informationsbedürfnisse des Kapitalmarktes und Wertsteigerung durch Reporting, Zürich 1999.

Moll, G.: Wertkommunikation im unternehmerischen Kontext. Ein handlungsorientierter Ansatz, Zürich 2002.

Schiltknecht, K.: Wer kontrolliert künftig die Unternehmen?, in: NZZ Fokus Corporate Governance, Oktober 2001, S. 36.

Sheikholeslami, M.: EVA, MVA, and CEO Compensation, in: American Business Review, January 2001, S. 13-17.

Smith, A.: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, London 1846.

Suter, R.: Corporate Governance & Management Compensation. Wertsteigerung durch Lösung des Manager-Investoren-Konflikts, Zürich 2000.

The Gallup Organization: www.gallup.de/Mitarbeiterzufriedenheit.htm, Princeton 2001.

Volkart, R.: Shareholder Value & Corporate Valuation, Zürich 1998.

Williamson, O.E.: Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus. Unternehmen, Märkte, Kooperationen, Tübingen 1990.

Williamson, O. E.: Calculativeness, Trust, and Economic Organization, in: Journal of Law and Economics, Vol. 36, 1993, S. 453-486.

Williamson, O. E.: Opportunism and Its Critics, in: Managerial and Decision Economics, Vol. 14, 1993, S. 97-107.

Williamson, O. E.: Economic Organization. The Case for Candor, in: Academy of Management Review, Vol. 21, 1996, S. 48-57.

Working Paper Serie

In der Working Paper Serie werden gegenwärtig aktuelle Research-Projekte auszugsweise vorgestellt und dem interessierten Publikum zugänglich gemacht.

Working Papers können am Institut für schweizerisches Bankwesen, Plattenstrasse 14, 8032 Zürich zu einem Preis von Fr. 5.-- (zuzüglich Versandkosten und MWST) bezogen werden.

Nr. Autor(en), Titel

- 1 Christoph Auckenthaler/Alfred Mettler, "Chaos-Theorie und Finanzmarktforschung" (Zürich 1994)
- 2 Alfred Mettler, "Formalisierte Bonitätsprüfungsverfahren und Credit Scoring" (Zürich 1994)
- 3 Linard Nadig/Rudolf Volkart, "Marktzinsmethode und betriebliche Investitionsanalyse" (Zürich 1994)
- 4 Rudolf Volkart, "Wertkommunikation, Aktienkursbildung und Managementverhalten - Kritische Eckpunkte im Shareholder Value-Konzept" (Zürich 1996)
- 5 Katharina Bibus, "Liquiditätsverhalten von Banken im Rahmen eines Real-Time-Gross-Settlement-Systems: Ein spieltheoretischer Ansatz" (Zürich 1996)
- 6 Rudolf Volkart, "Missverständnisse und Interpretationsprobleme im Zusammenhang mit der Methoden-anwendung von DCF-Analysen " (Zürich 1997)
- 7 Christoph Auckenthaler/Jürg Gabathuler, "Gedanken zum Konzept eines Total Enterprise Wide Risk Ma-nagement (TERM)" (Zürich 1997)
- 8 Rudolf Volkart/Peter Labhart/Reto Suter, "Unternehmensbewertung auf 'EVA'-Basis – neue Mög-lichkeiten der Informationsvertiefung" (Zürich 1997)
- 9 Rudolf Volkart, "Optionswertbildung und Optionspreistheorie – Versuch einer integrierten 'didak-tischen' Darstellung" (Zürich 1998)
- 10 Rudolf Volkart, "Optionstheoretische Überlegungen zur Kapitalstrukturgestaltung und zur Kredit-finanzierung" (Zürich 1998)
- 11 Hans Geiger, "Die Zeit der Banken" (Zürich 1998)
- 12 Peter Lautenschlager/Alfred Mettler/Rudolf Volkart, "Neue Wege für das inländische Kreditge-schäft" (Zürich 1998)
- 13 Rudolf Volkart, "Optionstheoretische Analyse von Fremdkapitalkontrakten und alternative Credit Risk Spread-Bestimmung – eine integrierte Darstellung" (Zürich 1999)
- 14 Rudolf Volkart, "Aktienrückkäufe und Eigenkapitalabsetzungen – Wertkonsequenzen aus analyti-scher Sicht" (Zürich, Dezember 1998)
- 15 Rudolf Volkart, "Adjusted Present Value und Tax Shield im Rahmen des DCF-Konzeptes – Zur analytischen Umsetzung aus theoretischer und praktischer Sicht" (Zürich, Dezember 1998)
- 16 Rudolf Volkart, "Risikobehaftetes Fremdkapital und WACC-Handhabung aus theoretischer und praktischer Sicht" (Zürich, Februar 1999)
- 17 Rudolf Volkart, "High Yield Debt als Finanzierungsinstrument – Kapitalkosten, Risiko-Rendite-Struktur und Agency-Aspekte" (Zürich, März 1999)
- 18 M. Crameri, "Smart Micro Pay – Ein brokerbasiertes Micropayment-Schema zum Bundling von Transaktionen" (Zürich, März 1999)
- 19 Hans Geiger, "Die Risikopolitik der Banken – Eine Vorlage" (Zürich, August 1999)

- 20 Rudolf Volkart/Peter Labhart, "Invested Capital & Equity – Kritische Grössen im Rahmen der Wertbe-trachtung" (Zürich, März 2000)
- 21 Christine Hirszowicz/Dean Jovic, "New BIS Capital Frame work" (Zürich, März 2000)
- 22 Christine Hirszowicz, "Stellenwert einer wirksamen Bankenaufsicht im Rahmen der internationa-len Finan-zarchitektur" (Zürich, Mai 2000)
- 23 Hans Geiger, "Globalisation and Payment Intermediaion" (Zürich, Juni 2000)
- 24 Teodoro Cocca, "Das Zuteilungsdilemma der Emissionsbank-Finanztheoretische und regulatori-sche Aspekte" (Zürich, August 2000)
- 25 Teodoro Cocca/Florian Linner/Marzena Podleswski/Peter Stapfer, "Virtuelle Finanzportale vs. Universalbanken – Sind die Tage der Universalbank gezählt?" (Zürich, Oktober 2000)
- 26 Hans Geiger, "Regulating and Supervising Operational Risk for Banks" (Zürich, November 2000)
- 27 Hans Geiger, "Lob dem Geld: Zur Effizienz des Handels und Bezahlens" (Zürich, November 2000)
- 28 Teodoro Cocca, Rudolf Volkart, "Aktionärsverhalten in der Schweiz" (Zürich, Mai 2001)
- 29 Christoph Auckenthaler/Reto Rauschenberger/Stephan Skaanes, "Mehrwert für Aktionäre von ISO 14001-zertifizierter Unternehmen" (Zürich, Mai 2001)
- 30 Christine Hirszowicz, "Fiskalpolitischer Aktivismus auf internationaler Ebene: kostspielig und ineffizient" (Zürich, Mai 2001)
- 31 Teodoro D. Cocca/Peter Csoport, "Positionierung des schweizerischen Bankwesens im internatio-nalen Strukturwandel des Finanzsektors Hypothesen, Visionen und Strategien für die Zukunft" (Zürich, Januar 2002)
- 32 Peter Csoport/Florian Linner "Shareholder Value: Instrument zur Nutzenmaximierung des Man-gements? Eine kritische Betrachtung" (Zürich, August 2002)