

Der Shareholder-Value und seine Grenzen

Aktionäre werden zunehmend illoyal, Mitarbeiter und Kunden können stabilisierend wirken / Von Andreas Hinterhuber

Die Ausrichtung vieler Unternehmen auf die Werthaltigkeit ihrer Gesellschaft (Shareholder-Value) war bei den meisten Adressen überfällig. Dennoch kann dies nur ein – wenn auch wichtiger – Schwerpunkt unternehmerischen Handelns sein. Dies ist jedenfalls die Auffassung des Autors, der die vielfach zu beobachtende übertriebene Ausrichtung auf die Aktionäre beklagt. Denn seiner Meinung nach übersehen die Vorstände zwei andere wichtige Zielgruppen: die Kunden und die Mitarbeiter. Er kommt zu dem Schluss, dass es nicht mehr lange dauern wird, bis erste Instrumente entwickelt werden, die die Wirksamkeit der Ansprache von Mitarbeitern und Kunden messen werden. noa

Shareholder-Value ist zunehmend das Orientierungsprinzip für führende Unternehmen. Coca-Cola, Monsanto, General Electric, Fiat, Daimler-Chrysler und andere verfolgen explizit das Ziel, den Unternehmenswert für die Anteilseigner zu steigern. Koppels das Gehalt der rund 200 obersten Führungskräfte an die im jeweiligen Verantwortungsbereich realisierte Veränderung des Unternehmenswerts (gemessen an EVA – Economic Value Added) und veröffentlichte teilweise neben jährlich realisiertem Gewinn auch die jährlich realisierte Veränderung des Unternehmenswerts im Geschäftsbericht.

Wird das Ausmaß der in den vergangenen Jahren realisierten Wertveränderung genauer untersucht, fällt auf, dass führende Unternehmen in der Lage waren, ihren Wert alle drei bis fünf Jahren zu verdoppeln. Diese Entwicklung wurde dadurch erleichtert, dass der durchschnittliche reale Anstieg des Aktienindex in den Vereinigten Staaten, der in den fünfziger bis achtziger Jahren noch bei 7 Prozent pro Jahr gelegen hatte, seit 1982 bei etwa 13 Prozent pro Jahr steht. Das wiederum kann auf mehrere Faktoren zurückgeführt werden: konstant fallende reale Zinssätze zu einem, die Entstehung des Markts für Unternehmensübernahmen (market for corporate control) und die damit verbundene Geburt des Junk-Bond-Markts zu Beginn der achtziger Jahre zum anderen und dadurch die zunehmende Orientierung des Managements am Shareholder-Value, was schließlich dazu führte, dass heute das Ausmaß der realisierten Unternehmenswertsteigerung als wichtigste

Kenngroße für effektives oder ineffektives Management gilt.

Die erwähnten Faktoren führen dazu, dass heute der Wert einer durchschnittlichen S&P-500-Unternehmung das Dutzenddreifache des Jahresgewinns beträgt, während er beispielsweise im Jahr 1982 noch beim Achtfachen des Gewinns lag.

In wenigen Worten: Das Tempo, in dem der Unternehmenswert (nahezu aller (amerikanischen) Unternehmen) wächst, hat sich in den letzten 20 Jahren stark beschleunigt; dass dies nicht ohne letztendlich für das Unternehmen problematische Auswirkungen bleiben wird, ist im Folgenden skizziert.

Die Logik des Aktionärs

Man muss sich vergegenwärtigen, dass für den Investor letzten Endes zwei Komponenten die Attraktivität eines Aktienengagements bestimmen: die Dividende und die realisierte Kurssteigerung. Dividende und Kurssteigerung bestimmen mit den Besessenen (im Folgenden vernachlässigt) die Gesamtrentabilität eines Aktienkaufs.

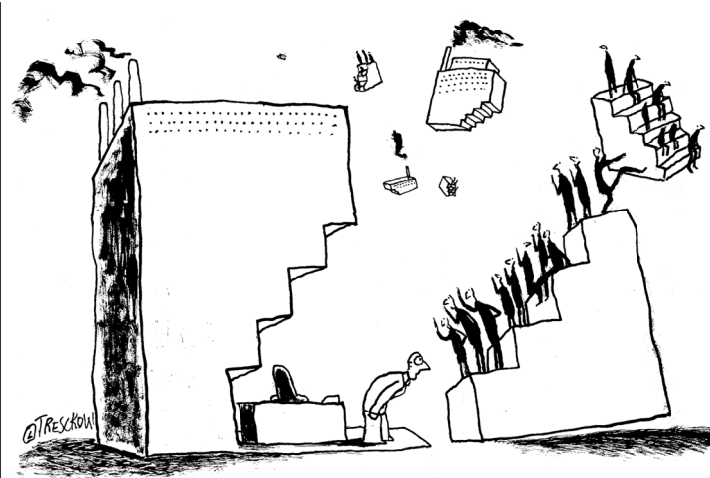
Im Zeitraum 1920 bis 1982 betrug die durchschnittliche Gesamtrentabilität einer Aktie in den Vereinigten Staaten zirka 7 Prozent; in den letzten 17 Jahren ist sie auf rund 13 Prozent angestiegen. Interessant sind die Gewichtsverschiebungen zwischen Dividendenrendite und realisierter Kurssteigerung.

Während die Dividendenrendite seit den fünfziger Jahren in etwa konstant zwischen 8 Prozent und 13 Prozent blieb, liegt sie heute bei etwa 2 Prozent; demgegenüber stiegen die *capital gains* von durchschnittlich minus 1 Prozent in den sechziger Jahren auf teilweise über 10 Prozent pro Jahr in den achtziger und über 20 Prozent in den neunziger Jahren an.

Als Ergebnis wird die Gesamtrentabilität eines Aktieninvestments zunehmend weniger von Dividenden und zunehmend mehr (bis fast ausschließlich) von *capital gains* beeinflusst. Ein untypisches, aber aufschlussreiches Beispiel ist Microsoft, eines der zwei wertvollsten Unternehmen der Welt mit einer Marktkapitalisierung von über 500 Milliarden Dollar, das bis zur heutigen Stunde noch keinen Cent an Dividende ausgeschüttet hat.

Repräsentativ ist hingegen das Beispiel von General Electric: Der Kurs beträgt heute 150 Dollar pro Aktie und ist damit seit 1977 um das Fünffache angestiegen; die Dividende hingegen liegt heute bei 1,46 Dollar pro Aktie oder etwa 1 Prozent des Kurswerts, hat sich seit Mitte der sechziger Jahre allerdings nur verzehnfacht.

Was bedeutet das für den Aktionär? Während der Aktionär der sechziger und



sechziger Jahre an der Unternehmenswertsteigerung in Form der ausgeschütteten Dividende partizipieren konnte und dadurch jährlich beispielsweise 6 Prozent seines Investments für privaten Konsum oder auch – in Form einer Rente – als Lebensunterhalt genießen konnte, muss der Aktionär der Neuziger seine Aktien (teilweise) verkaufen, um an der realisierten Unternehmenswertveränderung zu partizipieren. Allgemein: Je unwichtiger die Dividende im Verhältnis zur Wertsteigerung der Aktie (*capital gains*), desto größer der Anreiz, an der Wertsteigerung der Aktie durch (teilweisen) Verkauf zu partizipieren.

Dividenden versus capital gains

In der Vergangenheit haben hohe Dividenden die langfristige Bindung des Aktionärs an die Unternehmung bestärkt. Periodische Dividendenausschüttungen haben es dem Aktionär ermöglicht, seine Bedürfnisse – Lebensunterhalt, Mietzahlungen, Urlaub und so weiter – zu finanzieren. Heute allerdings wird der Aktionär zunehmend ermutigt, sich von seinem Aktieninvestment teilweise zu trennen: Die einzige Möglichkeit, um an der realisierten Unternehmenswertsteigerung zu partizipieren, ist, wie erwähnt, der Verkauf.

Die Unternehmungsführung steht vor einer Herausforderung: Die Loyalität des Aktionärs kann durch hohe und jährlich linear ansteigende Dividenden erhöht werden; die langfristige Unternehmensentwicklung erfordert auf der anderen Seite Investitionen, die prinzipiell mit einer hohen Dividendenausschüttung konkurrieren.

In der Vergangenheit waren die Unternehmensleistungen bestrebt, dem Aktionär eine nachhaltig konstant ansteigende Dividende auszuschiütten. Das schlug sich unter anderem in der Berichterstattung in typischen Geschäftsberichten der siebziger Jahre nieder, in denen als wichtiger Erfolgsindikator die prozentuale Steigerung der Dividende gegenüber dem Vorjahr betont wurde. Heute hingegen wird in den Geschäftsberichten vorwiegend die absolute Veränderung des Unternehmenswerts in den Vordergrund gestellt, die sich zunehmend häufiger aus Kurschwankungen ergibt.

Aktionäre, denen die heutige Ausschüttung und auch teilweise die heutige Ertragsstärke – vergleiche etwa Biotechnologieunternehmen und Internet-Aktien – zunehmend unwichtiger im Hinblick auf die Beurteilung von Managementeffektivität werden, erleichtern es Unternehmen, anstelle der tatsächlich ausgeschütteten Dividende die Hoffnung auf hohe zukünftige Gewinne kontinuierlich in die Höhe zu schrauben.

Folgen und Konsequenzen

Diese Schwerpunkterlagerung, die durchaus mit dem Übergang von der substanzwert- zur ertragswertorientierten Unternehmensbewertung kompatibel ist, führt allerdings dann zu Problemen, wenn sich inflationäre Erwartungshaltungen losgelöst von realen Gewinnmöglichkeiten entwickeln. In dem Moment, in dem die komplette Abkopplung zwischen der Antizipation kontinuierlich steigender Gewinne und dem tatsächlich realisierbaren

Erfolgspotential stattfindet, erfüllt einzig ein Crash die Funktion des Abgleichs zwischen Erwartung und Realität: Beispiele sind der amerikanische Börsensturz im Oktober 1929 und die japanische Wirtschaftskrise zu Beginn der neunziger Jahre.

Ein weiteres Problem dieser übermäßigen Betonung zukünftiger erwarteter Gewinne (anstelle tatsächlich ausgeschütteter Dividenden) ist, dass die Loyalität der Aktionäre dadurch nicht gefördert wird.

Während in den sechziger Jahren noch 88 Prozent der Aktien über ein Jahr gehalten wurden, fiel dieser Anteil auf 54 Prozent im Jahr 1990 bis auf schließlich 24 Prozent 1998 und 18 Prozent bis 1999.

Diese Entwicklung ist wahrscheinlich der Beweis der vorhin aufgestellten Hypothese, nämlich dass ein Management, für das Unternehmenswertsteigerung die Realisierung von *capital gains* und nicht die Steigerung der ausgeschütteten Dividende bedeutet (wie in den achtziger und neunziger Jahren üblich), die Aktionäre dazu einlädt, ihre Aktien zu verkaufen, um an der realisierten Unternehmenswertsteigerung zu partizipieren.

Nachdenklich stimmen damit das folgende, recht weit verbreitete Zitat des ehemaligen UCLA-Professors und heutigen McKinsey-Direktors Tom Copeland: „The fundamental goal of all business is to maximize shareholder value.“

Kann es sein, dass Aktionäre, die ihre Anteile im Durchschnitt einige Monate halten, zum ultimativen Adressaten der Unternehmenspolitik werden? Shareholder-Value – für wen? Für angesichts extrem gesunkener Transaktionskosten kurzfristig und opportunistisch zwischen Aktien aus unterschiedlichen Märkten, Sektoren und Kontinenten hin und her springende Aktionäre?

Ich möchte hier die Vermutung äußern, dass in den nächsten Jahren Instrumente entwickelt werden, die die Effektivität des Managements gegenüber zwei anderen Bezugsgruppen – nämlich Mitarbeitern und Kunden – ebenso leicht messbar machen wie gegenüber Aktionären heute: Denkbar ist hier etwa die periodische Messung der Veränderung intangibler Vermögenswerte wie *intellectual capital*, organisatorisches Wissen oder organisatorische Lernfähigkeit; denkbar ist damit, dass in Zukunft der für Kunden geschaffene Wert periodisch ebenso gemessen wird wie heute für die Aktionäre realisierte Wertzuwachs.

Dr. Andreas Hinterhuber ist Projektmanager für Aventis CropScience in Tokio, Japan.