

30 Jahre Shareholder Value - Was bleibt für die Praxis?

Prof. Dr. Peter Stebel
Villingen-Schwenningen, 18.04.2016

Oberstes Unternehmensziel

=

*Maximierung des Shareholder Values
(Unternehmenswert für die Eigentümer)*

Alfred Rappaport

(*1932, Professor an der J.L. Kellogg School of Management)

- **Aufsatz 1981** „Selecting strategies that create shareholder value“
- **Lehrbuch 1986** „Creating shareholder value – The new standard for business performance“

Berechnung des Shareholder Value

Shareholder Value = *Unternehmenswert* - *Fremdkapital*

$$\begin{array}{c} \uparrow \\ EK_0 \end{array} = \begin{array}{c} \uparrow \\ \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+k)^t} \end{array} - \begin{array}{c} \uparrow \\ FK_0 \end{array}$$

FCF_t = Free Cashflow in Periode t (Zahlungsüberschuss, der zur Ausschüttung an die Kapitalgeber zur Verfügung steht, nach Berücksichtigung von Investitionen)

k = Gesamtkapitalkostensatz

Wertorientierte Unternehmensführung

Grundidee ist nicht neu

- **Investitionsentscheidungen** auf Basis des Kapitalwerts
- **Kapitalwert** = Zahlungsüberschuss einer Investition nach Kapitalkosten diskontiert auf den Zeitpunkt $t = 0$
- **Unternehmenswert** = Summe der Kapitalwerte aller Investitionen

Neu am SHV-Ansatz

- **Bezug zu strategischen Entscheidungen** (Werttreiber)
- Wertorientiertes Steuerungssystem zur **Entscheidungsunterstützung** und zur **Verhaltenssteuerung**

Quelle: Vgl. Fischer et al. (2015): Controlling, S. 357 f.; Perridon et al. (2012): Finanzwirtschaft der Unternehmung, S. 53

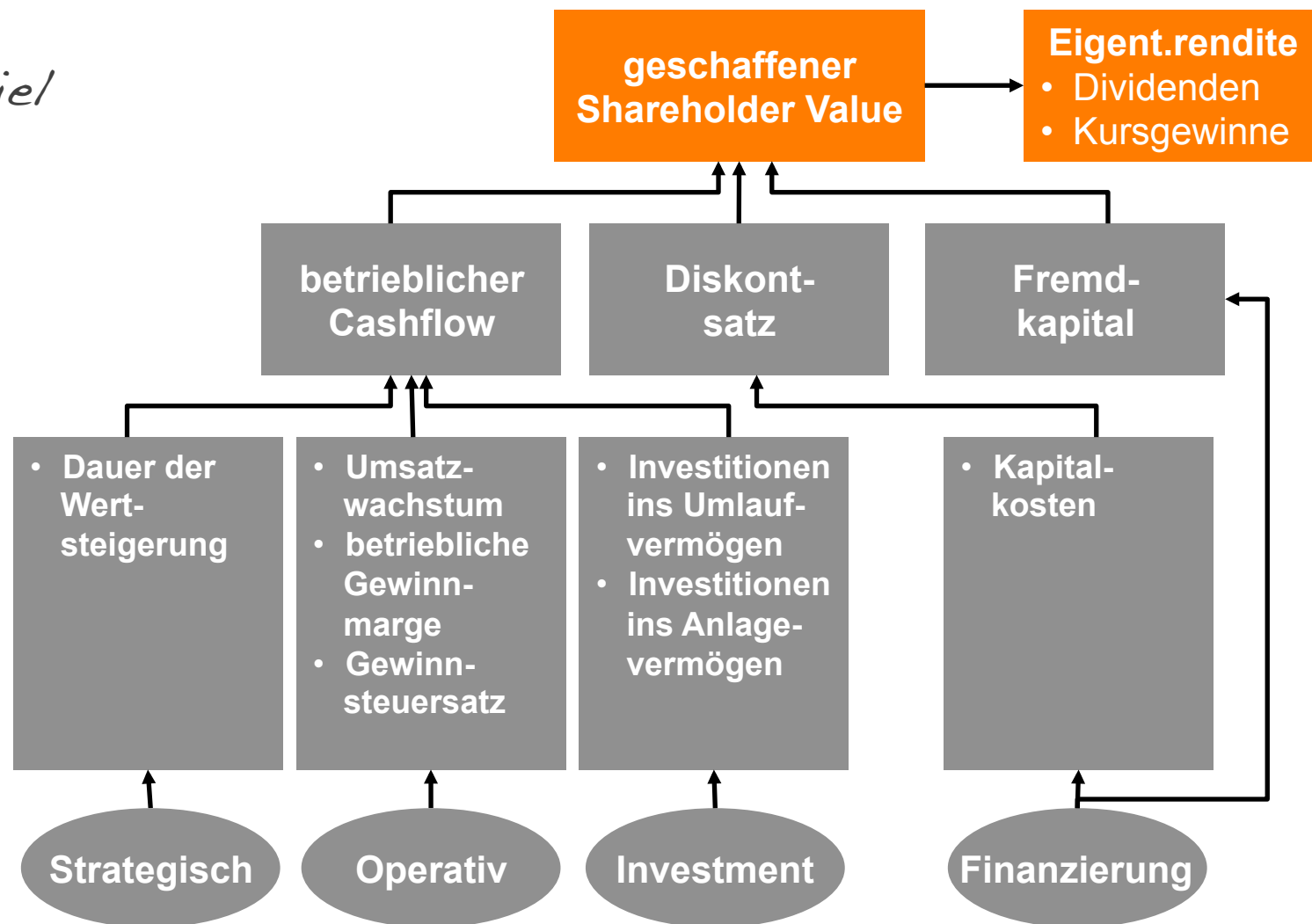
Schaffung von Shareholder Value

Unternehmensziel

*Bewertungs-
komponenten*

Werttreiber

*Entscheidungs-
ebene*

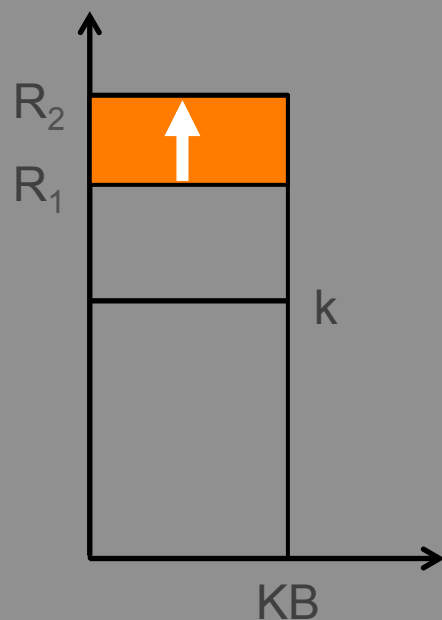


Quelle: Rappaport (1999): Shareholder-Value: ein Handbuch für Manager und Investoren, S. 68

Wertsteigerungsmöglichkeiten

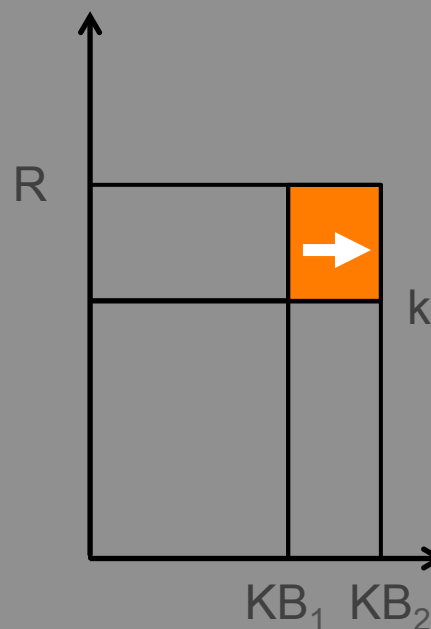
Steigerung der
Rendite

Rendite



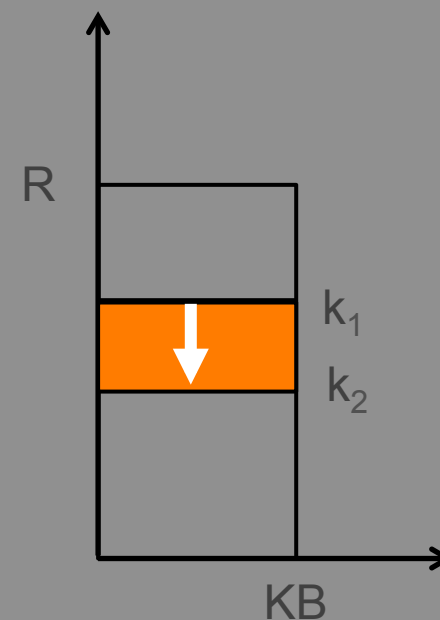
Investitionen
über Kapitalkosten

Rendite



Senkung der
Kapitalkosten

Rendite



Quelle: Vgl. Coenenberg/Fischer/Günther (2012): Kostenrechnung und Kostenanalyse, S. 860

Shareholder Value im Einsatz

Bayer AG

Es ist unser grundlegendes Ziel den Unternehmenswert nachhaltig zu steigern.

1996

Siemens AG

Die Steigerung des Unternehmenswertes ist für Siemens ein zentrales Ziel.

Mannesmann AG

Wir führen für Sie das Unternehmen Mannesmann orientiert an Wertsteigerung und Rentabilität.

Quelle: Geschäftsberichte 1996

Shareholder Value in der Kritik

Jack Welch (CEO General Electric 1981-2001)

2009

„On the face of it, shareholder value is the dumbest idea in the world ... Shareholder value is a result, not a strategy ... Your main constituencies are your employees, your customers and your products.“¹⁾

Wendelin Wiedeking (CEO Porsche AG 1992-2009)

„Unternehmen, die nur kurzfristigen finanziellen Kennzahlen wie Shareholder-Value oder Quartalsrenditen hinterher rennen, müssen nun erkennen, dass sie damit einem Götzen gedient haben.“²⁾

Bischof Wolfgang Huber (EKD Ratsvors. 2003-2009)

„Wer allein am Aktienkurs die Leistung von Managern misst, verliert seine Glaubwürdigkeit.“³⁾

Quellen: 1) Financial Times, 12.03.2009; 2) Financial Times Deutschland, 29.03.2009; 3) Berliner Zeitung, 23.12.2006

Kern der Kritik am SHV-Ansatz

- *Vernachlässigung wichtiger Stakeholdergruppen* durch einseitige Fokussierung auf die Interessen von Aktionären (insbesondere Benachteiligung von Arbeitnehmern)
- *Fokus auf kurzfristige Maßnahmen zur Steigerung des Aktienkurses* führt zu Fehlanreizen und ist damit Ursache vieler Unternehmensskandale (z.B. Enron, WorldCom)
- *Praktisch schwer umsetzbar*

Kern der Kritik am SHV-Ansatz

- *Vernachlässigung wichtiger Stakeholdergruppen*
durch einseitige Fokussierung auf die Interessen von Aktionären
(insbesondere Benachteiligung von Arbeitnehmern)
- *Fokus auf kurzfristige Maßnahmen zur Steigerung des Aktienkurses* führt zu Fehlanreizen und ist damit Ursache vieler Unternehmensskandale (z.B. Enron, WorldCom)
- *Praktisch schwer umsetzbar*

Zielebenen eines Unternehmens I



Quelle: Angelehnt an Busse von Colbe et al. (2000): Betriebswirtschaft für Führungskräfte, S. 7

Zahlenbeispiel

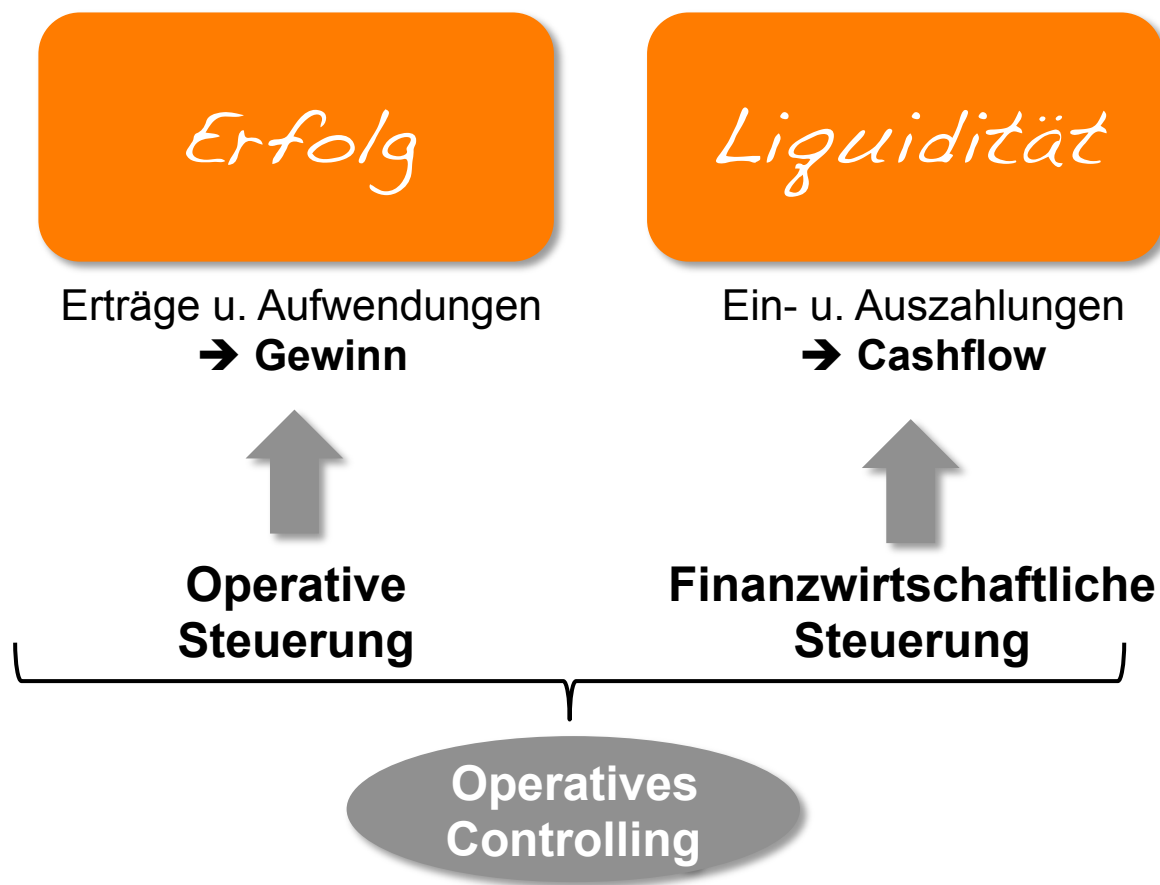
Ende der Vorperiode (Jahr 0): Investition in eine Maschine i.H.v. 1,0 MEUR
mit einer Nutzungsdauer von 5 Jahren

Basis: Ein- und Auszahlungen

Werte in TEUR	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Einzahlungen (Umsatz)	500	525	550	550	550
Auszahlungen (Material, Löhne, Energie, Zinsen)	-350	-350	-350	-350	-350
Zahlungsüberschuss / -defizit	+150	+175	+200	+200	+200

Auszahlung **-1.000**
Kumulierter Zahlungsüberschuss **+925**

Zielebenen eines Unternehmens II



Quelle: Angelehnt an Busse von Colbe et al. (2000): Betriebswirtschaft für Führungskräfte, S. 7

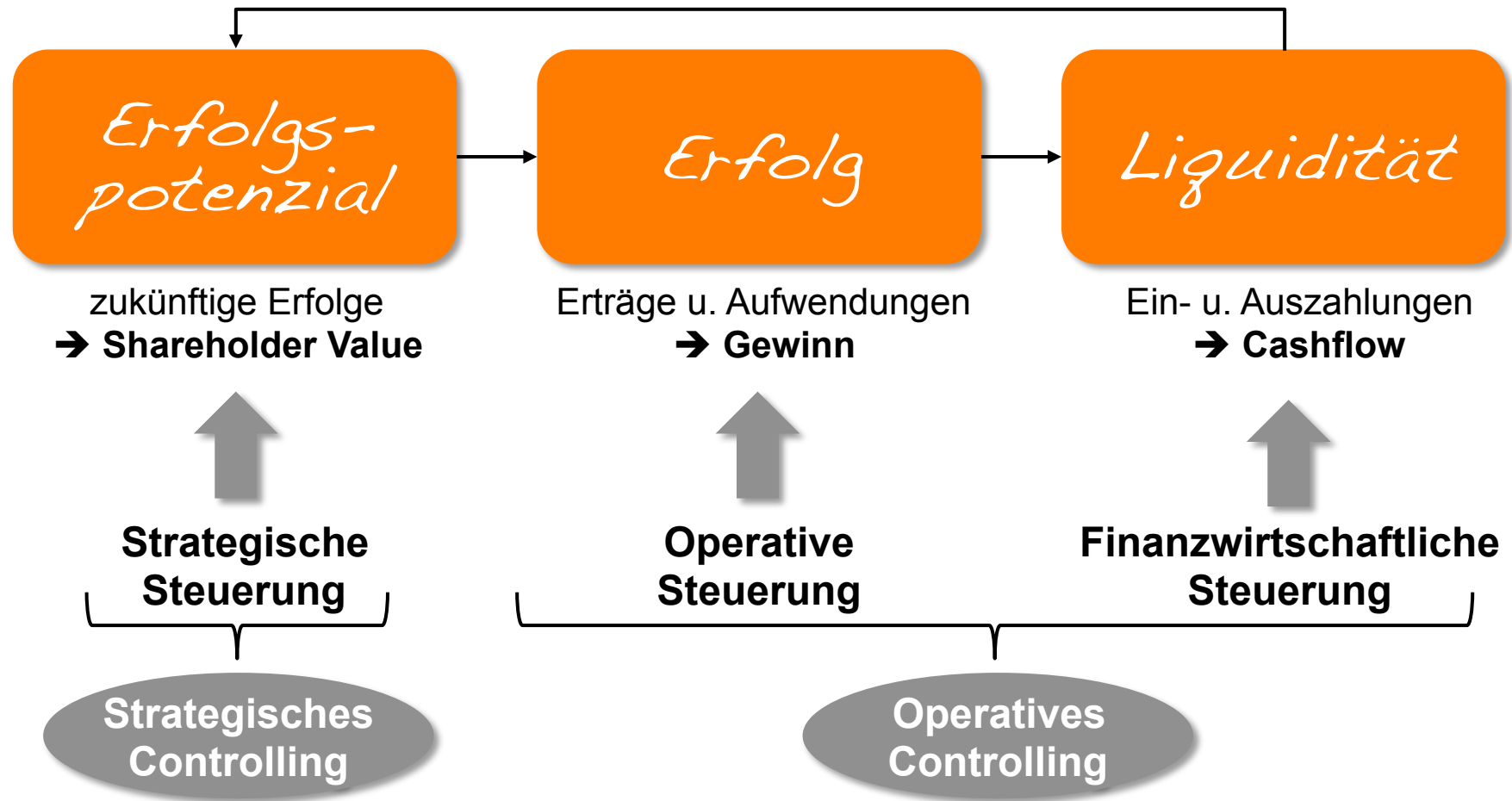
Zahlenbeispiel

Ende der Vorperiode (Jahr 0): Investition in eine Maschine i.H.v. 1,0 MEUR mit einer Nutzungsdauer von 5 Jahren

Basis: Periodischer Erfolg

Werte in TEUR	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5
Umsatz	500	525	550	550	550
Material, Löhne, Energie, Zinsen	-350	-350	-350	-350	-350
Abschreibungen	-200	-200	-200	-200	-200
Erfolg	-50	-25	0	0	0

Zielebenen eines Unternehmens



Quelle: Angelehnt an Busse von Colbe et al. (2000): Betriebswirtschaft für Führungskräfte, S. 7

Wieso nur ein (Ober-)Ziel?

Entscheidungstheorie

Ein Prozess kann niemals hinsichtlich mehrerer konkurrierender Ziele gleichzeitig optimiert werden.

Ökonomisches Prinzip

- **Variante I:** Mit gegebenen Mitteln ein möglichst gutes Ergebnis zu erreichen.
- **Variante II:** Ein gegebenes Ergebnis mit möglichst geringen Mitteln zu erreichen.

Mehrere Ziele = kein Ziel!

Noch einmal die Grundidee

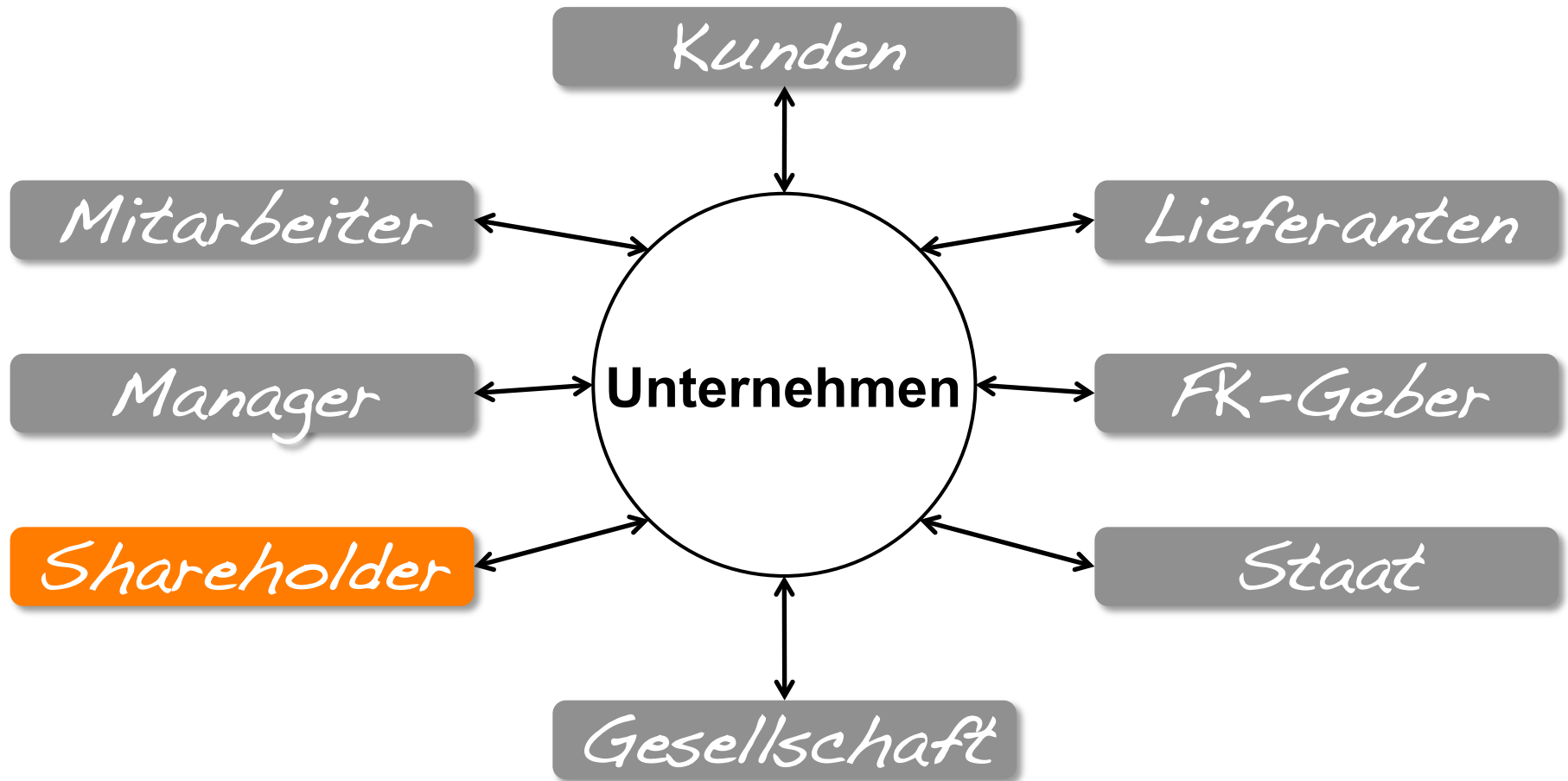


Werner von Siemens
(deutscher Erfinder und Gründer
der heutigen Siemens AG, 1816-1892)

„Für einen **kurzfristigen Gewinn**
verkaufe ich nicht die **Zukunft des**
Unternehmens“

Quelle: Siemens Geschäftsbericht 2010

Stakeholder eines Unternehmens



Bevorzugung der Shareholder?

<i>Einzahlungen</i>	[MEUR]	<i>Stakeholder</i>
Umsatz	200	Kunden
- <i>Auszahlungen</i>		
Material	50	Lieferanten
Personal	100	Mitarbeiter
Investitionen*	30	Lieferanten
Zinsen	20	FK-Geber
Steuern	0	Staat
= <i>Free Cash Flow</i>	0	Shareholder

* Ausschließlich Ersatzinvestitionen

Am Ende profitieren alle Stakeholder ...

Adam Smith (Philosoph und Ökonom, 1723-1790)

„Nicht vom Wohlwollen des Metzgers, Brauers und Bäckers erwarten wir das, was wir zum Essen brauchen, sondern davon, dass sie ihre eigenen Interessen wahrnehmen. Wir wenden uns nicht an ihre Menschenliebe, sondern an ihre Selbstsucht.“¹⁾

Milton Friedman (Nobelpreisträger, 1912-2006)

„Few trends could so thoroughly undermine the very foundations of our free society as the acceptance by corporate officials of a social responsibility other than to make as much money for their stockholders as possible.“²⁾

Quellen: 1) Adam Smith (1776): An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations;

2) Milton Friedman (1962): *Capitalism and Freedom*, S. 133 f.

... auch die Arbeitnehmer

*Mobilität des
Kapitals* >> *Mobilität von
Arbeitskräften*

Langfristig übernehmen Arbeitnehmer die Funktion der Residualgröße, wenn ein Unternehmen sich nicht am Shareholder Value orientiert.

Quelle: Vgl. Schredelseker (2003): Zwölf Missverständnisse zum Shareholder Value aus finanzwirtschaftlicher Sicht, S. 109, in: Matzler/Pechlaner/Renzl (Hrsg.): Werte schaffen – Perspektiven einer stakeholderorientierten Unternehmensführung

Kern der Kritik am SHV-Ansatz

- *Vernachlässigung wichtiger Stakeholdergruppen* durch einseitige Fokussierung auf die Interessen von Aktionären (insbesondere Benachteiligung von Arbeitnehmern)
- *Fokus auf kurzfristige Maßnahmen zur Steigerung des Aktienkurses* führt zu Fehlanreizen und ist damit Ursache vieler Unternehmensskandale (z.B. Enron, WorldCom)
- *Praktisch schwer umsetzbar*

Fokus auf kurzfristige Maßnahmen

Maximierung des Shareholder Values
ist per Definition ein
langfristiges Ziel

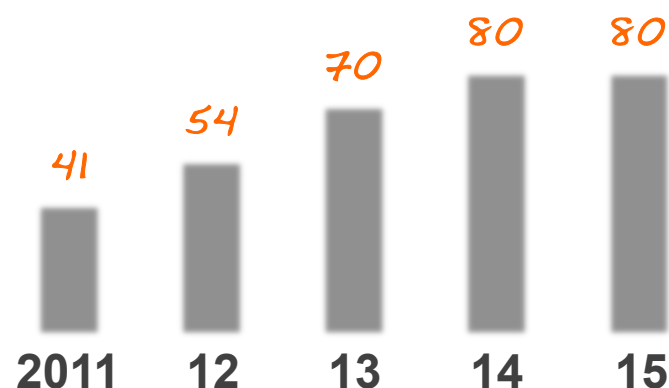
ABER ...

Quartalsberichte wurden zum Maß aller Dinge ...

Kurzfristige Kurssteigerungen zur Pflicht ...

Gewinn- und Umsatzwarnungen

Gewinn-/Umsatzwarnungen im Prime-Index



Gründe für die Warnungen in [%]



Prognosekorrektur des EBIT (Durchschnitt 2015)

-65%

Entwicklung des Aktienkurses (Durchschnitt 2015)

... am **Tag** **-8%**

... eine **Woche** **-10%**

nach der Warnung

Quelle: Ernst & Young (2016): Prognoseänderungen im Prime All Share 2011-2015

Es gibt allerdings auch Ausnahmen

Warren Buffet (Investor und Unternehmer,
Berkshire Hathaway)

„We do not follow the usual practice of giving earnings ‘guidance.’“

„Our guideline is to tell you the business facts that we would want to know if our positions were reversed.“

Weitere Beispiele



PORSCHE

Alphabet

Kapitalmarkt honoriert kurzfristige Gewinne nicht

Hypothese :

- Kapitalmarkt ist kurzsichtig auf den aktuellen Gewinn ausgerichtet

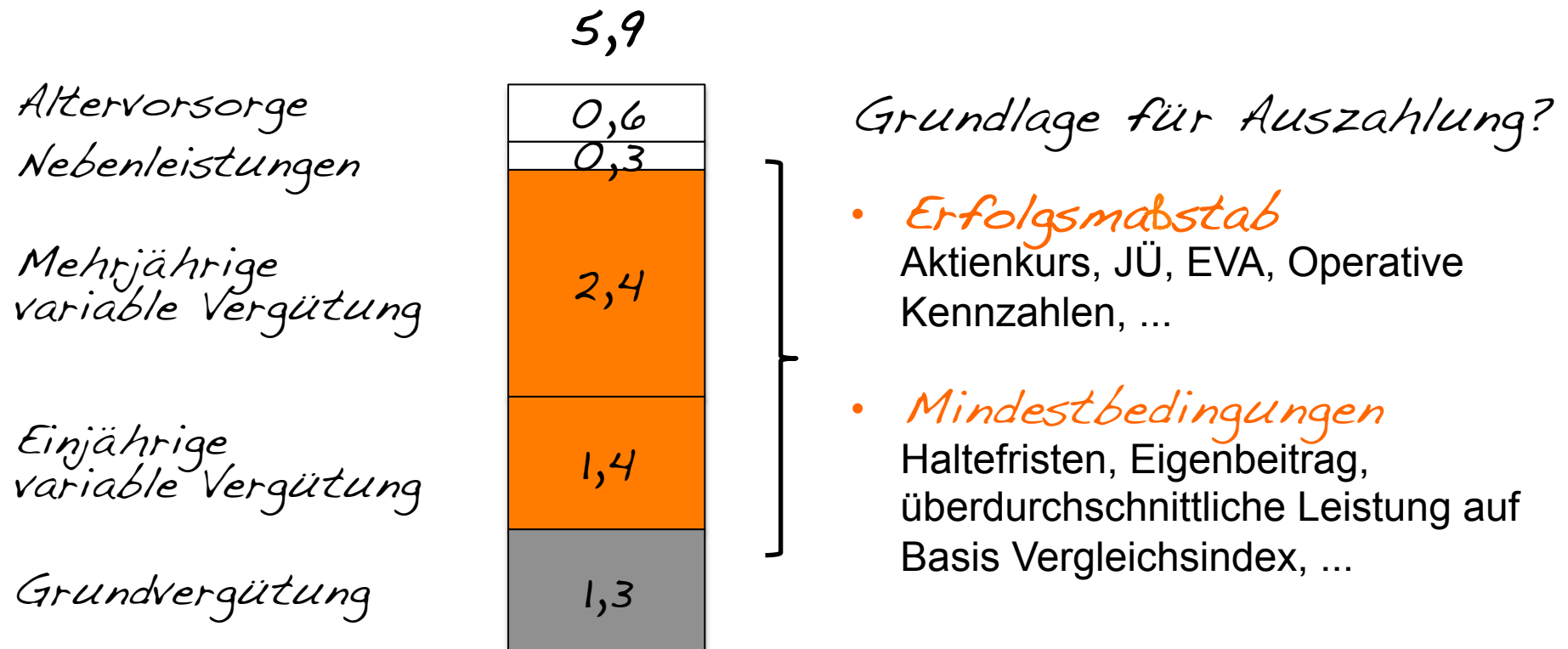
Empirische Evidenz :

- Meldungen über Quartalsgewinne und den Jahresgewinn rufen zusätzliche Handelsaktivität hervor
- Richtung der Kursbewegung davon abhängig, ob eine positive oder negative Gewinnüberraschung vorliegt, der Effekt ist aber klein, d.h. der Markt antizipiert Gewinne relativ gut
- Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die meisten Kapitalmarktteilnehmer die Gründe für Bilanzwirkungen verstehen

Quelle: Wallmeier (2009): Kapitalmarktwirkungen der Berichterstattung zur Unternehmensleistung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 61. Jg. (2009), S. 212-224

Vergütung des Top Managements

*Durchschnittsvergütung eines Vorstandsvorsitzenden
eines DAX-Unternehmens im Jahr 2011 [MEUR]*



Quelle: Wirtschaftswoche, 25.02.2013

Kern der Kritik am SHV-Ansatz

- *Vernachlässigung wichtiger Stakeholdergruppen* durch einseitige Fokussierung auf die Interessen von Aktionären (insbesondere Benachteiligung von Arbeitnehmern)
- *Fokus auf kurzfristige Maßnahmen zur Steigerung des Aktienkurses* führt zu Fehlanreizen und ist damit Ursache vieler Unternehmensskandale (z.B. Enron, WorldCom)
- *Praktisch schwer umsetzbar*

Praktische Probleme

- *zukünftige FCFs*
nicht bekannt und nur grob vorhersehbar
- *angemessener risikoadäquater Zinssatz*
kann nur vage bestimmt werden (i.d.R. auf Basis CAPM)
- *hoher Aufwand*
für die Planung und Kontrolle

Strategischer Planungsprozess (1/3)

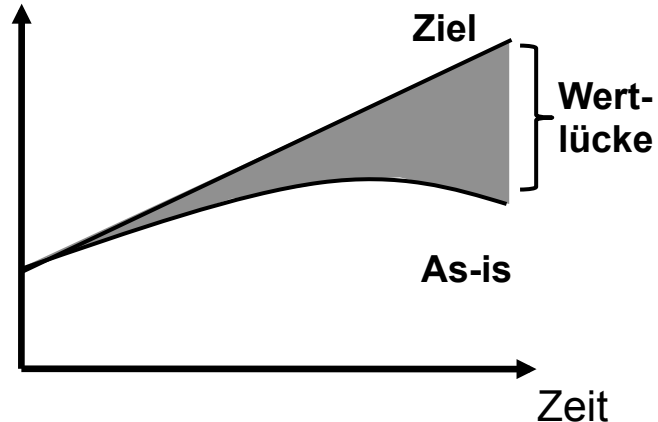
Strategische Analyse

*Strategie-
findung*

*Strat.bewertung
& -auswahl*

Gap-Analyse

Shareholder
Value



Umfeldanalyse (extern)

**Chancen und
Risiken**

Marktattraktivität

- Marktgröße
- Wachstumsrate
- Wettbewerbsintensität und Eintrittsbarrieren
- Substitutionsprodukte
- Kundenmacht
- ...

Unternehmensanalyse (intern)

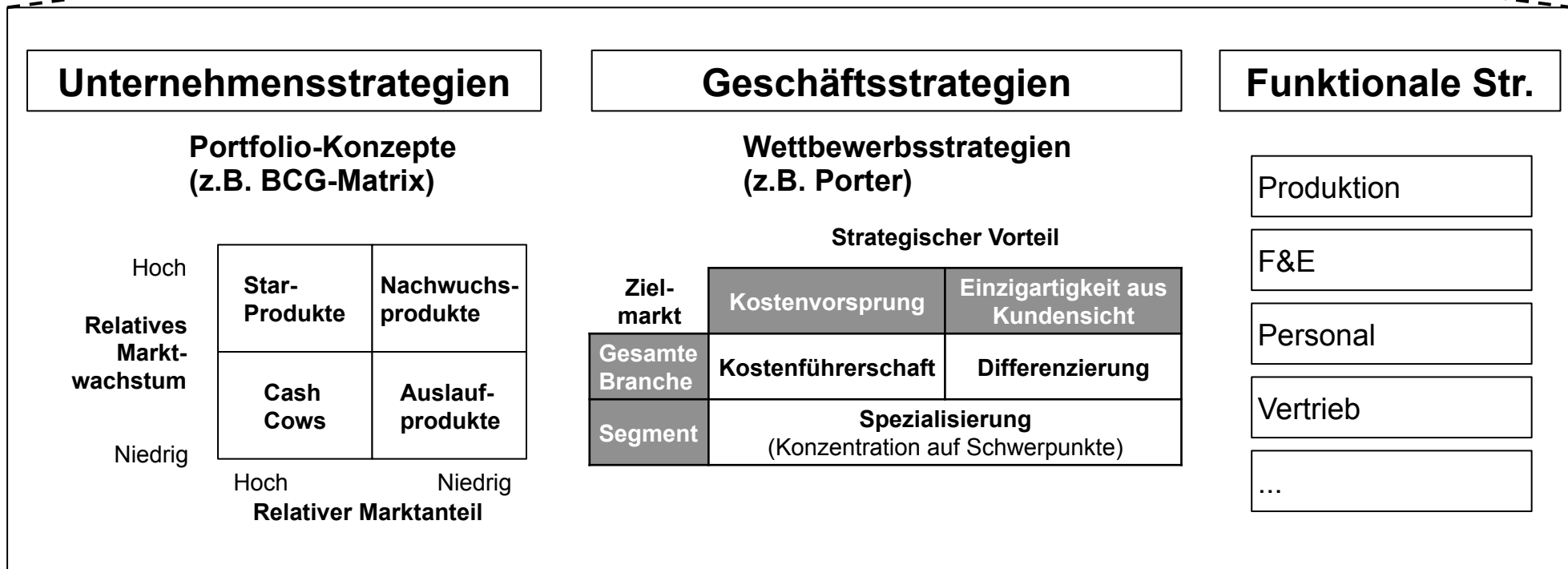
**Stärken und
Schwächen**

Wettbewerbsstärke

- Relativer Marktanteil
- Rentabilität (DB, Umsatzrendite, Kapitalumschlag, ...)
- Markenstärke
- Mitarbeiterqualifikation
- Innovationsfähigkeit
- ...

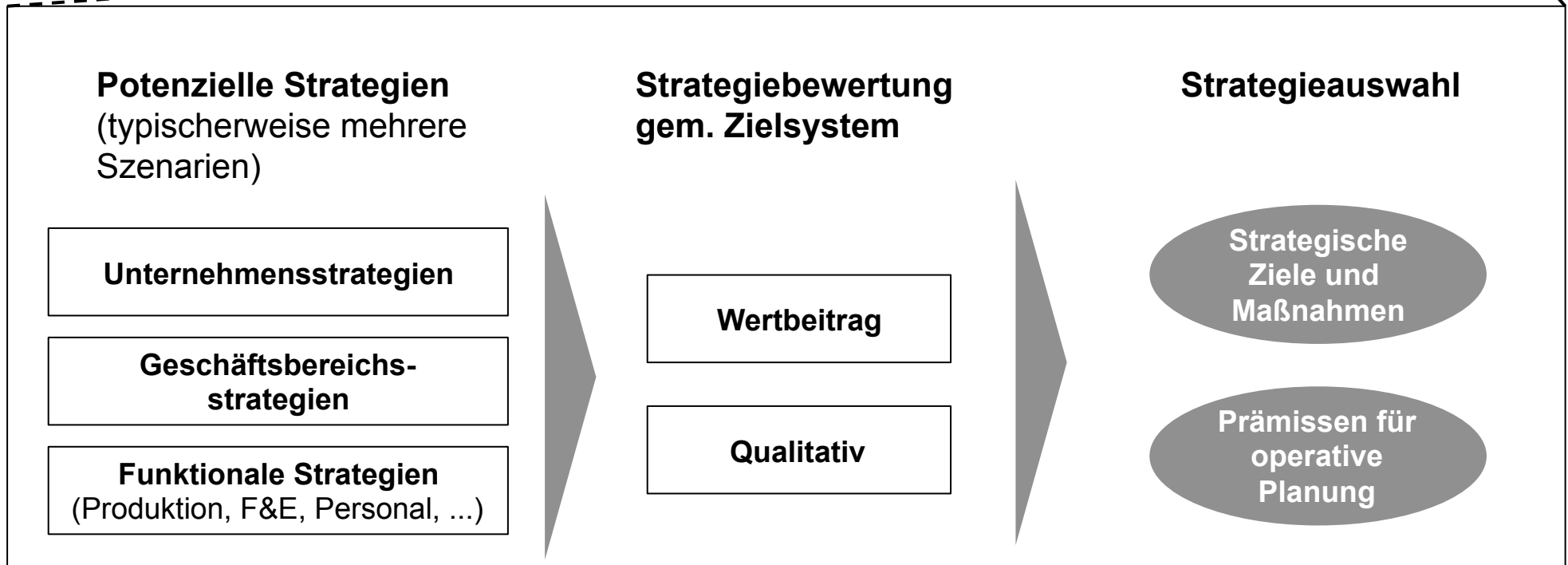
Quelle: Angelehnt an Baum (1999): Strategisches Controlling, S. 18, 56 ff., 66 ff.

Strategischer Planungsprozess (2/3)



Quelle: Angelehnt an Porter (1996): Wettbewerbsvorteile; Marchazina (1999): Unternehmensführung

Strategischer Planungsprozess (2/3)



Einsatzbereiche wertorientierter Kennzahlen

	Gewinnbasierte Größen	Cashflow-basierte Größen
Planung	• Ertragswert • Discounted EVA (MVA)	• DCF • Discounted CVA
Kontrolle	• EVA	• CVA

Quelle: Vgl. Coenenberg/Salfeld (2007): Wertorientierte Unternehmensführung, S. 268

Economic Value Added (EVA)

Beispiel : Investition in eine Maschine [Werte in TEUR]

t	0	1
ZS_t	-100	+109

Kapitalwert C_0 (10%) = $-0,91 < 0$ **X**

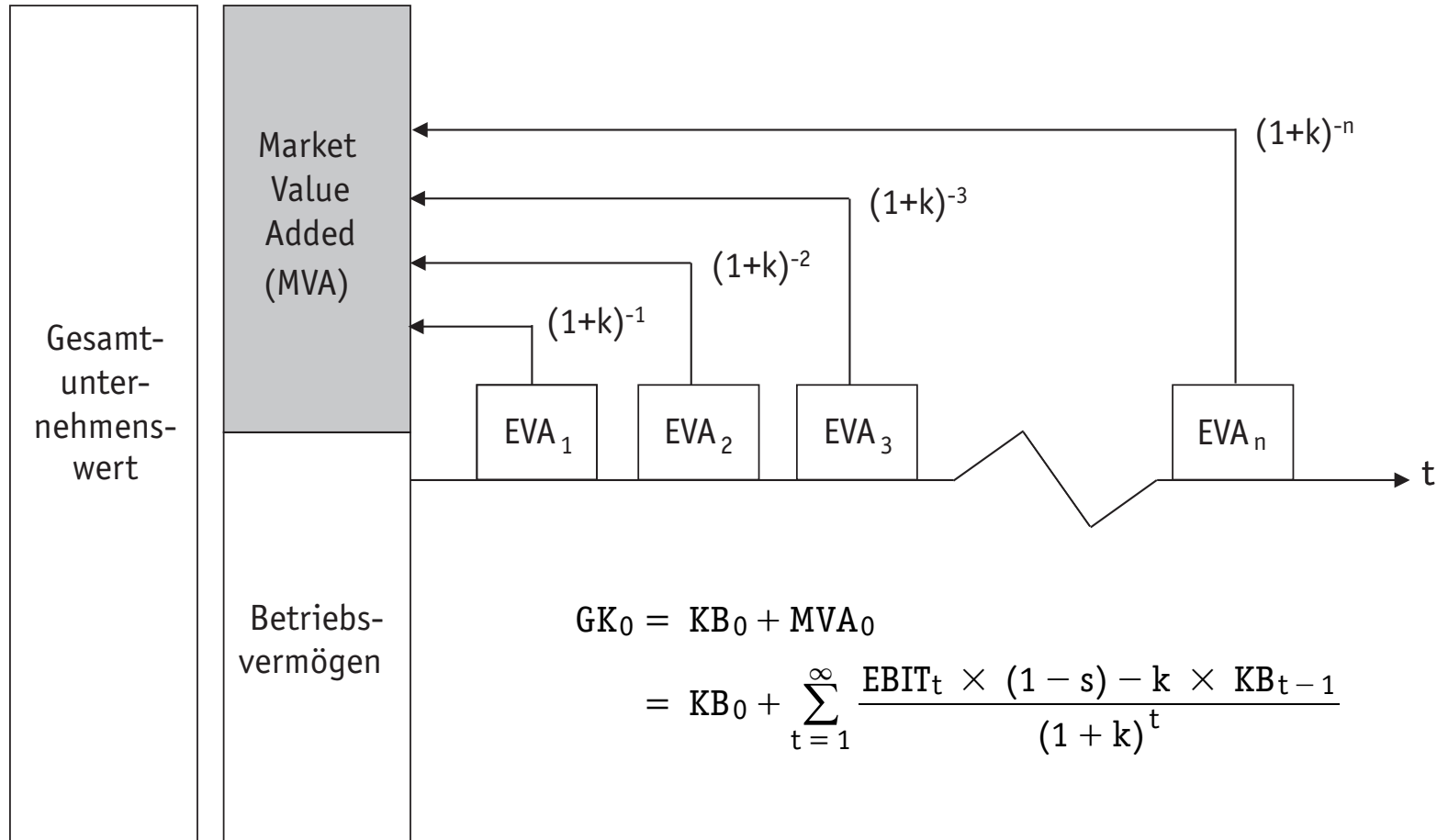
buchhalterischer Gewinn

Umsatz	109
- Kosten	100
= Gewinn	9
Barwert	8,18 > 0 ✓

Economic Value Added

Umsatz	109
- Kosten	100
- Kapitalkosten	10
= EVA	-1
Barwert	$-0,91 < 0$ X

Market Value Added (MVA)



Quelle: Coenenberg et al. (2012): Kostenrechnung und Kostenanalyse, S. 852

Was bleibt für Praxis?

Jack Welch (CEO General Electric 1981-2001)

„Denn Shareholder Value ist keine Strategie, es ist ein Ergebnis guten Managements.“

„Mein Fokus galt nie dem Aktienpreis oder allein dem kurzfristigen Erfolg. Das habe ich nie gesagt. Ein guter Manager muss immer beides im Auge behalten. Er muss seine kurzfristigen Versprechen erfüllen und gleichzeitig investieren, um den langfristigen Erfolg des Unternehmens sicherzustellen.“

Quelle: Wirtschaftswoche 28.03. 2009