



PICTET



UNIVERSITÄT
LÜNEBURG

WAS IST “STAKEHOLDER VALUE”?

Vom Schlagwort zur Messung



FRANK FIGGE / STEFAN SCHALTEGGER – JUNI 2000

PUBLISHED IN ASSOCIATION WITH THE UNITED NATIONS ENVIRONMENT PROGRAMME



UNEP

Wir danken Holger Petersen, Michael Ritter und Christoph Schaltegger für ihre hilfreichen Anmerkungen und der Bank Pictet & Cie für die finanzielle Unterstützung und für die Bereitstellung des Datenmaterials.

Copyright 1999 Frank Figge and Stefan Schaltegger.
All Rights Reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means: electronic, electrostatic magnetic tape, photocopying, recording or otherwise, without permission in writing from the copyright holders.

ISBN: 978-935630-02-3

**University of Lueneburg
Chair of Environmental Management**

Scharnhorststrasse 1
D-21335 Lueneburg
T +49 (0) 4131 677 2181
F +49 (0) 4131 677 2186
www.uni-lueneburg.de/csm

Pictet & Cie

29 Bd Georges-Favon
CH-1204 Geneve
T + 41 (0) 22 318 22 11
F + 41 (0) 22 318 22 22
www.pictet.com

**United Nations Environment Programme (UNEP) Division of
Technology, Industry and Economics**

39-43 Quai Andre Citroen
F-75739 Paris Cedex 15
T +33 (0) 1 4437 1450
F +33 (0) 1 4437 1474
www.uneptie.org

Frank Figge and Stefan Schaltegger
University of Lueneburg
Scharnhorststr. 1
D-21335 Lueneburg
Germany
E-mail:
figge@sustainablevalue.com
schaltegger@uni-lueneburg.de

VORWORT

Das United Nations Environment Programme (UNEP) begrüßt die vorliegende Studie, die einen neuen Bewertungsansatz zur Messung des *Stakeholder Values* vorstellt. Wir sind davon überzeugt, dass die Messung des *Stakeholder Values* schon in naher Zukunft ein zunehmend wichtiges Anliegen für Unternehmen und Investoren darstellen wird.

UNEP unterstützt seit geraumer Zeit die Entwicklung praktischer Instrumente, die der Wirtschaft helfen, ihre Fortschritte auf dem Weg zu nachhaltiger Entwicklung wirkungsvoll zu erfassen und zu kommunizieren. Beispiele für UNEP's Aktivitäten in diesem Bereich sind die Serie *Engaging Stakeholders*, die Umweltberichterstattung fördert, und die unter Beteiligung von UNEP durchgeführte *Global Reporting Initiative*, die Unternehmen beim Benchmarking unterstützt.

Die in dieser Studie vorgestellte Methodologie hat unser Interesse geweckt. Selbstverständlich existieren weitere Konzepte. Wir sind aber davon überzeugt, dass diese Studie zu einer konstruktiven Diskussion über den Nutzen des *Stakeholder Values* für das einzelne Unternehmen beitragen wird. Forschungsansätze dieser Art und die daran anknüpfenden Diskussionen sind notwendig und nützlich, um das Verständnis für das Konzept der betrieblichen Nachhaltigkeit weiter voranzubringen.

Wir hoffen, dass diese Studie zu vielen Kommentaren und regem Meinungsaustausch führen wird.

Jacqueline Aloisi de Larderel
Direktor
UNEP – Division of Technology, Industry and Economics

VORWORT

Seit fast 200 Jahren steht das Schaffen von Wert für unsere Kunden im Mittelpunkt unserer Aktivitäten. Hierzu müssen wir wertschaffende Investmentmöglichkeiten identifizieren. Die Unternehmen, in die wir investieren, haben sich während dieses Zeitraums ständig verändert. Dies stellte uns regelmässig vor die Herausforderung, unsere Bewertungsmethoden und –techniken immer wieder anzupassen, um verstehen zu können, wo und wie Wert geschaffen wird.

Es ist heute allgemein anerkannt, dass sich die Struktur unserer Wirtschaft neuerlich stark verändert. Wir beobachten, dass althergebrachte Branchen immer stärker unter Druck geraten, während gleichzeitig neue innovative Unternehmen entstehen. Wir stellen gleichzeitig fest, dass eine effizientere Nutzung ökologischer und sozialer Ressourcen eine Voraussetzung für eine Nachhaltige Entwicklung ist. Es stellt sich daher die Frage, ob unsere heutigen Bewertungsmethoden auch in Zukunft die Schaffung von Werten entdecken und erklären können werden.

Wir begrüssen in diesem Zusammenhang die Forschungen, die in diesem Bereich angestellt werden und wir freuen uns, an ihnen beteiligt zu sein. Die Autoren verbinden das Stakeholder Konzept mit Bewertungsmethoden des Shareholder Value-Ansatzes. Sie greifen daher auf bewährte Werkzeuge und Konzepte zurück, um einen neuen und innovativen Bewertungsansatz zu kreieren.

Messung ist eine wichtige Voraussetzung für effektives Management und Innovation seit jeher eine wichtige ökonomische Triebkraft. Wir sind überzeugt, dass der hier vorgestellte innovative Ansatz zur Messung von Stakeholder Value ein wichtiger Beitrag für wertorientiertes Management in der Zukunft ist – zum Nutzen aller Stakeholder.

Ivan Pictet
Partner
Pictet & Cie

INHALTSVERZEICHNIS

Vorwort	3
1. Einführung	9
2. Stakeholder Konzept versus Shareholder Value Ansatz?	11
2.1 Das Stakeholder Konzept	11
2.2 Der Shareholder Value Ansatz	12
2.3 Ein Gegensatz?	14
3. Was kann unter Stakeholder Value verstanden werden?	17
3.1 Unternehmensorientierter Stakeholderwert oder stakeholderorientierter Unternehmenswert?	17
3.2 Interpretation der Perspektiven	19
3.3 Warum Stakeholder Value messen?	21
4. Stakeholder Value Added	23
4.1 Von der Bewertung des Shareholder Value zur Bewertung des Stakeholder Value	23
4.2 Grundsatz der Ermittlung des risikoadjustierten Nutzenüberschusses	23
4.3 Ermittlung des Nutzenüberschusses einer Stakeholderbeziehung	25
4.4 Berechnung des Stakeholder Value Added als unternehmensorientierter Stakeholderwert	27
4.5 Fazit	29
5. Praktische Berechnungsweise und Fallstudie	31
5.1 Vorgehensweise zur konkreten Berechnung des Stakeholder Value Added	31
5.2 Stakeholder Value Added von Automobilproduzenten der Euro-Zone	35
5.3 Diskussion	39

6. Zusammenfassende Schlußbetrachtung	41
Anhang	49
Endnoten	59
Literaturverzeichnis	45

1. EINFÜHRUNG

Unternehmen werden gegründet, um Werte zu schaffen. In dieser allgemeinen Form kann sich das Ziel eines Unternehmens auf einen breiten Konsens stützen. Sobald das Ziel allerdings weiter präzisiert wird, treten Konflikte zutage. Sie beziehen sich vor allem auf die Fragen, *welche Werte für wen* und *auf welche Weise* geschaffen werden sollen.

So ist in den letzten Jahren von vielen Seiten das Konzept des *Shareholder Value* propagiert worden. Der Shareholder Value Ansatz ist ein Bewertungsansatz, der den Wert eines Unternehmens aus der Sicht der Eigentümer (Shareholder) ermittelt. Der Shareholder Value setzt sich aus dem Barwert der Mittel zusammen, die zukünftig zur Befriedigung der Aktionäre bereitstehen. Dieser Ansatz beantwortet also die Frage, wie viel eine Unternehmung aus Sicht der Aktionäre wert ist.

Je mehr Popularität dieser Ansatz erfuhr, desto kontroverser wurde die gewählte Perspektive des Ansatzes diskutiert. Der Shareholder Value Ansatz, so Kritiker, führe zu einer einseitigen Konzentration auf die Eigentümer und vergesse jene Gruppen, die einerseits am Erfolg einer Unternehmung beteiligt sind und andererseits von ihr abhängen. Kritiker des Shareholder Value Ansatzes propagierten in der Folge weniger ein *alternatives Bewertungsverfahren*, als vielmehr eine *alternative Sichtweise*, die sich darauf konzentriert, wer unternehmerische Wertschöpfung kreiert. Dazu greifen sie i. d. R. auf das *Stakeholderkonzept* zurück. Dieses bereits vor der aktuellen Shareholder Value Euphorie entwickelte Konzept ist dem Bereich des strategischen Managements zuzuordnen. Es zeigt, dass es eine reziproke Abhängigkeit zwischen Unternehmen und bestimmten gesellschaftlichen Gruppen gibt. Die Unternehmensleitung muss, zur Erreichung ihrer Ziele, diese Anspruchsgruppen (Stakeholder) in ihren Entscheidungen berücksichtigen.

In der oftmals emotional aufgeheizten Debatte werden Shareholder Value und Stakeholder Konzept meist als alternative Ansätze diskutiert. Diese Debatte verkennt allerdings die Charakteristika beider Ansätze. Der Shareholder Value Ansatz ist, im Gegensatz zum Stakeholder Konzept, ein Bewertungsverfahren. Es sagt etwas darüber aus, wie Werte geschaffen und die Wertschaffung beurteilt werden können, weniger aber wer die Werte schafft und wer welchen Anteil der Wertschöpfung erhalten soll. Das Stakeholder Konzept zeigt, im Gegensatz zum Shareholder Value Ansatz, dass neben den Eigentümern weitere Gruppen für den Erfolg der Unternehmen von Bedeutung sind. Der Nutzen, den die Stakeholder der Unternehmung geschaffen haben oder den das Unternehmen für die Stakeholder darstellt, wird im Rahmen dieses Konzeptes hingegen nicht bewertet.

Dies ist zu bedauern. Geht man nämlich davon aus, dass die Unternehmen zwischen verschiedenen Stakeholdern und Stakeholder zwischen verschiedenen Unternehmen wählen können, so stellt sich für beide Seiten ein Entscheidungs- und damit auch Bewertungsproblem. Ohne Bewertung wird die Wahl der richtigen Stakeholder bzw. des richtigen Unternehmens aber nur zufällig gelingen.

Ziel dieses Beitrags ist die Darlegung, was unter „Stakeholder Value“ verstanden und wie er gemessen werden kann. Diese Studie beginnt mit einer Zusammenfassung der wichtigsten Aspekte des Stakeholder Konzepts und des Shareholder Value Ansatzes. Im dritten Kapitel wird der Frage nachgegangen, was unter Stakeholder Value verstanden werden kann. Im vierten Kapitel wird die Ermittlung des „Stakeholder Value Added“ aufgezeigt. Das fünfte Kapitel legt dar, wie der Stakeholder Value Added konkret berechnet werden kann. In diesem Zusammenhang wird eine exemplarische Ermittlung des Stakeholder Value Added am Fallbeispiel europäischer Automobilproduzenten vorgenommen.

2. STAKEHOLDER KONZEPT VERSUS SHAREHOLDER VALUE ANSATZ?

Im folgenden werden die beiden, gerne als konfliktär gegenübergestellten Ansätze - Stakeholder Konzept und Shareholder Value Konzept - kurz dargestellt (Abschnitte 2.1 und 2.2) und danach miteinander verglichen (Abschnitt 2.3). Im dritten Kapitel wird darauf aufbauend der Frage nachgegangen, was unter Stakeholder Value verstanden werden könnte.

2.1 Das Stakeholder Konzept

Das sogenannte Stakeholder Konzept ist ein Analysekonzept des strategischen Managements von Unternehmen. Es setzt bei der Erkenntnis an, dass im Gegensatz zur ersten Hälfte dieses Jahrhunderts die meisten Unternehmen heute keine privaten Erwerbseinheiten eines oder mehrerer Eigentümer mehr sind, sondern quasiöffentliche Institutionen (Ulrich 1977). Sie bilden einen Ort konfligierender und komplementärer Interessen unterschiedlicher unternehmensinterner und -externer Anspruchsgruppen.

In Analogie zu Freeman (1984, 25) können alle Individuen oder Gruppen als Stakeholder (Anspruchsgruppen) bezeichnet werden, die in der Unternehmung einen materiellen oder immateriellen Anspruch („stake“) haben. Als „Anteilseigner“ haben sie Anteil am bzw. Einfluss auf den Erfolg und Misserfolg eines Unternehmens. Der Anspruch eines Stakeholders am Unternehmen beruht im wesentlichen auf der Zurverfügungstellung von Ressourcen. Dies können drei Arten von materiellen oder immateriellen Ressourcen sein:

- Kapitalressourcen wie Finanz- (Eigen- und Fremdkapital), Real- (Grundstücke, Gebäude usw.) und Human- (Arbeitskräfte) oder Naturkapital (Erze, Wasser, Deponieraum usw.)
- Vertrauensressourcen wie gesellschaftliche Akzeptanz und gutes Arbeitsklima in der Unternehmung
- Informationen und Know-how

Stakeholder stellen der Unternehmung Ressourcen zur Verfügung solange das Verhältnis von Leistung und Gegenleistung aus ihrer Sicht vorteilhaft ist. Wesentliches Merkmal von Stakeholdern ist die gegenseitige Abhängigkeit, das heißt, dass Anspruchsgruppen im Erreichen ihrer Ziele vom Unternehmen abhängen und das Unternehmen von ihnen abhängt. Dabei handelt es sich nur bei einem Teil der Beziehungen zwischen Stakeholdern einer Unternehmung um Markttransaktionen. Neben – und oft auch anstelle von – marktlichen Transaktionen finden sowohl innerhalb von Unternehmungen als auch zwischen organisationsinternen und externen Stakeholdern vielfältige interessenpolitische Prozesse statt.

Im Bestreben, ihren Anspruch zu sichern, agieren Stakeholder als Interessenvertreter gegenüber der Unternehmungsleitung und anderen Stakeholdern (vgl. Mintzberg 1983; Pfeffer 1992). Dabei haben die Stakeholder simultan sowohl übereinstimmende (z. B. die Erhöhung der verteilbaren Wertschöpfung der Unternehmung) als auch konfliktäre Interessen (z. B. einen höheren Anteil der verteilten Wertschöpfung zu erhalten). Für den zweiten Fall steht die Unternehmensleitung, wie alle anderen Stakeholder auch, vor der Herausforderung, die konfliktären

Interessen gegeneinander abzuwägen und den eigenen Handlungsspielraum soweit als möglich sicherzustellen.

Konflikte können nicht nur zwischen Eigentümern und dem (Top) Management auftreten wie dies im sogenannten „Principal-Agent-Ansatz“ (vgl. Jensen/Meckling 1976; Eisenhardt 1989) analysiert wird, sondern auch zwischen dem Management und anderen Stakeholdern. Wie die Unternehmensleitung sind auch alle anderen Stakeholder herausgefordert, konfliktäre Interessen gegeneinander abzuwägen. Dabei stehen die Stakeholder in einem gegenseitigen und wechselnden sowie zeitlich und in der Art unterschiedlichen Abhängigkeitsverhältnissen. Das Management ist herausgefordert, ein für die Erreichung der Unternehmensziele geeignetes Netzwerk von Akteuren zusammenzuhalten und bei Bedarf zu verändern. Insbesondere gilt es, die „kritischen“ Stakeholder zu erkennen und ihren Beitrag am Unternehmenserfolg sicherzustellen (Schaltegger/Sturm 1992). Kritische Stakeholder kennzeichnen sich erstens durch die Zurverfügungstellung von Ressourcen, die nicht oder nur zu hohen Kosten substituiert werden können. Zweitens können kritische Stakeholder als Lieferanten dieser Ressourcen nicht oder nur zu hohen Kosten ersetzt werden.

Für das gezielte Management von Stakeholderbeziehungen wurden in der jüngeren betriebswirtschaftlichen Literatur auch vertiefte Analyseraster und Handlungsempfehlungen entwickelt (vgl. z. B. Dyllick 1986; *ibid* 1989; Göbel 1995; Hill/Jones 1992; Janisch 1992, Jones 1995, Schaltegger 1999).

Eine vollständige Berücksichtigung der Interessen der Stakeholder ist nicht möglich, da die prinzipiell unlimitierten Ansprüche der Knappheit tauschbarer Güter gegenüberstehen. Da Unternehmungen gesellschaftliche Institutionen sind, muss sich das Management zwar grundsätzlich mit den (legitimen) Ansprüchen der Stakeholder befassen, kommt jedoch nicht darum herum, die Interessen bestimmter Gruppen gezwungenermaßen zurückzustellen. Da die Stakeholder ihre Interessen vielfach nicht widerstandslos zurückstellen lassen, kommt es in der Realität zu interessenpolitischen Prozessen, insbesondere Verteilungskämpfen. *Die strategische Aufgabe des Managements besteht demnach darin, die Verteilung der erwirtschafteten Wertschöpfung so zu gestalten, dass die Ressourcenlieferung der Stakeholder, insbesondere der kritischen Stakeholder, auf möglichst wirtschaftliche Weise nachhaltig sichergestellt wird.*

2.2 Der Shareholder Value Ansatz

Der Shareholder Value Ansatz ist ein Konzept zur Bewertung von Unternehmen aus der Perspektive der Eigentümer (vgl. Rappaport 1995, Copeland et al. 1993). Methodisch ist er aus der dynamischen Investitionsrechnung abgeleitet. Er bestimmt den Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens. Hierzu werden die zukünftigen Geldflüsse, die voraussichtlich zur Befriedigung der Aktionäre zur Verfügung stehen, die sogenannten Free Cash Flows, auf einen einheitlichen Zeitpunkt abgezinst. Im Gegensatz zu den Free Cash Flows berücksichtigt beispielsweise der Gewinn nicht, dass ein Teil des Gewinns unter Umständen im Rahmen der Innenfinanzierung von Investitionen verwendet werden muss und damit der zur Befriedigung der Aktionäre zur Verfügung stehende Anteil reduziert wird.

Als Diskontierungssatz wird die Marktverzinsung des Kapitals mit vergleichbarem Risiko eingesetzt. Dieser Diskontierungssatz kann als Opportunitätskosten des Kapitals interpretiert werden. Der Shareholder Value ist daher nichts anderes als der Gegenwartswert der zukünftigen Free Cash Flows einer Unternehmung unter Berücksichtigung der vom Markt für ein vergleichbares Risiko gezahlten Risikoprämie.

Der Shareholder Value einer Unternehmung lässt sich wie folgt berechnen²:

$$\text{Shareholder value} = \sum_{n=1}^{n=\infty} FCF_n \cdot \frac{1}{(1+i)^n} - FK$$

wobei, FCF=Free Cash Flow, n=Periode
i=Diskontierungssatz (WACC), FK=Fremdkapital

Ein Stärke des Shareholder Value-Ansatzes liegt darin, dass die Steigerung des Unternehmenswerts anhand einer beschränkten Anzahl von Werttreibern erklärt werden kann (vgl. auch Abbildung 1). Zu diesen Werttreibern (Value Drivers) gehören:

- Investitionen ins Anlagevermögen
- Investitionen ins Umlaufvermögen
- Umsatzwachstum
- Betriebliche Gewinnmarge
- Gewinnsteuersatz
- Dauer der Wertsteigerung
- Kapitalkosten

Die ersten sechs Werttreiber haben einen Einfluss auf den betrieblichen Cash Flow (Abbildung 1). Sie bestimmen, wie hoch die Nettogeldzuflüsse nach Berücksichtigung aller Kosten außer den Kapitalkosten sind. Der siebte Werttreiber - die Kapitalkosten - bestimmt den Diskontierungssatz. Der Diskontierungssatz hängt vom Risiko ab. Er spiegelt also die Risikohaftigkeit der Cash Flows wider, die sich durch die ersten sechs Werttreiber ergeben.

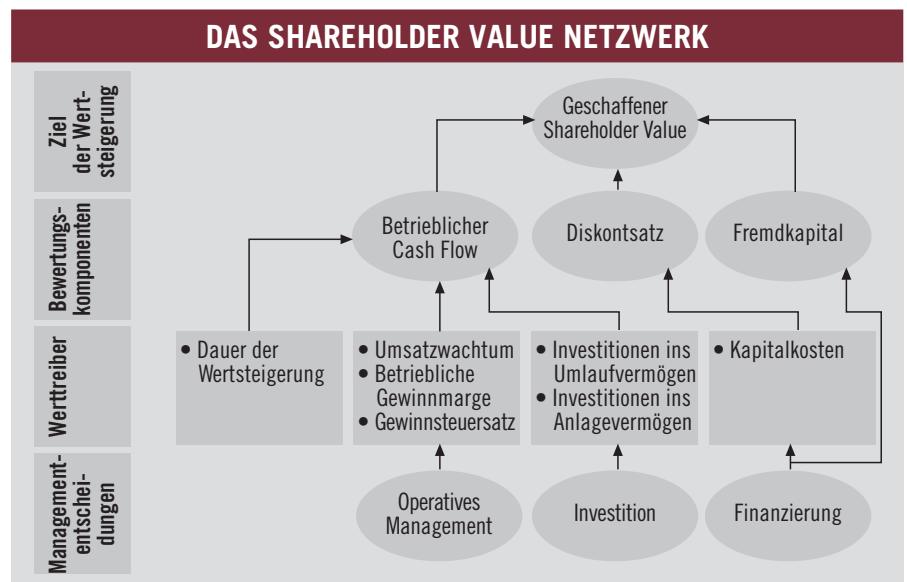


Abbildung 1: Das Shareholder Value Netzwerk (analog zu Rappaport 1995)

Werden geplante Maßnahmen hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf diese Werttreiber analysiert, kann ihr Einfluss auf den Shareholder Value ermittelt werden (für Environmental Shareholder Value vgl. Schaltegger/Figge 1998).

2.3 Ein Gegensatz?

Die Gegenüberstellung des Shareholder Value Ansatzes und des Stakeholder Konzepts des letzten Kapitels zeigt, dass Unterschiede bestehen (vgl. auch Speckbacher 1997). Ersichtlich wird allerdings auch, dass die Konzepte keineswegs in einem grundsätzlichen Widerspruch zueinander stehen. In Tabelle 1 werden Stakeholder Konzept und Shareholder Value Ansatz bezüglich einiger Kriterien miteinander verglichen.

	STAKEHOLDER KONZEPT	SHAREHOLDER VALUE KONZEPT
Fachdisziplin	Strategisches Management	Unternehmensfinanzierung
Gegenstand	Strategische Unternehmensführung	Unternehmensbewertung
Charakter des Konzepts	qualitativ-interessenpolitisch	quantitativ-finanziell
Fokus primär aus Sicht...	des Top-Managements	der Investoren (Eigentümer)
Ziel der Anwendung des Konzepts	Handlungsspielraum des Managements erhöhen (Satisfizierung)	Unternehmenswertsteigerung (Maximierung)
Ziel der Unternehmung	Fortbestand und Wertschöpfung	Wertsteigerung
Ressourcenorientierung	alle Ressourcenlieferanten	primär Eigenkapitalgeber
Der Einsatz von Ressourcen dient...	der Leistungserstellung, dem Fortbestand der Unternehmung und der Erreichung der Ziele der kritischen Stakeholder	der Maximierung der risikoadjustierten Rendite des Einsatzes von Eigenkapital
Welche Ansprüche muss das Management berücksichtigen?	Stakeholder mit knappen, für Leistungserstellung notwendigen Ressourcen	Eigentümer
Entlöhnung der Ressourcenlieferanten	alle Stakeholder (inkl. Eigenkapitalgeber) nach dem Wertgrenzprodukt ihrer Leistung	Entlöhnung der Eigenkapitalgeber ist Residualgröße, alle anderen Stakeholder werden nach dem Wertgrenzprodukt ihrer Leistung entlohnt
Verteilung des Überschusses (Free Cash Flow)	keine Aussage	alles, was nach Abgeltung der Ressourcenlieferanten übrig bleibt, gehört den Eigentümern
Operationalisierung	gering, strategisch	hoch, operativ
Komplexität, gegenseitige Abhängigkeit der Variablen	groß	klein

Tabelle 1: Gegenüberstellung von Stakeholder Konzept und Shareholder Value Ansatz

Während das Stakeholder Konzept im strategischen Management seinen *Ursprung* und *Gegenstand* findet, zählt der Shareholder Value Ansatz zur Unternehmensfinanzierung und befasst sich mit der finanziellen Unternehmensbewertung. Dementsprechend ist der konzeptionelle Charakter der Analyseansätze eher komplementär als gegensätzlich. So hat das Stakeholder Konzept eine qualitativ-politische und der

Shareholder Value Ansatz eine quantitativ-finanzielle Ausrichtung. Beim Vergleich fällt auf, dass die Ansätze weder methodisch gegensätzlicher Natur sind, noch dass sie eine konträre ideologische Position zum gleichen Gegenstand einnehmen. Vielmehr wird deutlich, dass einmal eine Analyse aus dem *Blickwinkel* des (Top) Managements (Stakeholder Ansatz) und das andere Mal aus der Perspektive der Eigentümer bzw. Investoren erfolgt. Dementsprechend ist das Ziel der Konzeptanwendung im ersten Fall die Erhöhung des Handlungsspielraums des Managements zur Verbesserung des Unternehmenserfolgs und im zweiten das der Unternehmenswertsteigerung. Diese beiden Ziele können einander zwar widersprechen; sie können aber auch kompatibel sein. So kann die Unternehmensführung nur dann den Unternehmenswert steigern, wenn sie gegenüber der Konkurrenz, den Behörden, Aktionsgruppen usw. über Handlungsspielräume verfügt, die sie für Produktinnovationen, die Erschließung neuer Märkte usw. nutzen kann.

Der Vergleich der beiden Konzepte zeigt auch, dass unterschiedliche, jedoch einander bedingende *Unternehmensziele* (Fortbestand der Unternehmung versus Steigerung des Unternehmenswerts) aus der Sicht verschiedener betriebswirtschaftlicher Disziplinen beleuchtet werden.

Auch wird ein unterschiedliches *Betrachtungsspektrum* der Analyse zugrundegelegt. Während im ersten Fall alle Ressourcenlieferanten quasi „aus gleicher Optik“ im Vergleich betrachtet werden, nimmt das Shareholder Value Konzept primär die Perspektive der Eigenkapitalgeber als Empfänger des Residualwerts der Wertschöpfung nach Abgeltung der Leistungen aller anderen Stakeholder ein. Wesentlich ist dabei, dass keines der Konzepte bestimmte Stakeholder a priori ausschließt. Lediglich der Blickwinkel wird gewechselt. Der Unterschied in der Beantwortung der Frage, welche *Ansprüche* das Management berücksichtigen muss, ergibt sich aus der Annahme des Shareholder Value Ansatzes, dass alle Ressourcenlieferanten nach dem marktlichen Gegenwert ihrer Leistung abgegolten worden sind und die Residualgröße der Wertschöpfung den Eigentümern zusteht. Das Stakeholder Konzept setzt im Prozess der Verteilung der Wertschöpfung des Unternehmens demgegenüber einen Schritt früher an. Es geht davon aus, dass die Ansprüche derjenigen Stakeholder besonders zu berücksichtigen sind, die über knappe, für die Leistungserstellung notwendigen Ressourcen verfügen. Auch dies impliziert eine Entlohnung der Ressourcenlieferanten nach dem Wert, den die Zurverfügungstellung einer Ressource für das Unternehmen schafft (sog. Wertgrenzprodukt). Dabei werden die Eigenkapitalgeber definitionsgemäß nur dann anders behandelt als andere Stakeholder, wenn ihre Ressource besonders knapp ist.

Das Stakeholder Konzept ist entsprechend seines qualitativen *Charakters* weniger stark operationalisiert als der primär finanziell ausgerichtete Shareholder Value Ansatz. Die quantitative Berechnung des Shareholder Value erfordert notwendigerweise eine Reduktion des Komplexitätsgrades der Analyse. Dies hat den Vorteil, dass eine klare Zielfunktion zur Steigerung bzw. Maximierung des Unternehmenswerts formuliert werden kann. Da der Stakeholder Ansatz eine Vielzahl von Anspruchsgruppen aufnimmt, die Wertschöpfung der Unternehmung in den Vordergrund stellt und keine Annahmen über die Verteilung

lung des Gewinns macht, entspricht das Ziel des strategischen Management einer *Satisfizierung* der Ansprüche der Ressourcenlieferanten. Die durch ein strategisches Management der Stakeholderbeziehungen sichergestellte Ressourcenlieferung dient denn auch dem Fortbestand der Unternehmung, während der Shareholder Value Ansatz einen Schritt weiter der Frage nachgeht, wie die risikoadjustierte Rendite des Einsatzes von Eigenkapital unter der Annahme marktmäßig entlohnter Ressourcenlieferanten maximiert werden kann.

Zusammenfassend zeigt der Vergleich, dass beim Shareholder Value Ansatz und dem Stakeholder Konzept zwei verschiedene Perspektiven zur Analyse zentraler Aspekte der Unternehmensführung eingenommen werden, die zwar unterschiedlich, im Prinzip nicht jedoch a priori gegensätzlich sind, sondern sich in etlichen Punkten vor allem ergänzen:

- *Operationalisierung des Stakeholder Ansatzes und des Stakeholder Value:* Das Stakeholder Konzept in seiner bisherigen Form hebt zwar die Bedeutung verschiedener Stakeholder hervor, zeigt allerdings nicht, wie deren Beitrag zum Unternehmenserfolg zu bewerten ist. Relevant ist diesbezüglich, dass der operativ orientierte Shareholder Value Ansatz eine Ergänzung zum strategisch ausgerichteten Stakeholder Konzept darstellt. Dies insbesondere, weil der Nutzen der praktischen Anwendung des Stakeholder Konzepts für die Unternehmensleitung durch eine stärkere Operationalisierung bzw. durch eine Messung eines Stakeholder Value gesteigert werden könnte. Dazu könnte der operative Ansatz zur Ermittlung des Shareholder Value Hilfestellung leisten.
- *Shareholder Value durch Management von Stakeholderbeziehungen:* Der Shareholder Value Ansatz ist ein Konzept zur Unternehmensbewertung aus der Perspektive der Eigenkapitalgeber. Er macht per se keine Aussagen über das Verhältnis zwischen dem Unternehmen und seinen Stakeholdern. Eine verstärkte Operationalisierung des Stakeholder Konzepts kann der Unternehmensleitung im Rahmen des Managements von Stakeholderbeziehungen zur Steigerung des Shareholder Value dienen. So betont der Stakeholder Ansatz, dass Unternehmen von verschiedenen Gruppen abhängen, die Unternehmen Ressourcen liefern. Unternehmen müssen für eine erfolgreiche Steigerung des Unternehmenswertes diese Ressourcenlieferanten in ihre Entscheidungen einbeziehen. Erst wenn der Unternehmenswert gemessen werden kann, den jeder Stakeholder für die Unternehmung schafft, ist ein gezieltes ökonomisch rationales Management von Stakeholderbeziehungen zur Steigerung des Shareholder Value möglich.
- Die Anknüpfungspunkte der beiden Ansätze heben die Bedeutung der Messung des Stakeholder Values und des Managements von Stakeholderbeziehungen hervor. Im folgenden wird deshalb diskutiert, was unter Stakeholder Value verstanden werden und wie er gemessen werden kann.

3. WAS KANN UNTER STAKEHOLDER VALUE VERSTANDEN WERDEN?

Der Begriff „Stakeholder Value“ wird heute in der Praxis schon regelmäßig verwendet. Eine Datenbankrecherche zu Tagespressemitteilungen mit dem Stichwort „Stakeholder Value“ bringt zutage, dass dieser Begriff fast ausschließlich als unerläutertes Schlagwort benutzt wird.³ Auch in der wissenschaftlichen Literatur erfolgt keine klare Definition (für ein aktuelles Beispiel vgl. z. B. Earl/Clift 1999). Die Bedeutung des Stakeholder Value als Maßgröße ist bisher offensichtlich nicht geklärt worden. Dieses Kapitel zeigt, welche Begriffsinhalte man unter dem Begriff „Stakeholder Value“ verstehen könnte (Abschnitt 3.1), wie diese Begriffe interpretiert werden können (3.2) und warum der Stakeholder Value gemessen werden soll (3.3).

3.1 Unternehmensorientierter Stakeholderwert oder stakeholderorientierter Unternehmenswert?

Der Begriff des „Stakeholder Value“ wird in der Praxis häufig als Gegenmodell zum Shareholder Value eingesetzt. Aus einer direkten Gegenüberstellung resultiert allerdings - anders als man auf den ersten Blick denken könnte - keine eindeutige Definition des Stakeholder Value.

Jede Bewertung setzt voraus, dass bekannt ist, was der *Bewertungsgegenstand* und was die *Bewertungsperspektive* sind. Der Bewertungsgegenstand definiert was und die Bewertungsperspektive für wen beziehungsweise für welche Verwendung bewertet wird.

Der Shareholder Value Ansatz bewertet Unternehmen (Bewertungsgegenstand) aus der Perspektive der (potentiellen) Eigenkapitalgeber im Hinblick auf eine Fortführung des Unternehmens (Bewertungsperspektive). Ein Investor, der das zu bewertende Unternehmen beispielsweise liquidieren möchte, würde kein barwertorientiertes Bewertungsverfahren wie den Shareholder Value, sondern ein Substanzwertverfahren zur Ermittlung des Liquidationswertes wählen. Der Wert eines Bewertungsgegenstandes und die Methode zu dessen Bewertung hängt also von der gewählten Perspektive ab. Aus dem Begriff „Stakeholder Value“ werden aber weder Bewertungsgegenstand noch Bewertungsperspektive a priori klar.

Es kann in diesem Zusammenhang zwischen zwei möglichen Betrachtungsweisen unterschieden werden (vgl. auch Abbildung 2):

- *Stakeholderorientierte Unternehmensbewertung*

Stakeholder Value kann als Wert des Unternehmens aus Sicht eines Stakeholders interpretiert werden. Beim Unternehmenswert aus Stakeholdersicht ist das Unternehmen der Bewertungsgegenstand und die gewählte Perspektive die des jeweiligen Stakeholders. Die zugrundeliegende Fragestellung ist beispielsweise: Wie viel ist das Unternehmen aus der Perspektive der Mitarbeiter wert unter der Annahme, dass die Beziehung fortgeführt wird? Der Shareholder Value Ansatz ist damit ein Spezialfall der stakeholderorientierten Unternehmensbewertung. Er ermittelt den *Fortführungswert* aus der Perspektive des Stakeholders „Eigenkapitalgeber“.

- *Unternehmensorientierte Stakeholderbewertung*

Unter Stakeholder Value könnte aber auch eine unternehmensorientierte Stakeholderbewertung verstanden werden. Aus diesem Blickwinkel werden die Stakeholder zum Bewertungsgegenstand, während die Unternehmung bzw. das Management die Bewertungsperspektive vorgibt. Es wird nun die Frage nach dem Beitragswert eines bestimmten Stakeholders aus der Perspektive des Unternehmens gestellt. Der für ein Unternehmen geschaffene Wert eines Stakeholders bemisst sich an seinem Beitrag zur Erreichung der Unternehmensziele bzw. zur Erhöhung des Unternehmenswerts.

Soll „Stakeholder Value“ analog zu „Shareholder Value“ verstanden werden, müsste Stakeholder Value als stakeholderorientierte Unternehmensbewertung interpretiert werden.⁴ Die erwähnte Literaturlauswertung zeigt allerdings, dass Autoren, die eine „Stakeholder Value Steigerung“ propagieren, meist den Wert der Stakeholder für die Unternehmen betonen möchten. Soll eine solche Bewertung durchgeführt werden, so handelt es sich um eine unternehmensorientierte Stakeholderbewertung.

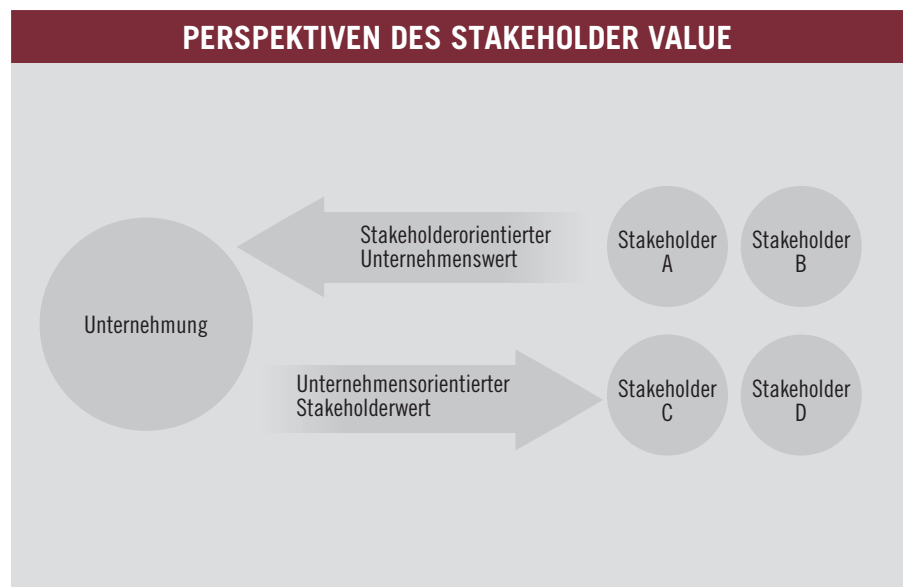


Abbildung 2: Perspektiven des Stakeholder Value

Aus der konsequenten Weiterführung dieser Überlegungen und der Tatsache, dass Unternehmungen weder handeln noch bewerten können, sondern wir es dabei immer mit Handlungen und Bewertungen von Stakeholdern (Management, Mitarbeiter usw.) zu tun haben, wird offensichtlich, dass *nur „stakeholderorientierte Stakeholderbewertungen“ existieren*. Gerade deshalb ist die transparente Offenlegung von Bewertungsgegenstand und -perspektive unerlässlich. Wie bei allen Bewertungen wird ein Wechsel der Bewertungsperspektive in der Regel zu verschiedenen Bewertungsergebnissen führen. Ein Teil der Konflikte zwischen den Anhängern des Shareholder Value Ansatzes und den Verfechtern des Stakeholder Konzepts dürfte denn auch in der unterschiedlichen zugrundegelegten, jedoch nicht transparent gemachten Bewertungsperspektive liegen.

3.2 Interpretation der Perspektiven

Zu einem freiwilligen Ressourcentausch zwischen Stakeholdern und der Unternehmung wird es nur kommen, wenn für beide Seiten der Nutzen höher erscheint als die Kosten. Nutzen und Kosten umfassen dabei materielle und immaterielle Werte. Aus Sicht der Unternehmung muss der Nutzen der Ressource des Stakeholders die Kosten übersteigen, die bei ihrer Nutzung entstehen. Aus Sicht des Stakeholders muss der Nutzenfluss von der Unternehmung an den Stakeholder die Kosten der Ressourcenlieferung übersteigen. *Es muss mit anderen Worten für beide Seiten aus ihrer jeweiligen Perspektive ein Wert geschaffen werden.*

Unterstellt man sinkende Grenznutzen und steigende Grenzkosten des Ressourceneinsatzes bzw. der Ressourcenbereitstellung, so kann man davon ausgehen, dass beide Seiten einem Tausch zustimmen, solange der Grenznutzen die Grenzkosten übersteigt (Abbildung 3). Eine Unternehmung wird daher maximal einem Preis (P) für die Leistung des Stakeholders zustimmen, der dem Grenznutzen der Ressource (GN) entspricht (P = GN).⁵

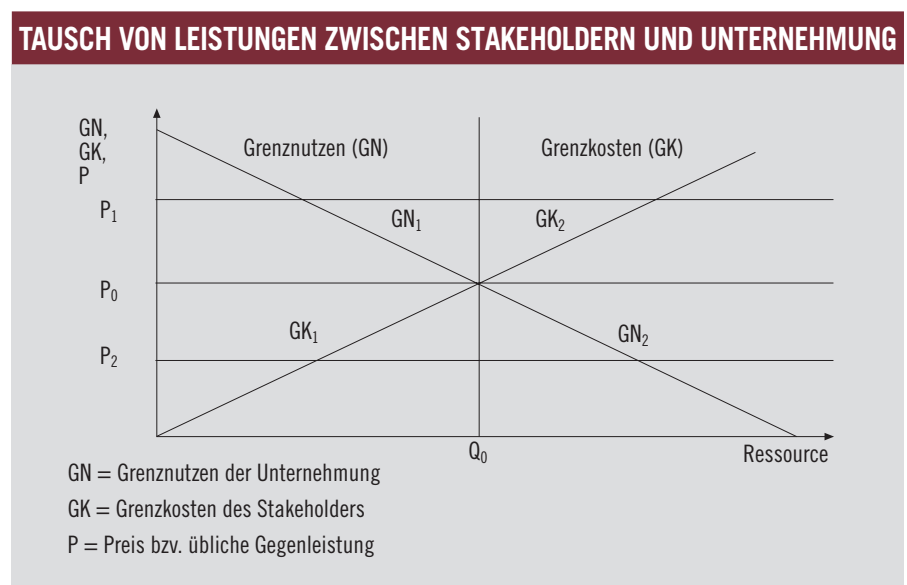


Abbildung 3: Tausch von Leistungen zwischen Stakeholdern und Unternehmung

Ein Stakeholder wird auf der anderen Seite eine Gegenleistung verlangen, die mindestens die Höhe seiner Grenzkosten (GK) erreicht ($P \geq GK$). Ein Gleichgewicht besteht, wenn der Grenznutzen der zu leistenden Zahlung der Unternehmung und diese den Grenzkosten des Stakeholders entspricht (bei P_0 und Q_0). Der Preis kann dann als Marktpreis interpretiert werden, wenn er dem für eine bestimmte Art von Stakeholderleistungen üblichen Entgelt oder der sonstigen gebräuchlichen Gegenleistung entspricht.

Es kann allerdings davon ausgegangen werden, dass es immer wieder zu Ungleichgewichten zwischen dem geforderten (akzeptierten) Preis und dem Grenznutzen (Grenzkosten) kommt. In solchen Fällen entsteht ein Anpassungsdruck. Es können in diesem Zusammenhang vier Situationen unterschieden werden.

$GN_1 > P_0 > GK_1$: Übersteigt der Grenznutzen den Marktpreis und dieser die Grenzkosten des Stakeholders kann nicht nur damit gerechnet werden, dass es zu einem Ressourcenaustausch kommen wird. Es ist auch im Interesse beider Beteiligten, dass das Verhältnis weitergeführt und ausgeweitet wird.

$GN_2 < P_0 < GK_2$: In einer Situation, wo der Marktpreis einer Ressource einerseits den Grenznutzen der Unternehmung übersteigt, aber andererseits unter den Grenzkosten des Stakeholders liegt, ist die Verbindung zwischen Unternehmung und Stakeholder aus der Perspektive beider Beteiligten nicht attraktiv. Es ist auf beiden Seiten auch kein „Verhandlungsspielraum“ vorhanden.

$P_1 > GN_1 > GK_1$: Übertrifft der zum Beispiel ortsgebräuchliche Preis den Grenznutzen der Unternehmung einerseits, andererseits aber auch die Grenzkosten des Stakeholders, so wird die Unternehmungsleitung nur bereit sein, eine Stakeholderbeziehung einzugehen bzw. aufrecht zu erhalten, wenn die zu entrichtende Gegenleistung an den Stakeholder reduziert wird (P_0 statt P_1). Dieser hat ein Interesse, einer solchen Senkung zuzustimmen, solange der Preis auch in Zukunft die Grenzkosten übersteigt.

$P_2 < GN_2 < GK_2$: Übersteigt der Grenznutzen der Ressource für die Unternehmung die marktübliche Gegenleistung (P_2), ist diese aber kleiner als die Grenzkosten, die dem Stakeholder entstehen (GK_2), so wird der Stakeholder nur zur Ressourcenlieferung bereit sein, wenn die Zahlung erhöht wird (von P_2 auf P_0). Da die Unternehmung nur zu einer Preiserhöhung bereit wäre, wenn sie unter dem Grenznutzen bleibt, wird es zu keiner Transaktion kommen.

Die Betrachtung der Grenznutzen und –kosten hilft die Frage zu beantworten, bis zu welchem Punkt bzw. in welchem Maß es zu einem Tausch zwischen Unternehmung und Stakeholder kommt. Dabei wurde festgestellt, dass beide Seiten an einem Ressourcenaustausch solange interessiert sind, bis aus ihrer jeweiligen Perspektive der Grenznutzen den Grenzkosten entspricht. Geht man davon aus, dass vor Erreichen dieses Punktes der Grenznutzen die Grenzkosten übersteigt, *entsteht für beide Beteiligte jeweils eine Rente* (Abbildung 4). Diese Renten spiegeln den Wert wider, der durch den Austausch zwischen Unternehmung und Stakeholder entsteht. Die Summe dieser beiden Renten kann als *Stakeholder Value* bezeichnet werden. Der Stakeholder Value setzt sich aus dem *stakeholderorientierten Unternehmenswert* (Fläche APOC) einerseits und dem *unternehmensorientierten Stakeholderwert* (Fläche BPOC) andererseits zusammen.

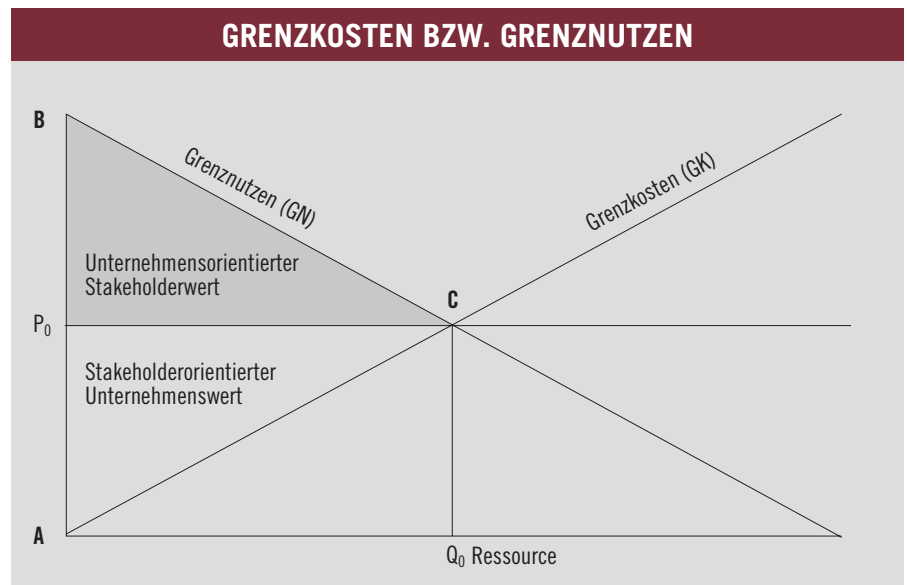


Abbildung 4: Stakeholder und Unternehmensrente

Der gesamte Stakeholder Value, der aus der Beziehung zwischen Unternehmensleitung und seinen Stakeholdern entsteht, entspricht damit der Summe des stakeholderorientierten Unternehmenswerts für alle Stakeholder und des unternehmensorientierten Stakeholderwerts für alle Stakeholder.

3.3 Warum Stakeholder Value messen ?

Nach der vorigen Diskussion stellt sich die Frage, ob eine Messung des Stakeholder Value nützlich ist, oder ob es nicht ausreicht, diesen Wert als qualitative Orientierungsgröße zu verwenden. Im wesentlichen sprechen vier Argumente für eine Messung des Stakeholder Value:

Der Stakeholder Value entspricht nicht dem Shareholder Value: In der Praxis wird häufig argumentiert, dass eine Maximierung des Shareholder Value auch immer im Interesse seiner Stakeholder sei (vgl. z. B. BZ Trust 1998). In diesem Zusammenhang muss angemerkt werden, dass der Shareholder Value den Unternehmenswert ausschließlich aus der Perspektive der Eigenkapitalgeber misst. Aus der Bewertungspraxis ist allerdings bekannt, dass selbst Finanzanlagen aus der Perspektive verschiedener potentieller Investoren und zu verschiedenen Bewertungsanlässen durchaus einen unterschiedlichen Wert haben können. So unterscheidet sich beispielsweise regelmäßig der Liquidations- und der Fortführungswert einer Unternehmung. Dies gilt analog auch für die Bewertung von Unternehmen aus der Perspektive verschiedener Stakeholder. Der Stakeholder Value – unabhängig davon, ob er als stakeholderorientierter Unternehmenswert oder als unternehmensorientierter Stakeholderwert interpretiert wird – kann demnach weder definitorisch noch zwangsweise dem Shareholder Value gleichgesetzt werden. Dabei ist auch zu beachten, dass in theoretischer Sicht gemäss dem Shareholder Value Konzept eine Steigerung des Shareholder Value weder einen hohen Stakeholder Value a priori ausschließt oder bedingt, noch dass es einen direkten Zusammenhang zwischen Stakeholder Value und Shareholder Value postuliert.

Sachliche Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value: Die sachliche Beurteilung, ob ein am Shareholder Value Ansatz orientiertes Management „automatisch“ auch den Stakeholder Value erhöht, ist nur möglich, wenn er gemessen werden kann. Erst die Messung des Stakeholder Value ermöglicht die empirische Beurteilung, ob und in welcher Art ein kausaler quantitativer Zusammenhang besteht. Dabei kann einerseits empirisch der Frage nachgegangen werden, ob grundsätzlich eine signifikante Korrelation zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value existiert und andererseits, ob unterschiedliche bzw. unterschiedlich starke Zusammenhänge zwischen der Ausrichtung des Managements, zwischen verschiedenen Branchen oder Nationen usw. bestehen. Drittens kann die Frage angegangen werden, ob bestimmte Stakeholder durch ein auf den Shareholder Value ausgerichtetes Management besonders bevorzugt oder benachteiligt werden.

Nur was gemessen wird, wird auch bewusst berücksichtigt: Die Frage, welche Stakeholder wie stark berücksichtigt werden sollen bzw. müssen, ist eine zentrale Herausforderung für die strategische Unternehmensführung, der heute vorwiegend intuitiv oder grob schematisch begegnet wird. Immer wenn zwischen Alternativen ausgewählt werden muss und die Entscheidungssituation nicht aufgrund qualitativer Aspekte eindeutig ist, liefert eine Messung eine besonders erwünschte Unterstützung. Uneindeutige Situationen ergeben sich insbesondere bei komplexen Sachverhalten, wobei gerade dann eine Messung oft als besonders schwierig gilt. Da in der Praxis bekanntlicherweise vor allem diejenigen Aspekte gemanagt werden, die auch gemessen werden, ist eine Messung auch dann hilfreich, wenn die Maßgröße den Sachverhalt nicht voll umfassend widerspiegelt. Alleine schon die Tatsache, dass etwas gemessen wird und eine Maßgröße unternehmensintern und/oder -extern kommuniziert wird, gibt dem beachteten Aspekt ein größeres Gewicht. Allerdings sind die Einschränkungen der Aussagekraft einer Maßzahl bei der Entscheidung immer zu beachten.

Die effiziente Gestaltung von Stakeholderbeziehungen erfordert eine verlässliche Informationsgrundlage. Die Messung des Stakeholder Value stellt eine sachliche Grundlage zur Entscheidungsfindung im strategischen Management und zur Gestaltung der Stakeholderbeziehungen dar. Welche Stakeholder tragen zum Unternehmenserfolg besonders stark bei? Welche Stakeholder werden vom Management zuwenig berücksichtigt, welche erhalten im Vergleich zu anderen ein zu hohes Gewicht? Die Messung des Stakeholder Value ermöglicht auch die Beurteilung, ob und in welchem Ausmaß Managemententscheidungen und Maßnahmen erfolgreich waren. Insbesondere kann auch untersucht werden, inwiefern eine Stakeholderorientierte Unternehmensführung – die also den Stakeholder Value erhöhen müsste – einen Einfluss auf den Shareholder Value hat.

Weder eine empirische Beurteilung des Zusammenhangs zwischen Shareholder Value Orientierung und Stakeholder Value - oder *vice versa* eine Beurteilung des Zusammenhangs zwischen einer Stakeholder Value Orientierung und dem Shareholder Value - noch eine quantitativ fundierte Gestaltung von Stakeholderbeziehungen ist ohne eine Messung des Stakeholder Value möglich. Da entsprechende Analysen ein systematisches und effizientes Management einer Unternehmung unterstützen, stellt sich nun die Frage, welche Bewertungsmethoden zur Messung des Stakeholder Value grundsätzlich zur Verfügung stehen.

4. STAKEHOLDER VALUE ADDED

4.1 Von der Bewertung des Shareholder Value zur Bewertung des Stakeholder Value

Ein Wert entsteht, wenn der Nutzen einer Handlung deren Kosten übersteigt, also ein *Nutzenüberschuss* entsteht. Zur Ermittlung des Unternehmenswertes stellen zukunftsorientierte Bewertungsverfahren wie beispielsweise der Shareholder Value Ansatz oder die Methode des Economic Value Added daher erwartete Nutzen und Kosten gegenüber. Risiken werden im Rahmen dieser Verfahren durch Adjustierung des Diskontierungssatzes berücksichtigt. Diese Verfahren basieren zur Ermittlung des Unternehmenswertes demnach auf den folgenden drei Komponenten:

- Erwarteter Nutzen
- Erwartete Kosten
- Erwartetes Risiko

Wie im vorigen Abschnitt dargelegt, äußert sich auch die Wertschaffung durch Beziehungen mit anderen Stakeholdern in einem Nutzenüberschuss für beide Seiten. Die im Rahmen der Ermittlung des Stakeholder Value zu bewertenden Variablen sind deshalb auch hier die erwarteten zukünftigen Nutzen, Kosten und Risiken.

4.2 Grundsatz der Ermittlung des risikoadjustierten Nutzenüberschusses

Bei der Ermittlung des Nutzenüberschusses aus einer Stakeholderbeziehung sind risikoadjustierte Kosten und Nutzen zu ermitteln und einander gegenüberzustellen. In diesem Zusammenhang treten zwei Probleme bei der Messung des Stakeholder Value auf:

Erstens ist nur ein Teil der Nutzen und Kosten monetarisiert und monetarisierbar. Eine vollumfassende Messung des gesamten Stakeholder Value ist damit nicht möglich. Die Analyse der Literatur, die den Begriff „Stakeholder Value“ aufwirft, zeigt allerdings klar, dass in den allermeisten Fällen davon ausgegangen wird, dass sich der Wert von Stakeholderbeziehungen ökonomisch rechnet und damit implizit monetarisierbar ist.

Wenn wir nun der Frage nachgehen, wie Stakeholderbeziehungen bewertet werden können, treffen wir zweitens auf das Problem, dass nur die Beziehung zu den Kapitalgebern durch einen beidseitigen Geldfluss gekennzeichnet ist (vgl. Tabelle 2).⁶ In allen anderen Stakeholderbeziehungen liegt nur ein einseitiger Geldfluss vor, dem ein Realwert (Dienstleistung oder materielles Produkt) gegenübersteht.⁷

	Cash Flow von Unternehmen an Stakeholder	Cash Flow von Stakeholder an Unternehmen
Personal	Ja	Nein
Staat	Ja	Nein
Lieferanten	Ja	Nein
Kunden	Nein	Ja
Kapitalgeber	Ja	Ja

Tabelle 2: Cash Flow-Relevanz von Stakeholderbeziehungen zum Unternehmen

Zur Ermittlung des Stakeholder Value stellt sich daher die Frage, wie in den Fällen, in denen sich Kosten bzw. Nutzen nicht unmittelbar monetär ergeben, vorgegangen werden kann. Es muss auch hier wieder zwischen stakeholderorientierter Unternehmensbewertung und unternehmensorientierter Stakeholderbewertung unterschieden werden. Tabelle 3 gibt einen Überblick über die Bewertungsfragen, die in diesem Zusammenhang zu lösen sind. Es muss beispielsweise geklärt werden, wie die Kosten, die dem Stakeholder Staat entstehen, bzw. der Nutzen der Unternehmung aus dem Verhältnis zum Stakeholder Staat, bestimmt werden können.

	Stakeholderorientierte Unternehmensbewertung „von Unternehmung an Stakeholder“	Unternehmensorientierte Stakeholderbewertung „von Stakeholder an Unternehmung“
Nutzen	Kunden	Personal, Staat, Lieferanten
Kosten	Personal, Staat, Lieferanten	Kunden

Tabelle 3: Offene Bewertungsfragen von Nutzen und Kosten

Erst wenn es gelingt, diese Bewertungsfragen zu lösen, können Nutzen und Kosten saldiert und somit ein Nutzenüberschuss berechnet werden. Dabei *bezeichnen wir den Barwert der diskontierten Nutzenüberschüsse als Stakeholder Value Added*. Die Berechnung des Stakeholder Value Added stellt das Ziel jeder Stakeholder Value Berechnung dar und kann grundsätzlich mit folgender Formel ermittelt werden:

$$\text{Shareholder Value Added} = \sum_{n=1}^{n=\infty} (N_n^{ST} - K_n^{ST}) \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

NST = Nutzen aus Stakeholderbeziehung (Stakeholder benefits)

KST = Kosten aus Stakeholderbeziehung (Stakeholder costs)

n = Periode

i = Diskontierungssatz

Es muss in diesem Zusammenhang betont werden, dass dies nur eine mögliche Berechnungsweise darstellt. Andere mögliche Berechnungsweisen unterscheiden sich beispielsweise in bezug auf den Zeitpunkt, zu dem während der Berechnung die Diskontierung vorgenommen wird.

Die Berechnung des Stakeholder Value Added erfordert eine Quantifizierung bzw. Monetarisierung der Nutzen und Kosten sowie des Risikos einer Stakeholderbeziehung. Die Tatsache, dass nur ein Teil der Nutzen und Kosten monetärer Art sind, stellt zwar eine Einschränkung der Aussagekraft über die Beziehungsqualität zwischen Unternehmung und Stakeholder dar. Eine Monetarisierung ermöglicht jedoch eine Operationalisierung von Stakeholdernutzen, Stakeholderkosten und Stakeholder Value Added und erlaubt somit eine Aussage über die monetären Aspekte der Beziehung.

	Nutzen bewertet	Nutzen nicht bewertet
Kosten bewertet	Stakeholder Value Added	Stakeholder Costs
Kosten nicht bewertet	Stakeholder Benefit	

Tabelle 4: Stakeholdernutzen, Stakeholderkosten und Stakeholder Value Added

Wie in Tabelle 4 dargelegt, kann in den Fällen, in denen nur die Nutzen, nicht aber die Kosten berechnet werden können, der *Stakeholder Benefit* (Stakeholdernutzen) bestimmt werden. Die *Stakeholder Costs* (Stakeholderkosten) können berechnet werden, wenn die Kosten, nicht aber die Nutzen ermittelt werden können.

Die Berechnung des *Stakeholder Value Added* als eine zukunftsorientierte Langfristkennzahl erfordert eine Bewertung von Stakeholdernutzen und -kosten über mehrere Perioden.

4.3 Ermittlung des Nutzenüberschusses einer Stakeholderbeziehung

Heute wird der Unternehmenswert in der Regel mit zukunftsorientierten Bewertungsverfahren wie beispielsweise dem Shareholder Value Ansatz ermittelt. Der Gesamtunternehmenswert wird durch die Saldierung und Diskontierung aller erwarteten Cash Flows zukünftiger Perioden ermittelt. Erst in einem folgenden Schritt wird der ermittelte Wert den (Opportunitäts-) Kosten des Eigenkapitals gegenübergestellt.

In Abbildung 5 ist dargestellt, wie bei der traditionellen Berechnung des Shareholder Value die Ansprüche aller bzw. aller nicht-kapitalgebenden Stakeholder (mit Ausnahme der Ansprüche der Eigenkapitalgeber) in einem ersten Schritt in Abzug gebracht werden.⁸ So gibt beispielsweise Abbildung 5 die erwartete Entwicklung des Umsatzes einer Unternehmung und seine Aufteilung auf die verschiedenen Stakeholder wieder.

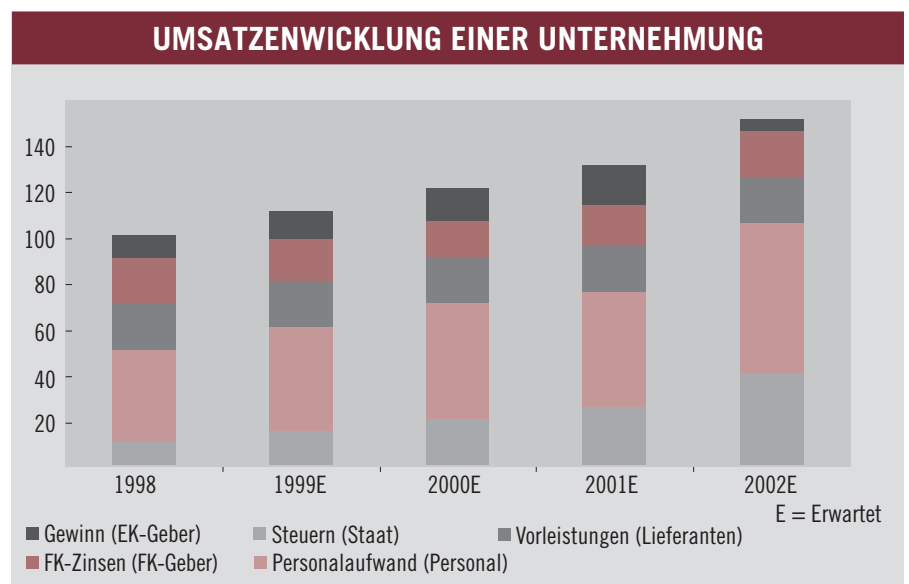


Abbildung 5: Umsatzentwicklung einer Unternehmung

In einem nächsten Schritt werden Steuern, Personalaufwand und Vorleistungen und Fremdkapitalzinsen vom Umsatz abgezogen (vgl. Abbildung 6).

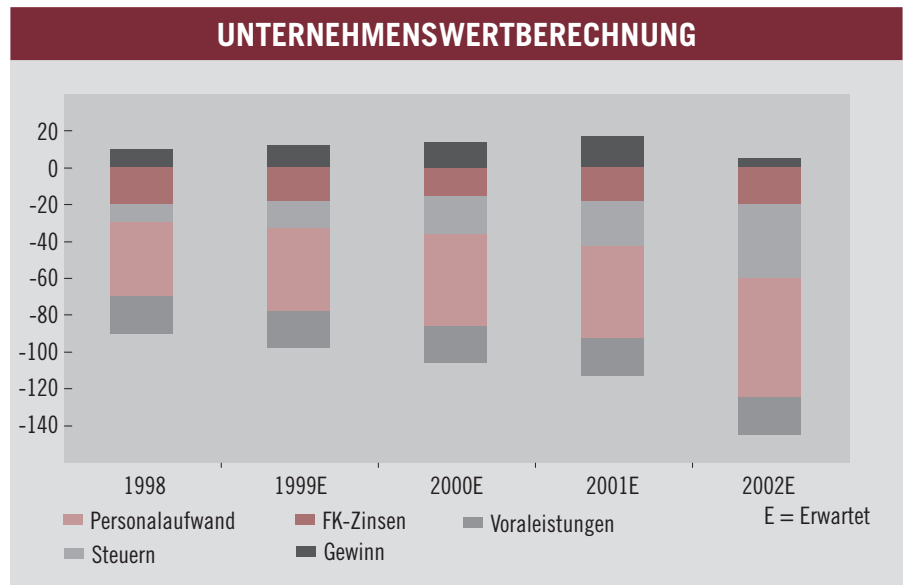


Abbildung 6: Unternehmenswertberechnung

Der abgebildete Überschuss entspricht dem Wert, der aus Sicht der Unternehmung dem Stakeholder Shareholder zugeteilt werden kann.

- Eine Bewertung der Nutzenüberschüsse einer Stakeholderbeziehung kann analog erfolgen. Dabei ist zwischen einer stakeholder-spezifischen Sichtweise und einer stakeholderübergreifenden Sichtweise zu unterscheiden:
- Die stakeholder-spezifische Sicht konzentriert sich auf einen einzigen Stakeholder (z. B. das Personal). Dies ermöglicht eine fokussierte und direkte Untersuchung aus der Perspektive einer Gruppe.

Die stakeholderübergreifende Sicht fasst mehrere Stakeholder zusammen. Je nach Fragestellung kann aber auch eine Zusammenfassung bestimmter Stakeholder sinnvoll sein. So wird beim Entity-Ansatz⁹ durch die zusammenfassende Betrachtung der Kapitalgeber, als stakeholderübergreifende Gruppe aus Fremd- und Eigenkapitalgebern, eine getrennte Beurteilung von Wirkungen des operativen Managements und der Finanzierungsentscheidungen ermöglicht.

Zur Berechnung des Nutzenflusses muss nun einerseits ermittelt werden, welche Gegenleistung an einen Stakeholder wie zum Beispiel das Personal gezahlt wird. Dies ist möglich, indem vom Umsatz zusätzlich die (erwarteten) Fremdkapitalzinsen und der (erwartete) Gewinn, nicht aber der Personalaufwand abgezogen werden. Es ergibt sich die in Abbildung 7 wiedergegebene Wertentwicklung aus der Perspektive des Personals.

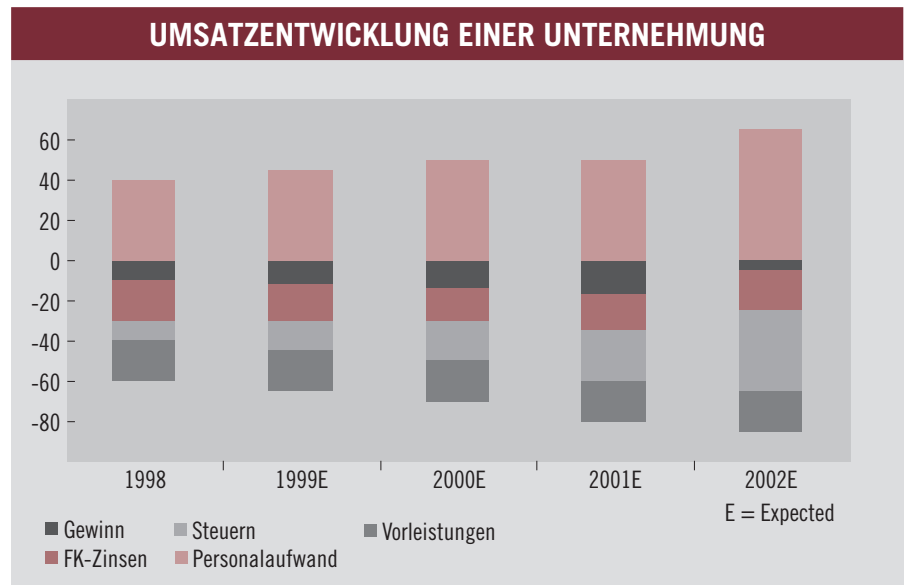


Abbildung 7: Unternehmenswertentwicklung aus Sicht des Personals

Die abgebildete Entwicklung gibt die Bruttowerte pro Periode wieder. Aus den beschriebenen Bewertungsperspektiven der stakeholderorientierten Unternehmensbewertung und der unternehmensorientierten Stakeholderbewertung stellen diese Zahlungen je nachdem einen Nutzen (stakeholderorientierte Unternehmensbewertung aus Sicht des Personals) bzw. Kosten (unternehmensorientierte Stakeholderbewertung) dar. Die Berechnung des Stakeholder Value Added erfordert nun die Ermittlung des Barwerts der Nutzenüberschüsse.

4.4 Berechnung des Stakeholder Value Added als unternehmensorientierter Stakeholderwert

Die im vorigen Abschnitt diskutierten Bewertungsfragen sind grundsätzlich in allen Fällen lösbar, in denen Nutzen und Kosten ihren monetären Niederschlag bei der Unternehmung finden. Dies ist bei der *stakeholderorientierten Unternehmensbewertung* allerdings nicht der Fall, da die Nutzen bzw. Kosten entweder nicht bekannt sind oder sich einer einfachen monetären Bewertung entziehen.¹⁰ Der monetäre Nutzen, den das Personal aus der Arbeit zieht, ist mit dem Gehalt beispielsweise recht einfach bestimmbar. Diesem Nutzen müssen nun die Kosten gegenübergestellt werden. Dies ist nicht ohne weiteres möglich, da beispielsweise keine monetäre Bewertung der Kosten aus Sicht des Personals vorliegt und die Kosten von dem jeweiligen Arbeitnehmer abhängen, das heißt subjektiv sind. Soll nicht auf grob geschätzte Durchschnittswerte zurückgegriffen werden, erscheint eine Monetarisierung des Nutzens der Kunden und der Kosten von Personal, Staat und Lieferanten aus der Perspektive der stakeholderorientierten Unternehmensbewertung daher nicht möglich. Sofern ein Stakeholder zwischen alternativen Tätigkeiten und verschiedenen Unternehmen auswählen kann, kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass der Nutzen für den Stakeholder seine Kosten aus der Beziehung übersteigt. Ansonsten hätte er sich nicht für diese Art von Ressourcenbereitstellung und für diese Unternehmung entschieden. Im Fall der Kunden kann im Normalfall zum Beispiel gesagt werden, dass der

(erwartete) Nutzen die Kosten übersteigt, da sie sich sonst wohl nicht für den Kauf der Produkte der Unternehmung entschieden hätten. Die Kunden erzielen mit anderen Worten eine Konsumentenrente.

Zusammenfassend lassen sich für die Stakeholder Personal, Staat und Lieferanten der Stakeholder Benefit und für den Stakeholder Kunden die Stakeholder Costs ermitteln.

Der Nutzen im Rahmen der *unternehmensorientierten Stakeholderbewertung* fällt hingegen beim Unternehmen an und ist bestimmbar. Der unternehmensorientierte Stakeholderwert entspricht dem vom jeweiligen Stakeholder (bzw. dem von der Stakeholdergruppe) beigetragenen Nutzen, der über die von ihm verursachten Kosten hinausgeht. Der von allen Stakeholdern zusammen geschaffene Nutzen kann ermittelt werden, indem vom Umsatz die Kosten aller Stakeholderbeziehungen abgezogen werden. Es kann also festgestellt werden, wieviel Wert von allen Stakeholdern zusammen geschaffen worden ist. Wichtig ist hierbei, dass auch die Kosten des Eigenkapitals berücksichtigt werden. Es ist mit anderen Worten das Ziel, nicht nur die Wertschöpfung, sondern den ökonomischen Gewinn als Barwert der diskontierten Nutzenüberschüsse zu bestimmen.

Welcher Stakeholder dabei welchen Beitrag oder Anteil hat, lässt sich allerdings nicht bestimmen, da eine kausale Aufteilung und Zuordnung des verbleibenden Gewinns zu den einzelnen Stakeholdern nicht möglich ist. Geht man davon aus, dass zwischen Stakeholdern ein komplementäres Verhältnis besteht, dass also Stakeholder zur Erbringung ihrer Leistung auf andere Stakeholder der Unternehmung angewiesen sind und Synergieeffekte bestehen, ist eine Zurechnung zu einzelnen Stakeholdern ohnehin zweifelhaft.

Es bietet sich in diesem Zusammenhang daher an, den *gesamten nach Abzug aller Kosten verbleibenden Gewinn mit den spezifischen Stakeholderkosten ins Verhältnis zu setzen*. Dies mag auf den ersten Blick erstaunen. Es sollte allerdings beachtet werden, dass diese Vorgehensweise im Zusammenhang mit dem Stakeholder „Shareholder“ nicht die Ausnahme, sondern die Regel darstellt. So wird bei der Berechnung des finanziellen Unternehmenswerts oder bei Kennzahlen zur Berechnung des Kapitalrentabilität regelmäßig davon ausgegangen, dass der gesamte Gewinn diesem einen Stakeholder zugerechnet werden kann. Fällt ein Stakeholder aus, der über eine knappe, für den Leistungserstellungsprozess notwendige Ressource verfügt, so kann dies zu einem massiven Gewinneinbruch oder der Gefährdung des Fortbestands der Unternehmung führen. Deshalb ist die Berechnung einer *Relationskennzahl ökonomischer Gewinn zu Stakeholderkosten* sinnvoll. Diese Kennziffer bezeichnen wir in Analogie an traditionelle Rentabilitätskennziffern als *Return on Stakeholder (RoSt)*.

Der RoSt gibt Aufschluss über die absolute Rentabilität der Stakeholderbeziehung. Besonders wertvoll ist der Vergleich des RoSt mit den Opportunitätskosten. Analog zur traditionellen Unternehmensbewertung kann man die Opportunitätskosten mit dem auf dem Markt durchschnittlich erzielten RoSt ansetzen. Dieses *RoSt-Differential (Value Spread)* entspricht der Differenz zwischen unternehmensspezifischem RoSt und dem RoSt des Marktes.

Beim RoSt-Differential handelt es sich um eine relative Größe (in %). Die Berechnung des geschaffenen absoluten unternehmensbezogenen Stakeholderwerts, das heißt des *Stakeholder Value Added*, erfolgt demnach durch die Multiplikation des RoSt mit den Stakeholderkosten.

Ergänzend soll hier erwähnt werden, dass die Ermittlung des Barwerts der Nutzenüberschüsse eine Quantifizierung des Risikos zur Bestimmung des Diskontierungssatzes erfordert. Dies kann durch eine Beurteilung spezifischer Risiken der jeweiligen Stakeholder erfolgen. Ist dies wegen Informationsmangel oder aus Kostengründen nicht möglich, so kann ersatzweise und stark vereinfachend auch der zur Beurteilung des Shareholder Value übliche Diskontierungssatz herangezogen werden.

4.5 Fazit

Das hier vorgestellte Konzept des Stakeholder Value Added lässt sich auf die verschiedenen Stakeholder einer Unternehmung übertragen. Es kann daher zwischen verschiedenen Teilgrößen des Stakeholder Value Added unterschieden werden (Tabelle 5).

Stakeholder	Stakeholder Value Added	Erhältlichkeit von Cash Flow Zahlen
Eigenkapitalgeber (Eigentümer)	Shareholder Value Added (Economic Value Added / Shareholder Value)	Zahlen gut erhältlich
Personal	Employee Value Added	Zahlen extern erhältlich, unternehmensintern gut erhältlich
Fremdkapitalgeber	Creditor Value Added	Zahlen gut erhältlich
Staat	State oder Governmental Value Added	Zahlen extern erhältlich, unternehmensintern gut erhältlich
Kunden	Customer Value Added	Zahlen unternehmensintern erhältlich
Lieferanten	Supplier Value Added	Zahlen extern erhältlich, unternehmensintern gut erhältlich
Nachbarn	Neighbors Value Added	i. d. R. extern keine Zahlen, unternehmensintern erhältlich
...

Tabelle 5: Teilgrößen des Stakeholder Value Added

Alle in Tabelle 5 aufgeführten Teilgrößen des Stakeholder Value Added lassen sich aus der Perspektive der unternehmensorientierten Stakeholderbewertung und der stakeholderorientierten Unternehmensbewertung diskutieren. Die Erhältlichkeit von Daten zu den monetären Zahlungsströmen ist unterschiedlich je nachdem, ob die Analyse von einer unternehmensinternen oder einer unternehmensexternen Person durchgeführt wird. Wie bereits in Tabelle 2 dargestellt, schlagen sich allerdings nur Nutzen *oder* Kosten verschiedener Stakeholder in einem Geldfluss zwischen Stakeholder und Unternehmen nieder. Eine Ausnahme hiervon stellen einzig die kapitalgebenden Stakeholder dar.

Eine auf eine Teilgröße des Stakeholder Value fokussierte Analyse der Beziehung zwischen Unternehmen und Stakeholder wird für einige Stakeholderbeziehungen bereits in der Praxis durchgeführt. Hierzu gehört die Beziehung zwischen der Unternehmung und seinen Eigenkapitalgebern. In letzter Zeit wird aber auch die Beziehung zum Stakeholder „Kunden“ zunehmend auf Grundlage der Ertragswertmethode beurteilt (sog. „Customer Lifetime Value“).¹¹

Im folgenden Kapitel wird gezeigt, wie der Stakeholder Value Added konkret berechnet werden kann. Zur Illustration wird der

- Creditor Value Added,
- Employee Value Added und der
- Governmental Value Added

für Unternehmen der europäischen Automobilindustrie errechnet.

5. PRAKTISCHE BERECHNUNGSWEISE UND FALLSTUDIE

5.1 Vorgehensweise zur konkreten Berechnung des Stakeholder Value Added

Im Rahmen dieses Anwendungsbeispiels wird gezeigt, wie konkret bei der Bewertung des Stakeholder Value Added vorgegangen werden kann. Dabei kann man sich an dem in Abbildung 8 wiedergegebenen einfachen Ablaufschema orientieren.

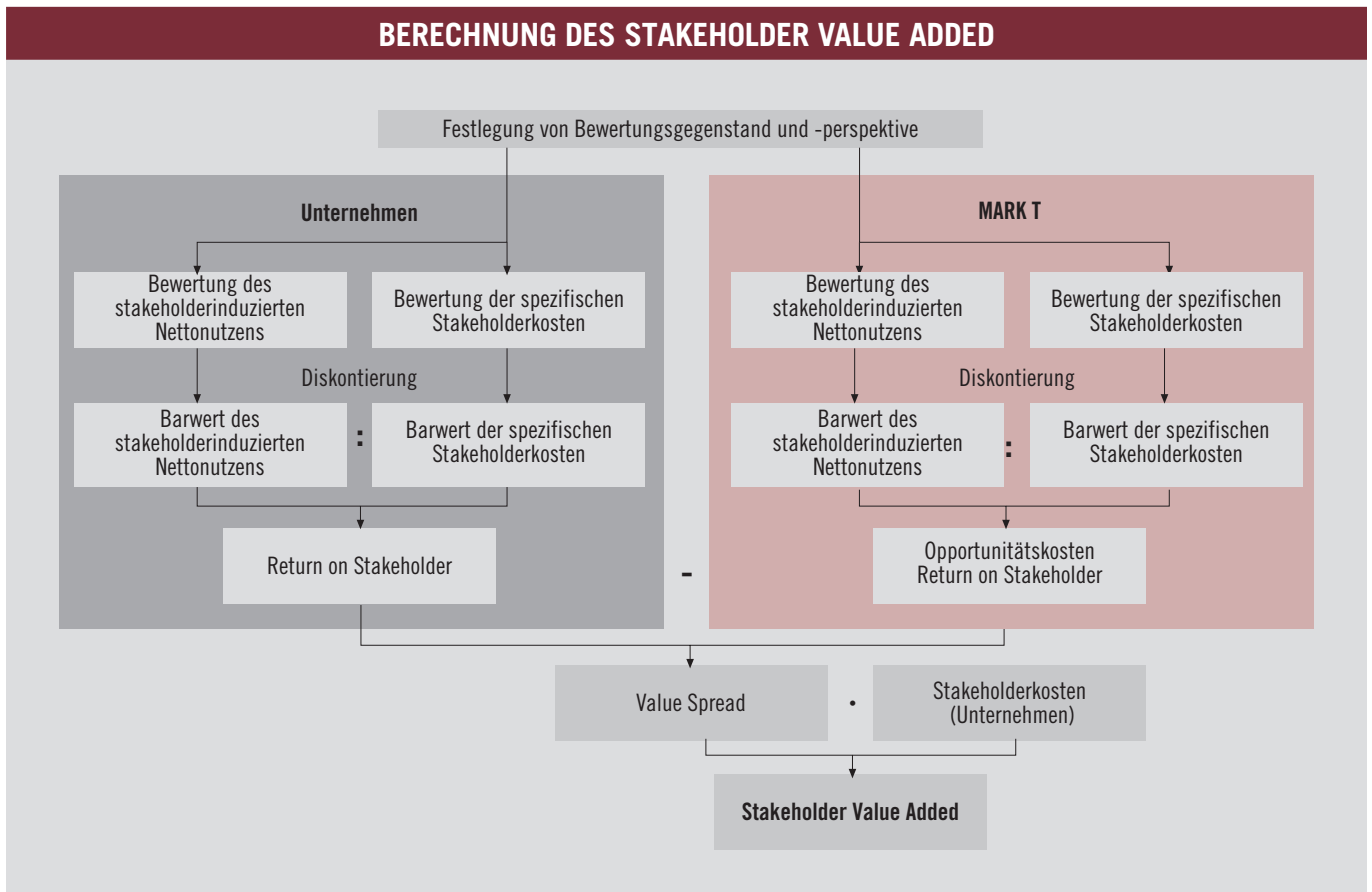


Abbildung 8: Berechnung des Stakeholder Value Added

Im folgenden wird anhand der Struktur dieses Ablaufschemas gezeigt, welche Überlegungen bei der Berechnung des Stakeholder Value Added anzustellen sind. Eine konkrete Anwendung auf die europäische Automobilindustrie findet sich im folgenden Abschnitt. Sie kann parallel gelesen werden.

(1) Festlegung der Bewertungsperspektive und des Bewertungsgegenstandes

Wie bereits erläutert, hängt jede Bewertung von der gewählten Perspektive und dem Bewertungsgegenstand ab. In diesem Schritt muss daher festgelegt werden, welche Stakeholderbeziehung aus welcher Perspektive bewertet werden soll. Es kann dabei grundsätzlich zwischen der unternehmensorientierten Stakeholderbewertung und der stakeholderorientierten Unternehmensbewertung unterschieden werden. Wir nehmen im Rahmen der folgenden Erläuterungen die Perspektive einer unternehmensorientierten Stakeholderbewertung ein.¹²

(2) *Bewertung des stakeholderorientierten Nettonutzens (Unternehmung und Markt)*

Ein Wert entsteht, wenn der Nutzen die Kosten übersteigt. Aus Sicht einer Unternehmung ist dann ein Wert entstanden, wenn nach Abzug aller Stakeholderkosten noch ein Nutzenüberschuss verbleibt. Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass eine kausale Zuordnung von Nutzenüberschüssen zu den einzelnen Stakeholdern nicht möglich ist. Auf diese Problematik wurde weiter oben bereits eingegangen. Es wird daher im folgenden davon ausgegangen, dass jedem Stakeholder der gesamte Nutzenüberschuss der Unternehmung zugerechnet werden kann. Dies mag auf den ersten Blick erstaunen. Genau die gleiche Annahme wird aber beispielsweise im Rahmen der traditionellen, shareholderorientierten Unternehmensbewertung regelmäßig getroffen, wenn der gesamte Nutzenüberschuss den Shareholdern zugerechnet wird. Dieses analoge Vorgehen lässt sich damit begründen, dass mit dem Ausfall eines Stakeholders der gesamte Nutzenüberschuss verlorengehen kann.

Zur Ermittlung des Nutzenüberschusses müssen die Zahlen der traditionellen Erfolgsrechnung, die die Ansprüche der Eigenkapitalgeber nicht explizit berücksichtigen, adjustiert werden. Hierzu werden die Ansprüche der Eigenkapitalgeber, die Eigenkapitalkosten, errechnet und von der bisherigen Residualgröße (Gewinn) abgezogen.

Es liegt in der Natur des Eigenkapitals, dass i. d. R. keine fixen Ansprüche definiert sind. Den Eigenkapitalgebern steht als Gegenleistung für die Übernahme des Risikos das Residuum nach Befriedigung aller anderen Stakeholder zu. Im Rahmen der traditionellen ertragsorientierten Unternehmensbewertung hat es sich daher durchgesetzt, die Eigenkapitalkosten mit den Opportunitätskosten des Eigenkapitals anzusetzen. Hierzu wird eine Verzinsung angenommen, die auf dem Markt für ein vergleichbares Risiko durchschnittlich erzielt wurde.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass sich der Anspruch auf Verzinsung aus Sicht der Eigenkapitalgeber nicht (nur) auf das wirklich der Unternehmung zur Verfügung gestellte Kapital bezieht, sondern auf den Marktwert des Kapitals. Kauft ein Investor eine Aktie an der Börse, so tut er dies in der Erwartung, eine angemessene Verzinsung auf den gesamten Kaufpreis und nicht nur auf den anteiligen Buchwert der Aktie zu erzielen.

Zur Bewertung des Nutzens müssen daher folgende Komponenten bestimmt werden:

- Unternehmensgewinn vor Befriedigung der Eigenkapitalgeber
- Marktwert des Eigenkapitals
- Risikohaftigkeit des Eigenkapitals
- Risikofreier Zinssatz und Risikoprämie des Marktes

Der *Gewinn vor Befriedigung der Eigenkapitalgeber* kann i. d. R. aus der Erfolgsrechnung entnommen werden. Der *Marktwert des Eigenkapitals* entspricht, dies lässt sich natürlich am einfachsten für börsennotierte

Unternehmen ermitteln, der Marktkapitalisierung. Die *Risikohaftigkeit des Eigenkapitals* wird, geht man davon aus, dass nur das systematische Risiko berücksichtigt werden muss, durch den sogenannten Betakoeffizienten β wiedergegeben. *Risikofreier Zinssatz* und *Marktrisikoprämie* lassen sich wiederum auf den Aktienmärkten bestimmen.

Der geforderte Eigenkapitalzinssatz besteht aus zwei Elementen. Es muss erstens eine Verzinsung geleistet werden, die dem risikofreien Zinssatz entspricht. Hiermit wird unter anderem der Zeitwert des Geldes entschädigt. Es kommt ein Risikozuschlag hinzu, der linear vom übernommenen systematischen Risiko abhängt. Der Eigenkapitalzinssatz entspricht daher:

$$\text{Eigenkapitalzinssatz} = \text{Risikofreier Zinssatz} + \text{Risikoprämie} \cdot \text{Beta}$$

Multipliziert man diesen Zinssatz mit der Marktkapitalisierung, erhält man den geforderten Eigenkapitalzins und damit die Eigenkapitalkosten. Verbunden mit der Berechnung des Eigenkapitalzinssatzes ergibt sich daher:

$$\text{Eigenkapitalkosten} = \text{Marktkapitalisierung} \cdot (\text{Risikofreier Zinssatz} + \text{Risikoprämie} \cdot \text{Beta})$$

Um den Gewinn nach Eigenkapitalkosten und damit den Nutzenüberschuss zu errechnen, muss man die Eigenkapitalkosten nun vom Gewinn vor Eigenkapitalkosten abziehen. Es ergibt sich also:

$$\frac{\text{Gewinn vor Eigenkapitalkosten} - \text{Eigenkapitalkosten}}{\text{Nutzenüberschuss (Gewinn nach Eigenkapitalkosten)}}$$

Die Berechnung des Nutzenüberschusses muss einerseits für die spezifisch zu bewertende Unternehmung und andererseits für alle Vergleichsunternehmen des Marktes für alle Perioden, die der Bewertung zugrundegelegt werden sollen, durchgeführt werden.

(3) Bewertung der Stakeholderkosten (Unternehmen und Markt)

Stakeholder lösen bei der Unternehmung in der Regel Kosten aus. Diese Kosten müssen berechnet werden, damit sie später dem Nutzen gegenübergestellt werden können. Die Ermittlung der meisten Stakeholderkosten fällt leicht. Sie lassen sich aus der Erfolgsrechnung der Unternehmung ablesen. Wir werden im folgenden die drei Stakeholder Personal, Staat und Fremdkapitalgeber betrachten. In Tabelle 6 werden die Stakeholder den entsprechenden Posten der Erfolgsrechnung gegenübergestellt.

Stakeholder	Stakeholderkosten in Erfolgsrechnung
Personal	Personalaufwand
Staat	Steuern
Fremdkapitalgeber	Fremdkapitalzinsen

Tabelle 6: Stakeholder und periodenbezogene Stakeholderkosten

Diese Stakeholderkosten müssen, wie auch schon der Nutzen, für die spezifisch zu bewertende Unternehmung und alle Vergleichsunternehmen des Marktes für alle Perioden, die der Bewertung zugrundegelegt werden sollen, ermittelt werden.

(4) Bildung der Barwerte von Nutzen und Kosten (Unternehmen und Markt) durch Diskontierung

In den vorangegangenen beiden Schritten wurden für alle Unternehmen die Nutzen und Kosten der einzelnen Perioden ermittelt. In diesem Schritt wird der Barwert ermittelt. Es wird also festgestellt, wie hoch der Nutzen bzw. die Kosten der verschiedenen Perioden zu einem gegebenen Zeitpunkt sind. Hierzu müssen Nutzen und Kosten auf diesen Zeitpunkt abgezinst werden. Der in diesem Zusammenhang einzusetzende Zinssatz muss die Risikohaftigkeit der Nutzen und Kostenströme widerspiegeln. Wir setzen als Diskontierungssatz hier den bereits zur Berechnung der Eigenkapitalkosten eingesetzten Eigenkapitalzinssatz ein.

(5) Berechnung der Return on Stakeholder (RoSt)

Im vorangegangenen Schritt sind für jede zu berücksichtigende Unternehmung die Barwerte des Nutzens und der Kosten des Betrachtungszeitraums gebildet worden. Es werden nun Nutzen und Kosten für jeden Stakeholder miteinander ins Verhältnis gesetzt. Es wird also der Frage nachgegangen, wieviel Nutzenbarwert pro Einheit Stakeholderkostenbarwert erwirtschaftet wird. Wir bezeichnen dies, in Anlehnung an die Kapitalrentabilität, als Stakeholderrentabilität (Return on Stakeholder RoSt). Dies erlaubt unter anderem, Unternehmen verschiedener Größen miteinander zu vergleichen. Die Stakeholderrentabilität ergibt sich daher durch:

$$\text{Return on Stakeholder (RoSt)} = \frac{\text{Nutzenbarwert}}{\text{Stakeholderkostenbarwert}}$$

Der RoSt muss sowohl für das jeweils spezifisch zu betrachtende Unternehmen als auch für alle Vergleichsunternehmen berechnet werden.

(6) Berechnung des RoSt-Differentials (Value Spread)

Auch wenn der RoSt schon einigen Aufschluß über die Vorteilhaftigkeit der Beziehung zwischen Unternehmen und Stakeholder gibt, fehlt ihm der, außerordentlich wichtige, Aspekt der Opportunitätskosten. Die Opportunitätskosten entsprechen dem Nutzen der Alternativen, die nicht wahrgenommen wurden. Im Rahmen der traditionellen, ertragsorientierten Unternehmensbewertung wird angenommen, dass die Opportunitätskosten des Eigenkapitals aus der durchschnittlichen Markttrendite bei gleichem Risiko bestehen. Im Rahmen der Bewertung des Stakeholder Value Added kann ganz ähnlich vorgegangen werden. Es wird der durchschnittliche RoSt ermittelt. Welche Unternehmen zum Vergleich herangezogen werden und welche Art von Durchschnitt gebildet wird, hängt von der gewünschten Aussage ab. In unserem Zahlenbeispiel vergleichen wir die Automobilhersteller mit ihren Konkurrenten („peers“) im Euroraum, das heißt mit Unternehmen der gleichen

Branche. Hierfür bilden wir das ungewogene arithmetische Mittel. Die Opportunitätskosten berechnen sich daher wie folgt:

$$\text{Opportunitätskosten} = \sum_{n=1}^{i=n} \text{RoSt}_i / n$$

mit: i = Unternehmung i , n = Zahl der Unternehmungen des relevanten Marktes, RoSt = Return on Stakeholder

Zur Ermittlung des RoSt-Differentials werden der RoSt der spezifischen Unternehmung und der RoSt des Marktes saldiert:

Value Spread bzw. RoSt-Differential = RoSt_{Unt} - Opportunitätskosten, wobei Opportunitätskosten = durchschnittlicher RoSt des Marktes

Hierdurch wird ermittelt, inwiefern es das Verhältnis zu dem Stakeholder erlaubt hat, eine Stakeholderrentabilität zu erreichen, die über dem Marktdurchschnitt liegt. Diese Differenz kann, in Anlehnung an das traditionelle Unternehmensbewertungsverfahren Economic Value Added, als Value Spread bezeichnet werden.

(7) Berechnung des Stakeholder Value Added

Beim Value Spread handelt es sich um ein relatives Ergebnis; er stellt eine Überrendite dar. Um den absoluten Wert des Stakeholders festzustellen, muss daher der Value Spread mit den Stakeholderkosten multipliziert werden:

$$\text{Stakeholder Value Added} = \text{Stakeholderkosten} \cdot \text{Value Spread}$$

Der Stakeholder Value Added entspricht daher dem Barwert der mit dem unternehmensspezifischen Stakeholder im Vergleich zu den Stakeholdern anderer Unternehmen erzielten Übergewinnen.

5.2 Stakeholder Value Added von Automobilproduzenten der Euro-Zone

(1) Festlegung der Bewertungsperspektive und des Bewertungsgegenstandes

Im folgenden wird eine unternehmensorientierte Stakeholderbewertung der europäischen Automobilindustrie vorgenommen. Es wird ermittelt, welchen Wert die Stakeholder von Automobilproduzenten aus deren Sicht haben. Die Bewertung erfolgt exemplarisch am Beispiel der Stakeholder

- Mitarbeiter,
- Fremdkapitalgeber und
- Staat.

(2) Bewertung des stakeholderorientierten Nettonutzens

Die folgende Tabelle gibt den Nutzenüberschuss für börsennotierte Automobilproduzenten des Eurogebiets für die Jahre 1994 bis 1998 wieder.

	VW	Daimler- Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
1994	-656.41	-1,684.91	-251.72	-14.10	-	-686.86	-119.29
1995	-363.42	-3,731.34	-188.56	-147.82	-129.48	-66.29	-25.13
1996	74.63	-718.71	-295.67	-270.56	-1,194.32	81.12	-18.14
1997	-260.77	-1,370.32	-411.85	-804.36	390.37	207.79	-31.76
1998	-350.30	-1,505.15	-1,011.22	-155.49	590.68	-598.00	-66.85

Tabelle 7: Nutzenüberschuss in Mio. (Quelle: World Equities)¹³

Die Berechnung wird am Beispiel der Volkswagen AG für das Jahr 1994 erläutert. Tabelle 8 gibt die für die Berechnung notwendigen Daten wieder.

1994	Volkswagen
Durchschnittliche Marktkapitalisierung (€)	9.873.615.855
Beta	1,1
Risikofreier Zinssatz (Annahme)	5%
Marktrisikoprämie (Annahme)	3%
Konzerngewinn (Netto) (€)	163.102.110

Tabelle 8: Eckdaten VW 1994 (Quelle: World Equities)

Die Eigenkapitalkosten belaufen sich daher auf:

$$9.873.615.855 \cdot (5\% + 3\% \cdot 1,1) = 819.510.116$$

Im folgenden Schritt werden nun Konzerngewinn und Eigenkapitalkosten saldiert, um den Nutzenüberschuss, bzw. hier Kostenüberschuss, zu ermitteln:

$$163.102.110 - 819.510.116 = -656.408.006$$

Analog wird für alle anderen Jahre und für alle anderen Automobilproduzenten vorgegangen.

(3) Bewertung der Stakeholderkosten (Unternehmen und Markt)

Die Bestimmung der Stakeholderkosten fällt nicht weiter schwer; sie können den Jahresberichten entnommen werden. Die hier verwendeten Stakeholderkosten entsprechen den Aufwandspositionen:

- Personalaufwand
- Zinsaufwendungen (Brutto)
- Steueraufwand

(4) Bildung der Barwerte von Nutzen und Kosten (Unternehmen und Markt) durch Diskontierung

In diesem Schritt müssen die periodenspezifischen Kosten und Nutzen über den gesamten Betrachtungszeitraum auf den gleichen Zeitpunkt diskontiert werden. Als Diskontierungssatz wird, wie bereits erwähnt,

der Eigenkapitalkostensatz genommen. In unserem Beispiel werden alle Werte auf das Jahr 1998 aufgezinst. So hat beispielsweise der Steueraufwand des VW-Konzerns im Jahr 1994 in Höhe von 159,01 Mio. € im Jahr 1998 einen Barwert von

$$159.01 \cdot 1.083^4 = 218.75 \text{ Mio. €}$$

Tabelle 9 gibt einen Überblick über die Steueraufwendungen der analysierten Unternehmen während der einzelnen Perioden, die eingesetzten Diskontsätze und die Barwerte.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
1994	159.01	604.34	286.83	193.46	-	317.10	2.25
1995	397.27	518.96	274.56	86.44	-46.50	428.65	2.45
1996	661.61	-364.04	365.06	16.01	-57.78	544.86	0.87
1997	1,270.55	-2,035.95	589.52	-153.51	204.74	609.41	9.31
1998	2,067.65	3,075.00	537.36	344.00	362.06	526.26	21.99
Diskontierungssatz	8.30 %	8.21 %	8.69 %	7.82 %	8.36 %	7.01 %	8.15 %
Barwert	4,943	1,932	2,362	567	457	2,743	39

Tabelle 9: Barwert der Steueraufwendungen in Mio. € (Quelle: World Equities, eigene Berechnungen)

Tabelle 10 fasst die Barwerte des Personal, Zins und Steueraufwandes zusammen.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Personalaufwand	60,614	98,983	29,677	28,764	24,693	43,055	2,419
Zinsaufwand	7,681	4,844	4,545	2,215	1,896	7,121	36
Steueraufwand	4,943	1,932	2,362	567	457	2,743	39

Tabelle 10: Barwert von Personal, Zins und Steueraufwand in Mio. €

Neben den Barwerten der Aufwendungen müssen außerdem noch die Barwerte der Nutzenüberschüsse gebildet werden. Diese Barwerte werden in der folgenden Tabelle 11 wiedergegeben. Ihre Berechnung folgt analog zur Berechnung der am Beispiel der Steueraufwendungen dargestellten Barwertberechnungen.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Nutzenüberschuss	-1,909.81	-10,867.61	-2,401.56	-1,541.62	-553.41	-1,264.65	-317.39

Tabelle 11: Barwert der Nutzenüberschüsse in Mio. €

Die negativen Nutzenüberschüsse spiegeln die allgemein schlechte Lage der Automobilindustrie in den Jahren 1994-98 wider.

(5) Berechnung der Return on Stakeholder (RoSt)

Die Return on Stakeholder werden berechnet, indem der Barwert des Nutzenüberschusses mit den Barwerten der einzelnen Aufwendungen ins Verhältnis gesetzt wird.

Für Volkswagen und den Stakeholder „Mitarbeiter“ errechnet sich der Return on Employees beispielsweise wie folgt: $-1.909,81 / 60.614 = -3,15\%$.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Return on Employees	-3.15 %	-10.98 %	-8.09 %	-5.36 %	-2.24 %	-2.94 %	-13.12 %
Return on Creditors	-24.86 %	-224.34 %	-52.84 %	-69.58 %	-29.19 %	-17.76 %	-892.62 %
Return on Government	-38.64 %	-562.56 %	-101.67 %	-271.95 %	-121.12 %	-46.10 %	-808.67 %

Table 12: Return on Stakeholder (RoSt)

(6) Berechnung des RoStDifferentials (Value Spread)

Zur Berechnung der Opportunitätskosten wird für jede Stakeholdergruppe das ungewogene arithmetische Mittel der RoSt des Marktes gebildet. Tabelle 13 gibt die entsprechenden Opportunitätskosten wieder.

	Opportunitätskosten
Return on Employees	-6.55 %
Return on Creditors	-187.31 %
Return on Government	-278.67 %

Table 13: Opportunitätskosten

Der Value Spread ergibt sich aus der Saldierung der unternehmensspezifischen RoSt mit den Opportunitätskosten. Der Value Spread für den Stakeholder „Mitarbeiter“ für den Volkswagenkonzern errechnet sich demnach wie folgt:

$$\text{Value Spread} = -3,15\% - (-6,55\%) = 3,40\%$$

Tabelle 14 zeigt die errechneten Value Spreads für alle Unternehmen und für alle untersuchten Stakeholderbeziehungen.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
RoSt differential							
Employees	3.40 %	-4.42 %	-1.54 %	1.19 %	4.31 %	3.62 %	-6.57 %
RoSt differential							
Creditors	162.45 %	-37.03 %	134.48 %	117.73 %	158.12 %	169.55 %	-705.30 %
RoSt differential							
Government	240.04 %	-283.89 %	177.01 %	6.72 %	157.55 %	232.57 %	-530.00 %

Table 14: Value Spreads (RoSt-Differenziale)

(7) Berechnung des Stakeholder Value Added

Da der Stakeholder Value Added eine absolute Größe ist, müssen zu dessen Berechnung die Value Spreads mit den Barwerten der spezifischen Stakeholderkosten multipliziert werden.

Aus Tabelle 10 können die Barwerte der spezifischen Stakeholderkosten entnommen werden. So ergibt sich für Volkswagen für den Stakeholder „Mitarbeiter“ beispielsweise ein Stakeholder Value Added von:

$$60.614 \text{ Mio. €} \cdot 3,40 \% = 2.063 \text{ Mio. €}.$$

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die errechneten Stakeholder Value Added.

	Volkswagen	Daimler-Benz	BMW	Peugeot	Renault	Fiat	Porsche
Employee VA	2,063.02	-4,379.96	-456.46	343.65	1,065.04	1,557.29	-158.83
Creditor VA	12,479.26	-1,793.85	6,112.53	2,608.28	2,997.53	12,074.82	-250.79
Governmental VA	11,865.07	-5,484.24	4,181.30	38.11	719.89	6,380.49	-208.01

Tabelle 15: Stakeholder Value Added in Mio. €

5.3 Diskussion

Der Erfolg einer Unternehmung wird von der Effizienz des Umgangs mit ihren Ressourcenlieferanten (Stakeholder) bestimmt. Die hier durchgeführte Analyse untersucht, wie effizient die Unternehmen die drei Stakeholderbeziehungen absolut und relativ zum Branchendurchschnitt gestaltet haben. Dabei kann die Beurteilung der Effizienz der Stakeholderbeziehung anhand der drei Größen

- Return on Stakeholder (RoSt),
- RoSt-Differential und
- Stakeholder Value Added erfolgen.

Das einfachste Maß zur Beurteilung der Rentabilität der Stakeholderbeziehung ist der *Return on Stakeholder (RoSt)*. Es gelingt keiner der Unternehmungen einen positiven RoSt zu erwirtschaften. Der RoSt-Wert von -101,67 % für die Beziehung zwischen BMW und dem Staat zeigt, dass die Firma pro 100 € Steueraufwand einen Kostenüberschuss von rund 102 € aufweist.

Dieser, scheinbar sehr negative, RoSt-Wert unterschätzt allerdings die wirkliche Bedeutung dieser Stakeholderbeziehung. Im Marktdurchschnitt wurden pro 100 € Steueraufwand 279 € Kostenüberschuss erzielt. Der wirklich geschaffene Wert der Stakeholderbeziehung zwischen BMW und dem Staat ergibt sich jedoch aus dem Differential aus den Opportunitätskosten (Return on Government von -279 %) und dem unternehmensspezifischen RoSt. Das *RoSt-Differential* für BMW liegt bei 177 % für den Stakeholder „Regierung“ (vgl. Tabelle 14).

Je nachdem, ob man am pro € Stakeholderaufwand (z. B. Personalaufwand) geschaffenen Wert oder am gesamten durch eine Stakeholderbeziehung geschaffenen Wert interessiert ist, ist das RoSt-Differential (d. h. der Value Spread als relative Zahl) oder der Stakeholder Value Added (als absolute Größe) als Maßgröße zu verwenden.

Ein *positiver (negativer) Stakeholder Value Added* zeigt, dass aus der Stakeholderbeziehung pro € Stakeholderkosten ein höherer (tieferer) Nutzenüberschuss resultiert, als im Marktdurchschnitt. Die Extrempositionen in unserer Untersuchung werden von Daimler-Benz und Volkswagen eingenommen. Bei Daimler-Benz sind alle Stakeholderbeziehungen „defizitär“, d. h. es wird im Vergleich zum Markt ein unterdurchschnittlicher Nutzenüberschuss geschaffen. Demgegenüber sind alle Stakeholderbeziehungen von Volkswagen „profitabel“, da sie einen im Marktvergleich überdurchschnittlichen Nutzenüberschuss kreieren.

Die großen *Unterschiede zwischen den Stakeholder Value Added verschiedener Unternehmen* erklären sich auch durch die unterschiedlichen Größen der Unternehmen. So ist der Barwert der Personalaufwendungen von Daimler-Benz rund 41 mal größer als derjenige von Porsche. Dies führt dazu, dass trotz eines leicht besseren (bzw. weniger negativen) Value Spreads von Daimler-Benz Porsche einen „besseren“ Stakeholder Value Added aufweist.

Wie das Beispiel BMW zeigt, können durchaus beträchtliche *Unterschiede zwischen Stakeholder Value Added verschiedener Stakeholder* der gleichen Unternehmung auftreten. Dies illustriert eindrücklich, dass von einem hohen Gewinn nicht „automatisch“ darauf geschlossen werden kann, dass alle Stakeholderbeziehungen effizient sind. Es gilt analog, dass ein Unternehmensverlust nicht in allen Fällen ein Zeichen für ineffiziente Stakeholderbeziehungen ist. So weist BMW zwar einen negativen Employee Value Added, gleichzeitig aber einen positiven Governmental und Creditor Value Added auf.

Dass ein negativer Return on Stakeholder (RoSt) nicht zwingendermaßen zu einem negativen Stakeholder Value Added führen muss, zeigen alle hier untersuchten Unternehmungen. So weisen zum Beispiel Peugeot und Renault einen negativen Return on Government (Peugeot: -271,95 %, Renault: -121,12 %) auf. Da der Marktdurchschnitt des Return on Government aber bei -278,67 % und damit tiefer als bei diesen Unternehmen liegt, ist trotzdem Stakeholder Value Added geschaffen worden. Wie das Beispiel zeigt, hängt der Wert einer Stakeholderbeziehung nicht nur von dem absolut geschaffenen Wert, sondern insbesondere vom im Vergleich zu anderen Unternehmen geschaffenen (oder weniger vernichteten) Wert ab.

6. ZUSAMMENFASSENDE SCHLUSSBETRACHTUNG

Shareholder Value und Stakeholder Ansatz werden in der öffentlichen Diskussion oft als konkurrierende Ansätze dargestellt. Diese Darstellungsweise verkennt nicht nur den spezifischen Charakter beider Ansätze. Er verdeckt auch das Potential, das durch ihre sinnvolle Integration erschlossen werden kann.

Beim *Shareholder Value* Ansatz handelt es sich um ein ertragsorientiertes Bewertungsverfahren. Diese Verfahren eignen sich zur eigenkapitalorientierten Unternehmensbewertung. Sie werden eingesetzt, um den Fortführungswert einer Unternehmung zu bestimmen, indem sie den Barwert erwarteter Überschüsse ermitteln. Diese Verfahren haben besonders wegen ihrer Zukunftsorientierung und des verhältnismäßig geringen Einflusses von Rechnungsweisenstandards in den letzten Jahren stetig an Bedeutung gewonnen. Das *Stakeholder Konzept* ist dagegen ein Analysekonzept des strategischen Managements. Er zeigt, welche Gruppen einen Einfluss auf die Zielerreichung der Unternehmung haben bzw. von dieser in ihrer Zielerreichung beeinflusst werden. Stakeholder liefern der Unternehmung die Ressourcen, die sie zur Erbringung ihrer Leistung benötigt. Es ist die Aufgabe des Managements einer Unternehmung, die Ressourcen so einzusetzen, dass ein Wert entsteht, das heißt, der am Markt erzielte Preis für den Output die Kosten der Inputs übersteigt. Es ist daher um so erstaunlicher, dass der Stakeholder Ansatz keine Bewertung der Stakeholderbeziehung aus Unternehmenssicht vorsieht. Ohne eine Bewertung kann eine effiziente Gestaltung der Stakeholderbeziehung nur zufällig gelingen.

Der Begriff „Stakeholder Value“ wird in der Praxis heute bereits häufig eingesetzt. Was in diesem Zusammenhang auffällt, ist, dass in der Literatur weder eine Definition, noch eine Methode zu seiner Erfassung zu finden ist. Diese Lücke wird durch diese Studie geschlossen, indem aufgezeigt wird, was unter Stakeholder Value verstanden werden und wie eine entsprechende Bewertung von Stakeholderbeziehungen erfolgen kann.

Stakeholderbeziehungen sind wechselseitige Beziehungen. Sie bestehen immer aus einer Leistung und einer Gegenleistung. Es kann daher zwischen einem unternehmensorientierten und einem stakeholderorientiertem Stakeholder Value unterschieden werden. Eine Stakeholderbeziehung wird nur dann zustande kommen, wenn beide Seiten davon ausgehen, dass sie vorteilhaft ist. Der Stakeholder Value entspricht daher dem Barwert der erwarteter Nutzenüberschüsse aus Unternehmens- oder Stakeholderperspektive.

Das hier vorgeschlagene Konzept zur Ermittlung des Stakeholder Value Added ist die logische Übertragung bewährten Ansätze ertragsorientierter Bewertungsverfahren. Er ermittelt den durch die Stakeholderbeziehung während mehrerer Perioden geschaffenen Wert. Hierzu werden Nutzen und Kosten der Stakeholderbeziehung miteinander verglichen. Die Stakeholderbeziehung ist während einer Periode attraktiv, wenn der Nutzen die Kosten während dieser Periode übersteigt. Stakeholderbeziehungen sind in der Regel langfristige Beziehungen (vgl. z. B. Liebl 1999). Von Interesse sind daher nicht so sehr die Nutzenüberschüsse einer Periode, als vielmehr der heutige Wert

aller erwarteten Nutzenüberschüsse. Hierzu müssen die erwarteten Nutzenüberschüsse mit einem risikogerechten Zinssatz diskontiert und der Barwert ermittelt werden.

Von den ertragsorientierten Bewertungsverfahren ist bekannt, dass bei der Berechnung der Nutzenüberschüsse die Opportunitätskosten berücksichtigt werden müssen. Ein Nutzen entsteht erst dann, wenn der Nutzen einer Alternative über dem Nutzen liegt, der mit den nicht wahrgenommenen Alternativen erzielt worden wäre.

Die Fallstudie zeigt, wie der Stakeholder Value Added auf der Basis von veröffentlichten jährlichen Finanzdaten selbst durch externe Analysten berechnet werden kann. Es werden am Beispiel der europäischen Automobilindustrie drei verschiedene Dimensionen des Stakeholder Value Added (Employee Value Added, Creditor Value Added und Governmental Value Added) aus Unternehmensperspektive berechnet.

Geht man davon aus, dass diese Unternehmen das Ziel einer Unternehmenswertsteigerung haben, so entspricht der Nutzen der Stakeholderbeziehung dem Beitrag der Stakeholder zur Unternehmenswertsteigerung. Analog zu den traditionellen ertragsorientierten Bewertungsverfahren wird davon ausgegangen, dass ein Stakeholder immer dann einen positiven Beitrag leistet, wenn er pro € spezifischen Kosten einen höheren Beitrag zur Unternehmenswertsteigerung leistet, als die Stakeholder bei Konkurrenzunternehmen. Dieser Überschuss entspricht dem Wert der Stakeholderbeziehung nach Berücksichtigung der Opportunitätskosten.

Das Konzept des Stakeholder Value Added ermöglicht damit eine quantitative Beurteilung des Wertes von Stakeholderbeziehungen unter Berücksichtigung von Opportunitätskosten. Dies erlaubt einen aussagekräftigen Vergleich zwischen Firmen einer oder verschiedener Branchen, Firmen verschiedener Länder oder auch Vergleiche ganzer Branchen. Es trägt auf diese Weise zu einer Objektivierung der Diskussion um den Stakeholder Value bei.

Die Grenzen dieses Konzepts werden zur Zeit vor allem durch die Datenröhlichkeit gesetzt. So ist die heutige Rechnungslegung eigenkapitalorientiert. Durch eine explizite Berücksichtigung der Ansprüche der Eigenkapitalgeber können die Zahlen zwar adjustiert werden. Eine eindeutige Zuordnung von Nutzen- und Kostenströmen zu einigen spezifischen Stakeholdern (z. B. bei Lieferanten, Öffentlichkeit) ist für den externen Bewerter häufig trotzdem nicht möglich. Einen Schwachpunkt stellt auch die Nutzenzuordnung zu den einzelnen Stakeholdern dar. Zukünftige Forschungsbemühungen sollten darauf abzielen, den spezifischen Nutzenbeitrag einzelner Stakeholder zu verdeutlichen. Im Rahmen der traditionellen ertragsorientierten Unternehmensbewertung können die Opportunitätskosten recht einfach, zum Beispiel durch Orientierung an Indizes, ermittelt werden. Im Gegensatz hierzu müssen bei der Berechnung des Stakeholder Value Added die Opportunitätskosten einzeln errechnet werden. Dies erhöht zwar den Arbeitsaufwand, kann auf der anderen Seite aber dazu beitragen, dass die zum Vergleich herangezogenen Alternativen situationsgerechter ausgewählt werden.

Unternehmen müssen in der Praxis, unabhängig davon, ob sie sich einer Unternehmenswertsteigerung verschrieben haben oder nicht, miteinander konkurrierenden Ansprüchen gerecht werden. Soll die Zielerfüllung konkurrierender Ziele erhöht werden, sind Effizienzstrategien oft die einzig mögliche Antwort. Eine Unternehmung, die den Unternehmenswert steigern möchte, muss effizient mit ihren Ressourcen umgehen. Dies ist sowohl eine *conditio sine qua non* für eine Steigerung des Shareholder Value als auch des unternehmensorientierten Stakeholder Value.

LITERATURVERZEICHNIS

- Alexander, G./Sharpe, W./Bailey, J. (1993):** Fundamentals of Investments, Second Edition. Englewood Cliffs.
- Becker, G.S. (1983):** A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 68, August, No. 3, 371-399.
- Betsch, O./Groh, A./Lohmann, L. (1998):** Corporate Finance. Munich.
- Blattberg, R./Deighton, J. (1996):** Manage Marketing by the Customer Equity Test, in: Harvard Business Review, July/August, 136-144.
- Bosshart, D. (1996):** Shareholder Capitalism und Stakeholder Capitalism – oder warum wir auf eine neue Form des Kapitalismus zugehen, in: GDI Impuls, Jg. 14, Nr. 2, 26-38.
- Brealey, R.A./Myers, S.C. (1996):** Principles of Corporate Finance. Fifth Edition. New York.
- BZ Trust AG (Hrsg.) (1998):** Aktiensparen macht unabhängiger. Können Sie es sich leisten, auf Aktien zu verzichten? Wilen, 4., aktualisierte Auflage.
- Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (1993):** Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung. Frankfurt.
- Cornell, B./Shapiro, A.C. (1987):** Corporate Stakeholders and Corporate Finance, in: Financial Management, Vol. 16, 514.
- Damodaran, A. (1995):** Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, New York.
- Donaldson, T./Preston, L.E. (1995):** The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications, in: Academy of Management Review, Vol. 20, No. 1, 65-91.
- Donaldson, T. (1999):** Making Stakeholder Theory Whole Response, in: Academy of Management Review, Vol. 24, No. 2, 237-241.
- Dyllick, T. (1986):** Die Beziehung zwischen Unternehmung und gesellschaftlicher Umwelt, in: Die Betriebswirtschaft, Nr. 3, 373-392.
- Dyllick, T. (1989):** Management der Umweltbeziehungen: Öffentliche Auseinandersetzungen als Herausforderung. Wiesbaden.
- Earl, G./Clift, R. (1999):** Stakeholder Value Analysis. A Methodology for Integrating Stakeholder Values into Corporate Environmental Investment Decisions, in: Business Strategy and the Environment, No. 8, 149-162.
- Eberhardt, S. (1998):** Wertorientierte Unternehmensführung. Der modifizierte Stakeholder-value-Ansatz. Wiesbaden.
- Eisenhardt, K. (1989):** Agency Theory: An Assessment and Review, in: Academy of Management Review, Vol. 14, No. 1, 57-74.

- Freeman, R.E. (1984):** Strategic Management. A Stakeholder Approach. Boston: Pitman.
- Freeman, R.E. (1994):** The Politics of Stakeholder Theory. Some Future Directions, in: Business Ethics Quarterly, No. 4, 409-421.
- Freeman, R.E. (1999):** Divergent Stakeholder Theory Response, in: Academy of Management Review, Vol. 24, No. 2, 233-236.
- Frooman, J. (1999):** Stakeholder Influence Strategies, in: Academy of Management Review, Vol. 24, No. 2, 191-203.
- Frey, B.S. (1990):** Ökonomie ist Sozialwissenschaft. Die Anwendung der Ökonomie auf neue Gebiete. Munich.
- Gerke, W./Bank, M. (1998):** Finanzierung. Grundlagen für die Investitions- und Finanzierungsentscheidungen in Unternehmen. Stuttgart.
- Göbel, E. (1992):** Das Management der sozialen Verantwortung. Berlin.
- Göbel, E. (1995):** Der Stakeholderansatz im Dienste der strategischen Früherkennung, in: Zeitschrift für Planung, Nr. 6, 55-67.
- Harrison, J.S./Fiet, J.O. (1999):** NEW CEOs Pursue Their Own Self-Interests by Sacrificing Stakeholder Value, in: Journal of Business Ethics, No. 19, 301-308.
- Hill, C./Jones T.M. (1992):** Stakeholder-Agency Theory, in: Journal of Management Studies, Vol. 29, No. 2, 131-154.
- Hill, W. (1993):** Unternehmenspolitik, in: Wittmann, W. et al. (Hrsg.): Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Teilband 5, 5. Auflage, 4366-4379.
- Höhmann, K. (1998):** Shareholder Value von Banken, Wiesbaden.
- Hostettler, Stephan (1997):** Economic Value Added (EVA). Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften, Bern.
- Jones, T.M./Wicks, A.C. (1999):** Convergent Stakeholder Theory, in: Academy of Management Review, Vol. 24, No. 2, 206-221.
- Kaplan, R.S./Norton, D.P. (1997):** Balanced Scorecard. Strategien erfolgreich umsetzen, Stuttgart.
- Janisch, M. (1992):** Das strategische Anspruchsgruppenmanagement. Vom Shareholder Value zum Stakeholder Value. Bamberg.
- Jansche, R. (1998):** Shareholder Value oder Stakeholder Value? Globalisierung und unternehmerische Verantwortung, Büdigen, Ronneburger Kreis.
- Jensen, M.C./Meckling, W.H. (1976):** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, 305-360.
- Jones, T.M. (1995):** Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics, in: Academy of Management Review, Vol. 20, No. 2, 404-437.

- Liebl, F. (1999):** Wertewandel. Ein Zyklus in vier Akten, in: *Econy*, Nr. 3, 128-129.
- Liebl, F. (1996):** Strategische Frühaufklärung: Trends, Issues, Stakeholders. München.
- Link, J./Hildebrand, V. (1997):** Ausgewählte Konzepte der Kundenbewertung im Rahmen des Database Marketing, in: Link, J. et al. (Hrsg.), *Handbuch Database Marketing*, Ettligen, 159-173.
- Lutz, D. (1999):** Kritik des Shareholder-Ansatzes und des Stakeholder-Ansatzes, in: Koslowski, P. (Hrsg.): *Shareholder Value und die Kriterien des Unternehmenserfolgs. Ethische Ökonomie. Beiträge zur Wirtschaftsethik und Wirtschaftskultur*, Heidelberg: Physica-Verlag, 187-200.
- Mandl, G./Rabel, K. (1997):** Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung. Wien.
- Markowitz, H. (1959):** *Portfolio Selection. Efficient Diversification of Investments*. New York.
- Meier-Scherling, P. (1996):** Shareholder Value Analyse vs. Stakeholder Management. Unternehmenspolitische Grundkonzeptionen als Ansätze zur Erweiterung der Theorie der Unternehmung. Darmstadt.
- Mintzberg, H. (1983):** *Power In and Around Organizations*. Englewood Cliffs.
- Näsi, J. (Ed.) (1995):** *Understanding Stakeholder Thinking*. Helsinki.
- Näsi, J. (Ed.) (1991):** *Arenas of Strategic Thinking*. Helsinki.
- Pfeffer, J. (1992):** *Managing With Power. Politics and Influence in Organizations*. Boston.
- Rappaport, A. (1995):** Shareholder Value-Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung. Stuttgart.
- Savage, G./Nix, T./Whitehead, C./Blair, J. (1991):** Strategies for Assessing and Managing Organizational Stakeholders, in: *Academy of Management: The Executive*, Vol. 5, No. 2, 61-75.
- Schaltegger, S. (1999):** Bildung und Durchsetzung von Interessen in und im Umfeld von Unternehmen. Eine politisch-ökonomische Perspektive, in: *Die Unternehmung*, Nr.1/99, 3-20.
- Schaltegger, S. & Sturm, A. (1990):** Ökologische Rationalität, in: *Die Unternehmung*, Nr. 4, 1990, 273-290.
- Schaltegger, S. & Figge, F. (1998):** *Environmental Shareholder Value*, 6th Edition, WWZ Report Nr. 54, Basel.
- Schaltegger, S. & Figge, F. (1999):** Umweltmanagement und Shareholder Value in den Kriterien des Unternehmenserfolgs, in: Koslowski, P. (Hrsg.): *Shareholder Value und die Kriterien des Unternehmenserfolgs. Ethische Ökonomie. Beiträge zur Wirtschaftsethik und Wirtschaftskultur*, Heidelberg: Physica-Verlag, 201-227.
- Schaltegger, S. & Sturm, A. (1992/94):** Ökologieorientierte Entscheidungen in Unternehmen. Ökologisches Rechnungswesen statt Ökobilanzierung: Notwendigkeit, Kriterien, Konzepte, Bern: Paul Haupt, 2. Auflage.

- Schmid, Stefan (1996):** Nicht Shareholder-Orientierung, sondern Stakeholder-Orientierung! Plädoyer für eine Relativierung der einseitigen Ausrichtung am Shareholder Value. Diskussionsbeiträge der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt. Ingolstadt.
- Sepp, H. (1996):** Strategische Frühaufklärung, Wiesbaden.
- Speckbacher, G. (1997):** Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, in: Die Betriebswirtschaft, Jg. 57, Nr. 5, 630-639.
- Stahle, W. (1990):** Management. Eine verhaltenswissenschaftliche Einführung, 5. Auflage. Munich.
- Wildemann, H. (1997):** Koordination von Unternehmensnetzwerken, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 67, Nr. 4, 417-440.

Übersicht der nicht im Literaturverzeichnis aufgeführten Titelmeldungen der Datenbankrecherche zu Zeitungs- und Zeitschriftenartikel sowie Nachrichtenagenturmeldungen in denen das Stichwort „Stakeholder Value“ verwendet wurde (Stand Juli 1999)

06.07.99 KLIMA ÖSTERREICHS WACHSTUMSPOLITIK WEITER AUSARBEITEN. AUSTRIA PRESSE AGENTUR OTS SERVICE 06/07/1999

23.06.99 S. LANKA CTC EAGLE SAYS NO PLANS TO DELIST. REUTERS NEWS SERVICE

21.06.99 THE ECOMMERCE GAME BEGINS. DO ESTABLISHED COMPANIES HAVE AN EDGE OVER COMPETITION? (c) 1999 CMP Publications Inc., 600 Community Drive, Manhasset, NY 11030. INFORMATIONWEEK 21/06/1999

16.06.99 SC MAY MAKE INTERNAL AUDITS MANDATORY FOR LISTED COMPANIES. By Ruth Wong. (c) 1999 Singapore Press Holdings Limited. BUSINESS TIMES (SINGAPORE) 16/06/1999

15.06.99 SHONEY'S, INC. REPORTS FISCAL 1999 SECOND QUARTER RESULTS. PR NEWSWIRE 15/06/1999

04.06.99 SHAREHOLDER VALUE GAME FOR A THEORY IN BUILDING VALUE. By Stephen Black, PA Consulting. FINANCIAL DIRECTOR 06/1999 P36

04.06.99 EDITOR'S LETTER BACK TO THE FUTURE FOR VALUE CREATION. FINANCIAL DIRECTOR 06/1999 P5

26.05.99 COMMENTARY SUSTAINABLE DEVELOPMENT. By John Pullin, Editor. PROFESSIONAL ENGINEERING 05/1999 P3

26.05.99 NATIONAL VERSICHERUNGSGRUPPE ZUFRIEDEN MIT GESCHÄFTSJAHR 1998. SCHWEIZERISCHE DEPESCHENAGENTUR 26/05/1999

12.05.99 GYMBOREE ANNOUNCES NEW VICE PRESIDENTIAL APPOINTMENTS. BUSINESS WIRE 12/05/1999

11.05.99 SOLIDUM BRINGS BETTER PROCESSING TO FAST ETHERNET NETWORKING. LAS VEGAS (BUSINESS WIRE) May 11, 1999, BUSINESS WIRE 11/05/1999

06.05.99 AUSTRALIA: TAKING STOCK OF SHAREHOLDERS/AUSTRALIA UNLIMITED. By MICHAEL BACHELARD. AUSTRALIAN 06/05/1999 P6

01.05.99 THE FINANCIAL DIRECTOR INTERVIEW «I HAD THAT FINANCIAL DIRECTOR IN THE BACK OF MY CAB ONCE». By Richard Young. FINANCIAL DIRECTOR 05/1999 P20, 01.05.99 UK PLC INVITES QUESTIONS AT MEETING WITH STAKEHOLDERS, FINANCIAL DIRECTOR 05/1999 P11

29.04.99 EN UN CERTAIN SENS, NOUS SOMMES TRÈS EBNÉRIENS.
François Schaller AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 29/04/1999

21.04.99 NEWS GREEN POWER PLAYS. By Peter Fries. AUSTRALIAN
FINANCIAL REVIEW 21/04/1999 P16

16.04.99 PGGM ET LA CORPORATE GOVERNANCE. Emmanuel
Garessus AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 16/04/1999

14.04.99 MOUNT REAL CORPORATION ANNOUNCES NEW
APPOINTMENT OF VICE PRESIDENT, FINANCE. CANADIAN COR-
PORATE NEWS 14/04/1999

08.04.99 WHO IS GOING TO GOVERN WHOM? Omkar Goswami.
ECONOMIC TIMES 08/04/1999

06.04.99 SOLIDUM SECURES \$2.5M IN FIRSTROUND FINANCING.
BUSINESS WIRE 06/04/1999

05.04.99 ASK A RISK MANAGER. BUSINESS INSURANCE
05/04/1999 P19 01.04.99 QUELLE RESPONSABILITÉ SOCIALE
POUR L'ENTREPRISE? LE POINT DE VUE SOCIOÉCONOMIQUE.
AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 01/04/1999

27.03.99 MANAGEMENT FOOD FOR SERIOUS THOUGHT. By James
Farnham.

GUARDIAN 27/03/1999 P32

24.03.99 ENTRETIEN AVEC GILBERT DUCHOUD, PATRON DE LA
BANQUE VAUDOISE. Olivier Toublan AGEFI (FRENCH LANGUAGE)
24/03/1999

23.03.99 SEVERFIELDREEVE PLC FINAL RESULTS. REGULATORY
NEWS SERVICE 23/03/1999

22.03.99 ZSE HOW HIGH CAN WE FLY? AFRICA NEWS SERVICE
22/03/1999

21.03.99 ZSE HOW HIGH CAN WE FLY? (2469). By KEVIN
KACHIDZA. ZIMBABWE STANDARD 21/03/1999

20.03.99 CFOS TOLD OF VALUE CREATION THROUGH RESTRUC-
TURING EXERCISE. By Vasantha Ganesan. BUSINESS TIMES
(MALAYSIA) 20/03/1999 P5

18.03.99 ProdiGene and Genencor International Announce Expansion
of Collaboration to Develop Enzymes Using Transgenic Plants. PR
NEWSWIRE 18/03/1999

09.03.99 DE BEERS IN STRATEGIC REVIEW AFTER YEAR RESULTS.
REUTERS NEWS SERVICE

08.03.99 BUSINESS MANAGEMENT. ARUN MAIRA BUSINESS INDIA 08/03/1999

22.02.99 PLATT'S AUSTRALIA'S COMALCO HIT BY LOWER ALUMINUM PRICES. PLATT'S COMMODITY NEWS 22/02/1999

19.02.99 OPINION WHELDON ON... WHY BIG ISN'T BEST. By DAVID WHELDON. CAMPAIGN 19/02/1999 P27

19.02.99 CACUK SUDARIJANTO TELKOM IS NOT SENSITIVE AND ONLY LOOKING FOR PROFIT. KOMPAS (INDONESIA) 19/02/1999

15.02.99 «WIR HABEN HORCHPOSTEN AUFGESTELLT». SiemensChef Heinrich von Pierer über den Umbau des Konzerns, das Misstrauen der Finanzmärkte und die Herausforderungen durch das Internet DER SPIEGEL (GERMAN LANGUAGE) 15/02/1999 S98 S99 S100

15.02.99 IM SOUNDING BOARD IMPROVE THE STAKES FOR INVESTORS. By John Egan. MANAGEMENT TODAY 02/1999 P5

11.02.99 BIEN NOTÉE PAR LA FONDATION ETHOS. PHILIPPE REY, AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 11/02/1999

05.02.99 BARLOW LTD, INVESTEXT BROKER REPORTS 05/02/1999

07.01.99 CIMA A MILLION IN ONE., M2 PRESSWIRE 07/01/1999

15.12.98 SHAREHOLDER VALUE WERTORIENTIERTE STEUERUNG AUCH FÜR VERSICHERUNGSUNTERNEHMEN? Oliver Neumann, Frankfurt am Main, VERSICHERUNGSWIRTSCHAFT 15/12/1998 S1708

30.11.98 HARLEYSVILLE INSURANCE NATIONAL NETWORK WITH A HOMETOWN FLAVOR, By Elisabeth Boone, ROUGH NOTES 11/1998

02.11.98 ASXSONIC HEALTHCARE LIMITED (SHL. AX) MANAGING DIRECTOR'S AGM STATEMENT TO SHAREHOLDERS. AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE FEED 02/11/1998

31.10.98 CORPORATE FINANCE WHOSE VALUES? By Stewart Fleming. INSTITUTIONAL INVESTOR (US EDITION) 31/10/1998 P67

30.10.98 MORE THAN MANUFACTURING. By ANN SACCOMANO. TRAFFIC WORLD 30/10/1998

15.10.98 PLATT'S US' UCC YET TO FIND DEAL TO MEET ITS NEEDS SPOKESMAN. PLATT'S COMMODITY NEWS 15/10/98

23.09.98 ETHIK IST BESTANDTEIL WIRTSCHAFTLICHEN HANDELNS. AUSTRIA PRESSE AGENTUR OTS SERVICE 23/09/98

23.09.98 «CE SYSTÈME EST LE MOINS MAUVAIS QUI EXISTE». Par VINCENT DE FELIGONDE. LES ECHOS (FRENCH LANGUAGE) 09/98

23.09.98 SGL CARBON VEUT FAIRE DE SES EMPLOYÉS DES ACTIONNAIRES. Par VINCENT DE FELIGONDE. LES ECHOS (FRENCH LANGUAGE) 09/98

17.09.98 WESTBRIDGE FILES CHAPTER 11 CHANGES CEO. BEST-WIRE 17/09/98

04.09.98 FUTURE TRIUMPH. ECONOMIC TIMES 04/09/1998

04.09.98 SYSCO SETS 8 MLN SHARE BUYBACK. REUTERS NEWS SERVICE

04.09.98 SYSCO'S BOARD AUTHORIZES NEW SHARE REPURCHASE PROGRAM DIRECTORS DECLARE QUARTERLY CASH DIVIDEND. PR NEWSWIRE 04/09/98

03.09.98 HAIL THE YOUNG & THE RESTLESS, RAISE A TOAST TO SPARKLING VINTAGE. ECONOMIC TIMES 03/09/98

21.08.98 METHODEN ZUR OPTIMIERUNG DER PERSONALARBEIT. Von Stürze, Marion. COMPUTERWOCHE (GERMAN LANGUAGE) 21/08/98

08.08.98 JOBHOLDERVALUE. DIE PRESSE 08/08/98

19.07.98 HARDLINE BOSS MAKES WAY FOR CARING SHARER. By John Izbicki INDEPENDENT ON SUNDAY 19/07/98 P2

09.07.98 ADVISORY/TECHNOLOGY SUMMIT TO BE HELD IN CHICAGO AT HOTEL INTERCONTINENTAL ON JULY 2629. BUSINESS WIRE 09/07/98

03.07.98 SAP MACHT SICH IM PROJEKTGESCHÄFT BREIT. Von Seidel, Bernd. COMPUTERWOCHE (GERMAN LANGUAGE) 03/07/98

02.07.98 GOUVERNANCE D'ENTREPRISE: LES ANGLOSAXONS DONNENT LE TON. Un point de vue de Philippe Spicher AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 02/07/98

22.06.98 SAP ANNOUNCES STRATEGIC ENTERPRISE MANAGEMENT EXECUTIVE APPLICATIONS. BUSINESS WIRE 22/06/98

19.06.98 SULZER A SURVÉCU À TROIS TENTATIVES DE RACHAT. EMMANUEL GARESSUS AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 19/06/98

04.06.98 TEXAS A&M UNIVERSITY GOOD NEWS WATER CONFLICTS CAN BE SOLVED, RESEARCHERS SAY. M2 PRESSWIRE 04/06/98

28.05.98 ERWACHT DIESES JAHR DIE SCHLAFSPARTE VON VALORA? Von Bitterli, H., NEUE ZUERCHER ZEITUNG 28/05/98

25.05.98 PENSION FUNDS NEED CEOS. By Mike Foster FINANCIAL

NEWS 25/05/98

20.05.98 eWatch and Weber Public Relations Worldwide Announce Agreement Adding eWatch Online Monitoring Technology to Weber-Works (SM) 98. PR NEWSWIRE 20/05/98

11.05.98 AUTO WORKERS UNION LIKELY TO GET SEAT ON DAIMLERCHRYSLER BOARD, CEO SAYS. By Jennifer Bott. DETROIT FREE PRESS, MICHIGAN 11/05/98

07.05.98 SILBER VERGOLDEN! Von Bieniussa, Max J. HORIZONT (GERMAN LANGUAGE) 07/05/98 S16

25.04.98 JAGODA SO KÖNNEN ZWEI MILLIONEN NEUE JOBS ENTSTEHEN. (Interview) Von Alexander Kain PASSAUER NEUE PRESSE 25/04/98

24.04.98 «UNSERE BASIS SCHREITET NICHT ZUR SABOTAGE». INTERVIEW CASH VERLAG 24/04/98

15.04.98 CRITICAL MASS PROVIDES EDGE. By DON ARGUS. AUSTRALIAN 15/04/98 P23

09.04.98 INVESTMENT BRIEF UK CAN BOB ALONG ABOVE 6,000 MARK. MONEY MARKETING 09/04/98 P55

31.03.98 PROPERTY WEEK SUPPLEMENT ON EUROPE; IDRC WORLD CONGRESS STRUCTURED MANAGEMENT. PROPERTY WEEK 31/03/98 P23

11.02.98 SHAREHOLDER VALUE IST KEINE FRAGE DER MORAL UND POLITIK WETTBEWERB UM EIGENKAPITAL. Von Hermann C. Goldkamp. FINANZ UND WIRTSCHAFT 11/02/98 S21

06.02.98 «ÜBERNAHMESPEKULATIONEN DRÜCKEN AUF DIE STIMMUNG». INTERVIEW CASH VERLAG 06/02/98

01.02.98 EXPLOSIVE MISCHUNG. Von Thomas Voigt. IMPULSE (GERMAN LANGUAGE) 01/02/98

09.01.98 PREVIEW 1998 PROPHETS OF BOOM. PROPERTY WEEK 09/01/98 P24

01.12.97 MANAGING KNOWLEDGE INTO THE THIRD MILLENNIUM. MANAGEMENT CONSULTANCY 12/97 P12

14.11.97 SCANOPTICS' DIRECTOR OF HUMAN RESOURCES POSITION ELEVATED TO VICE PRESIDENTIAL LEVEL. PR NEWSWIRE 14/11/97

07.11.97 «DER FRANZÖSISCHE MANAGEMENTSTIL IST ZEITWEISE CHAOTISCH». Interview CASH VERLAG 07/11/97

05.11.97 'BIG SIX' RISK MANAGEMENT SERVICES ACCOUNTANCY'S

NEW BLEND. INTERNATIONAL RISK MANAGEMENT 11/97 P28
02.11.97 LA «STAKEHOLDER CORPORATION». PME MAGAZINE
02/11/97

16.10.97 TURNING INTO CLASS ACTS AS COMPANIES STRIVE
TOWARDS WORLD CLASS STANDARDS, THE CREATION OF
VALUE MANAGEMENT MALAYSIAN BUSINESS 10/97

14.10.97 BENEFITS ACCRUE WHEN STAKEHOLDERS ARE SHA-
REHOLDERS, TOO. By Diane Francis. NATIONAL POST 14/10/97 P21

25.09.97 DIE VA TECH RANGIERT IN EUROPAS INDUSTRIEELITE.
DER STANDARD (GERMAN LANGUAGE FULL TEXT) 25/09/97

21.09.97 EVA REWARDS STAFF AT THE SAME TIME AS SHA-
REHOLDERS By Gregory Milano. SUNDAY TIMES 21/09/97

29.08.97 UK: RAISING THE STAKES. RETAIL WEEK 29/08/97 P9

08.07.97 FINANZPLATZFORUM WILL DEUTSCHE NACHTEILE
ANGEHEN. REUTERS NEWS SERVICE

08.07.97 BONN EMBARKS ON REVAMP TO READY ITS MKTS FOR
EURO. By Janet Northcote REUTERS NEWS SERVICE

13.06.97 BREUER BEKENNT SICH ZUM SHAREHOLDER VALUE.
REUTERS NEWS SERVICE

11.06.97 BOEFUE ALLES FLIESST FRANKFURTER GEFLUESTER.
Von Anton Riebel. FINANZ UND WIRTSCHAFT 11/6/97 S27

05.06.97 HELMUT MAUCHER ATIL GARDÉ TOUTES SES FACUL-
TÉS? AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 5/6/97

04.06.97 UK UNIT SPILLS RED INK ON NATIONALSTANDARD, AME-
RICAN METAL MARKET 5/5/97

02.06.97 MOBILE PHONE BRIEFS.

MOBILE PHONE NEWS 2/6/97

30.05.97 SEYMOUR LEAVES BM FOR CANNING'S FIRST AND 42ND.
By JEMIMAH BAILEY. PR WEEK 30/5/97 P1

21.05.97 NIEDERLAENDISCHER ZEITGEIST. Von Oliver Pfa-
dhauer. FINANZ UND WIRTSCHAFT 21/5/97 S1

28.04.97 NATIONALSTANDARD REPORTS SECOND QUARTER
LOSS, MAJOR RESTRUCTURING OF UK OPERATIONS. IAC TRADE
AND INDUSTRY DATABASE 24/4/97

26.04.97 PSYTEP ANNOUNCES KNOWLEDGE MANAGEMENT AND
COMPETITIVE INTELLIGENCE SUPPORT FOR YEAR 2000 WORKA-

ROUNDS. IAC TRADE AND INDUSTRY DATABASE 25/4/97
 25.04.97 PSYTEP ANNOUNCES KNOWLEDGE MANAGEMENT AND COMPETITIVE INTELLIGENCE SUPPORT FOR YEAR 2000 WORKAROUNDS. PR NEWSWIRE 25/4/97

24.04.97 NATIONALSTANDARD REPORTS SECOND QUARTER LOSS, MAJOR RESTRUCTURING OF UK OPERATIONS. PR NEWSWIRE 24/4/97

24.04.97 NATIONALSTANDARD RESTRUCTURES UK UNIT. REUTERS NEWS SERVICE

22.04.97 BANKCHEF SPRICHT GEWERKSCHAFTLICH KOPFER GEGEN SHAREHOLDERVALUE KONZEPT. TAZ, DIE TAGESZEITUNG (GERMAN LANGUAGE) 22/4/97

18.04.97 HANDELN FÜR DEN "STAKEHOLDER VALUE". LEBENSMITTEL ZEITUNG (GERMAN LANGUAGE) 18/4/97 S54

01.04.97 LA GESTION PAR OBJECTIFS. PME MAGAZINE 1/4/97

24.03.97 THE DELAHAYE GROUP SELECTS EWATCH (R) TO MONITOR INTERNET FOR CLIENTS. PR NEWSWIRE 24/3/97

28.01.97 HOECHST DORMANN IN NEW YORK "HOECHST... IT'S ALL ABOUT SETTING GLOBAL PRIORITIES." M2 PRESSWIRE 28/1/97

24.01.97 CORESTATES SUPPORTS STATE SYSTEM CONTINUOUS IMPROVEMENT PROGRAM. DER STANDARD (GERMAN LANGUAGE FULL TEXT) 16/1/97

02.01.97 WIR BRAUCHEN NEUE KADER. Von Interview: Arthur Rutishauser. HANDELSZEITUNG 2/1/97

22.11.96 UNTERNEHMER WOLLEN EIGENE KURSE PFLEGEN. DER STANDARD (GERMAN LANGUAGE FULL TEXT) 22/11/96

10.11.96 QUELS SONT LES RENDEMENTS DES INVESTISSEMENTS SOCIALEMENT RESPONSABLES? AGEFI (FRENCH LANGUAGE) 10/11/96

08.11.96 LAMMOTH WANDEL IST DIE EINZIGE KONSTANTE. von Heckel, Hanspeter. HORIZONT (GERMAN LANGUAGE) 8/11/96 S.36

13.10.96 ONLY WORKING TOGETHER WILL SAVE THE ECONOMY. OBSERVER 13/10/96 P26

19.09.96 «WIR KÄMPFEN FÜR HOHE EIGENMITTEL». Von Interview: Jürg Wegelin. HANDELSZEITUNG 19/9/96

19.09.96 FANTASIELOSES VERHALTEN. Von Interview: Werner Rüedi. HANDELSZEITUNG 19/9/96

12.09.96 IN AN IDEAL WORLD..., By Martin Vander Weyer. MANAGEMENT TODAY 9/96 P35

11.09.96 "BEHOERDENMENTALITAET IN NEUER FORM". Von Hermann Goldkamp. FINANZ UND WIRTSCHAFT 11/9/96 S18

29.08.96 VON DER «ESOTERIK» ZUR GRUNDLAGENTHEORIE. NEUE ZUERCHER ZEITUNG 29/8/96

19.07.96 NATIONALBANKCHEF DR. HANS MEYER/DER NEUE PRÄSIDENT DES SNBDIREKTORIUMS. Von Brigitte Strelbel. SCHWEIZER BANK 7/96

12.07.96 DEBATTE UM ZIELE DER UNTERNEHMENSPOLITIK. DIE PRESSE 12/7/96

11.07.96 DEBATTE UM SHAREHOLDER VALUE VOLL ENTBRANNT. Von HANS OBERMEIER. REUTERS NEWS SERVICE

22.06.96 FRENCH LEAVE FOR SHAREHOLDERS. Barry Riley: FINANCIAL TIMES 22/6/96 P1

21.06.96 PLATOW BRIEF AKTIENOPTIONSPLÄNE SIND BESSER ALS IHR RUF. PLATOW BRIEF 21/6/96

01.06.96 "WIR WOLLEN DER BESTE HIGHTECHKONZERN SEIN": DON DAVIS. Von Interview: Damian Sigrist. FINANZ UND WIRTSCHAFT 1/6/96 S31

23.05.96 MUTTER HELVETIA BRAUCHT EINE FITNESSKUR. Von Gemperle, R. NEUE ZUERCHER ZEITUNG 23/5/96

01.05.96 ZUM THEMA RISIKOTRAEGER SHAREHOLDER/STAKEHOLDER VALUE. Von Damian Sigrist Redaktor. FINANZ UND WIRTSCHAFT 1/5/96 S2

27.04.96 LESERBRIEF DISKUSSIONSBEITRAG ZUM THEMA SHAREHOLDER VALUE. Von Bernhard Henschel, Ruemlang. FINANZ UND WIRTSCHAFT 27/4/96 S34

12.04.96 GERMANS LAG AS CHANGE BECKONS. RETAIL BANKER INT., LAFFERTY PUBLICATIONS 12/4/96 P3

23.03.96 MEINE WUNSCHLISTE FUER SIEMENS IST GROSS, INTERVIEW MIT DR. KARLHERMANN BAUMANN, SIEMENS. Von Interview: Rita Syre, München. FINANZ UND WIRTSCHAFT 23/3/96 S27

05.03.96 DEREGULIERUNG ODER PROZESSOPTIMIERUNG? Von Klaus Spremann* NEUE ZUERCHER ZEITUNG 5/3/96

17.02.96 INTERVIEW: DIE NEUE 3M WIRD FUER ANLEGER NOCH ATTRAKTIVER, GIULIO AGOSTINI. Von Hanspeter Frey/Damian

Sigrist. FINANZ UND WIRTSCHAFT 17/2/96 S27
04.02.96 THE BUSINESS VIEW REGULATION WITH AN EDGE.
BUSINESS WIRE

16.11.95 NOTEBOOK COLUMN. GUARDIAN 16/11/95 P21

12.11.95 MANAGEMENT THE ELEPHANT AND THE DINOSAUR. By
DAVID NORBURN. OBSERVER 12/11/95 P17

26.04.95 BRAMALEA ANNOUNCES RESIGNATION OF DIRECTORS
AND OFFICERS. BUSINESS WIRE

14.03.95 PROGRAMMING CHANGE AVIATION COSTCUTTING.
AIRLINE BUSINESS 3/95 P36

ENDNOTEN

- 1 Genau genommen handelt es sich um ein doppeltes Prinzipal-Agent-Problem zwischen Eigentümern und Management einerseits und zwischen Management und Stakeholdern (Angestellte, Lieferanten usw.) andererseits.
- 2 Alternativ können auch die Ansprüche der Fremdkapitalgeber bereits vor der Diskontierung von den Cash-Flows abgezogen werden. Diese Vorgehensweise wird als Equity-Ansatz, die Diskontierung von Cash-Flows vor Berücksichtigung der Ansprüche der Fremdkapitalgeber als Entity-Ansatz bezeichnet. Im Rahmen des Equity-Ansatzes berechnet sich der Shareholder Value daher wie folgt:

$$\text{Shareholder value} = \sum_{n=1}^{n=\infty} NFCF_n \cdot \frac{1}{(1+i)^n}$$

wobei, NFCF= Netto Free Cash Flow, n = Periode, i = Diskontierungssatz (Cost of Equity)

- 3 Vgl. hierzu u. a. die Übersicht über Zeitungs- und Zeitschriftenartikel und Nachrichtenagenturmeldungen im Anhang.

Dies zeigt auch eine 1996 von der Zeitung Finanz und Wirtschaft durchgeführte Umfrage bei Schweizer Unternehmen zum Shareholder Value in der auch nach Beispielen gefragt wurde, wie die Unternehmen den Stakeholder Value gesteigert hätten. Die Mehrzahl der Antworten ignorierte diese Zusatzfrage oder beantwortete sie mit einer allgemeinen Aussage zum Verhältnis der Unternehmung zu seinen Stakeholdern (Finanz und Wirtschaft vom 13.08.1996).

- 4 Es zeigt sich in diesem Zusammenhang allerdings auch, dass der Begriff Shareholder Value etymologisch betrachtet unglücklich gewählt ist. So könnte man auf den ersten Blick glauben, dass es beim Shareholder Value darum ginge, den Wert der Shareholder zu bestimmen. So versteht man beispielsweise unter dem Begriff „Enterprise Value“ den Wert einer Unternehmung aus Sicht aller Kapitalgeber und nicht einen Wert aus Sicht der Unternehmung (Enterprise).
- 5 Es wird im folgenden davon ausgegangen, dass die Unternehmung eine Zahlung an den Stakeholder im Gegenzug zur Lieferung einer Ressource des Stakeholders an die Unternehmung leistet. Im Fall des Stakeholders „Kunde“ geht allerdings ein Zahlungsstrom vom Stakeholder an die Unternehmung. Die folgenden Überlegungen sind analog auch auf diesen Fall übertragbar.
- 6 Ein beidseitiger Geldfluss liegt auch im Fall von Banken und Versicherungen und ihren Kunden vor. Auf diesen Sonderfall soll an dieser Stelle nicht weiter eingegangen werden.
- 7 In Ausnahmefällen kann der Cash Flow auch in die Gegenrichtung fließen. Zum Beispiel, wenn der Staat mehr Subventionen ausschüttet als Steuern erhebt.
- 8 Wir unterscheiden im folgenden nicht zwischen den Zahlen der Kapitalflussrechnung, die der Shareholder Value-Ansatz zugrundelegt, den Zahlen der Erfolgsrechnung, von denen der Economic Value Added-Ansatz ausgeht und Zahlen der unternehmensinternen Kostenrechnung.
- 9 Vgl. zum Unterschied zwischen Equity- und Entity-Ansatz auch Endnote 2.
- 10 Hiervon ausgenommen sind natürlich die kapitalgebenden Stakeholder.
- 11 Vgl. hierzu z. B. Link/Hildebrand (1997).
- 12 Bei Vorliegen der notwendigen Daten ist eine Ermittlung des stakeholderorientierten Unternehmenswertes ebenfalls möglich.
- 13 Im Falle von Daimler Benz beziehen sich alle Zahlen in dieser und den folgenden Tabellen für das Jahr 1998 auf die neugebildete Daimler-Chrysler AG.