Shareholder Value als Investitionsbremse?



Wie die kapitalmarktbasierte Ermittlung von Eigenkapitalkosten Innovationen verhindert

Einleitung]
Im August 2019 ging ein Fanal durch die Wirtschaftspresse. 181 CEOs US-amerikanischer Unternehmen hatten eine Resolution des "Business Roundtable" unterzeichnet, in der nicht weniger als ein Paradigmenwechsel im Management gefordert wurde. So sollten Manager/-innen künftig nicht mehr primär den Interessen ihrer Anteilseigner verpflichtet sein, sondern Erwartungen anderer Stakeholder gleichermaßen einbeziehen. Unternehmen müssten sich zur nachhaltigen Wertschöpfung für ihre Kunden verpflichten und dabei auch die Interessen ihrer Beschäftigten und Zulieferer sowie das öffentliche Wohl (v.a. beim Thema Umwelt- und Klimaschutz) mitberücksichtigen. Im Januar 2020 folgte das World Economic Forum mit einer ähnlichen Erklärung.

Ganz offensichtlich hat die Idee des "Shareholder Value" gerade in ihrem Ursprungsland an Überzeugungskraft verloren. 33 Jahre nachdem Alfred Rappaport in seinem gleichnamigen Management-Klassiker von 1986 diesen Ansatz erstmals der Öffentlichkeit vorgestellt hatte, scheinen sich Konzern-Vorstände in den USA, aber auch anderswo, zunehmend von diesem Ziel zu distanzieren. So werden Geschäftsberichte nunmehr, nicht zuletzt aufgrund gesetzlicher Vorschriften, durch nicht-finanzielle Berichte bzw. Nachhaltigkeitsreports ergänzt, in denen Unternehmen ihre Aktivitäten zur Corporate Social Responsibility (CSR) darlegen.

Doch wie nachhaltig ist dieser neue Trend zur Nachhaltigkeit? Handelt es sich hierbei um Marketing-Rhetorik oder liegt ein echtes Umdenken vor?

Shareholder Value und Unternehmenssteuerung]
Um diese Frage zu beantworten, muss man zunächst verstehen, wie tiefgreifend das "Shareholder Value"-Denken in den vergangenen Jahrzehnten die betriebswirtschaftliche Logik weltweit revolutioniert hat, und zwar bis in den Bereich des Rechnungswesens (vgl. zum Folgenden auch Hecker 2018; 2021). So galten bis in die 1990er Jahre Unternehmen als erfolgreich, wenn ihre Produkte am Markt nachgefragt wurden und der Gewinn ausreichte, um den Aktionären eine Dividende in Höhe der im Durchschnitt üblichen Ausschüttungen zu zahlen. Im Zuge des "Shareholder Value"-Denkens wandelte sich dieser Erfolgsmaßstab. Institutionelle Investoren leiteten ihre Benchmarks aus der Entwicklung von Aktienindizes ab. Vorstände wurden nunmehr daran gemessen, inwiefern die Erträge ihrer Firmen (risikobereinigt) durchschnittliche Kapitalmarktrenditen übertrafen. So erklärte man die durchschnittlichen Renditen an den Aktienmärkten kurzerhand zu "Opportunitätskosten" der Anteilseigner, da Aktionäre durch den Kauf einzelner Aktien auf diese alternative Gewinnoption verzichteten. Im betrieblichen Rechnungswesen wurden nunmehr auf der Basis durchschnittlicher Aktienmarktrenditen sog. "Kosten des Eigenkapitals" ermittelt, die Unternehmen auf jeden Fall erwirtschaften mussten, wenn sie als wirtschaftlich gelten wollten. Unternehmen oder Unternehmensbereiche, die solche

Zielrenditen nicht erreichten, wurden in der "Shareholder Value"-Rhetorik als Wertvernichter deklariert, die umstrukturiert oder geschlossen werden sollten. Investitionen lohnen sich nach dieser Logik nur noch dann, wenn sie Gewinne oberhalb durchschnittlicher Kapitalmarktrenditen versprechen.

Nun ist jedoch unschwer erkennbar, dass derartige Anforderungen nicht verallgemeinerbar sind, da nicht alle Unternehmen Renditen oberhalb des Marktdurchschnitts erzielen können. Daher setzte die Logik des "Shareholder Value" Unternehmensvorstände unter einen permanenten Erfolgsdruck, der zwangsläufig mit Interessen anderer Stakeholder kollidieren musste. So konnte es nicht überraschen, dass der Druck zur Erwirtschaftung überdurchschnittlicher Renditen an Zulieferfirmen und Belegschaften weitergegeben wurde. Aus produktivem Wettbewerb zum Vorteil der Verbraucher/-innen wurde immer häufiger ruinöse Konkurrenz zu Lasten Dritter (Arbeitnehmer/-innen, natürliche Umwelt, ?). Die Vorgabe unrealisierbarer Anforderungen und die damit verbundene systematische Überforderung führten also in unzähligen Fällen zu einem Niedergang des Moralniveaus in ökonomischen Beziehungen, die Goetz Briefs bereits vor vielen Jahrzehnten als Absinken der "Grenzmoral" beschrieben hatte (vgl. Briefs 1957).

Außerdem übertrug sich die Kurzfristorientierung von Finanzinvestoren zunehmend auf das Management von Unternehmen, und Quartalsberichte fanden mehr Aufmerksamkeit als langfristige Strategien. Weltkonzerne weiteten ihre Finanzmarktaktivitäten zulasten der Produktion bzw. Forschung und Entwicklung aus, da sich dort kurzfristig hohe Renditen ohne dauerhafte Kapitalbindung erzielen ließen. Marktbeobachter/-innen und Wissenschaftler/-innen stellten immer häufiger fest, dass realwirtschaftliche Investitionen durch Finanzmarktspekulation oder Aktienrückkäufe verdrängt wurden (vgl. bspw. Gutierrez / Philippon 2016; Lazonick 2013). Selbst Alfred Rappaport, der das Ziel der "Shareholder Value"-Maximierung einst populär gemacht hatte, sah den globalen Kapitalismus nun durch das Kurzfristdenken seiner Führungselite gefährdet (vgl. Rappaport 1986; 2011).

Aktienrückkäufe statt Innovation: Das Erbe des "Shareholder Value"]
Das Erbe des "Shareholder Value"-Denkens umfasst also verschiedene Dimensionen. Nach wie vor führen hohe Mindestrenditeerwartungen, von deren Erfüllung nicht zuletzt die Auszahlung millionenschwerer Boni abhängt, oftmals dazu, dass trotz rekordniedriger Zinsen Investitionen nicht getätigt werden, die zur Bewältigung technologischer und ökologischer Herausforderungen dringend erforderlich wären. So zeigt ein Blick in die aktuellen Geschäftsberichte vieler Unternehmen, dass Investitionen - beispielsweise in klimafreundliche Technologien - weiterhin nicht opportun erscheinen, wenn die erwartete Verzinsung unterhalb durchschnittlicher Aktienrenditen liegt.

Daher dürfte eine Überwindung des "Shareholder Value"-Denkens misslingen, solange sie sich auf wohlformulierte Verpflichtungen zugunsten weiterer Gruppen von Stakeholdern beschränkt. Letztendlich bleiben derartige Proklamationen nichts Anderes als Lippenbekenntnisse, wenn im Rechnungswesen weiterhin das Ziel einer Erwirtschaftung überdurchschnittlicher Renditen zugrundegelegt wird.

Ausblick]
Ein echter Paradigmenwechsel im Management muss demnach daran erkennbar sein, dass er sich auch im Rechnungswesen und in der Erfolgsberichterstattung widerspiegelt. Unternehmen, die einen solchen Veränderungsprozess vollziehen, sollten nicht zuletzt dadurch auffallen, dass zukunftsweisende Investitionen guten Gewissens auch dann getätigt werden, wenn sie keine zweistellige Rendite versprechen. Natürlich werden sich auch diese Firmen weiterhin zu der Notwendigkeit bekennen, Gewinne zu erwirtschaften, aber ohne in Umstrukturierungsaktivismus zu verfallen, wenn diese Gewinne - gerade im Kontext notwendiger Investitionen in Forschung und Entwicklung - temporär unterdurchschnittlich bleiben. Und längerfristig bieten sich dadurch Chancen, dass aus solchen Investitionsprojekten Erfolgsgeschichten werden, die dann auch für die Investoren zu Extra-Renditen führen. So könnten durch Spill-Over-Effekte der Innovation mittelfristig sehr viele von dem Kreativitätsschub profitieren, der durch derartige Zusatzinvestitionen ausgelöst würde.

Hierfür wäre zunächst einmal eine Veränderung der Erfolgsrechnung und der damit verbundenen Managementrhetorik erforderlich,

damit Renditeziele nicht länger als "Kapitalkosten" verbrämt werden (vgl. Schneider 2008). Ein solcher Wandel wäre konservativ und revolutionär zugleich. Konservativ, weil er zurückführen würde zur traditionellen Unterscheidung zwischen Kosten, die zur Existenzsicherung laufend erwirtschaftet werden müssen, und Gewinnen, die nach Abzug der Kosten übrigbleiben. Revolutionär, weil er die Finanzierung von Zukunftsinvestitionen nicht länger blockieren und Innovationen fördern würde.

Literatur:]

Briefs, G.: Grenzmoral in der pluralistischen Gesellschaft, in: Beckerath, E. von; Meyer, F. W.; Müller-Armack, A. (Hrsg.): Wirtschaftsfragen der freien Welt, Frankfurt am Main 1957, S. 97-108.

Business Roundtable: Our Commitment, https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment, 14.12.2019.

Gutierrez, G. / Philippon, T.: Investment-less Growth: An Empirical Investigation, NBER Working Paper 22897 (2016).

Hecker, C.: Wenn Renditeziele in Kosten umdefiniert werden ? ?Narrative Economics? in der Praxis, in: Wirtschaftsdienst, 98. Jg. (2018), S. 890-894.

Hecker, C.: Wann ist ein Unternehmen profitabel? Der Wandel des Rentabilitätsdenkens in deutschen Großkonzernen im Laufe der Nachkriegszeit, in: Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte, 61. Jg. (2021), Heft 2, S. 553-585.

Lazonick, W.: From Innovation to Financialisation: How Shareholder Value Ideology Is Destroying the US Economy, in: M.H. Wolfson / G.A. Epstein (Eds.) The Handbook of the Political Economy of Financial Crises. Oxford 2013, S. 491-511.

Rappaport, A.: Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance, New York 1986.

Rappaport, A.: Saving Capitalism from Short-Termism. How to Build Long-Term Value and Take Back Our Financial Future, New York 2011.

Schneider, D.: Wider ein Controlling mit EVA und WACC (Economic Value Added und Weighted Average Cost of Capital), in: O. A. Altenburger (Hrsg.): Rechnungswesen, Revision und Steuern, Band 2, Wien 2008, S. 47-66.

Der Autor



Dr. Christian Hecker

Dr. Christian Hecker hat in Göttingen Volkswirtschaftslehre sowie Mittlere und Neuere Geschichte studiert und wurde an der

Universität Kassel mit einem wirtschaftsethischen Thema promoviert. Er ist Mitarbeiter der Deutschen Bundesbank und beschäftigt sich nebenberuflich mit wirtschaftsethischen, ordnungspolitischen und theoriegeschichtlichen Themen. Der vorliegende Beitrag stellt ausschließlich seine persönliche Meinung dar.

chrhecker@gmx.net