



seit 1558

Friedrich-Schiller-Universität Jena

Institut für Soziologie

Lehrstuhl Arbeits-, Industrie- & Wirtschaftssoziologie

**WPESJ
2/2007**

**WORKING PAPERS:
ECONOMIC SOCIOLOGY JENA**

Bernd Martens, Katharina Bluhm

„Shareholder Value“ ohne Aktionäre?

Diffusion und mögliche Folgen
wertorientierter Unternehmenssteuerung im
industriellen Mittelstand

ISSN 1864-7588

Jena, Juni 2007

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Abstract	4
1. Veränderungen der Unternehmenssteuerung in Deutschland	5
2. Konzepte und Praxis der Unternehmenswertsteigerung aus betriebswirtschaftlicher Perspektive	6
2.1 Beispiele für eine Shareholder-Value-Orientierung in großen Unternehmen	7
2.2 Agency-Problem und Marktbindung bei KMU	10
2.3 Beispiele für Steigerungen des Unternehmenswertes bei KMU	12
2.3.1 Operationalisierung und Messung von Wertsteigerungen des Unternehmens	13
2.3.2 Die Beeinflussung des Unternehmenswertes	16
2.3.3 Implementierung von Konzepten der Unternehmenswertsteigerung in der Organisation	17
2.4 Zwischenresümee	18
3. Hypothesen zur Diffusion der Unternehmenswertsteigerung im Mittelstand	20
H1 Diffusion als gerichteter Innovationsprozess	20
H2 Professionalisierung der Instrumente durch Wettbewerbsdruck	22
H3 Krisen als Anlässe für organisatorische Innovationen	23
H4 Zentrale Rolle der Banken	24
4. Resümee und Ausblick	28
Literatur	30

Abstract

„Shareholder Value“ ohne Aktionäre? Diffusion und mögliche Folgen wertorientierter Unternehmenssteuerung im industriellen Mittelstand

Die Unternehmenssteuerung großer Konzerne hat sich in den letzten Jahrzehnten verändert. Managementstrategien, die den Unternehmenswert steigern sollen (im Folgenden mit UWS abgekürzt), haben an Einfluss gewonnen. In dem Aufsatz wird zunächst auf der Basis betriebswirtschaftlicher Literatur untersucht, in welcher Weise UWS-Strategien auf kleinere und mittelgroße Unternehmen (KMU) übertragbar sein könnten. Es wird deutlich, dass auf Grund der Eigentumsstruktur oder der Unternehmensgröße keine prinzipiellen Hindernisse bestehen. In einem zweiten Teil werden dann Hypothesen formuliert, die sich teilweise auf empirisches Material des A2-Projektes (Sonderforschungsbereich 580) beziehen (qualitative und quantitative Erhebungen bei Firmen des industriellen Mittelstandes in Deutschland), um die Diffusion von UWS-Strategien zu beschreiben. Herkömmliche Kreditbeziehungen werden in diesem Zusammenhang eine wichtige Funktion haben. UWS-Strategien könnten deshalb, trotz starker rhetorischer Abgrenzung mittelständischer Unternehmer gegenüber großbetrieblichen Shareholder-Value-Maximern, eine Wirkung auch in kleineren Unternehmen entfalten.

“Shareholder value” without shareholders? Diffusion and hypothetical consequences of value driven management concepts in regard to medium-sized enterprises

The example of several large companies reveals that corporate governance has changed significantly during the last decades. Shareholder value principles have gained in importance also in coordinated market economies as the German one. It is analysed in the paper, whether shareholder value strategies can also be applied by medium-sized companies. According to management literature no systematic causes contradict such transfer of concepts. Subsequently, conjectures about the diffusion of those management strategies among small and medium-sized enterprises (SMEs) are formulated by using empirical data of a recent research project of the Collaborative Research Centre 580 (University of Jena). These data were gathered by surveys and qualitative interviews among entrepreneurs and managing directors of essentially medium-sized companies in the manufacturing industry. It is argued that in regard to the diffusion of value orientated management concepts in Germany the traditional relationship to banks has an increasing impact. Thus, despite the general reluctance of leading SME managers and entrepreneurs against shareholder value principles, corporate governance of such companies might also be changed in this direction.

1. Veränderungen der Unternehmenssteuerung in Deutschland

Hinsichtlich der Steuerung von Großunternehmen zeigen sich für die letzten Jahrzehnte (auch im internationalen Maßstab) weitreichende Veränderungen, deren Trends in die gleiche Richtung gehen. Dies lässt sich sowohl auf der konzeptionellen als auch auf der Handlungsebene belegen:

- Schmidt (1998) benutzt Geschäftsberichte der größten Aktiengesellschaften aus vier europäischen Ländern im Zeitraum 1986-96, um einen „dramatischen Wandel“, der sich in der Formulierung von Unternehmensleitbildern und -zielen abzeichne, inhaltsanalytisch aufzuzeigen. In den 80er Jahren werden von den deutschen Firmen kaum Leitbilder formuliert. Zehn Jahre später ist dies hingegen üblich geworden. Dabei dominiert die Propagierung von „Wertorientierung“, „Wertsteigerung“ oder gar die Festlegung von „Zielrenditen“. Schmidt (1998, S. 135) kommt zu dem Schluss: „Insbesondere ist bei den größten börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland, Frankreich und der Schweiz eine deutlich stärkere Aktionärsorientierung auszumachen.“ Damit wurde eine Entwicklung nachvollzogen, die für England schon in den 80er Jahren zu beobachten sei.
- Die Analyse von Bilanzzahlen der 100 größten Unternehmen in Deutschland belegt, dass die Orientierung am Unternehmenswert die Managementpraxis nachhaltig verändert hat (MPI 2002), obwohl seitens betriebswirtschaftlicher Autoren beispielsweise immer noch eine „Implementierungslücke des Shareholder-Value-Ansatzes“ festgestellt wird. „Denn nur 42,7 % [der 500 größten Unternehmen in der BRD] weisen tatsächlich ein Controlling auf, das auf Unternehmenswertsteigerung ausgerichtet ist. [...] Mithin kann von einer Modeerscheinung des Shareholder-Value-Ansatzes ausgegangen werden“ (Happel 2002, S. 281; ähnlich auch Horváth/Minning 2001 oder Kartscher/Rockholtz 2002, S. 177), die gleichwohl trotz aller betriebswirtschaftlichen Defizite reale Wirkungen zeitigt.

Offen bleiben die Fragen, *ob, in welchem Umfang und mit welchen Folgen* Strategien der Unternehmenswertsteigerung im *mittelständischen* Kontext zu beobachten sind. Unsere Antwort lautet: Der „Triumph der Finanzen“ (Schröter 2005, S. 190), der in der Bundesrepublik seit den 90er Jahren die Corporate-Governance-Strukturen von Großbetrieben nachhaltig verändert hat (Beyer/Höpner 2004), wird vor kleineren Unternehmen nicht Halt machen. Es ist wahrscheinlich, dass auch diese Unternehmen dem Zwang zur Wertsteigerung künftig zuneh-

mend unterliegen werden, selbst wenn traditionell die verbale Abgrenzung etwa mittelständischer Unternehmer gegen großbetriebliche Shareholder-Value-Strategien dominiert.

Zunächst werden wir die betriebswirtschaftliche Diskussion aufgreifen (Kapitel 2), um uns anschließend in Form empirisch¹ fundierter Hypothesen mit den Umständen und den Folgen zu beschäftigen (Kapitel 3).

2. Konzepte und Praxis der Unternehmenswertsteigerung aus betriebswirtschaftlicher Perspektive

Managementkonzepte, die den Wert des Unternehmens steigern sollen und die mit dem Begriff des „Shareholder Values“ auch schon in die deutsche Alltagssprache Eingang gefunden haben, werden in der Betriebswirtschaftslehre als Lösungsstrategie für zwei Probleme angesehen: (1) das *agency-Problem*, das in großen Unternehmen auftritt und (2) die *Marktbindung* unternehmerischer Entscheidungen; solche Handlungen sollen sich nach Shareholder-Value-Maximen an Marktkriterien, jedoch nicht an Bestandsgrößen des Unternehmens ausrichten (Ballwieser 2000, S. 160f.; Nicolai/Thomas 2004, S. 452).

Bei KMU tritt üblicherweise das erste Problem nicht auf, und hinsichtlich des zweiten Problems stellen sich allgemein die Lösungsstrategien, wie konkrete Marktdaten für unternehmerische Entscheidungen genutzt werden, bei Unternehmen, die einer wertorientierten Unternehmensführung folgen, *ganz unterschiedlich dar*. U.a. auf Grund dessen kommt Ballwieser (2000, S. 165) zu dem Schluss, dass selbst großbetriebliche Shareholder-Value-Konzepte zwar Kostenaspekte des Eigenkapitals betonen und ein Augenmerk auf die Rentabilität von Investitionen gelenkt wird, doch insbesondere das zweite Problem (die Marktorientierung unternehmerischer Entscheidungen) sei von einer Lösung weit entfernt, weil das eingesetzte

¹ Wir beziehen uns hauptsächlich auf Daten, die im Rahmen des Sonderforschungsbereichs 580 im Projekt „Generationswechsel im Management – Persistenz oder Wandel von Managementstrategien in Ost- und Westdeutschland“ erhoben wurden (vgl. Martens/Michailow/Schmidt 2003). Es handelt sich um zwei standardisierte Befragungen von Leitern selbstständiger Industrieunternehmen der Größenklassen 50-1 000 Beschäftigte des verarbeitenden Gewerbes in Deutschland. Es liegt nahe, zur Charakterisierung dieser Stichproben den Begriff „industrieller Mittelstand“ zu verwenden (vgl. a. Martens/Michailow 2006, S. 221ff.). Im Weiteren ist außerdem von „KMU“ die Rede, wobei unser Schwergewicht eindeutig auf mittelgroßen Betrieben liegt. Die Erhebungen fanden 2002 und 2005 statt und stellen augenblicklich mit Fallzahlen von 799 bzw. 804 Befragten eine der größten Datensammlungen über den industriellen Mittelstand in Deutschland dar. In der Mehrzahl der Fälle liegen für die beiden Zeitpunkte und für identische Betriebe Informationen vor, so dass Aussagen über Veränderungen auf der betrieblichen Mikroebene getroffen werden können. Zusätzlich wurden im Zeitraum 2002-07 mehr als 50 Leitfadenterviews mit Angehörigen der ersten Leitungsebene mittelständischer Industrieunternehmen geführt. Themen dieser offenen Gespräche waren u.a. die Unternehmensnachfolge, die Finanzierung, die Führungsorganisation und allgemein die betriebliche Situation.

Kapital nur unvollkommen erfasst werde, die Perspektive insgesamt zu statisch sei und immer noch zu viele Bilanzgrößen in die Berechnung von Kennzahlen eingingen.

Betrachtet man die Details, dann scheint, dass die Rede vom „Shareholder Value“ eine Einheitlichkeit in der Unternehmensführung von Aktiengesellschaften suggeriert, die überhaupt nicht existiert. Das wird an drei deutschen Großunternehmen deutlich, die alle betonen, dass sie wertorientierten Maximen folgen.²

2.1 Beispiele für eine Shareholder-Value-Orientierung in großen Unternehmen

Bei RWE gilt die Regel: „Jedes Geschäftsfeld soll eine Rendite erwirtschaften, die über den Kapitalkosten liegt“ (Börsig 2000, S. 167). Um das zu evaluieren, gibt es eine starke Anlehnung an Buchwerten mit der interessanten Begründung: „Theoretisch ‚richtige‘ Marktwerte sind in der Praxis häufig sehr schwierig ermittelbar“ (eb.). Außerdem sei die Akzeptanz der Buchwerte bei den Verantwortlichen, die die Entscheidungen treffen sollen, größer (!). Es wird explizit auf Berechnungen von Kapitalwerten verzichtet, weil der Aufwand in keinem Verhältnis zum Nutzen stünde (Börsig 2000, S. 168). Der Kapitalwert einer Investition ist der zusätzliche Gewinn, der die Kapitalkosten übersteigt, die sich wiederum aus den am Kapitalmarkt möglichen Renditen errechnen lassen.

Die Wertorientierung wird bei RWE über differierende Zielrenditen festgelegt, die bei „reifen Geschäften [lange zurückliegenden Investitionen] deutlich oberhalb der Kapitalkosten liegen“ (Börsig 2000, S. 174). D.h. die Renditen sind Planungsgrößen (deren untere Grenze die Kapitalkosten sind), an denen sich die Unternehmensführung ausrichtet. Das Fazit des Fallbeispiels RWE lautet, dass mit der eingeführten Rechnungslegung eine wertorientierte Unternehmensführung gelungen sei, nun gelte es, die Zielrenditen zu erreichen (Börsig 2000, S. 175).

Im Fall von *Mannesmann* liegt der Tenor auf der Herstellung von Transparenz für die Kapitalmarktteilnehmer, damit diese die Ziele und Fortschritte bei der Wertsteigerung sehen können (Esser 2000, S. 176). Die Investitionsentscheidungen des Unternehmens richten sich an den Möglichkeiten aus, überdurchschnittliche Renditen in bestimmten Geschäftsfeldern zu erzielen. Zentrale Kenngröße zur Steuerung der Investitionen des Konzerns ist die Rendite des Brutto-Betriebs-Vermögens (BBV), das grundsätzlich auf Bilanzwerten basiert (Esser

² Andere Unternehmensbeispiele für Strategien der Wertsteigerung – u.a. die Firmen SAP, Stinnes, Heidelberger Druckmaschinen oder Metro – finden sich bei Schweickart/Töpfer (2006). Khadjavi (2006) stellt in seiner Dissertation drei ausführliche Betriebsfallstudien über KMU dar.

2000, S. 179). Die BBV-Rendite stieg in den 1990er Jahren von 7,4 % (1995) auf 14,1 % (1998). Das Ziel sind 20 %. Diese Zahl ist eine Planungsgröße wie im ersten Fallbeispiel.

Im Gegensatz zu RWE wird jedoch der Kapitalkostenansatz als ungeeignet eingeschätzt (Esser 2000, S. 180), weil die Kosten nicht zu ermitteln seien (!), und die Anteilseigner nicht erwarteten, dass das Management sich an den Kapitalkosten orientiert, die ja nur das Mindestmaß der Rendite darstellten, sondern es gehe um die Ausschöpfung erreichbarer Erfolgspotentiale in der Zukunft. Hier findet nun in der Wahl der Formulierungen geradezu ein Umschlag in Metaphysik statt, wenn ausgeführt wird, dass es um die Realisierung von „Zukunftschancen [gehe], die im Marktwert des Unternehmens bereits heute enthalten sind“.³

In einer u.E. typisch voluntaristischen Wendung betont Esser (2000, S. 180) in diesem Zusammenhang den notwendigen „Erfolgsehrgeiz“ der Unternehmen, die potentielle Aktionäre anziehe. Auf wen sich der Ehrgeiz bezieht, Manager, Vorstände oder Mitarbeiter, bleibt offen, bei Esser ist er subjektlos, doch es liegt die Deutung nahe, dass eigentlich *jeder* gemeint sei. „Wertorientierung“ heißt bei Mannesmann überdies „integrierte Kommunikation der Wertsteigerung“, damit für die Marktteilnehmer die Erfolge der wertorientierten Unternehmensführung überhaupt sichtbar werden (Esser 2000, S. 185ff.).

In Essers Beitrag wird betont, dass für unternehmerische Entscheidungen die Zukunftsaussichten der zu erwartenden Cash Flows (d.h. *Prognosen* herangezogen werden), doch gleichzeitig stellt er (Esser 2000, S. 181) im konkreten Fall dar, dass Entscheidungen aus gesetzten Managementstrategien und *nicht* aus dem Marktgeschehen deduziert wurden. „In diesen Fällen [von Deinvestitionen, die Esser erwähnt] bestand allerdings auch die Erkenntnis, dass diese nicht zum Kerngeschäft von Mannesmann gehörten.“ Esser legt einen Schwerpunkt seiner Ausführungen auf die strategische Unternehmerfunktion: Bei der wertorientierten Unternehmensführung gehe es nicht um das Controlling von Zuständen, sondern um das Aufdecken von Potentialen, die in der Zukunft realisiert werden.

³ Töpfer/Duchmann (2006, S. 34ff.) betonen stattdessen die Unterschiede zwischen Börsenwert und Unternehmenswert. Pointiert ausgedrückt ist die Gleichsetzung von beiden *Vulgär-BWL*. „Zielsetzung einer Wertorientierung sollte es allerdings auch sein, die Erwartungen der Shareholder mit den Fundamentalwert DCF [Discounted Cash Flow] in Einklang zu bringen“ (Töpfer/Duchmann 2006, S. 39). Der DCF sei *die* zentrale Zielgröße eines Wertmanagement. Er setzt sich aus der Differenz von Ein- und Auszahlungen zusammen, dem Cash Flow, der in die Zukunft projiziert wird. Allgemein gilt: frühere (spätere) Zahlungen sind mehr (weniger) wert. „Um den Zeitwert von Ein- und Auszahlungen zu berücksichtigen, enthält der Shareholder Value zwangsläufig einen Abzinsungsfaktor“ (Töpfer/Duchmann 2006, S. 18), dessen untere Grenze die schon erwähnten Kapitalkosten sind. Die empirische Begründung für die Maximierung des DCF folgt beim Shareholder-Value-Ansatz aus der hohen Korrelation von DCF und Börsenwert, die Rappaport anhand einer Stichprobe von Automobilfirmen gefunden hatte. Der DCF wird häufig für börsennotierte Unternehmen als Kennziffer für den Unternehmenswert angesehen, die jedoch für KMU angepasst werden müsste (so Khadjavi 2005).

Bei *Siemens* werden unter dem Begriff der Unternehmenswertsteigerung andere Akzente gesetzt: Für ein wertorientiertes Führungssystem *im Unternehmen* ist eine eigene Kenngröße entwickelt worden, der sogenannte Geschäftswertbeitrag (GWB, diese Abkürzung ist ein eingetragenes Warenzeichen der Siemens AG, Neubürger 2000, S. 188). In der Konzeption von Siemens setzt sich der Marktwert eines Unternehmens aus dem Geschäftsvermögen (den getätigten Investitionen) und dem Geschäftswert zusammen. „Der Geschäftswert reflektiert die Erwartung des Kapitalmarktes hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung“ (Neubürger 2000, S. 189) und wäre somit eigentlich eine Shareholder-Value-Kenngröße. Doch dann folgt der interessante Hinweis, dass zur internen Steuerung der Geschäftswert *ungeeignet* sei, weil diese Größe für „virtuelle Einheiten“ börsennotierter Unternehmen – damit sind Bereiche oder Geschäftsgebiete gemeint, die gerade Bezugspunkte unternehmerischer Entscheidungen sind – nicht zu bestimmen sei (das wird anscheinend bei Mannesmann anders gesehen, s.o.). D.h. bei Siemens geht man davon aus, dass für eine wertorientierte Unternehmensführung der Marktwert des Gesamtunternehmens, also der Aktienkurs, wenn überhaupt dann nur über Zwischenstufen herangezogen werden kann, weil auf der internen Planungsebene des Geschäftsgebiets kein verlässlicher Marktwert angegeben werden kann. Außerdem sei der Geschäftswert *auf Grund der Marktbindung* zu volatil, es mangle „an einer transparenten Verbindung zu Management-Entscheidungen“ und der „unmittelbare Bezug zu operativen Steuerungsgrößen des Geschäfts“ fehle (ähnlich auch Töpfer/Duchmann 2006, S. 34ff.).

Deshalb werde aus dem Geschäftswert der GWB hergeleitet, indem das Geschäftsergebnis und die Kapitalkosten gegenübergestellt werden. Wiederum wird, wie im Falle von RWE betont, dass die Kapitalkosten in den einzelnen betrachteten Geschäftsfeldern des Unternehmens verdient und zusätzlich die *Erwartungen* des Kapitalmarktes übertroffen werden müssen. In dem Sinne wird eine Marktbindung hergestellt. „Entscheidend ist also nicht der absolute GWB, sondern eine vorgegebene Mindestverbesserung gegenüber dem Vorjahreswert“ (Neubürger 2000, S. 190). Über solche *Erwartungen* wird dann referiert, dass bezogen auf ein niedriges Buchvermögen „die Investoren in der Regel eine Verbesserung des GWB von Jahr zu Jahr“ verlangen. „Unsere Analysen zeigen, dass die in den Kursen bereits enthaltenen Erwartungen umso höher sind, je negativer die aktuelle GWB-Performance ist. Bei positiver Performance sind die Erwartungen dagegen deutlich geringer.“ Dies scheint, gegenüber den eher metaphysischen Deutungen im Falle von Mannesmann, empirisch fundierter zu sein, obwohl es der Vorstellung widerspricht, dass die Höhe der Börsennotierung ein Maß für das

Zukunftspotential sei.⁴ Hier wird gerade anders herum argumentiert: Eine schlechte Performance in der Vergangenheit löst positive Erwartungen hinsichtlich der Zukunftsaussichten aus. Darüber hinaus ist in der Siemens-Perspektive die Verknüpfung der Wertorientierung mit einem Vergütungssystem für Führungskräfte ein wichtiges Element, sonst handle es sich bei der wertorientierten Unternehmensführung nur um einen „Papiertiger“ (Neubürger 2000, S. 194).

Welche Schlussfolgerungen lassen sich aus den großbetrieblichen Beispielen ziehen?

2.2. Agency-Problem und Marktbindung bei KMU

Weil es bei KMU normalerweise keine Shareholder gibt, wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur verallgemeinernd von „Wertorientierung“, „Unternehmenswertsteigerung“ (UWS), „wertorientierter Unternehmensführung“ oder „Wertmanagement“ gesprochen, wenn Managementkonzepte gemeint sind, mit denen eine stärkere Verzinsung des Kapitals bei nicht-börsennotierten Unternehmen mit Hilfe kennzahlenorientierter Verfahren erreicht werden soll (Schweickart/Töpfer 2006; Kartscher/Rockholtz 2002; 175; Ertl 2004; Khadjavi 2005).

Grundsätzlich ist eine *wertorientierte Unternehmenssteuerung ohne Shareholder* möglich, wenn man sich zunächst auf den *ersten* Problembereich bezieht – das Verhältnis von principal und agent –, für den das Shareholder-Value-Konzept eine Lösung anbietet. Bei Ballwieser (2000, S. 162) heißt es dazu: Der Kapitalwert „ist als Barwert von Zahlungen an die Eigentümer eine Vermögensgröße, die für Planungszwecke in Unternehmen ohne Agency-Probleme gut geeignet ist“.

Analog zu dem oben erwähnten agency-Problem, das in eigentümergeführten Unternehmen per Definition nicht existiert, argumentiert Eisenmann (2002, S. 22): Es müsse das Management in mittelständischen Unternehmen „nicht mühsam überzeugt werden, dass eine langfristige und nachhaltige Unternehmenswertsteigerung oberstes Ziel eines Unternehmens sein sollte.“ Außerdem könne auf Grund der Unternehmensgröße die Umsetzung von Unternehmenswertsteigerung in KMU viel schneller erfolgen.

Kartscher und Rockholtz (2002, S. 175) gehen von einer *Interessenkongruenz* der Anteilseigner in Unternehmen unabhängig von der Betriebsgröße aus (vgl. a. Ertl 2004). Durch die Shareholder-Value-Maxime sollen die Zahlungsströme aus Dividenden und Kurssteigerungen

⁴ Zu empirischen Studien über das Anlegerverhalten, die den Annahmen der Shareholder-Values-Ideologie widersprechen, vgl. a. Töpfer/Duchmann (2006, S. 34f.).

maximiert werden. In mittelständischen Unternehmen strebten die Eigentümer aber auch eine „möglichst hohe Rendite“ an. Deshalb „ist es nahe liegend, dass ein Teil des Instrumentariums, welches bei der Verfolgung der Wertsteigerung in börsennotierten Unternehmen angewandt wird, auch für die Führung mittelständischer Unternehmen zweckdienlich sein könnte“. Notwendig seien allerdings Anpassungen der Steuerinstrumente (wie auch Khadjavi 2005, S. 250 betont).

Zur Lösung des *zweiten* Problems, das insbesondere Rappaport stark betont⁵ – *Marktbindung von Entscheidungen* – gibt es, wie die Beispiele der Großunternehmen illustrieren, anscheinend viele Varianten, die jedoch in einem unterschiedlichen Maße Buchwerte berücksichtigen und Börsennotierungen (als Marktwerte des Unternehmens) z.T. regelrecht „ausblenden“, weil sie „zu volatile“, zu „irrationale“ (Töpfer/Duchmann 2006, S. 36), nur unzureichende oder sogar nur schlecht von den Entscheidungsträgern akzeptierte Messgrößen für Managementvorgänge seien (das ist jedenfalls eine Lesart, die sich auf die Möglichkeiten interner Unternehmenssteuerung bezieht, die hier aber interessiert).

So stellt sich *auch* bei börsennotierten Unternehmen das konkrete Problem, wie der Marktwert von Unternehmensbereichen ausgedrückt werden kann, die eben nicht an der Börse gehandelt werden. Eine Interpretation ist die von Esser: die Kapitalmarktteilnehmer nehmen mit ihren Kauf- und Verkaufsentscheidungen von Aktien, bezogen auf das Gesamtunternehmen, die Zukunftspotentiale von Geschäftsbereichen vorweg. Die Frage ist: Wie können sie das? In der Esserschen Lesart ist eine entsprechende Kommunikationsstrategie des Managements essentiell, um Informationsdefizite auszugleichen, weil ja die Kritik hieran ist (s.o.), dass Aktienkurse Managemententscheidungen nicht zureichend abbilden. Anders formuliert: In den Kursen schlagen sich ebenfalls agency-Probleme nieder, insoweit es Informationsvorsprünge seitens des Managements, gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern gibt.

Eine andere Variante, eine Marktbindung von Entscheidungen herzustellen, die sich explizit auf die interne Steuerung von Unternehmen bezieht, scheint die von Siemens und RWE zu sein. Hier sind die Kapitalkosten eine wichtige Größe (deren Berechnung nach Esser im Übrigen nicht möglich sei!). Über sie wird der Markt eingeführt. Das ist jedoch auch bei KMU der Fall, für die Nicolai und Thomas (2004, S. 467) im Zuge der aktuellen Veränderungen der

⁵ Rappaport (1999, S. 15ff.) argumentiert, bei der Begründung der Überlegenheit des Shareholder Values als betriebswirtschaftlicher Steuerungsgröße, gegen buchmäßige Kennziffern. „Letztlich liegt das Problem in der unbeabsichtigten und ungeeigneten Verwendung historischer Daten des Rechnungswesen durch Manager und Investoren für Bewertungen, die auf künftigen Erwartungen basieren“ (Rappaport 1999, S. 38). Stattdessen solle der Kapitalwert als zusätzlicher Profit, der im Vergleich zu den Kapitalkosten mit einer Investition erreicht werden kann, für unternehmerische Entscheidungen herangezogen werden.

Finanzierungsmodalitäten für den Mittelstand schreiben: „Generell verbreitet sich eine ‚Kapitalmarktkultur‘ mit der Folge, dass das entsprechende Modell der Strategieentwicklung auch auf eigentümergeführte Unternehmen übertragen wird.“

Als *Basisannahme* kapitalmarktkonformer Unternehmensstrategien (d.h. Shareholder-Value-Ansätzen) weisen Nicolai und Thomas (2004, S. 459) aus, „dass es ein bestimmtes Set an Marktgesetzen und Erfolgsfaktoren gibt, die es zu befolgen gilt. Es wird also angenommen, dass es stabile Muster des Erfolgs, das heißt generische Strategien gibt.“ Die Shareholder-Value-Strategie umfasst im Wesentlichen Outsourcing, leistungsabhängige Vergütung, Konzentration auf das Kerngeschäft, Bildung profitabler, eigenständiger Einheiten im Unternehmen, Initiierung interner Wettbewerbsverhältnisse, Informations- und Kommunikationsstrategien im Verhältnis zu Kapitalgebern und kommunikative Einbindung von Kapitalmarktteilnehmern. Um empirische Ergebnisse unseres Forschungsprojektes schon an dieser Stelle vorwegzunehmen: Sowohl unsere qualitativen als auch unsere quantitativen Daten belegen Zusammenhänge zwischen den genannten Maßnahmen, als betriebswirtschaftlichem „Maßnahmebündel“ im industriellen Mittelstand, deren Existenz nicht einfach durch Zufälle „erklärt“ werden kann. Sondern es lässt sich nachweisen, dass solche „Managementkonzepte“ oder genauer deren Operationalisierung mit besonderen Anstrengungen im Bereich des Controllings einhergehen; dass Promotoren stärkerer Restrukturierungen auf den Einfluss von Banken zurückzuführen sind; dass die Einführung betrieblicher Reorganisationsmaßnahmen u.a. ursächlich mit finanziellen Unternehmenskrisen zusammenhängt und dass auch im Mittelstand unter Umständen, eine bewusst proaktive Kommunikationspolitik Kapitalgebern gegenüber zu beobachten ist.

Hinsichtlich der Verwendung von Shareholder-Value-Konzepten wird von einem „Primat der Planung“ gesprochen und die erwähnten Fallbeispielen verdeutlichen, dass *Renditeerwartungen* zum großen Teil *Planungsgrößen* sind, mit denen Zeithorizonte und Zahlungsströme abgesteckt und handhabbar werden.

2.3 Beispiele für Steigerungen des Unternehmenswertes bei KMU

Die behandelten Beispiele bezogen sich bislang hauptsächlich auf die Praxis großer Konzerne und im Rahmen von Plausibilitätserwägungen wurden Vermutungen angestellt, inwieweit solche Konzepte auch für KMU relevant sein könnten. In diesem Abschnitt geht es nun explizit um Maßnahmen zur Wertsteigerung, die in KMU Anwendung finden oder deren Relevanz für solche Unternehmen dargestellt wird. In der betriebswirtschaftlichen Literatur wird dieses

Thema bislang nicht breit diskutiert (diesen Eindruck vermitteln jedenfalls Datenbankrecherchen bei wisonet und vascoda.de). Doch lassen sich für die letzten Jahre durchaus Beispiele benennen, in denen ein Wertmanagement für die mittelständische Betriebspraxis – analog zu den Großbetrieben – beschrieben wird.

An den betriebswirtschaftlichen Autoren fällt auf, dass sie zum Teil Unternehmensberater sind, die vermutlich ein Eigeninteresse an der Entwicklung dieses KMU-Marktes haben. Bei Ertl (2004, S. VI) heißt es: „Vor dem Weg zur Bank zur Beschaffung von Kreditmitteln sollte [...] jeder Unternehmer seine [UWS-]Hausaufgaben machen.“ Doch scheint so manche Nachhilfestunde notwendig zu sein, da gleichzeitig betont wird, dass „tiefergehende Lösungsvorschläge“ der „Fachliteratur bzw. der Beraterlandschaft vorbehalten bleiben“ (Ertl 2004, S. VII). Die betriebswirtschaftliche Diskussion ist zudem mit Institutionalisierungsbemühungen verbunden (Gründung von Verbands-Arbeitsgruppen zu dem Thema „Steigerung des Unternehmenswertes in KMU“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft, Schomaker/Günther 2006, S. 235f.).

Grundsätzlich kann jedes UWS-Konzept in drei Teilschritte zerlegt werden: *Festlegung* von Zielgrößen, mit denen Wertsteigerungen operationalisiert und gemessen werden; *Identifikation* von Handlungsmöglichkeiten, um den Unternehmenswert zu steigern; *Implementierung* der gefundenen UWS-Strategien in der Organisation.

2.3.1 Operationalisierung und Messung von Wertsteigerungen des Unternehmens

Zentrale Messgröße einer Unternehmenswertsteigerung – unabhängig von der Größe des Unternehmens – ist nach Wildemann und Niemeyer (2002, S. 567) der *Geschäftswertbeitrag*, der sich als eine relevante Messgröße etabliert habe (das entspricht beispielsweise dem Vorgehen bei Siemens, s. Abschnitt 2.1). „Er [der Geschäftswertbeitrag] ist das Residualergebnis, das nach Abzug der realen Kapitalkosten im Unternehmen verbleibt“ (eb.). Die konkrete Berechnung in einem KMU mag dann schwierig sein, weil die relevanten Informationen nicht ohne weiteres vorliegen, doch wir haben ja schon gesehen, dass ähnliche Probleme ebenfalls bei großen Konzernen auftreten können; dies ist also kein genuines Problem von KMU. Speziell für den Mittelstand formulieren deshalb die beiden Autoren Leitlinien für die Berechnung des GWB (Wildemann/Niemeyer 2002, S. 568ff.); es werden allerdings auch anders geartete Kennzahlen zur Unternehmenswertsteigerung propagiert (eine Übersicht bietet Ertl 2004, S. 82). Legt man die Darstellung von Khadjavi (2005) zu Grunde, gibt es in diesem Zusammenhang eine breite betriebswirtschaftliche Fachdiskussion, welche Kennzahlen geeignet sind

und in welcher Weise bestehende Kennziffern (wie im Falle börsennotierter Unternehmen der Discounted Cash Flow) modifiziert werden müssten, um Wertsteigerungen adäquat abzubilden.

Grundsätzlich solle man sich jedoch eines gewissen *Pragmatismus* bei Unternehmenswertsteigerungen im Mittelstand befleißigen (Wildemann/Niemeyer 2002, S. 568ff.), damit Aufwand und Nutzen in einem angemessenen Verhältnis stünden. Allgemeine Richtlinie des Vorgehens sei, die Informationen des Controllings bzw. des Rechnungswesens zu nutzen, um eine „wertorientierte Spitzenkennzahl“ herzuleiten (Kartscher/Rockholtz 2002, S. 175), mit der die Wertsteigerung gemessen werden kann⁶ – dies sei der *erste* Schritt bei der Umsetzung von UWS-Strategien.

Marktkriterien, analog der Steigerung des Unternehmenswertes durch höhere Börsenwerte, spielen bei UWS-Konzepten für KMU eine untergeordnete Rolle, stattdessen gibt es – ähnlich wie bei einigen der schon referierten Beispiele für Großunternehmen – eine Betonung der *Kapitalkosten*, also der „normalen“ Rendite, die mit sicheren Anlagen auf dem Kapitalmarkt erreicht werden kann, als realistischer Basisgröße für Gewinnerwartungen (vgl. beispielsweise Kartscher/Rockholtz 2002, S. 175). Doch anders als bei Shareholder-Value-Konzepten oftmals mit dem Hinweis auf den naturwüchsigen Markt suggeriert wird (s.o.), handelt es sich in der Praxis der Unternehmenswertsteigerung für KMU um Renditeerwartungen, die *Planungsgrößen* des Unternehmens oder der Kapitalgeber sind (Eisenmann 2002, S. 22). Beispielsweise wird in dem Praxisfall einer Unternehmenswertsteigerung bei einem mittelständischen Industrieunternehmen von Wildemann und Niemeyer (2002, S. 571) referiert: „Zunächst wird die Soll-Eigenkapitalrendite festgelegt. Mit dem Ziel den Marktzins um 10 % zu übertreffen, und einem zum Zeitpunkt des Projektes anzusetzenden Marktzins für zehnjährige Staatsanleihen von 5,33 % ergab sich eine Vor-Steuer-Soll-Eigenkapitalrendite von 15 %.“ Die 10 % sind ein *willkürlicher Risikozuschlag*, der sich natürlich nach der Umwelt des Betriebes richtet. Wenn allerdings der Kapitaleigner meint, dass ein Risikozuschlag von 15 % angemessen sei, dann spricht in dieser Logik nichts dagegen, als Ziel der Unternehmenswertsteigerung eben 20 % anzusetzen.

⁶ Nach Khadjavi (2005, S. 86) ist die Messung der Wertsteigerung *das zentrale Problem* des Wertmanagements bei KMU (auf Grund der großbetrieblichen Praxisbeispiele, Abschnitt 2.1, mag man ergänzen: nicht nur dort!). Und in der Tat findet sich bei Khadjavi (2005, S. 253) die Formulierung: „Auch für die Grossunternehmen scheint weniger das grundsätzliche Bekenntnis zum Shareholder Value Ansatz [...] problematisch zu sein, als vielmehr dessen Operationalisierung.“ Diese grundsätzlichen Schwierigkeiten begründen zusätzlich einen Pragmatismus, der bei KMU, u.a. auf Grund geringerer Ressourcen (vgl. Abschnitt 3), vermutlich noch ausgeprägter sein muss.

Dass Renditeerwartungen von Investorensseite problematisch sein können, wird im „Mittelstandsmonitor 2006“ berichtet. Der Verbreitung von Mezzanine-Kapital im Mittelstand, als einer Option die Eigenkapitalbasis zu erhöhen, stünden vor allem die Renditevorstellungen der Kapitalgeber entgegen, „die sich je nach Produktgruppe und Ausstattung mit eigenkapitalähnlichen Attributen bis auf 18 % belaufen können“ (KfW 2006, S. 186).

In diesem Zusammenhang berichtet Rügemer (2005) von einem interessanten Fall systematischer Unternehmenswertsteigerung bei KMU. Er beschreibt das Vorgehen von Private-Equity-Firmen, die *nur* nicht-börsennotierte Unternehmen kaufen, weil u.a. Veröffentlichungspflichten von Aktiengesellschaften für ihre Geschäfte nachteilig seien. Dieser Art von Unternehmenswertsteigerung bei mittelständischen Unternehmen steht also die Rechtsform nicht entgegen, sondern das Gegenteil scheint der Fall zu sein. Potentielle Kaufkandidaten sind: Wie bereits erwähnt keine AGs und „sie gehören in die Gruppe des oberen Mittelstands ab einem Firmenwert von etwa 100 Mio. €“ (Rügemer 2005, S. 50). Es gibt aber auch Beispiele für Käufe kleinerer Unternehmen. „Weiterhin müssen sie bereits profitabel sein und/oder einer Branche angehören, die zukunftssträftig ist“ (eb.). Der Cash Flow sollte darüber hinaus stabil sein. Ganz ähnlich wie bei den erwähnten Beispielen spielen wieder die *Gewinnerwartungen* seitens der Kapitaleigner eine entscheidende Rolle; sie sind sozusagen die Marktwahrnehmungen der „Kuponschneider“ und die liegen bei dieser Art von Unternehmenswertsteigerung zwischen 15 und 40 % pro Jahr. Die durchschnittliche Rendite beträgt ungefähr 25 % seitens der Private-Equity-Gesellschaften (Rügemer 2005, S. 50). An diesen *Erwartungen* orientieren sich dann die Methoden, um das Ziel Unternehmenswertsteigerung zu verwirklichen.

Bei Eisenmann (2002, S. 22), der nicht die Methoden der Private-Equity-Fonds propagiert, jedoch den durchaus programmatisch zu verstehenden Titel „Mittelstand plant *Mehrwert*“ für seinen Beitrag wählt, heißt es: „Die Unternehmenswert-Berechnung besteht aus zwei Bestandteilen: einem langfristigen Finanzplan und den Kapitalkosten auf das eingesetzte Kapital.“ Aus diesen zentralen Komponenten leiten sich dann die notwendigen Controlling-Maßnahmen ab, die signalisieren, inwieweit der Plan erfüllt wird. In den Praxisbeispielen von Unternehmenswertsteigerung bei KMU wird dementsprechend die Wichtigkeit der *Transparenz* von Unternehmensvorgängen betont. Hierzu werden betriebliche Teilbereiche identifiziert, die zu einer Unternehmenswertsteigerung in unterschiedlichem Maße beitragen (sollen). (Wildemann/Niemayer 2002, S. 571).

2.3.2 Die Beeinflussung des Unternehmenswertes

Nach Kartscher und Rockholtz (2002, S. 175f.) besteht der *zweite* Schritt einer Unternehmenswertsteigerung im Mittelstand darin, die Frage zu beantworten: „Wie beeinflusse ich die Wertsteigerung?“ Das Konzept muss hierzu auf die operative Ebene „heruntergebrochen“ und es müssen „Werttreiber“ und „Wertvernichter“ identifiziert werden, die eine Unternehmenswertsteigerung fördern oder sie behindern. „Auf Basis der funktionalen Zusammenhänge werden die Auswirkungen von Veränderungen der einzelnen Werttreiber auf die Wertschaffung mittels Sensitivitätsanalysen bewertet und nachfolgend [...] priorisiert [...]. Das Ergebnis ist ein umfassender, systematischer Aktivitätenplan, der die zielgerichtete Steuerung der Werttreiber im täglichen operativen Geschäft erlaubt.“ Anhand eines konkreten Fallbeispiels (ein eigentümergeführtes technologie-getriebenes Unternehmen mit 250 Mitarbeitern) wird dargestellt, wie Balance Scorecards (BSC) zwischen langfristigen Zielen (Unternehmenswertsteigerung) und operativen Prozessen vermitteln (Bedenbender et al. 2001). Dabei wird eine Zielhierarchie vorausgesetzt: „Ausgehend von den finanziellen Unternehmenszielen wie z.B. Return on Investment, Cash Flow oder auch Shareholder Value [!], werden die kundenbezogenen Ziele des Unternehmens abgeleitet“ (Bedenbender et al. 2001, S. 1421). Der Prozess könnte aber auch anders herum laufen, aus internen Prozessen werden Ziele abgesteckt, die mit den vorliegenden Gegebenheiten erreichbar sind. Wiederum sind die Ziele *Planungsgrößen*. Entgegen der Shareholder-Value-Rhetorik spielt der Markt nur eine untergeordnete Rolle. Unternehmenswertsteigerung ist in diesem Beispiel an die Optimierung von Prozessen gebunden, um gesteckte Ziele, die vielleicht im Zusammenhang mit Markterwartungen stehen, zu erreichen.

Bei den erwähnten Managementinstrumenten wie Balance Scorecards spielt die *betriebswirtschaftliche Rationalität* und Transparenz eine wichtige Rolle. Unternehmenswertsteigerung wird durch solche Techniken *messbar*, wobei der Markt schon Einfluss hat, aber nur vermittelt. In dem Fallbeispiel von Bedenbender et al. (2001, S. 1423) werden vier Bereiche, an denen die Unternehmenswertsteigerung ansetzt durch jeweils eine Balance Scorecard beschrieben. Die Bereiche, in dem Artikel auch als „Perspektiven“ bezeichnet, sind Finanzen, Kunden, Prozesse und Internes/Lernen (Tab. 1).

Über die Balance Scorecards werden unterschiedliche Bereiche „operationalisiert“ und messbar gemacht, wobei allerdings Khadjavi (2005, S. 252) anhand von Betriebsfallstudien über Wertmanagement in mittelständischen Unternehmen berichtet, dass zwar theoretisch unterschiedliche Unternehmensziele denkbar seien, doch „sowohl Eigentümer als auch Manage-

ment aller untersuchten Unternehmen versuchen, sich primär an den Interessen der Eigentümer zu orientieren“ und diese seien „meist finanzorientiert“. Andere Stakeholder spielten bei der Definition von Unternehmenszielen in den Betriebsfallstudien keine Rolle.

Ziele	Kennzahlen
Erfolg/Gewinn sicherstellen	Cash Flow ROI
Umsatz sicherstellen	Umsatz Umsatz mit strategischen Kunden Umsatz mit neuen Produkten
Liquidität sicherstellen	Liquidität I Liquidität II
Marktbedeutung sicherstellen	Umsatz mit strategischen Kunden Umsatz mit neuen Produkten

Tab. 1: Beispiel einer Balance Scorecard für den Bereich Finanzen (nach Bedenbender et al. 2001, S. 1423).

Das Instrument der Balance Scorecard hat zudem aus der Sicht der Kapitaleigner den Vorteil, dass durch die Selektion von Kennzahlen die spezifische wertorientierte *Blickrichtung* auf den Betrieb *festgelegt* wird. Eisenmann (2002, S. 23) schreibt: „Begleitet wird die Neuausrichtung des Controllings [in Richtung Unternehmenswertsteigerung] häufig von der Einführung einer Balance Scorecard. Wird das Unternehmen auf die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes ausgerichtet, fällt die Erarbeitung einer Balance Scorecard leichter – es finden nur die Kennzahlen Beachtung, die sich langfristig auch in einem steigenden Unternehmenswert niederschlagen.“

2.3.3 Implementierung von Konzepten der Unternehmenswertsteigerung in der Organisation

Durch *Zielvereinbarungen* wird eine Verbindlichkeit und werden Verantwortlichkeiten hergestellt. Als *dritten* Baustein ihrer Konzeption von Unternehmenswertsteigerung im Mittelstand propagieren Kartscher und Rockholtz (2002, S. 176) dementsprechend die „Implementierung in das Führungs- und Vergütungssystem“. „Dazu sollten sowohl das Management als auch gegebenenfalls alle Mitarbeiter an die Entwicklung des Unternehmenswertes gebunden werden und an dieser partizipieren.“ Anstelle von aktienbezogenen Vergütungssystemen großer Unternehmen, sollten im nicht-börsennotierten Mittelstand *kennzahlenorientierte Entlohnungssysteme* verwendet werden. Ähnlich wie im Beispiel von Siemens wird eine Verbindung zur Entlohnung (von Führungskräften) hergestellt, um die Managementkonzepte im Unternehmen umzusetzen, wobei betont wird, dass die Kriterien einer Entlohnung rational, nachvollziehbar, effizient und allgemein akzeptiert sein müssten.

Nach den erwähnten betriebswirtschaftlichen Autoren gibt es also keine prinzipiellen Gründe, die einer Umsetzung von Konzepten der Unternehmenswertsteigerung im Mittelstand entgegenstehen, sondern die Unternehmensgröße und die Ausrichtung auf die Person des Unternehmers, der häufig in Personalunion Eigentümer ist, könnten – wenigstens theoretisch – eine Implementierung befördern, und auch die anderen Phasen bei der Steigerung des Unternehmenswertes – Festlegung von Kennzahlen, um die Wertsteigerung zu messen, wie auch die Identifikation von Einflussgrößen – sind auf mittelständische Kontexte übertragbar.

Dementsprechend werden bei den angeführten Beispielen von Unternehmenswertsteigerung im Mittelstand ähnliche Maßnahmen wie im großbetrieblichen Kontext propagiert, wenngleich jedoch auf Grund des Mangels an Informationen, beschränkter Ressourcen oder wegen eines nicht vertretbaren Aufwandes die Notwendigkeit pragmatischer Lösungen bei KMU betont wird. Indes ist dies nichts spezifisch „Mittelständisches“, wie die vorgestellten Praxisbeispiele von Großunternehmen belegen.

2.4 Zwischenresümee

Wir sind der betriebswirtschaftlichen Diskussion über das Wertmanagement gefolgt, um nachzuvollziehen, wie die Übertragbarkeit großbetrieblicher Konzepte auf KMU in der BWL eingeschätzt wird. Die Literaturübersicht liefert Anhaltspunkte für die Notwendigkeit von Anpassungen, doch es zeichnet sich nicht ab, dass ein kennzahlengestütztes Wertmanagement bei KMU unmöglich wäre. Hinsichtlich des ersten Problems, das Shareholder-Value-Strategien lösen sollen (dem Verhältnis von principal und agent) kann man argumentieren, dass es im mittelständischen Kontext häufig irrelevant ist und beim zweiten Problem (Orientierung an Marktgrößen) geht es zum großen Teil um Markterwartungen oder Planungsgrößen. Solche Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Zahlungen, die mit „generischen Strategien“ der Unternehmensführungen, sozusagen *best practices*, verbunden sind, könnten auch im Mittelstand handlungsleitend werden; zumal es Autoren gibt, die davon ausgehen, dass „sich die Probleme der optimalen Anreiz- und Überwachungsstrukturen über die verschiedenen Größenklassen [von Unternehmen] hinweg tendenziell angleichen“ (Berghoff 2003, S. 106).

Im Mittelpunkt des hier vorgestellten „*betriebswirtschaftlichen Blicks*“⁷ steht die Konzeption von Handlungen, die nach bestimmten Kriterien rational sind. Bei diesem „Blick“ handelt es

⁷ Mit dem Begriff spielen wir auf den Titel „Der produktive Blick“ von Kleinschmidts Buch (2002) an.

um eine nur eingeschränkt empirische Perspektive⁸, bei der es primär um die optimale Gestaltung von Prozessen nach ökonomischen Rationalitätskriterien geht. Wir verfolgen hingegen ein empirisches Erkenntnisinteresse, aus dem heraus möglichst wahre Aussagen über betriebliche Umsetzungsprozesse, über Akteurskonstellationen, über weitergehende Folgen etc. getroffen werden. Den Unterschied zwischen der betriebswirtschaftlichen und der sozialwissenschaftlichen Perspektive möchten wir am Schluss dieses Kapitels anhand von Zahlen zur Verbreitung von UWS-Konzepten illustrieren.

Nach betriebswirtschaftlichen Kriterien verfolgt nur eine Minderheit von Großunternehmen in Deutschland „eine in sich geschlossene wertorientierte Unternehmensführung“ (Kartscher/Rockholtz 2002, S. 177).⁹ Es dominiere eine Erfolgsmessung anhand traditioneller Renditekennziffern. Wertorientierte Kennzahlensysteme werden nur von einem Viertel „der befragten [DAX-100-]Unternehmen angewandt“. Wiederum nur bei 25 % der Unternehmen „werden die Mitarbeiter anhand einer erreichten Wertsteigerung entlohnt, während die variable Entlohnung in Abhängigkeit traditioneller Kennzahlen überwiegt“ (ähnlich auch Khadjavi 2005, S. 253). Diese betriebswirtschaftlichen Autoren konstatieren also nach ihren Bewertungskriterien einen geringen Verbreitungsgrad.¹⁰ Der Unterschied zu einem sozialwissenschaftlichen Erkenntnisinteresse wird etwa im Vergleich zu Beyer und Höpner (2004, S. 195) deutlich, die sich mit den Folgen des Shareholder-Values-Diskurses in den 1990er Jahren beschäftigen. Sie schätzen die Veränderungen der corporate governance in Deutschland als „unumkehrbar“ ein – trotz einer, nach betriebswirtschaftlichen Kriterien, relativ inkonsequenten Umsetzung von UWS-Konzepten bei Großunternehmen.

Im Weiteren werden wir einem *soziologischen Erkenntnisinteresse* folgen und Hypothesen formulieren, unter welchen Umständen und mit welchen Folgen eine weitere Verbreitung von Konzepten der Unternehmenswertsteigerung im industriellen Mittelstand wahrscheinlich ist.

⁸ Z.T. wird durchaus empirisch argumentiert wie beispielsweise Rappaport, der die Kongruenz von Börsenwert und DCF anhand einer Stichprobe von Firmen belegt. Best practices stellen ebenfalls empiristische Beispiele für empfehlenswerte Handlungen dar.

⁹ Die empirische Quelle bleibt leider unerwähnt. Die beiden Autoren arbeiten bei Kienbaum, vielleicht stammen die von ihnen referierten Zahlen aus diesem organisatorischen Zusammenhang.

¹⁰ Die quantitative Verbreitung wertorientierter Konzepte bei KMU ist augenblicklich schwierig zu beurteilen. Auf Grund einer Untersuchung aus den 90er Jahren, basierend auf Angaben von Steuerberatern, kommt Khadjavi (2005, S. 94f.) zu dem Schluss, dass in Deutschland bei ca. einem Viertel der mittelständischen Unternehmen die Grundlagen für ein Wertmanagement vorlagen, da nur in diesen Fällen „die von der Betriebswirtschaftslehre als sachgerecht angesehenen Bewertungsverfahren“ angewendet wurden. Der Anteil von Unternehmen, die einem Shareholder-Value-Ansatz nach Rappaport (auf der Basis von Discounted Cash Flows, DCF) folgten, lag 1995 bei lediglich 1,8 % von 1 200 untersuchten Firmen. Neuere Zahlen sind uns nicht bekannt.

Hierzu werden wir uns auf fremde bzw. eigene empirische Materialien und Analysen stützen, die wir aus Gründen der Prägnanz und der Lesbarkeit zumeist nicht explizit ausweisen.

3. Hypothesen zur Diffusion der Unternehmenswertsteigerung im Mittelstand

Die betriebswirtschaftliche Debatte um die Umsetzung des Konzepts der Unternehmenswertsteigerung auf mittelständische Unternehmen beschäftigt sich kaum oder nur am Rande mit deren Verbreitung. Übertragbarkeit, Machbarkeit bzw. optimale Prozessgestaltung stehen im Vordergrund. Aus den normativ begründeten Vorzügen des Konzepts wird letztlich auf ihre zunehmende Verbreitung geschlossen, was wiederum ein neues Feld, für einen Beratungsmarkt eröffnet. Die Beobachtung des Diffusionsprozesses, dessen Anlässe, Promotoren und Widerstände, interessieren im betriebswirtschaftlichen Diskurs kaum.

Im Folgenden wollen wir einige empirisch gestützte Hypothesen zur Diskussion stellen, wie sich die Diffusion des Konzepts der wertorientierten Unternehmensführung im mittelständischen Bereich vollzieht. Dabei gehen wir von zwei generellen Annahmen aus: *Erstens*, die Diffusion des neuen Konzepts verläuft im hohen Maße in den „normalen Bahnen“ *mittelständischer Geschäftsbeziehungen*. Damit soll nicht der Einfluss neuer Finanzakteure auf dem Parkett der börsenfernen Unternehmenskontrolle unterschätzt werden. Doch halten wir es für eine problematische Verengung, bei der Diffusion des Konzepts allein auf die Zunahme solcher Akteure zu setzen. *Zweitens* gehen wir davon aus, dass für die Formulierung eines primär akteurszentrierten Ansatzes bislang zu wenig Informationen vorliegen, zum einen weil gerade im heterogenen Feld des Mittelstandes an diesem Prozess sehr viele unterschiedliche Akteure mitwirken können, so dass Probleme der Komplexität, Vollständigkeit und Beliebigkeit auftreten, zum anderen weil ein akteurszentrierter Ansatz zu eindeutigen Zuschreibungen von direkten Einflussnahmen neigt, und damit den „subjektlosen“ *Charakter von Diffusionsprozessen* unterschätzt. Wir werden daher zunächst akteurslose Vermutungen aufstellen, weil es beispielsweise Hinweise auf Zusammenhänge zwischen Beobachtungen gibt, doch die handelnden Personen, die dafür verantwortlich sind, nicht eindeutig benannt werden können. Ab Hypothese vier beziehen wir uns explizit auf Akteure.

H 1 Diffusion als gerichteter Innovationsprozess

Die erste Hypothese beruht auf einem Analogieschluss auf der Basis der bisherigen Forschung. Vor dem Hintergrund wirtschaftshistorischer Studien lässt sich der gegenwärtige „Triumph der Finanzen“ als eine *dritte Welle* in einem längeren Prozess der „Amerikanisie-

nung“ der europäischen Unternehmensführung interpretieren (Schröter 2004; 2005). Kennzeichen vorheriger Wellen war, dass neue Konzepte, wie Marketing (Schröter 1995) und Marktforschung (Schröter 2004a), zeitversetzt und mit Adaptionen auch in Richtung mittelständischer Unternehmen „durchgesickert“ sind. Industrie- und organisationssoziologische Arbeiten zur Verbreitung neuer Qualitätsstandards, Produktionssteuerungssysteme und Produktionskonzepten verweisen ebenfalls darauf, dass solche Innovationsprozesse gerichtet vom Groß- zum Kleinunternehmen verlaufen. Martens und Schmidt (2003, S. 32) haben nunmehr gezeigt, dass dies auch für Controlling gilt. Sie belegen einen negativen Zusammenhang zwischen der Einführung von Controlling als integriertem Führungsinstrument von Planung, Realisation und Kontrolle unternehmerischer Entscheidungen (Kleinschmidt 2000, S. 9) und der Firmengröße, d.h. dieses neue Steuerungsinstrumentarium verbreitete sich in einer zeitlichen Abfolge von mehreren Jahren von den großen zu den kleinen Unternehmen.¹¹ Als Hypothese formuliert: *Wenn in Großbetrieben organisatorische Innovationen im Sinne neuer Managementkonzepten eingeführt werden, lassen sich mit der Zeit Diffusionsprozesse solcher Maßnahmen auch bei kleineren Unternehmen beobachten.*

Wir gehen davon aus, dass betriebswirtschaftliche Maßnahmen und Instrumente, die im Zusammenhang mit einer Steigerung des Unternehmenswertes stehen und die in den letzten Jahren vor allem für Großunternehmen unter der Terminologie des „Shareholder Values“ diskutiert wurden, auch von kleineren Unternehmen übernommen werden, obgleich der Mittelstand diese Terminologie ablehnt. Dass diese Ablehnung zum Teil recht kategorisch formuliert wird, illustriert folgende Interviewpassage: „Es gibt bei uns keinen Shareholder-Value-Gedanken mit quarterly results, sondern bei uns wird [...] in Dezennien gerechnet oder in Generationen“ (Interview 6A, Z. 51ff). Gleichwohl gibt es Hinweise darauf, dass in den letzten Jahren die Anwendung wertorientierter Managementinstrumente im Mittelstand zugenommen hat. So ist der Anteil von Unternehmen, die mit dem Discounted Cash Flow (DCF) rechnen von 1,8 % im Jahre 1995 (diese Zahl erwähnt Khadjavi 2005 mit Bezug auf eine Untersuchung von KMU und den Angaben von Steuerberatern) auf 35,5 % zehn Jahre später angestiegen (Günther/Gonschorek 2006, S. 12). Auch wenn die Schwierigkeiten adäquater Operationalisierungen von Wertorientierungen in Rechnung gestellt werden, scheinen doch die Verände-

¹¹ Nach einer Untersuchung für den Internationalen Controller Verein führte die Hälfte der in der Stichprobe berücksichtigten Firmen in Deutschland mit mehr als 1 000 Beschäftigten Controlling-Maßnahmen bis Ende der 80er Jahre ein. Für die Größenklassen 501-1 000 Mitarbeiter lag dieses Datum fünf Jahre später (1992), während die Implementierung von Controlling in der Hälfte der noch kleineren Unternehmen erst gegen Ende der 90er Jahre erfolgte. An der Mitgliederbefragung des Internationalen Controller Vereins beteiligten sich von ca. 3 700 Mitgliedern 328 (Martens/Schmidt 2003).

rungen in der Benutzung wertorientierter Managementinstrumente im mittelständischen Kontext signifikant zu sein.

H 2 Professionalisierung der Instrumente durch Wettbewerbsdruck

Es lassen sich eine Reihe von Unternehmenscharakteristika nennen, die die Einführung unternehmenswertbasierter Konzepte im Mittelstand verzögern könnten. Hier lassen sich eine stärkere Stakeholder-Orientierung des Mittelstandes, eine geringere Ausstattung mit Manpower und Ressourcen für spezielle Stabsaufgaben im Vergleich zu Großunternehmen, eine Distanz zu betriebswirtschaftlichen Diskursen im Allgemeinen, eine gewisse Beratungsaversion und Moderesistenz, längere Zeithorizonte für unternehmerische Entscheidungen sowie eine stärkere Orientierung an eher wirtschaftsfernen Entscheidungsgründen anführen.

Wir vermuten (nicht zuletzt auf Grund vieler Belegstellen in unseren Leitfadeninterviews mit mittelständischen Unternehmensleitern), dass der wachsende Wettbewerb, einschließlich verkürzter Produktions- und Innovationszyklen, der massive Druck der großen Finalproduzenten auf die Kosten ihrer Zulieferketten, just-in-time-Prozesse sowie dezentrale Organisationsformen wie die projektförmige Steuerung in Richtung Unternehmenswertsteigerung wirken. Diese wettbewerbsinduzierten Anforderungen haben zusammen mit der Reduktion von Organisationspuffern gemeinsam, dass die Ansprüche an das Prozess- und Kostenmanagement im Hinblick auf Genauigkeit und Zeitnähe wachsen. Sie tragen dazu bei, dass auch der Mittelstand die betriebswirtschaftlichen „Instrumente“ der Selbstbeobachtung weiter professionalisieren wird.

Diese Professionalisierungstendenzen gehen mit einer stärkeren finanzwirtschaftlichen Durchdringung der Betriebe seitens der Unternehmensführungen einher. (Die Diffusion des Controllings als Führungsinstrument in kleinere Unternehmen haben wir bereits erwähnt.) Da betriebliche Maßnahmen zur Unternehmenswertsteigerung insbesondere mit Controlling, als integriertem Führungssystem von Planung, Realisation und Kontrolle unternehmerischer Entscheidungen, zusammenhängen¹², ist es plausibel, dass gleichsam über die „Instrumente“ Konzepte der Unternehmenswertsteigerung Eingang in die mittelständische Unternehmens-

¹² Diese Aussage bezieht sich auf Regressionsanalysen, um Zusammenhänge zwischen betrieblichen Maßnahmen, die die Orientierung am Unternehmenswert operationalisieren und unabhängigen Variablen, die akteurs- und betriebsbezogene Eigenschaften messen. In unterschiedlichen Regressionsmodellen werden allein durch die betrieblichen Maßnahmen „Erhöhung der Transparenz durch Controlling“ und „Einführung von Zeitvereinbarungen“ schon 45 % der Streuung der unabhängigen Variable (Steigerung des Unternehmenswertes) erklärt (vgl. Sonderforschungsbereich 2004, S. 90f.).

führung finden, weil sie neue Entscheidungsoptionen eröffnen.¹³ Als Hypothese formuliert: *Ein stärkeres Controlling im Mittelstand geht mit wachsendem Kostenbewusstsein und in der Konsequenz mit wertorientierten Managementkonzepten einher, selbst wenn dieses Ziel vielleicht ursprünglich gar nicht damit verbunden war.*

H 3 Krisen als Anlässe für organisatorische Innovationen

Historische Fallstudien¹⁴ aber auch unsere Leitfadeninterviews belegen, dass oftmals Krisen konkrete Anlässe für die Einführung neuer Managementkonzepte waren bzw. sind. *Auf Grund einer Krisensituation wird beispielsweise ein detaillierteres Controlling eingeführt, das dann bestimmte Optionen, möglicherweise der Unternehmenswertsteigerung bietet, die ursprünglich gar nicht intendiert waren.*

Zwei Fälle unserer Stichprobe qualitativer Interviews illustrieren die Rolle von Krisen: Das eine Unternehmen (Interview 37) geriet bei guter Auftragslage in eine Cash-Flow-Krise, weil das traditionelle, auf das gesamte Geschäftsjahr ausgerichtete Bilanzierungssystem die Komplexität der kundenspezifischen Auftragsbearbeitung unzureichend und vor allem zeitlich nicht prozessnah wiedergab. Die kritische Situation wurde schließlich mit Hilfe der Hausbank bewältigt, die aber damit detaillierte Forderungen im Hinblick auf Auswechslung des Managements, die Unternehmenssteuerung und Reorganisation stellte. In Folge der Krise kam es zu einem Rückzug der Familie aus dem Unternehmen (Eigentümerwechsel), zur Einführung horizontaler Projektsteuerung und eines prozessnahen Controllings. Um einen ähnlich starken Eingriff der Bank auf die Unternehmensstrategie in Zukunft zu verhindern, wählte das neue Management eine offensive Transparenzpolitik gegenüber den Kreditgebern und erhöhte das Eigenkapital.

Im zweiten Beispiel berichtet der Interviewpartner über eine bedrohliche finanzielle Schiefelage vor einigen Jahren: „[...] hatten wir mal so eine Phase die etwas kompliziert war. [...] ging das Jahr auch noch ein bisschen schlecht aus. Und da wurde eine Bank nach der anderen zeitversetzt dann munter.“ Die Folgen waren Berichtspflichten den Banken gegenüber und die Einführung eines Controllings, um aktueller über die Situation des Unternehmens informiert

¹³ So stellen beispielsweise Lange/Feseker/Städtler (2005, S. 193) in kleinen und mittleren Betrieben der New Economy fest, dass die Bedeutung von Kosten-Nutzen-Rechnungen merklich gestiegen sind. Dies mag z.T. damit zusammenhängen, dass nach dem Ende des Internetbooms auch in dieser Branche wirtschaftliche Kriterien Einzug gehalten haben, doch im Lichte unserer Analysen vermuten wir allgemeine Tendenzen, die über den Bereich der New Economy hinausweisen.

¹⁴ Am Beispiel deutscher Großunternehmen beschreibt Vahs (1990, S. 363), dass Anlässe für die Einführung eines Controllings Krisensituation waren. Der Autor bemängelt, dass in den von ihm untersuchten Firmen zu reaktiv statt proaktiv gehandelt wurde.

zu sein. „... dass wir in unseren ganzen kalkulatorischen Dingen und kommerziellen Abläufen noch mehr [...] dass wir die Dinge exakter betreiben als vorher“ (Interview 40). Außerdem wurde die Eigenkapitalquote von 5 auf 20 % gesteigert.

„Anlässe“ (wie beispielsweise Krisen, die in diesem Zusammenhang immer wieder genannt werden) wären die sozusagen „subjektlose“ Variante einer Einführung von Maßnahmen, die Optionen für Konzepte der Unternehmenswertsteigerung offerieren, deren Wichtigkeit nicht unterschätzt werden sollte. Es lässt sich hier eine Skala unterschiedlicher Anlässe vorstellen, die von der wirtschaftlichen Situation der Firma, über Druck von externer Seite bis zu prophylaktischen Maßnahmen reichen, um dem Wettbewerb zu begegnen.

H 4 Zentrale Rolle der Banken

Es lassen sich viele externe Akteure benennen, die einen potenziellen Einfluss in Richtung Unternehmenswertsteigerung aufweisen könnten (Kunden, Wettbewerber, betriebswirtschaftliche Diskursteilnehmer, Großunternehmen, Kapitalgeber, Unternehmensberater etc.). Wählt man als Bezugspunkt das empirisch nachweisbare *Informationsverhalten* mittelständischer Unternehmen verschiedenen Stakeholdern gegenüber, dann sind die wichtigsten Interessengruppen, die hauptsächlich mit Zahlen über die Unternehmenssituation versorgt werden, Eigen- und Fremdkapitalgeber (Günther/Gonschorek 2006, S. 8).

Nach unseren Befragungsergebnissen haben mittelständische Industrieunternehmen zu 97,3 % eine Hausbank und es dominieren traditionelle Kredite bei der Finanzierung.¹⁵ Doch das Verhältnis zu den Banken hat sich gewandelt. Generell gesagt werden die Kriterien der Kreditvergabe zunehmend von Leumund auf Bonität umgestellt, die durch entsprechende betriebswirtschaftliche Zahlen nachgewiesen werden muss. In den Worten des Beraters mittelständischer Unternehmen Hennerkes (2004, S. 367) heißt es hierzu: „Allerdings wird sich das Verhältnis zwischen Kunde und Bank zunehmend von der emotionalen auf die rationale Ebene verschieben. Dass nämlich Kredite in Zukunft nicht mehr per Handschlag, mit einem tiefen Blick in die Augen, sondern nur gegen die Präsentation eines überzeugenden Konzeptes und des hieraus folgenden betrieblichen Zahlenwerks vergeben werden, ist ein Zeichen der Professionalisi-

¹⁵ „Deutsche Banken erzielten 2003 mit ihren Mittelstandskunden insgesamt einen geschätzten Rohertrag von rund 7,3 Mrd. € und damit ein ebenso großes Volumen wie mit Großkunden und multinationalen Unternehmen“ (Hölzer 2004). Institutionelle Eigenkapitalgeber spielen nach wie vor eine untergeordnete Rolle (KfW 2006, S. 174ff.).

sierung in der Kreditbranche.“ Im aktuellen Mittelstandsmonitor ist sogar in diesem Zusammenhang von einer „kleinen Revolution“¹⁶ im Kreditgeschäft mit dem Mittelstand die Rede.

Aus der Perspektive der Banken hat seit den 90er Jahren der Wettbewerbsdruck im Finanzsektor zugenommen und die Weitergabe dieses Drucks wird eher noch wachsen, weil das Geschäft mit dem Mittelstand aus Sicht der Banken rentabler sein könnte. „Im internationalen Vergleich ausgewählter Industrienationen lag die Eigenkapitalrentabilität deutscher Kreditinstitute 2003 an letzter Stelle“ (KfW 2006, S. 147). Die „risikoadjustierte Rentabilität“ (Risk Adjusted Return On Capital, Raroc) betrug für das Mittelstandssegment der Banken in Deutschland „durchschnittlich lediglich 6 %“ (Hölzer 2004). Der generelle Raroc für Banken in Europa liegt bei 14,3 %, jedoch mit einer relativ großen Schwankungsbreite. „Diese Spannweite der Profitabilität ist ein Indiz dafür, dass viele Banken vorhandene Potenziale [im Geschäft mit dem Mittelstand] nicht voll nutzen und dass signifikante Verbesserungsmöglichkeiten für die meisten Institute bestehen“ (Hölzer 2004). Im aktuellen „Mittelstandsmonitor 2006“ wird gleichfalls auf die ungünstige Situation der deutschen Banken hingewiesen (KfW 2006, S. 146ff.). „Bestrebungen, die Ertragsperspektiven in der Unternehmensfinanzierung zu verbessern, um die Rendite ihrer Eigentümer zu erfüllen (und im Falle der Börsennotierung auch zum Schutz vor feindlichen Übernahmen) kennzeichnen die Geschäftsstrategie aller Kreditinstitute“ (KfW 2006, S. 147f.). Angesichts dieser Situation ist davon auszugehen, dass seitens der Kreditgeber verstärkt auf eine gute Verzinsung von Investitionen und eine adäquate Risikokalkulation geachtet wird.

Wir hatten schon Bezug genommen auf die ursprüngliche Begründung für den Shareholder Value, um nämlich agency-Probleme zu vermeiden. Man kann die Finanzierung von KMU, aus Sicht der Kapitalgeber, analog dem agency-Problem interpretieren, das mit der *Eigenkapitalschwäche von KMU* zusammenhängt: Im Falle großer Unternehmen besteht das Problem darin, dass Manager (M) das Kapital der Eigentümer (E) „veruntreuen“, nicht adäquat vermehren könnten. Bei KMU liegt *aus der Sicht der Kapitalgeber (K)* eine ähnliche Situation vor (wenngleich K bei der „normalen“ Kreditfinanzierung kein Eigentum an der Firma besitzt und dadurch der Einfluss geschmälert ist): das Management (M), das vielleicht Anteile am Unternehmen hält, könnte so agieren, dass es das Fremdkapital, d.h. das „Eigenkapital“ von K „veruntreut“, nicht für den Mehrwert sorgt, der eigentlich möglich wäre. In der Perspektive von K handelt es sich also bei der Kapitalvergabe um ein agency-Problem – aus dem zur Ver-

¹⁶ „Die Einführung genauerer Bonitätsbeurteilungsverfahren stellte für das Kreditgeschäft der Banken mit dem Mittelstand eine kleine Revolution dar“ (KfW 2006, S. 148, vgl. a. Schmidt 2005).

fügung gestellten Kapital könnte mehr gemacht werden, wenn ein anders motivierter und interessierter Akteurskreis zur Verfügung stünde. Um aber die Risiken, die mit die agency-Situation verbunden sind, besser abschätzen zu können, brauchen die Banken mehr Informationen – die Unternehmen müssen für sie *transparenter* werden und genau in diesem Sinne handeln sie.

Die – gewünschte – mittelständische Transparenzpolitik besitzt durchaus Ähnlichkeiten mit der Offenheit, die in der Shareholder-Value-Diskussion potentiellen Investoren gegenüber gefordert wird. Unter Transparenzpolitik verstehen wir ein turnusmäßiges Reporting betriebswirtschaftlicher Kennziffern externen Kapitalgebern gegenüber. Dieses kann zwischen monatlich bis jährlich variieren und ist zudem mit Jahresbilanzgesprächen verknüpft. Nach unserer telefonischen Befragung mittelständischer Unternehmen im Jahre 2005 wird bei einem Fünftel die Art der Bilanzierung von den Banken vorgeschrieben.¹⁷ Bei 37,3 % der betroffenen Unternehmen werden die entsprechenden Berichte monatlich verlangt, bei 28,4 % immerhin noch vierteljährlich. Die andere Form der Transparenz stellen formalisierte Rating-Verfahren dar, um die Kreditwürdigkeit nachzuweisen. Dies ist für die meisten der von uns befragten mittelständischen Unternehmen üblich geworden. 2005 verfügten ca. zwei Drittel von ihnen über Erfahrungen mit Ratings, die hauptsächlich von Banken durchgeführt wurden. Die Quote derjenigen Unternehmen, die Rating-Erfahrungen haben, ist im Zeitraum 2002-05 von 47,8 auf 65,9 % angestiegen. Es bestehen zudem statistische Zusammenhänge zwischen einer („schlechten“) Eigenkapitalentwicklung und Rating-Erfahrungen sowie nicht positive Rating-Erfahrungen gehen signifikant häufiger mit *höheren Anstrengungen* im Controlling einher.¹⁸ Anhand der Betriebe, die sich sowohl 2002 als auch 2005 beteiligt haben, lässt sich belegen, dass über das Rating Banken indirekt Einfluss auf die Reorganisation der von uns befragten KMU gewinnen. (Tab. 2). Zwar treten solche Umstrukturierungen mit rückläufiger Tendenz auf, doch im Gegensatz zum Zeitraum 1999-2002 besteht *danach* (mit zunehmenden betrieblichen Erfahrungen mit Ratings) eine Beziehung mit negativen und unentschiedenen Rating-Ergebnissen. Die statistischen Korrelationen gelten auch unter Kontrolle zusätzlicher Einflussfaktoren.¹⁹

¹⁷ Die Angaben beziehen sich auf eine Stichprobe von 731 bzw. 143 KMU in Deutschland, Befragungsdaten 2005.

¹⁸ Wenn die Erfahrungen mit dem Rating positiv sind, wird von 40,7 % der Betriebe eine Erhöhung der Transparenz durch Controlling-Maßnahmen genannt. Für negative und unentschiedene Rating-Erfahrungen liegt der Prozentsatz hingegen bei 58,2 % (Befragung 2005, Chi²-Test, p = 0,003).

¹⁹ Die Aussage bezieht sich auf logistische Regressionen, bei denen die Durchführung von Reorganisationsmaßnahmen im Zeitraum drei Jahre vor der Befragung in Abhängigkeit von der regionalen Herkunft des Be-

Eine *proaktive* Bereitstellung von Informationen an Externe durch die KMU – wie es uns in unseren Leitfadengesprächen berichtet wurde – ist vor dem Hintergrund der traditionellen Scheu mittelständischer Unternehmen, Geschäftsdaten zu veröffentlichen, erstaunlich. Sie zeigt, dass auch KMU mit dem kohäsiven Druck externer Akteure durchaus strategisch umzugehen verstehen, indem sie nicht nur durch den Inhalt ihrer Kommunikation mit den Banken, sondern auch durch die Form der Kommunikation ihre Vertrauens- und damit Kreditwürdigkeit zu verbessern suchen. Im „Mittelstandsmonitor 2006“ heißt es dazu: „Im Mittelstand bislang zu wenig genutzte Instrumente der Unternehmensplanung, des Controllings und der aktiven Unternehmenskommunikation werden kleine und mittlere Unternehmen stärker als bisher einsetzen müssen, um ihre Kreditwürdigkeit aufrecht zu erhalten [!] und zu verbessern“ (KfW 2006, S. 188).²⁰

Durchführung von Reorganisationsmaßnahmen in den letzten drei Jahren vor dem Befragungsjahr	Negatives oder unentschiedenes Rating	Positives Rating	Kein Rating
% der Betriebe 2002 (nicht signifikant, Chi ²)	75,9	74,1	68,6
Anzahl 2002	116	135	287
% der Betriebe 2005 (p < 0,01, Chi ²)	67,6	61,1	51,8
Anzahl 2005	136	203	199

Tab. 2: Durchführung von Reorganisationsmaßnahmen in Abhängigkeit von Rating-Erfahrungen, Paneldaten.

Wichtig dabei ist, dass obgleich diese Kommunikation strategisch und nach außen gerichtet ist, es sich doch nicht einfach um einen „zeremoniellen Konformismus“ handelt (und handeln kann), der nur lose mit den realen Prozessen verkoppelt ist (Meyer/Rowan 1991). Die Basis der Kommunikation ist die Einführung eines modernen Controllings als Steuerungsinstrument, das nicht nur nach außen, sondern genauso nach innen mehr Kostentransparenz erzeugt. Durch solche Maßnahmen wird das Kostenbewusstsein gestärkt. Damit werden „Werttreiber“ und „Wertvernichter“ sichtbar und durch den Vergleich mit den „marktüblichen“ Renditen wird der Druck steigen, Konsequenzen aus den betriebswirtschaftlichen Situationsbeschrei-

fragten, seinem Alter, der Betriebsgröße, dem Betriebsergebnis, dem Zugang zu Krediten und den Rating-Erfahrungen ausgewertet wurde. Signifikante Effekte gibt es für die 2002er Daten nur für ein negatives Betriebsergebnis, in dem Fall wird mehr umstrukturiert. (Die Altersvariable verfehlt das Signifikanzniveau knapp.) Für die zweite Panelwelle lassen sich außer dem Einfluss des Ratings auch noch Größen-, Regional- und Alterseffekte nachweisen: in kleineren, von Ostdeutschen und von Älteren geleiteten Unternehmen wird weniger reorganisiert. Nagelkerkes Pseudo R² 0,053 und 0,070. Die betriebswirtschaftlichen Reorganisationsmaßnahmen werden anscheinend nun selektiver (u.a. in Abhängigkeit von Rating-Ergebnissen) durchgeführt.

²⁰ Ähnlich auch beispielsweise Hennerkes (2004, S. 319) und Massenbergs (2005, S. 93ff.).

bungen zu ziehen. D.h. wir denken, dass sich *durch traditionelle mittelständische Finanzbeziehungen und quasi unter deren Oberfläche eine stärkere Unternehmenswertorientierung in KMU Bahn brechen wird.*

Eine Folge der Umstellung der Kommunikation auf ein formalisiertes Reporting von Zahlen könnte sein, dass traditionelle informelle Informationsquellen des korporatistischen deutschen Systems an Bedeutung verlieren, obgleich sie nicht einfach aufgelöst werden. Aus Sicht der Unternehmen erfahren sie vielmehr, so unsere materialgestützte Vermutung, einen Bedeutungswandel: „Aber wichtig ist eigentlich dass man weiß wie Banken denken. Das ist ganz wichtig. Da habe ich auch viel gelernt im Zusammenhang mit dieser Verwaltungsratsgeschichte [Mitgliedschaft im Verwaltungsrat einer Sparkasse]. Das ist wichtig.“ (Interview 40).²¹ Die Mitgliedschaft im Verwaltungsrat ist für diesen Unternehmer nicht dazu da, um Vertrauensbeziehungen zum Kreditinstitut aufzubauen, sondern um die Kriterien und Verfahrensweisen der Bewertung von Kreditanträgen und Unternehmen zu studieren und das eigene Auftreten daraufhin abzustimmen.²² Insofern handelt es sich hier um eine Professionalisierungsstrategie von Seiten des Unternehmers, womit er Wettbewerbsvorteile erzielen könnte.

4. Resümee und Ausblick

Ziel dieses Aufsatzes war es zu diskutieren, ob und wie Prinzipien einer unternehmenswertbasierten Unternehmensführung auf börsenferne Unternehmen übertragbar sind. Der betriebswirtschaftliche Diskurs zeigt, dass keine grundsätzlichen Hürden, etwa auf Grund der Rechtsform oder anderer Merkmale bestehen. Als hinderlich könnten sich eher die eingeschränkten Planungshorizonte und -kapazitäten im Mittelstand erweisen als die fehlende direkte Anbindung an den Kapitalmarkt. Vor dem Hintergrund unserer Hypothesen vermuten wir eine weitere Zunahme von Konzepten der Unternehmenswertsteigerung im industriellen Mittelstand, weil die Diffusion weitgehend unabhängig vom unternehmerischen Diskurs verläuft, quasi *unter der Oberfläche* der traditionellen Kreditvergabe.

²¹ Dieser Fall zeichnet sich außerdem durch eine finanzielle Unternehmenskrise aus, die vor dem Engagement im Verwaltungsrat der Sparkasse lag.

²² Ähnlich ist die Situation eines anderen von uns interviewten Unternehmers, der ebenfalls im Verwaltungsrat einer Sparkasse sitzt. Er betont: „Da lernt man sehr viel“ und konkretisiert später, „...mich haben da auch oft Mitmenschen hier aus dieser Region angerufen und haben gesagt Du sitzt doch da in diesem Verwaltungsrat, kannst du dich nicht für meinen Kredit einsetzen? So das kann ich gern, aber ich stelle dir jetzt erst die Frage, was hast du jetzt für eine Information vom Vorstand bekommen? Die wollen den [Kredit] nicht bewilligen. Ich sage, tu mir einen Gefallen. Welchen? Dann gehe hin und umarme das Vorstandsmitglied, weil er dich vor einem ganz tiefen Fall bewahrt hat“ (Interview 35). Auch in diesem Fall wird die Notwendigkeit der Transparenz den Kreditgebern gegenüber betont.

Betrachtet man die *Folgen* für die sozialen Beziehungen im Unternehmen, allgemein für die Unternehmenskultur, so zeigen sich Probleme, von den Großen auf die Kleinen zu schließen. Die Studie des Kölner Instituts für Gesellschaftsforschung über die Durchsetzung von Shareholder-Value-Konzepten den 100 größten deutschen Unternehmen kommt im Hinblick auf die Konsequenzen für die Arbeits- und Beschäftigungsbeziehungen zu einem ambivalenten Ergebnis. Auf der einen Seite werden schrumpfende Kernbelegschaften und ein kostenorientiertes „concession bargaining“ festgestellt, bei dem Lohnverzicht oder Ausweitung der Arbeitszeit gegen befristete Beschäftigungsgarantien „getauscht“ werden (vgl. Jackson et al. 2005; Höpner 2003). Auf der anderen Seite wird die Mitbestimmung nicht, wie mitunter erwartet wurde, prinzipiell als unvereinbar mit der kapitalmarktorientierten Unternehmenssteuerung in Frage gestellt. Dörre (2002) kommt ebenfalls zu dem Schluss, dass die asymmetrische (Wettbewerbs-) Kooperation zwischen Management und Betriebsräten eher gewachsen ist, während gleichzeitig durch die neuen Anreizstrukturen und die Rotationssysteme im Management das Commitment der Standortleiter und anderer oberer bzw. mittlerer Manager für das jeweilige Werk abgenommen hat. In ähnliche Richtung argumentiert Kotthoff (1998, S. 220), der beobachtet, dass seit Ende der 1990er Jahre der „sozialintegrative“ Managertyp aus den deutschen Großunternehmen verschwindet.

Wenn schon die Einflüsse bei großen Konzernen nicht-deterministisch ausfallen, so gilt das erst recht für KMU, bei denen ein zeitlich verzögerter und gebrochener Diffusionsprozess unternehmenswertbasierter Konzepte der Unternehmensführung unterstellt werden muss. Unsere Leitfadeninterviews geben erste Hinweise darauf, dass bekannte mittelständische Führungsstile erhalten bleiben (beispielsweise autokratische oder partizipative), auch wenn neue betriebswirtschaftliche Steuerungsinstrumente eingeführt werden.²³ Was sich jedoch abzeichnet, sind Tendenzen einer stärkeren Leistungsorientierung den Mitarbeitern gegenüber und eine tendenzielle Distanzierung von Belegschaftsgruppen, die an Qualifikationsprofile gekoppelt ist.

²³ Technisch ausgedrückt wären innovative Steuerungsinstrumente *abhängige* und Führungsstile *unabhängige* Variablen.

Literatur

- Ballwieser, W. (2000): Wertorientierte Unternehmensführung: Grundlagen. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 52. Jg., S. 160-66
- Bedenbender, H./ Kaumanns, W./ Lust, W./ Mai, C. (2001): Strategie und Prozesse koppeln. In: Qualität und Zuverlässigkeit 46. Jg., S. 1420-1424
- Berghoff, H. (2003): Abschied vom klassischen Mittelstand. In: Berghahn, V./ Unger, S./ Ziegler, D. (Hrsg.): Die deutsche Wirtschaftselite im 20. Jahrhundert. Essen: Klartext Verlag, S. 93-114
- Beyer, J./ Höpner, M. (2004): The Disintegration of Organised Capitalism: German Corporate Governance in the 1990s. In: Kitschelt, H./Streeck, W. (eds.): Germany. Beyond the Stable State. London: Frank Cass and Company Ltd., S. 179-198
- Börsig, C. (2000): Wertorientierte Unternehmensführung bei RWE. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 52. Jg., S. 167-75
- Dörre, K. (2002): Kampf um Beteiligung. Arbeit, Partizipation und industrielle Beziehungen im flexiblen Kapitalismus. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag
- Eisenmann, S. (2002): Mittelstand plant Mehrwert. In: is report 6 Jg. Heft 11, S. 22f.
- Ertl, M. (2004): Aktives Cashflow Management. Liquiditätssicherung durch wertorientierte Unternehmensführung und effiziente Innenfinanzierung. München: Vahlen
- Esser, K. (2000): Wertorientierte Unternehmensführung bei Mannesmann. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 52 Jg., S. 176-87
- Günther, T./ Gonschorek, T. (2006): Wert(e)orientierte Unternehmensführung – Erste Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. Dresdner Beiträge zur Betriebswirtschaftslehre Nr. 114/06
- Happel, M. (2002): Shareholder-Value-Ansatz: Implementierungslücke im Controlling deutscher Unternehmen? Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. In: Controlling, 14. Jg., S. 275-282
- Hennerkes, B.-H. (2004): Die Familie und ihr Unternehmen. Strategie. Liquidität. Kontrolle. Frankfurt: Campus
- Hölzer, K. (2004): Herausforderungen im mittelständischen Firmenkundengeschäft. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 15, S. 818ff.
- Höpner, M. (2003): Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland. Frankfurt: Campus
- Horváth, P./ Minning, F. (2001): Wertorientiertes Management in Deutschland, Großbritannien, Italien und Frankreich. Eine empirische Analyse. In: Controlling, 13. Jg, S. 273-282
- Jackson, G./Höpner, M./Kurdelbusch, A. (2005): Corporate Governance and Employees in Germany: Changing Linkages, Complementarities and Tensions. In: Gospel, H./ Pendleton, A. (eds.): Corporate Governance and Labour Management. Oxford: Oxford University Press, S. 84-121
- Kartscher, R./C. Rockholtz (2002): Wertorientiertes Management im Mittelstand. Wie mittelständische, nicht-börsenorientierte Unternehmen vom Shareholder-Value-Konzept profitieren können. In: Betrieb + Personal, 33. Jg., H. 3, S. 175-77
- KfW Bankengruppe et al. (Hrsg.) (2006): Mittelstandsmonitor 2006. Frankfurt
- Khadjavi, K. (2005): Wertmanagement im Mittelstand. Diss. St. Gallen
- Kleinschmidt, C. (2000): Vom betrieblichen Rechnungswesen zum Controlling. In: Akkumulation, Nr.13, S. 7-12
- Kleinschmidt, C. (2002): Der produktive Blick. Wahrnehmung amerikanischer und japanischer Management- und Produktionsmethoden durch deutsche Unternehmer 1950-1985. Berlin: Akademie Verlag
- Kotthoff, H. (1998): Führungskräfte im Wandel der Firmenkultur. Quasi-Unternehmer oder Arbeitnehmer? Berlin: Edition Sigma
- Kotthoff, H./Reindl, J. (1990): Die soziale Welt kleiner Betriebe. Wirtschaften, Arbeiten und Leben im mittelständischen Industriebetrieb. Göttingen: Schwartz
- Lange, H. /Feseker, K./Städler, A. (2005): Intern@work – Interessenregulierung in der New Economy. Hans-Böckler-Stiftung-Projektbericht. Universität Bremen
- Martens, B./ Michailow, M. (2006): Wandel und Kontinuität mittelständischer Unternehmen – Eine Untersuchung zu Differenzen zwischen und Gemeinsamkeiten von Unternehmensleitern. In: Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship, 54. Jg., S. 221-242
- Martens, B./ Michailow, M./ Schmidt, R. (2003) (Hrsg.): Managementkulturen im Umbruch. SFB 580 Mitteilungen, Heft 10
- Martens, B./ Schmidt, R. (2003): Aufgaben zwischen betriebswirtschaftlichem Service und strategischer Unternehmensteuerung. Ergebnisse einer Mitgliederbefragung des Internationalen Controller Vereins. Jena
- Massenberg, H.-J. (2005): Zeitnahes Informationsverhalten und offener Dialog erforderlich. In: Goebel, L. (Hrsg.): Mittelstandsfinanzierung. Würzburg: Vogel, S. 93-98

- Meyer, J.W./Rowan, B. (1977/1991): Institutionalized Organizations. Formal Structure as Myth and Ceremony. In: Powell, W.W./ DiMaggio, P.J. (eds): The New Institutionalism in Organizational Analysis. Chicago: The University of Chicago Press
- MPI für Gesellschaftsforschung (Hrsg.) (2002): Arbeitsbeziehungen in Deutschland: Wandel durch Internationalisierung. Köln
- Neubürger, H.-J. (2000): Wertorientierte Unternehmensführung bei Siemens. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 52. Jg., S. 188-96
- Nicolai, A. T./T. W. Thomas (2004): Kapitalmarktkonforme Unternehmensführung: Eine Analyse im Lichte der jüngeren Strategieprozesslehre. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 56. Jg., S. 452-469
- Rappaport, A. (1999): Shareholder value. Ein Handbuch für Manager und Investoren. Stuttgart: Schäffer-Poeschel. 2. Aufl.
- Rügemer, W. (2005): Investitionen ohne Arbeitsplätze. In: WSI Mitteilungen, Heft 1, S. 49-54
- Schmidt, R. (1998): Wandel von Unternehmensleitbild und Unternehmenszielen: Eine Analyse anhand der Geschäftsberichte der größten Aktiengesellschaften aus vier europäischen Ländern. In: Berndt, R. (Hrsg.): Unternehmen im Wandel – Change Management. Berlin: Springer, S. 119-138
- Schmidt, R. (Hrsg.) (2005): Reorganisation unter Marktzwang. Finanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen nach Basel II. Jenaer Beiträge zur Soziologie, Heft 15
- Schomaker, M./ Günther T. (2006): Wertorientiertes Management im Mittelstand. In: Schweickart/Töpfer (2006), S. 215-237
- Schröter, H.G. (1995): Erfolgsfaktor Marketing: Die Strukturwandel von der Reklame zur Unternehmenssteuerung. Freiburger Arbeitspapiere 95/9
- Schröter, H.G. (2004): „Nicht kopieren, sondern kopieren!“ Amerikanisierung als institutioneller Wandel in der europäischen Wirtschaft. In: Ellerbrock, K.-P./ Wischermann, C. (Hrsg.): Die Wirtschaftsgeschichte vor der Herausforderung durch die New Institutional Economics. Dortmund, S. 132-153
- Schröter, H.G. (2004a): Zur Geschichte der Marktforschung in Europa im 20. Jahrhundert. In: Walter, R. (Hrsg.): Geschichte des Konsums. Stuttgart: Steiner, S. 319-341
- Schröter, H.G. (2005): Americanization of the European Economy. A Compact Survey of American Economic Influence in Europe since the 1880s. Dordrecht: Springer
- Schweickart, N./ Töpfer, A. (Hrsg.) (2006): Wertorientiertes Management. Werterhaltung - Wertsteuerung - Wertsteigerung ganzheitlich gestalten. Berlin: Springer
- Sonderforschungsbereich 580 (2004): Arbeits- und Ergebnisbericht 2001-2004. Jena und Halle
- Töpfer, A./ Duchmann, C. (2006): Ganzheitliche Konzeption des wertorientierten Managements. In: Schweickart, N./ Töpfer, A. (Hrsg.): Wertorientiertes Management. Werterhaltung – Wertsteuerung – Wertsteigerung ganzheitlich gestalten. Berlin: Springer, S. 3-63
- Vahs, D. (1990): Controlling-Konzeptionen in deutschen Industrieunternehmen – eine betriebswirtschaftlich-historische Untersuchung. Frankfurt: Verlag Peter Lang
- Wildemann, H./ Niemeyer, A. (2002): Konzeption und Umsetzung der Geschäftswertbetragsrechnung als Lenkungsinstrument für den Mittelstand. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 10, S. 567-572

WORKING PAPERS: ECONOMIC SOCIOLOGY JENA

Im Jahr 2007 erschienene (#) und für 2008 geplante (*) Ausgaben (Stand: Juni 2007):

- # 1/2007 **Dörre, K.:** Entsteht eine "neue Unterschicht"? Anmerkungen zur Rückkehr der sozialen Frage in die Politik
- # 2/2007 **Martens, B.; Bluhm, K.:** „Shareholder Value“ ohne Aktionäre? Diffusion und mögliche Folgen wertorientierter Unternehmenssteuerung im industriellen Mittelstand
- # 3/2007 **Becker, K.; Brinkmann, U.; Engel, T.:** Lohnt sich Arbeits- und Gesundheitsschutz? Bilanzierung von Kosten & Nutzen angesichts neuer Belastungsformen
- # 4/2007 **Brinkmann, U.:** "Sick society" and "Buschzulage" - Images of the transformation

- * **Brinkmann, U.:** Intrapreneurship: Promises, Ambiguities and Limitation
- * **Dörre, K.:** Jena – Leuchtturm auf unsicherem Fundament? Fünfzehn Thesen der Arbeitsgruppe Regionale Ökonomie am Lehrstuhl für Arbeits-, Industrie- und Wirtschaftssoziologie
- * **Arbeitsgruppe Strategic Unionism** (Brinkmann, U.; Choi, H. L.; Detje, R.; Dörre, K.; Holst, H.; Karakayali, S.; Neis, M.; Schmalstieg, C.; Candeias, M.; Röttger, B.): Revitalisierung von Gewerkschaften: Aus der Krise zur Erneuerung? 16 Thesen

Impressum

WORKING PAPERS: ECONOMIC SOCIOLOGY JENA

ISSN 1864-7588

© 2007 Lehrstuhl Arbeits-, Industrie- & Wirtschaftssoziologie,
Institut für Soziologie, Friedrich-Schiller-Universität Jena
Postanschrift: D-07737 Jena, Besucheranschrift: Carl-Zeiss-Str. 2, D-07743 Jena
Telefon: +49 3641 9 45520, Fax: +49 3641 9 45522
Internetauftritt des Lehrstuhls: <http://www.uni-jena.de/LSDoerre.html>

Die Reihe WPESJ wird elektronisch publiziert und steht seit ihrem Erscheinen 2007 zum PDF-Download kostenlos zur Verfügung: <http://www.uni-jena.de/WPESJ.html>

Es gilt der Autorenvorbehalt.