

Stakeholder Value Matrix

Die Verbindung zwischen Shareholder Value und Stakeholder Value



Center for
Sustainability Management e.V.
Centrum für
Nachhaltigkeitsmanagement e.V.

Frank Figge

Chair of Corporate Environmental Management
University of Lüneburg
Scharnhorststr. 1
D-21335 Lüneburg

Fax: +49-4131-78-2186
www.sustainablevalue.com/
www.csm-ev.org/

Mai 2002

© Frank Figge 2002. All rights reserved. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means: electronic, electrostatic magnetic tapes, photocopying, recording or otherwise, without the permission in writing from the copyright holder.

Center for Sustainability Management e.V.

Chair of Corporate Environmental Management
University of Lüneburg
Scharnhorststr. 1
D-21335 Lüneburg

Centrum für Nachhaltigkeitsmanagement e.V.

Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Umweltmanagement
Universität Lüneburg
Scharnhorststr. 1
D-21335 Lüneburg

Tel. +49-4131-78-2185
Fax. +49-4131-78-2186
E-mail: figge@sustainablevalue.com
www.sustainablevalue.com
www.csm-ev.org

ISBN 3-935630-21-2

Printed on 100% recycled paper.

Diese Studie hat von vielen anregenden Diskussionen mit Unternehmensvertretern profitiert. Besonders wertvoll waren außerdem die Anregungen von Tobias Hahn und Stefan Schaltegger und die Diskussionen mit den wissenschaftlichen Mitarbeitern am Center for Sustainability Management (CSM) e.V. Allen Beteiligten sei herzlich gedankt.

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung.....	1
2	Was ist Shareholder Value?	2
3	Was ist Stakeholder Value?	5
4	Wertbeitragsanalyse von Stakeholderbeziehungen	9
5	Zusammenfassende Schlussbetrachtung	16
	Literatur.....	17

1 Einführung

Nur wenige ökonomische Begriffe haben in den letzten Jahren ähnlich viele Emotionen geweckt und ähnlich stark polarisiert, wie die Begriffe Shareholder Value und Stakeholder Konzept. Dies überrascht, denn die Begriffe stehen für Konzepte, die sich nicht gegenseitig ausschließen. Im Gegenteil. Stakeholder gewinnen an (ökonomischer) Bedeutung und dass es einen Shareholder Value ohne Stakeholder nicht geben kann, ist eigentlich von großer Banalität.

Die Studie „Was ist Stakeholder Value? Vom Schlagwort zur Messung“ (Figge & Schaltegger 1999) hat gezeigt, was unter Stakeholder Value verstanden und wie der Stakeholder Value gemessen werden kann. Viele Diskussionen im Anschluss an diese Studie haben einen weitgehenden Konsens aufgezeigt: Die ökonomische Bedeutung von Stakeholderbeziehungen nimmt zu. Dies zeigt auch eine Analyse der Gewinn- und Verlustrechnungen heutiger Unternehmen. Die meisten Unternehmen wenden heute beispielsweise mehr für ihre Mitarbeiter (Personalaufwand) und Lieferanten (Vorleistungen) auf, als für ihre Kapitalgeber (Fremdkapitalzinsen und Eigenkapitalkosten). Trotzdem wird heute sehr viel mehr Mühe darauf verwendet, die Profitabilität des Kapitaleinsatzes zu bewerten, als die Profitabilität dieser Stakeholderbeziehungen. Die Bedeutung der nicht-kapitalgebenden Stakeholder steigt und eine Messung des Stakeholder Value ist daher dringend angezeigt.

Von Praktikern wurde aber auch immer wieder hervorgehoben, dass ein Bedarf nach einem weitergehenden Analysewerkzeug besteht. Der Stakeholder Value bewertet zwar die Beziehung zwischen Stakeholdern und Unternehmen - wo aber sind die Schwachstellen und wie kann die Profitabilität der Stakeholderbeziehung gesteigert werden?

Um eine vertiefte Analyse der Stakeholderbeziehungen zu ermöglichen, wurde daher die Wertbeitragsanalyse von Stakeholderbeziehungen entwickelt, die hier vorgestellt wird. Hierbei handelt es sich nicht um festen Rahmen, sondern um eine flexible Vorgehensweise, die an das jeweilige Unternehmen und die jeweilige Datenverfügbarkeit angepasst werden kann. Stakeholder stehen in einem komplementären Verhältnis zueinander, d.h. sie benötigen sich gegenseitig, um Unternehmenswert zu schaffen. Die Wertbeitragsanalyse zeigt, welche Stakeholderkombinationen zum Unternehmenswert beitragen und welche Unternehmenswert reduzieren.

Bevor die Wertbeitragsanalyse (Kapitel 4) vorgestellt wird, gehen die folgenden zwei Kapitel noch einmal kurz auf Shareholder Value (Kapitel 2) und Stakeholder Value (Kapitel 3) ein. Ziel dieser beiden Kapitel ist es, die Begriffe zu klären und deutlich zu machen, dass und wie Shareholder Value und Stakeholder Value zusammenhängen.

2 Was ist Shareholder Value?

Unter Shareholder Value werden heute verschiedene Begriffsinhalte verstanden. Als *Handlungsmaxime* fordert Shareholder Value eine Orientierung an den Interessen der Eigentümer im allgemeinen und eine Maximierung des Werts des Eigenkapitals im speziellen (Hostettler 2000, 23). Als *Finanzgröße* entspricht der Shareholder Value dem Wert einer Unternehmung aus Eigentümersicht (Rappaport 1999, 39; Hostettler 2000, 23), also dem Wert des Eigenkapitals. Als *Bewertungsverfahren* bewertet es Unternehmen, indem es erwartete Geldflüsse (Cash Flows) diskontiert.

Der Shareholder Value als Handlungsmaxime wird in der Öffentlichkeit häufig kontrovers diskutiert. Hierbei wird meist nicht zwischen Handlungsmaxime, Finanzgröße und Bewertungsverfahren unterschieden. Als Finanzgröße und Bewertungsverfahren ist der Shareholder Value weit weniger umstritten. Im Vordergrund dieser Studie steht der Shareholder Value als Finanzgröße und als Bewertungsverfahren.

Der Shareholder Value wird häufig auch mit dem Unternehmenswert gleichgesetzt. Dies ist aus zwei Gründen bedenklich. Erstens unterscheiden sich, aus einer kapitalorientierten Sicht, Shareholder Value und Unternehmenswert. Der gesamte Kapitalwert eines Unternehmens setzt sich aus dem Wert des Eigen- und des Fremdkapitals zusammen. Der Shareholder Value spiegelt aber nur den Wert des Eigenkapitals wider. Zweitens haben Unternehmen nicht nur für die Kapitalgeber, sondern auch für andere Stakeholder einen Wert. Ob der Shareholder Value diesen Wert adäquat widerspiegelt, ist zweifelhaft.

Shareholder Value \neq
Unternehmenswert

Es gibt eine Reihe verschiedener Methoden zur Bewertung des Einsatzes des Eigenkapitals und damit des Shareholder Value. In diesem Zusammenhang kann zwischen drei Arten von Ansätzen unterschieden werden (Perridon & Steiner 1999, 15f.):

- Die *Discounted Cash Flow*-Ansätze ermitteln den Barwert der erwarteten frei verfügbaren Geldzuflüsse (Free Cash Flows). Der Ansatz von Rappaport (Rappaport 1999), der im folgenden noch genauer erläutert wird, ist dieser Gruppe zuzuordnen.
- Der sogenannte *Cash Flow ROI* errechnet den Cash Flow Return on Investment (ROI) auf das investierte Kapital.
- Der *Economic Value Added*-Ansatz basiert auf Zahlen des Rechnungswesens. Er entspricht dem Überschuss nach Fremdkapital- und Eigenkapitalkosten.

Im folgenden wird nun die Vorgehensweise vorgestellt, wie sie z.B. von Rappaport vorgeschlagen wird.

Der Shareholder Value-Ansatz gehört zu den zukunftsorientierten Bewertungsansätzen. Er leitet sich aus der dynamischen Investitionsrechnung ab (Bühner 1990, 35ff.). Im Kern handelt es sich um eine Übertragung des Kapitalwertverfahrens der dynamischen Investitionsrechnung auf die Unternehmensbewertung. Aus dieser Perspektive entspricht der Shareholder Value dem heutigen Wert der in Zukunft frei verfügbaren Geldflüsse (Free Cash Flows). Rein technisch betrachtet ist der Shareholder Value daher der diskontierte Netto-Gegenwartswert der zukünftigen Free Cash Flows eines Unternehmens (vgl. Copeland et al. 1993, 72ff.; Rappaport 1999):

Ermittlung des
Shareholder Value

$$\text{Shareholder Value} = \sum_{j=1}^n \text{FCF}_j \cdot \frac{1}{(1+i)^j} - \text{FK}$$

wobei, FCF = Free Cash Flows, n = Anzahl Perioden, j=Periode, i = Diskontsatz, FK = Fremdkapital

Das Shareholder Value- Konzept stellt auf die erwarteten Free Cash Flows (FCF) ab, da nach Befriedigung der Ansprüche anderer Stakeholder nur die Free Cash Flows zur Befriedigung der Kapitalgeber herangezogen werden können (Rappaport 1999, 40).¹ Durch die Diskontierung der erwarteten Free Cash Flows wird der Unternehmenswert

($\sum_{i=1}^n \text{FCF}_i \cdot \frac{1}{(1+i)^i}$) ermittelt. Zieht man davon das Fremdkapital (FK) ab, so erhält man den

Shareholder Value, also den Wert, der den Aktionären zusteht.

Ein Grund für die Popularität des Shareholder Value-Ansatzes nach Rappaport ist, dass der Wert des Eigenkapitals auf einige wenige Werttreiber zurückgeführt werden kann. Werttreiber sind Variablen, die einen Einfluss auf den Unternehmenswert haben. Ein Vorteil des Shareholder Value-Konzepts ist, dass auf das sogenannte „Shareholder Value-Netzwerk“ (vgl. Abbildung 1) zurückgegriffen werden kann (Rappaport 1999), das den Shareholder Value auf einige wenige Werttreiber und die entsprechenden Managemententscheidungen zurückführt.

Werttreiber des
Shareholder Value

Ob der Shareholder Value-Ansatz nach Rappaport oder die anderen Ansätze am besten zur Bewertung des Eigenkapitals geeignet sind, wird aus Sicht der Praxis und der Theorie seit Jahren heftig diskutiert (z.B. Cooper et al. 2000; Dilon & Owers 1997; Mills et al. 1998; Myers 1996; Ryan & Trahan 1999; Smith 1997). Es wird auf diesen Methodenstreit hier nicht weiter eingegangen. Die Verfahren haben jedoch einige Gemeinsamkeiten, die im folgenden herausgestellt werden.

¹ Der Free Cash Flow wird hier im Sinne der sog. Bruttomethode (auch: Entity-Ansatz) verwendet. Unter Free Cash Flow wird daher der Cash-Flow verstanden, der zur Befriedigung von Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung steht.

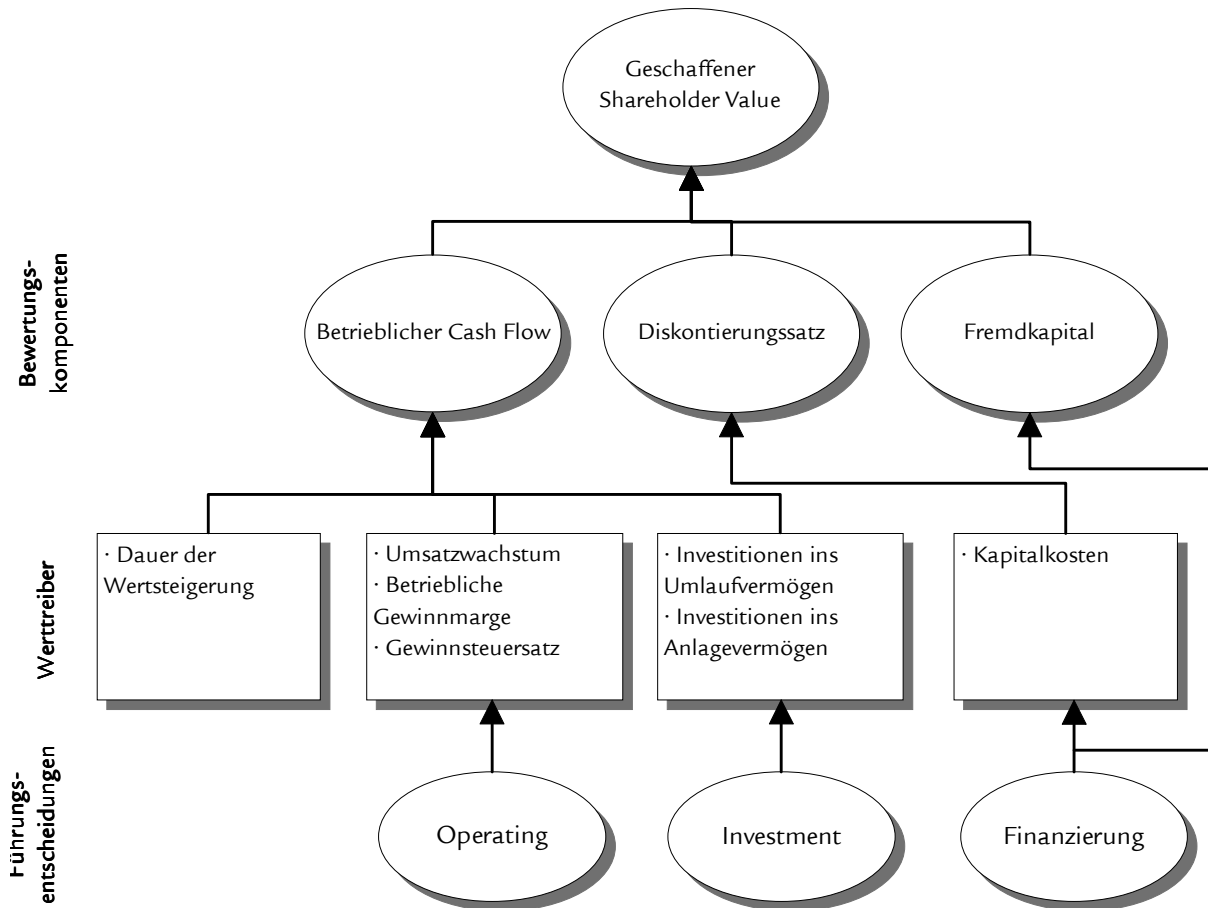


Abbildung 1: Werttreiber des Shareholder Value (Rappaport 1999, 68).

Der Shareholder Value hängt von den in Zukunft anfallenden *Nutzen* und *Kosten* ab. Die Verfahren unterscheiden sich darin, wie sie Nutzen und Kosten definieren (z.B. als Geldzu- und -abflüsse oder als Erträge und Aufwendungen). Ein Wert entsteht, wenn der Nutzen die Kosten übersteigt. Die Kapitalkosten stellen einen Teil der Kosten dar. Sie setzen sich aus den Kosten des Eigen- und des Fremdkapitals zusammen. Zur Berechnung der Eigenkapitalkosten wird i.d.R. auf *Opportunitätskostenüberlegungen* zurückgegriffen. Der Eigenkapitalkostensatz entspricht der Verzinsung, die erwartet wird, wenn die Mittel an anderer Stelle (z.B. im Aktienmarkt) mit einem gleichen Risiko investiert würden. Da Nutzen und Kosten in Zukunft anfallen, können sie, unter Praxisbedingungen, nicht mit Sicherheit vorausgesagt werden; es besteht ein *Risiko*. Das Risiko wird durch die Verfahren i.d.R. durch eine Anpassung des Diskontierungssatzes berücksichtigt. Je höher das Risiko ist, desto kleiner ist der heutige Wert (Barwert) des in Zukunft anfallenden Nutzenüberschusses. Damit zusätzlicher Shareholder Value entsteht, muss eine Investition mindestens ihre Kapitalkosten verdienen. Soll der Shareholder Value maximiert werden, muss eine Investition zusätzlich eine höhere risikoadjustierte Verzinsung erwarten lassen, als alle anderen verfügbaren Investitionsmöglichkeiten.

Gemeinsamkeiten der verschiedenen Ansätze

3 Was ist Stakeholder Value?

Unternehmen erhalten nicht nur von den Eigenkapitalgebern, sondern auch von anderen Stakeholdern (z.B. Mitarbeiter, Staat, Lieferanten) Ressourcen. Der im letzten Kapitel vorgestellte Shareholder Value bewertet den Einsatz des Eigenkapitals. Die Studie „Was ist Stakeholder Value? Vom Schlagwort zur Messung“ (Figge & Schaltegger 1999) zeigt, wie der Ressourcenbeitrag anderer Stakeholder analog zur Bewertung des Shareholder Value bewertet werden kann.

„Stakeholder Value“ ist ein relativ neuer Begriff und es muss daher erst einmal geklärt werden, was unter diesem Begriff verstanden werden kann. In diesem Zusammenhang muss zwischen zwei Perspektiven unterschieden werden. Stakeholder Value kann einerseits der Wert der Stakeholderbeziehung für einen Stakeholder sein. Man spricht dann von einem *stakeholderorientierten Unternehmenswert*. Unter Stakeholder Value kann andererseits der Wert einer Stakeholderbeziehung für das Unternehmen verstanden werden. So interpretiert ist Stakeholder Value ein *unternehmensorientierter Stakeholderwert*. Aus Unternehmenssicht ist natürlich der unternehmensorientierte Stakeholderwert von besonderem Interesse. Er zeigt, welchen Wert (beitrag) eine Stakeholderbeziehung für das Unternehmen hat. Versuche den Kundenwert (z.B. Link & Hildebrand 1997) zu berechnen, sind Beispiele für eine unternehmensorientierte Stakeholderbewertung. Der Stakeholder Value wird daher im folgenden als unternehmensorientierter Stakeholderwert aufgefasst. Im Vordergrund steht daher hier die Frage: Welcher Wert entsteht durch die Stakeholderbeziehung für das Unternehmen?

*Unternehmensorientierter
Stakeholder- oder stakeholderorientierter
Unternehmenswert?*

Der Stakeholder Value kann hierfür analog zum Shareholder Value aufgefasst werden. Auch die Art und Weise der Berechnung erfolgt dann analog. Der Stakeholder Value ist daher ein zukunftsorientierter Wert; er entsteht während zukünftiger Perioden. Im Rahmen der Bewertung muss daher auf Erwartungen zurückgegriffen werden. Um den heutigen Wert der Stakeholderbeziehung zu ermitteln, muss der in zukünftigen Perioden entstehender Wert abgezinst werden. Man erhält auf diese Weise einen Barwert. Für den Shareholder Value gilt außerdem: Es entsteht erst dann ein Wert, wenn durch den Kapitaleinsatz mehr Wert entsteht, als bei einer alternativen Verwendung des Kapitals (Opportunitätskostenüberlegung). Dies gilt analog auch für den Stakeholder Value. Stakeholder Value entsteht erst, wenn durch die Stakeholderbeziehung mehr Wert entsteht, als bei einem alternativen Einsatz der Stakeholderbeziehung. Ein solcher alternativer Einsatz der Stakeholderbeziehung kann beispielsweise der Einsatz bei einem anderen Unternehmen sein.

Bevor der Stakeholder Value in der Praxis berechnet werden kann, müssen einige Detailprobleme gelöst werden. Hierzu gehören die folgenden Fragen:

- Was sind Kosten und Nutzen einer Stakeholderbeziehung aus Unternehmenssicht?
- Wie werden die „Opportunitätskosten einer Stakeholderbeziehung“ berücksichtigt?
- Welcher Zinssatz kann zur Diskontierung der erwarteten Nutzen und Kosten eingesetzt werden?

Aus Unternehmenssicht entsprechen die *Kosten* einer Stakeholderbeziehung den Zahlungen oder Aufwendungen, die durch einen Stakeholder beim Unternehmen hervorgerufen werden. Für den Stakeholder Mitarbeiter können sie beispielsweise durch den Personalaufwand approximiert werden. Die Bezifferung des *Nutzens* einer Stakeholderbeziehung fällt schwerer. Hier hilft ein Vergleich mit den Methoden zur Bewertung des Shareholder Value. Shareholder Value entsteht, wenn nach Abzug aller Kosten, d.h. auch der (kalkulatorischen) Eigenkapitalkosten, ein Nutzenüberschuss verbleibt. Der Shareholder Value schlägt daher den durch alle Ressourcen gemeinsam geschaffenen Wert rechnerisch voll dem Eigenkapital zu. Soll der Stakeholder Value analog zum Shareholder Value berechnet werden, kann sinngemäß vorgegangen werden. Der Nutzen einer Stakeholderbeziehung entspricht dem Nutzenüberschuss nach Abzug aller Kosten. Der Gewinn oder die Free Cash Flows² sind daher ein guter Ausgangspunkt. Es muss allerdings beachtet werden, dass die Ansprüche der Eigenkapitalgeber noch durch den Gewinn bzw. die Free Cash Flows befriedigt werden müssen. Hierzu werden die Eigenkapitalkosten abgezogen. Das Residuum entspricht dem geschaffenen Wert.

Kosten und Nutzen von Stakeholderbeziehungen

Opportunitätskosten entsprechen im Zusammenhang mit dem Stakeholder Value dem Nutzen, der dadurch entgangen ist, dass eine Stakeholderbeziehung beim eigenen und nicht bei einem anderen Unternehmen eingesetzt wurde. Dies entspricht der Art und Weise in der Opportunitätskosten im Shareholder Value-Ansatz für das Eigenkapital definiert werden. Zur Berechnung der Opportunitätskosten muss daher die Frage beantwortet werden, wie viel Unternehmenswert der Einsatz des Stakeholders bei einem anderen Unternehmen geschaffen hätte.

Opportunitätskosten von Stakeholderbeziehungen

Der durch Stakeholder geschaffene Beitrag zum Unternehmenswert entsteht in der Zukunft und ist i.d.R. unsicher. Um den heutigen Wert (Barwert) zu errechnen, müssen die zukünftigen Wertbeiträge diskontiert werden. Der *Diskontierungssatz* muss das Risiko der zukünftigen Wertbeiträge widerspiegeln. Es gilt, dass der Diskontierungssatz je höher sein muss, desto größer das Risiko ist. Es kann bei der Bestimmung des Stakeholder Value auf dieselbe Vorgehensweise bei der Berechnung des Diskontierungssatz zurückgegriffen werden, die auch für die kapitalorientierte Sichtweise eingesetzt wird. Geht man davon aus, dass der Finanzmarkt eine richtige „Bepreisung“ von Risiken vornimmt und lässt man Arbitrageüberlegungen zu, kann für vergleichbare Risiken auch ein gleich hoher Diskontierungssatz zum Einsatz kommen.

Diskontierungssatz der Stakeholderbewertung

Abbildung 1 zeigt, wie der Stakeholder Value einer Periode in fünf Schritten ermittelt wird.

² Es wird hier von einem Equity-Ansatz ausgegangen. Die Ansprüche der Fremdkapitalgeber sind daher schon befriedigt und die Free Cash Flows können ausschließlich für die Ansprüche der Eigenkapitalgeber verwendet werden.

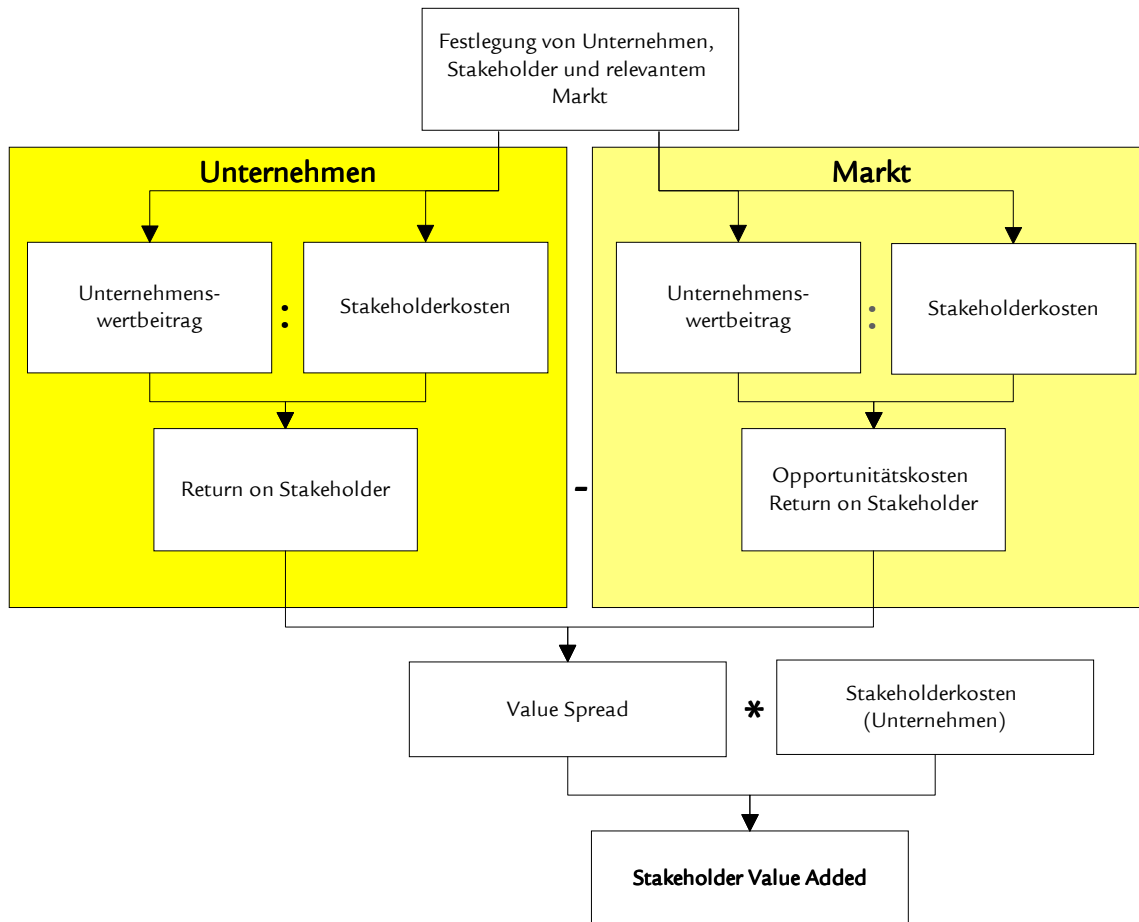


Abbildung 1: Bewertung des Stakeholder Value Added

In einem *ersten Schritt* muss festgelegt werden, für welches Unternehmen (z.B. ein Unternehmen der Automobilbranche) und für welchen Stakeholder (z.B. Mitarbeiter) der Stakeholder Value errechnet und welcher Markt (z.B. andere Unternehmen der Automobilbranche) zur Berechnung der Opportunitätskosten herangezogen werden sollen. Im *zweiten Schritt* werden Unternehmenswertbeitrag und Stakeholderkosten für das Unternehmen und die Unternehmen des Marktes berechnet. Aus der Division von Unternehmenswertbeitrag und Stakeholderkosten ergibt sich, im *dritten Schritt*, der Return on Stakeholder (RoST). Der RoST zeigt, welcher Unternehmenswertbeitrag pro Einheit Stakeholderkosten erzielt worden ist. Er ist ein Maß für die Profitabilität der Stakeholderbeziehung. Im *vierten Schritt* werden die RoSTs des Unternehmens und des Marktes voneinander subtrahiert. Hieraus resultiert ein Value Spread. Ist der Value Spread positiv, wird durch die Stakeholderbeziehung Unternehmenswert geschaffen, da die Profitabilität der Beziehung zwischen dem Unternehmen und dem Stakeholder über der Profitabilität vergleichbarer Stakeholderbeziehungen (Opportunitätskosten) liegt. Der Value Spread macht eine relative Aussage. Er zeigt an, wie viel Unternehmenswert pro Einheit Stakeholderkosten erzeugt wird. Multipliziert man, in einem *fünften Schritt*, den Value Spread mit den Stakeholderkosten des Unternehmens erhält man den Beitrag des Stakeholders zum Unternehmenswert. Es handelt sich hierbei um eine periodenbezogene Zahl.

Von primären Interesse ist aber nicht der Beitrag der Stakeholder während einer Periode, sondern der heutige Wert aller erwarteten, also zukünftigen Beiträge der Stakeholder zum Unternehmenswert. Um den Barwert der Stakeholderbeziehung zu ermitteln, müssen daher die erwarteten Beiträge der Stakeholderbeziehung zum Unternehmenswert

für alle zukünftigen Perioden bestimmt und auf einen einheitlichen Zeitpunkt abgezinst werden.

Die beschriebenen Schritte können, wie bei der Berechnung des Shareholder Value, in verschiedener Reihenfolge ausgeführt werden. Es können der Berechnung, ebenfalls wie bei den verschiedenen Methoden zur Berechnung des Shareholder Value, auch verschiedene Nutzen- und Kostenbegriffe zugrundegelegt werden. So können zum Beispiel die Stakeholderkosten als Aufwands- (z.B. Personalaufwand) oder als Geldflussgrößen (z.B. Geldzuflüsse an die Mitarbeiter) berücksichtigt werden.

Die hier geschilderte Vorgehensweise zur Bewertung des Stakeholder Value entspricht der Vorgehensweise bei der Berechnung des Shareholder Value.³ Der Shareholder Value stellt, anders ausgedrückt, einen Spezialfall des Stakeholder Value dar.

³ In einem Punkt unterscheiden sich die Vorgehensweise allerdings. Der Stakeholder Value greift ausschließlich auf Flussgrößen zurück. Zur Berechnung des Shareholder Value bzw. des Economic Value Added wird im Gegensatz hierzu auf Fluss- und Bestandsgrößen zurückgegriffen. Es wäre aber auch möglich, die Bestandsgrößen der Berechnungen des Shareholder Value bzw. des Economic Value Added als Flussgrößen auszudrücken.

4 Wertbeitragsanalyse von Stakeholderbeziehungen

Die vorangegangenen beiden Kapitel haben gezeigt, was unter Shareholder Value und Stakeholder Value verstanden werden kann und wie Shareholder Value und Stakeholder Value berechnet werden können. Der Shareholder Value entspricht, wie gezeigt, dem Wert des Unternehmens aus Sicht der Eigenkapitalgeber. Der Stakeholder Value wurde hier als unternehmensorientierter Stakeholderwert aufgefasst. Er entspricht daher dem Unternehmenswertbeitrag der Stakeholder für das Unternehmen.

Stakeholder, und hierzu gehören auch die Kapitalgeber, stehen in einem komplementären Verhältnis zueinander. So können beispielsweise die Mitarbeiter ohne Kapital keinen Beitrag zum Unternehmenswert beitragen. Dies gilt natürlich auch umgekehrt. Ohne Mitarbeiter lässt sich auch mit Kapital kein Ertrag erzielen. Ohne Stakeholder kann es daher keinen Shareholder Value geben.

Ohne Stakeholder kein Shareholder Value

Die von Stakeholdern zur Verfügung gestellten Ressourcen sind, wie auch die Unternehmensressourcen, knapp und die Mitarbeiter stellen daher Lohnforderungen. Die Unternehmen können natürlich nicht jeder Lohnforderung nachkommen, da die zur Verfügung stehenden Mittel beschränkt sind. Die Unternehmen stehen daher vor einem Optimierungsproblem. Hier greift der Stakeholder Value ein. Er erlaubt eine Bewertung verschiedener Stakeholderbeziehungen und unterstützt Unternehmen somit bei der Beantwortung der Frage, wo die knappen Ressourcen am besten eingesetzt werden können.

Die Studie „Was ist Stakeholder Value? Vom Schlagwort zur Messung“ (Figge & Schaltegger 1999) zeigt, wie der Stakeholder Value für verschiedene Stakeholderbeziehungen berechnet werden kann. Sie legt allerdings nicht dar, und dies wurde vor allem von Praktikern angemerkt, wie der Wert entstanden ist und wo es Optimierungspotenziale gibt. Diese Lücke wird hier geschlossen. Hierzu werden in einem ersten Schritt einige grundlegende Zusammenhänge zwischen Stakeholder Value und Shareholder Value aufgezeigt.

Wertbeitragsanalyse

Der *Return on Stakeholder* setzt den Beitrag der Stakeholder zum Unternehmenswert zu den Stakeholderkosten ins Verhältnis. Er zeigt, analog zu einer Kapitalrentabilität, die Rentabilität der Stakeholderbeziehungen auf. Um die Rentabilität des Verhältnisses zwischen dem Unternehmen und seinen Mitarbeitern zu ermitteln, können beispielsweise die Personalkosten durch den Personalaufwand und der Beitrag zum Shareholder Value durch den Economic Value Added einer Periode approximiert werden. Alternativ zum Economic Value Added und analog zur im folgenden geschilderten Vorgehensweise können andere Übergewinnkonzepte (für eine Übersicht vgl. z.B. Hostettler 2000, 38-78) eingesetzt werden.

Return on Stakeholder (RoST)

Der Economic Value Added (EVA) ergibt sich aus der Multiplikation des investierten Kapitals mit dem Value Spread aus der erzielten Rendite und den Kapitalkosten (Stewart 1991, 136).⁴ Er entspricht einem Nutzenüberschuss nach Eigenkapitalkosten. Der Return on Employees ergibt sich dann durch:

$$\text{Return on Employees} = \frac{\text{EVA}}{\text{Personalaufwand}} \quad (\text{Rentabilitätszahl})$$

⁴ Es wird hier von einem vereinfachten Ansatz des Economic Value Added ausgegangen. In der Bewertungspraxis müssen eine Reihe von Anpassungen vorgenommen werden (vgl. für eine Übersicht über die wichtigsten Anpassungen Hostettler 2000, 97ff.). Eine Darstellung dieser Anpassungen würde den Rahmen dieser Studie sprengen, ohne zum Thema dieser Studie einen bedeutenden Erkenntnisbeitrag zu leisten.

Wird der Return on Employees wieder mit dem Personalaufwand multipliziert, ergibt sich natürlich, wie die folgende Gleichung zeigt, wieder der *Economic Value Added* und damit die Verbindung zum während der Periode geschaffenen Beitrag zum Shareholder Value.

$$\text{EVA} = \text{Return on Employees} \cdot \text{Personalaufwand} = \frac{\text{EVA}}{\text{Personalaufwand}} \cdot \text{Personalaufwand}$$

Wie der Stakeholder Value-Ansatz zeigt, ist ein hoher Return on Stakeholder - wie auch eine hohe Kapitalrentabilität - aber noch keine Garantie dafür, dass wirklich Wert entsteht. Es müssen zusätzlich die Opportunitätskosten berücksichtigt werden. Die Opportunitätskosten können einbezogen werden, indem vom Return on Stakeholder zum Beispiel der branchendurchschnittliche Return on Stakeholder abgezogen wird. Es resultiert ein *Value Spread*. Die folgende Gleichung gibt das wiederum für den Stakeholder Mitarbeiter wieder:

Berücksichtigung der Opportunitätskosten durch den Value Spread

$$\text{Value Spread} = \frac{\text{EVA}_{\text{UG}}}{\text{Personalaufwand}_{\text{UG}}} - \frac{\text{EVA}_{\text{B}}}{\text{Personalaufwand}_{\text{B}}}$$

mit UG = Unternehmung und B = Branche, Markt

Ein positiver (negativer) Value Spread ist ein Zeichen dafür, dass die Stakeholderrentabilität über (unter) dem Branchendurchschnitt liegt.

Durch Multiplikation mit den Stakeholderkosten des Unternehmens ergibt sich nun der während der Periode geschaffene *Stakeholder Value*. Am Beispiel des Stakeholder Mitarbeiter entspricht dies der Gleichung:

$$\text{Employee Value} = \text{Value Spread} \cdot \text{Personalaufwand} \quad (\text{Absolute Zahl})$$

Der Employee Value entspricht daher dem Beitrag zum Shareholder Value, der dadurch geschaffen wurde, dass die Mitarbeiter bei der Unternehmung und nicht im Branchendurchschnitt eingesetzt wurden.

Ähnliche Zusammenhänge lassen sich auch für eine kapitalorientierte Sichtweise herleiten. Auch bei der kapitalorientierten Sichtweise ist meist nicht unmittelbar offensichtlich, wie der Beitrag zum Unternehmenswert gesteigert werden kann bzw. was die Gründe für einen tiefen oder hohen Unternehmenswert sind. Die Beiträge zum Unternehmenswert werden daher aufgliedert. Hierzu werden meist Kennzahlensysteme gebildet. Das bekannteste Beispiel ist das Du Pont-Schema, das den Return on Investment aufgliedert (Weston 1962, 84).

Vertiefte Analyse durch Kennzahlensysteme

Ganz ähnlich wird zur Analyse des Stakeholder Value vorgegangen. Als Ausgangsbasis dient die Gleichung

$$\text{Employee Value} = \underbrace{\left(\frac{\text{EVA}_{\text{UG}}}{\text{Personalaufwand}_{\text{UG}}} - \frac{\text{EVA}_{\text{B}}}{\text{Personalaufwand}_{\text{B}}} \right)}_{\text{Value Spread}} \cdot \text{Personalaufwand}$$

Um den Erklärungsgehalt weiter zu steigern, wird nun der Economic Value Added (EVA) weiter zerlegt. Es bietet sich zum Beispiel an, zwischen einem Operating- und einem Investment- und Finanzierungs-Teil zu unterscheiden. Die Zerlegung des Economic Value Added (EVA) ist unabhängig von jeweils betrachteten Stakeholder. Die folgende Formel zeigt, wie hierbei vorgegangen werden kann.

$$\text{Employee Value} = \left(\frac{\text{Umsatz}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Umsatz}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \right) \cdot \text{Personalaufwand} - \left. \begin{array}{l} \left(\frac{\text{Betriebsaufwand}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Betriebsaufwand}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \right) \cdot \text{Personalaufwand} \\ \left(\frac{\text{Kapitalkosten}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Kapitalkosten}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \right) \cdot \text{Personalaufwand} \end{array} \right\} \begin{array}{l} \text{Operating} \\ \text{Investment \&} \\ \text{Finanzierung} \end{array}$$

Statt den hochaggregierten Economic Value Added mit dem Stakeholderaufwand ins Verhältnis zu setzen, werden die Bestandteile des Economic Value Added (hier vereinfacht: Umsatz, Betriebsaufwand und Kapitalkosten) einzeln ins Verhältnis mit dem Stakeholderaufwand gesetzt.

Durch diese Gleichung wird nun deutlich, ob der Wert der Stakeholderbeziehung vor allem im Operating- oder im Investment- und Finanzierungsbereich entsteht. Die Produkte aus Value Spread und Personalaufwand zeigen dabei jeweils den entstehenden absoluten Wertbeitrag.

Ein Unternehmen, das mit seinen Mitarbeitern längere Maschinenlaufzeiten vereinbaren kann, bindet beispielsweise weniger Kapital. Dies trägt zum Employee Value bei und sollte sich in einem positiven Beitrag des Investment- und Finanzierungsbereichs zum Employee Value niederschlagen. Gelingt es den Mitarbeitern, überdurchschnittliche Preise zu erzielen, sollte sich dies in einem höheren Umsatz pro Personalaufwand und damit in einem positiven Operatingbeitrag äussern.

Dies kann an einem Beispiel erläutert werden. Tabelle 1 gibt die ökonomischen Eckdaten eines Unternehmens und einer Branche wieder.

	Unternehmen	Branche
Umsatz	90 €	100 €
- Betriebsaufwand	60 €	70 €
- Kapitalkosten	3 €	5 €
=EVA	27 €	26 €
Personalaufwand	10 €	12 €

Tabelle 1: Beispielunternehmen

Der Employee Value kann auf Basis von EVA und Personalaufwand errechnet werden. Hierzu muss in einem ersten Schritt der Value Spread errechnet werden, also der Return on Employees der Branche ($\frac{\text{EVA}_B}{\text{Personalaufwand}_B} = \frac{25,5}{12} = 2,125$) von dem Return on Employees des Unternehmens ($\frac{\text{EVA}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} = \frac{27}{10} = 2,7$) abgezogen werden (Value Spread=2,7-2,125=0,575). In einem zweiten Schritt wird nun der Value Spread mit dem Personalaufwand des Unternehmens multipliziert. Es ist insgesamt ein Employee Value Added von 5,75 € (0,575 · 10 €) entstanden.

Employee Value Added des
Beispielunternehmens

Indem der Economic Value Added nun zerlegt wird, wird deutlich, wo der Wertbeitrag entstanden ist (vgl. Tabelle 2).

Art des Beitrags	Rechenoperation	Betrag	Einfluss auf den Unternehmenswert
Operativer Beitrag (Umsatz)	+	$(\frac{90\text{€}}{10\text{€}} - \frac{100\text{€}}{12\text{€}}) \cdot 10\text{€} = 6,66\text{€}$	Wertsteigernd
Operativer Beitrag (Betriebsaufwand)	-	$(\frac{60\text{€}}{10\text{€}} - \frac{70\text{€}}{12\text{€}}) \cdot 10\text{€} = 1,66\text{€}$	Wertsenkend
Investment- und Finanzierungsbeitrag	-	$(\frac{3\text{€}}{10\text{€}} - \frac{4,5\text{€}}{12\text{€}}) \cdot 10\text{€} = -0,75\text{€}$	Wertsteigernd
Stakeholderbeitrag (hier: Employee Value Added)	=	5,75 €	= Wertsteigernd

Tabelle 2: Zerlegung des Mitarbeiterwertbeitrags

Bei der Analyse des Wertbeitrags müssen die Vorzeichen beachtet werden. Ein im Branchenvergleich *höherer Umsatz* pro Personalaufwand steigert natürlich den Unternehmenswert. Demgegenüber steigt der Unternehmenswert, wenn pro Personalaufwand *weniger Betriebsaufwand* und *tieferer Kapitalkosten* anfallen. Im hier vorliegenden Beispiel ist der positive Beitrag der Mitarbeiter zum Unternehmenswert vor allem dadurch entstanden, dass die Mitarbeiter im Branchenvergleich einen überdurchschnittlichen Umsatzbeitrag erzielt und unterdurchschnittliche Kapitalkosten verursacht haben. Gleichzeitig lag allerdings der Betriebsaufwand etwas über dem Durchschnitt und hat den positiven Beitrag zum Unternehmenswert wieder leicht reduziert.

Die Analyse lässt sich durch eine weitere Untergliederung weiter verfeinern. Die *Kapitalkosten* hängen einerseits von der Höhe des gebundenen Kapitals und andererseits vom Kapitalkostensatz ab. Es ergibt sich:

$$\text{Kapitalkosten} = \text{Gebundenes Kapital} \cdot \text{Kapitalkostensatz}$$

Als Kapitalkostensatz werden in der Regel die gewogenen Kapitalkosten (weighted average cost of capital, WACC) angesetzt (z.B. Perridon & Steiner 1999, 480f.). Stakeholder haben in erster Linie einen Einfluss auf die Höhe des gebundenen Kapitals. Eine Beeinflussung der Kapitalkosten ist hingegen weit schwerer möglich. Es ist daher sinnvoll, zu analysieren, wie viel mehr oder weniger Kapital pro Stakeholderaufwand gebunden sind. Der Investment- und Finanzierungsbeitrag der Stakeholder ergibt sich durch die folgende Gleichung:

Kapitalintensität des Personalaufwands

$$\text{Investment- und Finanzierungsbeitrag} = \left(\frac{\text{Kapital}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} \cdot \text{WACC}_{UG} - \frac{\text{Kapital}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \cdot \text{WACC}_B \right) \cdot \text{Personalaufwand}_{UG}$$

Der Vergleich des pro Personalaufwand im Unternehmen gebundenen Kapitals mit dem im Branchendurchschnitt gebundenen Kapitals zeigt die *Kapitalintensität des Stakeholderverhältnisses*. Wie Tabelle 3 zeigt, haben im angeführten Beispiel Unternehmen und Branche denselben Kapitalkostensatz (WACC=15%). Das Unternehmen ist aber weniger kapitalintensiv (Geb. Kapital pro Personalaufwand von 2 gegenüber 2,5) als die Branche und hat dadurch auch tiefere Kapitalkosten.

	Unternehmen	Branche
Gebundenes Kapital (Geb. Kapital)	20	30
WACC	15%	15%
=Kapitalkosten	3	4,5
Personalaufwand	10	12
Geb. Kapital/Personalaufwand	2	2,5
Kapitalkosten/Personalaufwand	0,3	0,375
Finanzierungsbeitrag	-0,75	

Tabelle 3: Investment- und Finanzierungsbeitrag

Auch der operative Beitrag der Stakeholder kann weiter zerlegt werden. Statt das Verhältnis aus dem gesamten Betriebsaufwand und den Stakeholderkosten (z.B. Personalaufwand) zu bilden, kann das Verhältnis aus verschiedenen Teilen des Betriebsaufwands und den Stakeholderkosten gebildet werden. Es bietet sich hierbei an, den Betriebsaufwand nach Stakeholdern zu untergliedern. In diesem Zusammenhang kann zum Beispiel zwischen den Stakeholdern Mitarbeiter (Personalaufwand), Lieferanten (Vorleistungen) und Staat (Steuern) unterschieden werden. Alle übrigen Aufwendungen können in einem Residualposten (Übriger Betriebsaufwand) zusammengefasst werden.

Weitere Untergliederung erlaubt vertiefte Analyse

Wiederum am Beispiel des Stakeholders Mitarbeiter ergibt sich dann der operative Beitrag durch

$$\begin{aligned} \text{Operativer Beitrag} = & \left(\frac{\text{Umsatz}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Umsatz}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \right) \cdot \text{Personalaufwand}_{UG} - \\ & \left(\frac{\text{Personalaufwand}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Personalaufwand}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \right) \cdot \text{Personalaufwand}_{UG} - \\ & \left(\frac{\text{Vorleistungen}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Vorleistungen}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \right) \cdot \text{Personalaufwand}_{UG} - \\ & \left(\frac{\text{Steuern}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Steuern}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \right) \cdot \text{Personalaufwand}_{UG} - \\ & \left(\frac{\text{Übriger Betriebsaufwand}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Übriger Betriebsaufwand}_B}{\text{Personalaufwand}_B} \right) \cdot \text{Personalaufwand}_{UG} \end{aligned}$$

Stakeholder stehen, wie bereits betont, in einem komplementären Verhältnis zueinander. Die Mitarbeiter sind beispielsweise auf die Lieferanten und die Lieferanten auf die Mitarbeiter angewiesen.

Das Verhältnis der verschiedenen Stakeholderkosten zueinander kann als Stakeholderintensität aus der Sicht verschiedener Stakeholder interpretiert werden. So zeigt beispielsweise das Verhältnis $\frac{\text{Vorleistungen}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}}$, die Kosten der Vorleistungen auf die die Mitarbeiter zurückgreifen relativ zum Personalaufwand. Der Value Spread, also $\frac{\text{Vorleistungen}_{UG}}{\text{Personalaufwand}_{UG}} - \frac{\text{Vorleistungen}_B}{\text{Personalaufwand}_B}$, zeigt, wie viel mehr oder weniger bzw. teurere oder günstigere Vorleistungen die Mitarbeiter benötigen. Multipliziert man diesen Value Spread mit dem Personalaufwand, zeigt sich der aus der Perspektive der Mitarbeiter hierdurch entstehende oder reduzierte Beitrag zum Unternehmenswert.

Stakeholderintensität des Personalaufwands

Rufen die Mitarbeiter eines Unternehmens oder an einem Standort innerhalb eines Unternehmens tiefere Kosten für Vorleistungen als der Benchmark hervor, stellt dies einen komparativen Vorteil dar. Der Value Spread zeigt den relativen Vorteil. Wird der Value Spread mit dem Personalaufwand multipliziert, zeigt sich, wie viel Wert durch das Zusammenspiel der Stakeholder (z.B. Mitarbeiter und Lieferanten) entstanden ist. Das

Zusammenspiel der Stakeholder kann aus der Perspektive jedes Stakeholders analysiert werden. Hierbei werden auch die Kapitalgeber, zusammen oder nach Fremd- und Eigenkapitalgeber getrennt, einbezogen.

	Unternehmen	Branche
Umsatz	90,00	100,00
Personalaufwand	10,00	12,00
Vorleistungen	40,00	38,00
Steuern	10,00	20,00
Kapitalkosten	3,00	4,50
EVA	27,00	25,50

Tabelle 4: Beispielunternehmen

Zur Analyse kann auf die Stakeholder Value Matrix zurückgegriffen werden. Die Stakeholder Value Matrix (vgl. Tabelle 5) berechnet den Stakeholder Value für die einzelnen Stakeholder in der beschriebenen Art und Weise.

Dies kann am Beispiel des Employee Value (grau hinterlegt) gezeigt werden. Der Employee Value beträgt, wie gezeigt, in diesem Beispiel 5,75 €. Die Stakeholder Value Matrix zeigt nun, wie sich der Employee Value zusammensetzt. Ein positiver Beitrag ergibt sich aus dem Zusammenspiel zwischen Mitarbeitern und Kunden, Staat und Kapitalgebern. Die Verknüpfung zwischen Mitarbeitern und Lieferanten hat hingegen den Employee Value gesenkt. Dies ist darauf zurückzuführen, dass im Vergleich zum Branchendurchschnitt pro € Personalaufwand ein höherer Umsatz erzielt wird, weniger Steuern gezahlt werden und tiefere Kapitalkosten anfallen. Es wird allerdings, wiederum im Branchenvergleich und pro € Personalaufwand, mehr für Vorleistungen ausgegeben.

Stakeholder Value Matrix

		Bewertung aus Perspektive von				
		Kunden	Personal	Lieferanten	Staat	Kapitalgeber
Bewertete Stakeholderbeziehung	+ Kunden		6,67 €	-15,26 €	40,00 €	23,33 €
	- Personal	-0,80 €		-2,63 €	4,00 €	2,00 €
	- Lieferanten	5,80 €	8,33 €		21,00 €	14,67 €
	- Staat	-8,00 €	-6,67 €	-11,05 €		-3,33 €
	- Kapitalgeber	-1,05 €	-0,75 €	-1,74 €	0,75 €	
= Stakeholder Value		4,05 €	5,75 €	0,16 €	14,25 €	10,00 €

Tabelle 5: Stakeholder Value Matrix

Die Stakeholder Value Matrix zeigt nicht nur, welchen Beitrag eine Stakeholderbeziehung zum Unternehmenswert leistet. Sie zeigt auch, wie, d.h. im Zusammenspiel welcher Stakeholder, dieser Wert entsteht. Es kann auf diese Weise z.B. zwischen teuren und unprofitablen und natürlich auch zwischen billigen und profitablen Beziehungen zwischen Unternehmen und Stakeholdern unterschieden werden. Dies lässt im hier vorliegenden Beispiel an der Beziehung zwischen dem Unternehmen und seinen Lieferanten zeigen. Im Vergleich zur Branche (vgl. Tabelle 4) bezieht das Unternehmen mehr Vorleistungen. Dies gilt sowohl absolut wie auch relativ zum Umsatz. Das Unternehmen bezieht Vorleistungen in Höhe von 44,4% des Umsatzes, während die Branche nur bei 38% liegt. Man könnte nun, fälschlicherweise, meinen, dass die Lieferantenbeziehungen negativ zum Unternehmenswert beitragen, d.h. den Unternehmenswert belasten. Wie die Stakeholder Value Matrix zeigt, ist der Supplier Value Added, also der Beitrag der Lieferanten-

beziehungen zum Unternehmenswert, positiv. Von der Stakeholder Value Matrix lassen sich auch mögliche Erklärungen hierfür ablesen. So leistet beispielsweise die Verbindung zwischen Lieferanten und Kapitalgebern aus der Perspektive der Kapitalgeber einen Beitrag zum Unternehmenswert in Höhe von 1,74 €. Eine kausale Verbindung könnte z.B. darin bestehen, dass es dem Unternehmen gelungen ist, genau die Arbeitsschritte auszugliedern, die kapitalintensiv sind. Hierdurch wird das gebundene Kapital und damit auch die Kapitalkosten gesenkt.

Die Stakeholder Value Matrix erlaubt eine vertiefte Analyse von Stakeholderbeziehungen, die besonders wertvoll ist, wenn konfligierende Effekte abgewogen werden müssen. Solche konfligierenden Effekte gibt es häufig, wenn ein Unternehmen zum Beispiel an einen neuen Standort zieht. Hat der neue Standort beispielsweise tiefere Gewinnsteuern erscheint dies auf den ersten Blick per se positiv. Wenn die Arbeitnehmer aber gleichzeitig durch höhere Lohn- und Einkommensteuern belastet werden und sie dies auf die Unternehmen in Form von höheren Lohnforderungen überwälzen können, muss abgewogen werden, ob der Vorteil der tieferen Gewinnsteuern den Nachteil des höheren Personalaufwands überkompensiert. Ein möglicher weiterer Nachteil, der den tiefen Gewinnsteuern entgegenstehen könnte und mit den Vorteilen der tiefen Steuerbelastung abgewogen werden muss, könnte beispielsweise sein, dass der Standort weniger in Verkehrsinfrastruktur investiert und deshalb eine tiefere Steuerbelastung hat. Dies könnte aber z.B. dazu führen, dass die Vorratshaltung erhöht werden muss. Dies bindet Kapital.

Steht den tieferen Steuern beispielsweise eine schlechtere Ausbildung der (zukünftigen) Mitarbeiter gegenüber, kann dies zu einer tieferen Produktivität und zu höheren Lohnstückkosten führen.

Die Stakeholder Value Matrix erlaubt, solche konfligierenden Einflüsse monetär zu bewerten und gegeneinander abzuwägen.

5 Zusammenfassende Schlussbetrachtung

Shareholder Value und Stakeholder Value widersprechen sich nicht. Diese Annahme liegt dieser Studie zugrunde. Sie baut auf einer Vorgängerstudie auf (Figge & Schaltegger 1999), die gezeigt hat, was unter Stakeholder Value verstanden und wie er berechnet werden kann. Das zweite Kapitel ist noch einmal auf den Shareholder Value und das dritte Kapitel auf den Stakeholder Value eingegangen.

Der *Shareholder Value* entspricht dem heutigen Wert des Eigenkapitals. Zu seiner Berechnung werden die in Zukunft anfallenden Nutzenüberschüsse diskontiert, um ihren heutigen Wert zu ermitteln. Es existieren verschiedene Methoden, um den heutigen Wert des Eigenkapitals zu ermitteln.

Der *Stakeholder Value* wird hier als unternehmensorientierter Stakeholderwert aufgefasst. Er entspricht dem heutigen Wert des Beitrags, den ein Stakeholder in Zukunft zum Shareholder Value leistet. Der Stakeholder Value wird analog zum Shareholder Value, d.h. durch Diskontierung der erwarteten Nutzenzuflüsse, berechnet.

Der Stakeholder Value ist, wie der Shareholder Value oder der Return on Investment (ROI), eine stark aggregierte Kennzahl. Diese starke Aggregation ist meist gewünscht, um verschiedene Stakeholder (Stakeholder Value) oder verschiedene Investments (z.B. Shareholder Value, ROI) einfach vergleichen zu können. Problematisch ist allerdings, dass sie keine vertiefte Analyse zulassen. Soll nun untersucht werden, wie der Stakeholder Value entsteht, muss diese Kennzahl desaggregiert werden.

Die im vierten Kapitel vorgestellte *Wertbeitragsanalyse von Stakeholderbeziehungen* nimmt eine solche Desaggregation vor. Stakeholder hängen voneinander ab; sie stehen in einem komplementären Verhältnis zueinander. Die Wertbeitragsanalyse zeigt, welche Stakeholderkombinationen einen Beitrag zum Unternehmenswert leisten. Die in diesem Zusammenhang vorgestellte Stakeholder Value Matrix ermöglicht dabei die Analyse der Beziehungen zwischen den Stakeholdern aus der Perspektive jedes Stakeholders und zeigt, welche Stakeholderkombinationen wertsteigernd wirken.

Literatur

- Bühner, R. (1990): Das Management Wert Konzept. Strategien zur Schaffung von mehr Wert im Unternehmen. Stuttgart: Schäffer Verlag.
- Cooper, S.; Crowther, D.; Davis, T. & Davies, M. (2000): "Return on investment", Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants, 78(6), 38-40?
- Copeland, T. E.; Koller, T. & Murrin, J. (1993): Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung. Frankfurt a.M.: Campus Verlag.
- Dilon, R. D. & Owers, J. E. (1997): "EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization, and Relationship to NPV", Financial Practice & Education, 7(1), 32-40.
- Figge, F. & Schaltegger, S. (1999): Was ist "Stakeholder Value"? Vom Schlagwort zur Messung. Lüneburg: Universität Lüneburg.
- Hostettler, S. (2000): Economic Value Added (EVA). Darstellung und Anwendung auf Schweizer Aktiengesellschaften. 4., unveränd. Aufl., Bern: Haupt.
- Link, J. & Hildebrand, V. (1997): "Ausgewählte Konzepte der Kundenbewertung im Rahmen des Database Marketing", in: J. et al. Link (Hrsg.): Handbuch Database Marketing. Ettlingen???, 159-173.
- Mills, R.; Rowbotham, S. & robertson, J. (1998): "Using economic profit in assessing business performance", Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants, 76(10), 34-38.
- Myers, R. (1996): "Metric wars", CFO, 12(10), 41-48?
- Perridon, L. & Steiner, M. (1999): Finanzwirtschaft der Unternehmung. 10., überarb. Auflage, München: Franz Vahlen.
- Rappaport, A. (1999): Shareholder Value. Ein Handbuch für Manager und Investoren. 2., vollständig überarb. und aktual. Aufl., Stuttgart: Schäffer Poeschel Verlag.
- Ryan, H. E. & Trahan, E. A. (1999): "The Utilization of Value-Based Management: An Empirical Analysis", Financial Practice & Education, 9(1), 46-58.
- Smith, L. J. (1997): "Beyond profit and loss", Best's review - Property-Casualty Insurance Edition, 97(12), 40-44?
- Stewart, G. B. (1991): The quest for value. The EVA management guide. New York: HarperBusiness.
- Weston, J. F. (1962): Managerial Finance. New York: Holt, Rinehart, Winston.