

**FATK Forschungsinstitut für Arbeit, Technik und Kultur e.V.**

Haußerstr. 43 \* 72076 Tübingen \* Tel.: 07071/2974020 \* <http://www.uni-tuebingen.de/FATK>

**- Diskussionspapiere -**

**Michael Faust**

**Manager und Eigentümer:**

**Shareholder Value-Konzept und Corporate Governance**

März 1999

## **Inhaltsverzeichnis**

I	Vorbemerkung .....	3
II.	Lernen aus der Geschichte: Erinnerung an die Studie „Manager und Aktionäre in Deutschland“ (Pross) von 1965 .....	8
III.	Eigentumsstrukturen und „Corporate Governance“-Modelle und Veränderungen im internationalen Vergleich .....	19
1.	Corporate Governance im internationalen Vergleich.....	21
2.	Veränderungen: Legitimationstheorien, Markt für Unternehmenskontrolle, Investmentfonds, Bankenstrategien und Regulierung .....	27
2.1	Neue Legitimationstheorien in der Shareholder Value-Debatte: Die Kontroverse um das Unternehmensmodell .....	27
2.2	Der Markt für Unternehmenskontrolle als „externe Kontrolle“ und Disziplinierungsinstrument für das Management im internationalen Vergleich.....	36
2.3	Neue institutionelle Anleger.....	41
2.4	Die Rolle und Strategien der Banken .....	53
2.5	Veränderte Regulierung von Publizität, Rechnungslegung und Börsenaufsicht .....	61
IV.	Amerikanisierung, Konvergenz oder Fortexistenz einer Konkurrenz unterschiedlicher Modelle - ein Zwischenfazit. ....	66
	Literatur. ....	75
	Anhang	

## ***I Vorbemerkung***

Die folgende Ausarbeitung faßt Vorarbeiten für noch näher zu konzipierende Forschungsvorhaben zusammen. Das Papier stellt den Versuch einer Kommentierung und Einordnung des - sicherlich unvollkommen zur Kenntnis genommenen - Forschungsstandes aus dem weiteren Kreis der Sozialwissenschaften dar. Neuere Entwicklungen, die die Aufmerksamkeit auf das Thema lenken und Anregungen zur näheren Ausarbeitung von Forschungsfragen geben können, wurden durch aktuelle Medien, diverse Verbandspublikationen und Internetrecherchen bis zu einem gewissen Grad mitverfolgt und eingearbeitet. Der Charakter eines Diskussionspapiers macht kritische Kommentare notwendig und soll sie auch ausdrücklich ermuntern. Sollten allzuvielen nötig sein, soll dies aber nicht durch die Kennzeichnung als Diskussionspapier entschuldigt werden.

Für die Klärung des Forschungsbedarfs in jedwedem Untersuchungsfeld ist es unerlässlich, genauer unterscheiden zu können, was eigene Wissenslücken in einem neuen Forschungsfeld und was zu klärende Forschungsaufgaben sind. Das ist bislang nur bedingt möglich, was nicht zuletzt damit zusammenhängt, daß wir uns als Industrie- und Organisationssoziologen nur mit Teilaspekten des hier aufgeworfenen Themenkomplexes beschäftigt haben. Leider betrifft dies im vorliegenden Feld auch Kernargumente, wie z.B. die These von der „Internationalisierung“ oder „Globalisierung“ der Finanzmärkte. Hier haben sich vielfach verkürzende Redeweisen eingebürgert, die sich nicht auf eine genauere Klärung von Reichweite und Dimensionen des Wandels stützen können. Oft glaubt man, man habe eine ungefähre Vorstellung davon, was damit gemeint ist. Bei genauerem Hinsehen und wenn man sich nicht damit zufrieden geben will, an „dunkle Mächte“ zu glauben, die eine unvermeidliche historische Tendenz exekutieren, wird es schon schwieriger. Dann erfordert es eine genauere Kenntnis früherer Institutionen der Finanzmärkte, wichtiger Veränderungen durch politische De- oder Reregulierung ebenso wie Kenntnisse über die Gewichtsverschiebung zwischen Akteursgruppen, die auf diesen Märkten aktiv sind und den Auf- und Umbau der Institutionen vornehmen. Daran mangelt es generell und speziell im Hinblick auf das engere Thema der Unternehmensfinanzierung bzw. -kontrolle. So müßte man zum Beispiel genauer wissen, was die zweifellos feststellbare Aufhebung des Systems von Bretton Woods (1973) mit der Freigabe der Wechselkurse nicht nur für Notenbanken, nationale Finanzpolitiker und internationale Währungsspekulanten, sondern auch für die Unternehmensfinanzierung bedeutet. Gleichmaßen ist unterbelichtet, was sich genau hinter der Aussage der Liberalisierung von Kapitalverkehrskontrollen verbirgt. Wenn es eine darüber hinausgehende weltweite Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen gegeben hat, was für Schwellen- und Dritte Welt Länder nicht zuletzt über die Politik des IWF stärker vorangetrieben wurde, dann stellt sich dennoch die Frage, welche Auswirkungen dies für die Finanzierung deutscher Industrieunternehmen hat und nicht nur für die Banken, die nunmehr in Südostasien entweder exorbitante „emerging markets“-Renditen oder jüngst

entsprechend exorbitante Verluste einstreichen können. Vermutlich kann man nur im Hinblick auf bestimmte Finanzmärkte (Währungen, Regierungsanleihen, Futures) von einer wirklichen Internationalisierung sprechen, bedingt aber nur für Unternehmensanleihen und Aktien, also für die Märkte, die für die Unternehmensfinanzierung von besonderer Bedeutung sind (vgl. Jackson 1997, S.34f). So ist es offen, ob die Liberalisierung der Weltfinanzmärkte einen Einfluß darauf hat, daß ausländische Investorengruppen wie Pensionsfonds seit einiger Zeit<sup>1</sup> auch ihr Kapital in deutschen Aktien anzulegen bereit sind, oder ob dies nur auf veränderte Kalküle zurückgeht: Wachstums- und Gewinnaussichten deutscher Unternehmen, die deutsche Aktien gegenüber amerikanischen attraktiver machen, bei gleichzeitigen Enttäuschungen über die Anlagebedingungen in den „emerging markets“; eventuell Zinsentwicklungen und vermehrter Kapitalzufluß in Alterssicherung und dadurch bedingter „Anlagenotstand“. Vielleicht spielte aber dafür gerade auch die erstmalige Regulierung - nämlich des Börsenwesens (vgl. Lütz 1997b) - eine Rolle. Öffnung von Märkten kann gerade Regulierung erfordern und wird womöglich durch Deregulierung verunmöglicht.

Selbst wenn man für die letzten 20 Jahre eine durchgängige Tendenz zur Liberalisierung oder Deregulierung der Finanzmärkte<sup>2</sup> feststellen könnte, kann daraus nicht geschlossen werden, daß dieser Prozeß, der über politische Entscheidungen zustande gekommen ist, nicht auch wieder durch politische Entscheidungen revidiert oder vorsichtiger formuliert „rereguliert“ werden kann. Die Herausbildung von Finanzderivaten trägt die Möglichkeit stärkerer (zeitlicher) Entkopplung in sich und kann vor allem wegen der vollkommen unkontrollierten außerbörslichen Abwicklung „over the counter“ und wegen fehlender Auflagen zur Risikoabsicherung wie beim Fall der Baring Bank oder dem Long Term Capital Fund zu weit über den Einzelfall hinausreichenden destabilisierenden Folgen führen. Ob aber Derivate grundsätzlich destabilisierende Folgen haben und ob die benannten negativen Folgen nicht doch über Re-

---

<sup>1</sup> Daß sich amerikanische Industrieunternehmen wie General Motors in Deutschland schon seit den 50er Jahren „eingekauft“ haben, ist wohl unbestritten.

<sup>2</sup> Wie wenig globale Aussagen über Liberalisierung bedeuten wird an solchen Nachrichten wie der folgenden deutlich: Laut Handelsblatt vom 9.2.1999 sind die bisher von chinesischen Aktiengesellschaften veröffentlichten Bilanzen in der Regel zu mindestens 20% „erstunken und erlogen“, wie ein zitierter Experte meint. „Chinesische Firmen wissen nichts über Shareholder Value. Viele leiden immer noch unter korruptem und ineffizienten Management und sind hoch verschuldet.“ Das langerwartete Wertpapiergesetz soll nun aufräumen in dem hochspekulativen Dschungel aus Insider-Handel, unautorisierten Börsenzentren und gefälschten Bilanzen, heißt es dort weiter, so daß von einer vertrauensschaffenden Atmosphäre für Anleger bislang jedenfalls keine Rede sein kann. Erstmals überhaupt sollen die Firmen zu einem Minimum an Transparenz verpflichtet werden. Der für Ausländer prinzipiell zugängliche B-Aktienmarkt sank von einem historischen Tief zum nächsten. Generell heißt es, daß der chinesische Aktienmarkt für Ausländer „undurchschaubar“ sei, „sie sind zu weit weg vom Geschehen.“ All dies macht darauf aufmerksam, wie voraussetzungsvoll ein funktionierender Markt für Unternehmensanteile ist, selbst wenn eine Regierung beschließt, ausländischen Investoren prinzipiell Zutritt zu verschaffen. Die ausländischen Maklerfirmen tendieren eher dazu, ihre chinesischen Niederlassungen wieder zu schließen, weil die Kosten der Repräsentanz nicht gedeckt sind.

gulation gemildert oder gar verhindert werden können, darüber gehen die Auffassungen auseinander (vgl. Mattern u.a. 1999, Minsky 1986; Rudolph 1996).<sup>3</sup> Der Zusammenbruch des „Long Term Capital Funds“ (der somit seinem Namen keine Ehre machte), der mit einem schon beträchtlichen Eigenkapital den hundertfachen Betrag über Kredithebel mobilisieren konnte, hat jedenfalls darauf aufmerksam gemacht, daß in den spekulativen Transaktionen dieser Fonds nicht nur erhebliche Risiken für die „emerging economies“ sondern auch für diverse Finanzakteure wie die Banken selbst (UBS, Commerzbank etc.) und den IWF bzw. die Finanzgeber des IWF stecken, die dann letztlich steuerfinanzierte Stützaktionen starten müssen. Regulierung der internationalen Finanzmärkte steht in jüngerer Zeit vermehrt auf der Tagesordnung und wird in verschiedener Hinsicht in Angriff genommen, wenn auch die Chancen zu einer Einigung auf internationaler Ebene als schwierig eingeschätzt werden (vgl. Guttman 1996, Mattern u.a. 1999). Selbst im Mekka der internationalen Finanzwelt, in Davos, wurde jüngst eher in Richtung Reregulierung als in Richtung weitere Deregulierung diskutiert. Das Treffen stand unter dem Motto „Verantwortliche Globalität“. Die Umverteilungswirkungen des „entfesselten“ Finanzmarktes können auch Gegenkräfte mobilisieren, wofür z.B. spricht, daß sich große internationale Banken freiwillig darauf einlassen, in einem Verbund mit Notenbanken und deren Basler Dachorganisation „Bank für Internationalen Zahlungsausgleich“ (BIZ) ihr Risikomanagement zu kontrollieren. Überschreiten die Banken die selbstgewählten Risikomargen, müssen sie im Jahr darauf mehr Geld bei ihren Zentralbanken deponieren“ (Heuer/von Randow 1999; „DIE ZEIT“, 4.2., S.18, vgl. zu Reformvorschlägen Guttman 1998).<sup>4</sup>

Was die These von der „Entkopplung“ der Finanzsphäre von der Realsphäre angeht (Rolle von Finanzderivaten, „fiktives Kapital“ u.a.) müßte genauer zwischen grundsätzlicher Entkopplung und einer Vergrößerung des zeitlichen Abstandes des Rückbezugs von der Finanzsphäre auf die Realsphäre (resp. umgekehrt) unterschieden werden (siehe hierzu Altvater/Mahnkopf 1996; Altvater 1996; Biervert/Held 1996; Binswanger, H.-Ch.1996; Binswanger, M. 1996; Emunds 1996; Guttman 1996; Heine/Herr 1996a,b, Müller 1998; Riese 1996; Rudolph 1996; Schulmeister 1996; Steiger 1996; Stöttner 1996). Einige Autoren betonen, daß es gerade wegen der immer

---

<sup>3</sup> Die erwähnten Autoren betonen erst einmal die grundsätzlich risikomindernden Effekte derivater Instrumente bzw. Finanzmärkte für die primären Märkte, insbesondere zum Ausgleich von Wechselkursschwankungen für exportorientierte Unternehmen, aber auch für das Portfoliomanagement von Finanzanlegern.

<sup>4</sup> Wenn z.B. angemerkt wird, daß die Finanzderivate ermöglichen, sowohl von Aufstieg wie von Abstieg zu profitieren, darf dennoch nicht vergessen werden, daß dies für den jeweiligen Akteur nicht zugleich gilt. Wer auf den Niedergang einer Währung, einer Anleihe oder einer Aktie wettet, gewinnt nur dann, wenn dieser eintritt, und nur weil zuvor andere auf den Aufstieg gewettet haben, gewissermaßen eine Gegenwette abgeschlossen haben. Auch unter den Bedingungen der „neuen“ Finanzmärkte gibt es keine risikolosen Wetten (vgl. Müller 1998). Auch diesbezüglich bleibt es noch bei Casino-Bedingungen, selbst wenn anders als beim Casino kein Akteur von vornherein als der sichere Gewinner (die „Bank“) feststeht.

nur partiell bzw. zeitlich begrenzt möglichen „Entkopplung“ zu vermehrter Destabilisierung der Weltwirtschaft bzw. nationaler Volkswirtschaften kommt.

Ebenso müßte sicher auch genauer zwischen Formen nationaler Regulierung - die es in Bezug auf Banken ja schon gibt: Bankenaufsicht, und in Bezug auf Fonds (vgl. BVI 1998) - und (fehlender) internationaler Regulierung unterschieden werden, die riskante spekulative Operationen von Banken wie Fonds betrifft (vgl. zur Regulierung der Börsen Lütz 1997b). Dann wäre „Entkopplung“ eher als Faktor im Aufbau einer krisenhaften Situation zu werten, die sich in der aktuellen Krise entlädt, die ihrerseits dann wieder durch „Sozialisierung von Schulden“ (Altvater) bis zur nächsten krisenhaften Zuspitzung gelöst werden. Von einer generellen Entkopplung könnte dann schon allein deswegen nicht gesprochen werden, weil die Krisen regelmäßig - wenn auch selektiv - verheerende Folgen in der „Realwirtschaft“ (bestimmter Länder, Akteursgruppen) auslösen.<sup>5</sup>

Auf dem Davoser Gipfel wurde denn auch von dem Chefökonom der Deutschen Bank in Asien, Kenneth Courtis, vertreten, daß es erst ganz schlimm kommen müsse, damit es besser werden könne. Die bisherigen Krisen seien wohl noch zu klein gewesen und das Gedächtnis der Marktteilnehmer sei zu kurz: „Wir brauchen schwere Krisen in den führenden Ländern“. Daß einzelne Länder wie Malaysia sich schon aus der Globalisierung ausgeklinkt haben, reicht als Indiz für eine Trendumkehr sicherlich nicht aus, aber allemal als Hinweis auf nicht notwendigerweise eindeutige und unumkehrbare Trends, genauso wie die Tatsache, daß fast der gesamte afrikanische Kontinent nicht in die „Globalisierung“ einbezogen ist (vgl. Altvater/Mahnkopf 1996).

All diese Bewertungsunsicherheiten auf der Makroebene veranlassen uns zunächst, Thesen von der Machart „Die Internationalisierung der Finanzmärkte bringt den Shareholder-Kapitalismus hervor oder erzwingt ihn gar“ schon deswegen mit Vorsicht zu genießen - und das heißt allenfalls als Suchprogramm zu verwenden -, weil eine genauere Operationalisierung fehlt.<sup>6</sup> Und zwar sowohl im Hinblick auf die Frage: „Was bedeutet Internationalisierung der Finanzmärkte?“, als auch im Hinblick auf die Fra-

---

<sup>5</sup> Wiederum spezieller Untersuchung bedarf es, ob, inwieweit und wie lange sich Aktienkurse von der Entwicklung der Gewinne (operativ, Buchgewinne je nach Rechnungslegung) „entkoppeln“ können (dazu gibt es eine fast unüberschaubare Literatur; vgl. z.B. Marseguerra 1998). In der öffentlichen Wahrnehmung gibt es hier ja ganz extrem widersprüchliche Auffassungen: Zum einen, daß die Kurse ganz eng den kurzfristigen Quartalsgewinnen folgen und zum anderen, daß die Kurse sich vollkommen und irrational erscheinend von der aktuellen Umsatz- und Gewinnentwicklung und jeglichem Substanzdenken entfernen können wie z.B. bei einigen Telekomwerten, Internetfirmen, Bio-Tech-Start-Ups, deren Substanz im Extremfall lediglich aus einer geglaubten Ankündigung besteht.

<sup>6</sup> In der Literatur ist es umstritten, ob in historischer Perspektive eine Abfolge von „Kapitalismen“ - Eigentümer/Unternehmer-; Manager-, institutioneller - unterstellt werden kann. Dies gilt auch schon für die frühen Phasen (vgl. Bryer 1993, S.652).

ge: „Wie sehen die vermittelnden Schritte zwischen Explanans und Explanandum aus?“ Dies schließt nicht aus, daß man Zusammenhänge aufweisen kann. Aber wenn die Operationalisierung fehlt und die vermittelnden Schritte offen bleiben, ist nicht auszuschließen, daß die popularisierte These ohne nachvollziehbare Kausalketten wirkt, weil sie durch das modernisierungstheoretische Grundmotiv der unvermeidlichen „Amerikanisierung“ oder neuerdings durch das kaum mehr hinterfragbare „Faktum“ der „Globalisierung“ getragen ist und über den Mechanismus der „self fulfilling prophecy“ wirkt. Kritiker der unterstellten Entwicklung setzten dann bewußt oder unbewußt auf das Wirken von „self defying prophecies“, indem die negativen Wirkungen der ebenfalls für unvermeidlich gehaltenen Entwicklung ausgemalt werden. Deswegen werden wir in einem ersten Schritt einige gegen die Unvermeidlichkeit der Amerikanisierung, die heute oft schon nur noch Globalisierung heißt, und damit auch gegen Unvermeidlichkeitsargumente überhaupt sprechende Befunde aus der hier einschlägigen, 1965 veröffentlichten, von den „verehrten Lehrern“ Adorno, Horkheimer und Pollock begutachteten Habilitationsschrift von Helge Pross „Manager und Eigentümer in Deutschland“ (1965) präsentieren, deren Datengrundlage allerdings nur bis 1957/58 reicht.

## **II. Lernen aus der Geschichte: Erinnerung an die Studie „Manager und Aktionäre in Deutschland“ (Pross) von 1965**

Diese Arbeit ist allein schon deswegen von Interesse, weil die Beschäftigung mit dem Thema Manager und Eigentümer in der öffentlichen Debatte von der damals äußerst populären These getragen war, daß im gegenwärtigen Amerika die Zukunft Europas in - sagen wir - 10 Jahren zu erkennen sei.

Helge Pross leitet den Abschnitt, der sich der Entwicklung in den USA widmet, folgendermaßen ein:

„Vielfach wird in theoretischen Analysen unterstellt, es bestehe eine dem kapitalistischen System immanente Tendenz zu fortschreitender Trennung von Eigentum und Kontrolle, die unaufhaltsam in jeder kapitalistischen Gesellschaft sich durchsetzen werde. Dementsprechend gehen verschiedene Theoretiker, die die Konsequenzen der Verselbständigung der Verfügenden gegenüber den Eigentümern untersuchen, davon aus, daß das Managerregime sich auf immer mehr Unternehmen ausdehnen wird. Auf diese Annahme stützt sich zum Beispiel Burnhams Prognose. Einige amerikanische Autoren gehen weiter. Nach ihrer Auffassung ist bereits - in den USA - das Stadium erreicht, in dem, von wenigen Ausnahmen abgesehen, sämtliche größeren Unternehmen von Managern statt von Eigentümerfamilien oder von Einzeleigentümern, die natürliche Personen sind, beherrscht werden. Sie berufen sich meist auf ältere Studien über die Entwicklung in den Vereinigten Staaten. Dort scheint die Auseinandersetzung zwischen Kapitalbesitzern und Kapitalverwaltern tatsächlich zugunsten der neuen Regenten verlaufen zu sein. Mehrere Erhebungen haben den empirischen Beleg dazu erbracht.“ (S.25).

Nach diesen Studien begann die Entwicklung mit der Gründung von Aktiengesellschaften, die anfangs noch unter der Kontrolle von einem Mehrheitsaktionär standen. Nach dem ersten Weltkrieg setzte sich der Typus der „working control“ durch, die gemeinsame Herrschaft von verschiedenen Minderheitsaktionären und Managern, und ab Ende der 20er Jahre gewann die reine „Managerkontrolle“ zunehmendes Gewicht, obwohl auch dort die Entwicklung nicht geradlinig und einlinig verlief. „Sie (die Managerkontrolle, d.V.) ist heute die Norm in der amerikanischen Industrie, in der es zwar von der reinen Eigentümerkontrolle bis zur Managerherrschaft noch sämtliche Zwischenformen, diese aber lediglich als seltene und wie Berle meint, allmählich ganz verschwindende Ausnahmeerscheinungen gibt“ (Pross 1965, S.27). So ergibt sich aus dem Resümee über die amerikanische Entwicklung, wie sie Pross selbst vornimmt, erst einmal eine Bestätigung der in den theoretischen Analysen unterstellten Zwangsläufigkeit hin zum Managerkapitalismus. Allerdings - und das diskutiert Pross ausführlich - bestätigte sich kaum eine der mit dieser Entwicklung in Verbindung gebrachten weitreichenden Folgen für die Prosperität, Entwicklungsdynamik und Legitimität der kapitalistischen Gesellschaften bzw. Institutionen (Marx,



Burnham, Schumpeter; Renner; Berle/Means; Schelsky). Ganz davon abgesehen, daß die Aktiengesellschaft und die damit einhergehende Managerherrschaft eine Vorstufe darstellte, die den Übergang zum Sozialismus erleichtert hätte (Marx, Burnham, Renner). Viele dieser teils pessimistisch, weil die Erosion der Eigentumsordnung und unternehmerischen Dynamik befürchtend, teils optimistisch, weil auf Transformation der Gesellschaftsordnung gerichteten Prognosen waren durch den Eindruck der großen Depression der späten zwanziger und dreißiger Jahre geprägt. Das nachfolgende „goldene Zeitalter“ der Massenproduktion und des Fordismus, den „kurzen Traum immerwährender Prosperität“ (Lutz), hatte niemand von diesen Autoren vorausschauend „auf der Rechnung“. Helge Pross schließt den entsprechenden Abschnitt: „Bisher hat die Praxis in keinem Land die in den dreißiger und vierziger Jahren formulierten Hypothesen über die zukünftige negative Einstellung der Manager zum Privateigentum bestätigt. Nicht allein blieb die „Revolution der Manager“ aus. Vielmehr gehören die kapitallosen Funktionäre heute sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in der Bundesrepublik zu den entschlossensten Anwälten des Privateigentums und eines von Staatseingriffen möglichst freien, privatwirtschaftlichen Systems. Das ist ein Faktum, das nicht mehr des Beweises, wohl aber der Erklärung bedarf. Zu fragen bleibt, welche Interessen die Manager mit dem kapitalistischen System verbinden und sie statt zu Kampfansage oder Neutralität zu seiner Verteidigung bestimmen; warum auch in den von den Managern kontrollierten Unternehmen das Gewinnmotiv keineswegs seine Bedeutung als oberste Richtlinie der wirtschaftlichen Tätigkeit eingebüßt hat; ob die Manager wirklich die Kerntruppe einer neuen gesellschaftlichen Klasse sind“ (ebd., S.41).

Für ihre eigene Untersuchung stellt sie sich dann die Aufgabe herauszufinden, inwieweit sich die in den USA festgestellten Tendenzen auch in Deutschland durchgesetzt haben. Dies kann „aus den amerikanischen Resultaten nicht abgelesen werden. Die Verschiedenheit der ökonomischen und rechtlichen Gegebenheiten in beiden Ländern zwingt zur Vorsicht bei Generalisierungen“ (ebd., S. 27). Der Fortgang der Untersuchung zeigt dann eindrucklich, daß sie Recht darin tat, nicht von einer Gesetzmäßigkeit der Entwicklung zum Managerkapitalismus und von der These der unvermeidlichen Amerikanisierung auszugehen, wiewohl diese auf vielen Feldern nicht nur in der Ideologie ihre Spuren in der Nachkriegsgesellschaft in Deutschland hinterlassen hat (vgl. z.B. McKenna 1996). Die Ergebnisse zeigen, daß in Deutschland weder von einer ununterbrochen fortschreitenden, zur Vorherrschaft führenden Durchsetzung der Aktiengesellschaft, noch von einer Durchsetzung der Managerkontrolle zu sprechen ist, die nach den Befunden der erwähnten Theoretiker längst hätte eingetreten sein müssen.

Die Aktiengesellschaft als Voraussetzung für das „Regime der Manager“ entwickelte sich auch in Deutschland seit Anfang des Jahrhunderts zu einer wichtigen Form der Bündelung von Kapital für große Unternehmungen („Kapitalpumpe“), oftmals unter starkem Staatseinfluß, wiewohl die Form selbst viel älteren, nicht unbedingt indus-

triellen Ursprungs ist und auch in Deutschland schon in den Anfängen des 19. Jhdts. zu beobachten ist. Die Entwicklung hinkte aber immer der Entwicklung in den USA hinterher und eine generelle Dynamik hin zur Aktiengesellschaft ist nicht festzustellen.

Zur Verdeutlichung können die folgenden Daten dienen: Im Zeitablauf hat zwar der Umfang der einzelnen Aktiengesellschaften zugenommen. Das durchschnittliche Nominalkapital der AGs stieg von 1,5 Mio. RM in 1925 auf 10,3 Mio. DM in 1957, ähnlich die Entwicklung der durchschnittlichen Beschäftigtenzahlen. Aber der Anteil der Aktiengesellschaften an der Gesamtzahl der Unternehmen blieb gering. „Von allen Unternehmen waren 1925 nicht mehr als 0,4% Aktiengesellschaften, 1950 nur 0,1%. „Die überwältigende Mehrheit der privaten Wirtschaftseinheiten wird in Rechtsformen betrieben, die kapitallosen Angestellten keine oder lediglich ausnahmsweise die Chance zur Übernahme der Unternehmensleitung, kaum jemals die zur Ausübung der Kontrolle bieten. Da sich etwa neun Zehntel aller Firmen in Besitz eines einzelnen oder weniger Eigentümer befinden, von denen man annehmen kann, daß sie selbst die Geschäfte leiten, scheint die Stellung des Privateigentums keineswegs so erschüttert, wie manche Theoretiker vermuten“, resümiert Pross (S.53). Auch wenn man richtigerweise berücksichtigt, daß die Bedeutung der Aktiengesellschaften nicht allein an der Zahl bzw. ihrem zahlenmäßigen Anteil abgelesen werden kann, sondern auch Umsatzanteile und Beschäftigtenanteile der Rechtsform verglichen werden müssen, war die Entwicklung keineswegs so dramatisch wie behauptet.

Nach Anteil der Beschäftigten ergibt sich: 1950: 15%; 1925: 20%, 1907: 13%. An diesen Zahlen ist auch interessant, daß es keinen allgemeinen Trend gibt; 1925 war der Anteil der Beschäftigten in Aktiengesellschaften höher als 1950. Nach Umsatz aufgeschlüsselt bietet Pross keine Zeitreihen; 1957 versammelten die AGs 20% des Umsatzes, also einen weit höheren Anteil als der Rechtsform der Anzahl nach zukommt, sicherlich ein Indiz für Kapitalkonzentration. Sie resümiert, „daß die Aktiengesellschaft heute ungefähr die gleiche Stellung einnimmt, wie vor dem ersten Weltkrieg. (...) Berücksichtigt man die Verkleinerung des deutschen Territoriums, (...) kann man die Feststellung wagen, daß grob gesehen der Bestand numerisch heute fast der gleiche ist wie damals (vor dem ersten Weltkrieg, d.V.)“ (S.54).

Daß die Privateigentümer, sich dennoch seit mehreren Jahren in der Defensive befinden, führt sie auf die Konzentration von Eigentum in größeren Einheiten, Kapitalverflechtungen und die damit einhergehenden auch nicht-rechtlichen Abhängigkeiten kleinerer, eigentümergeführter Firmen zurück.

Tabelle 1:

## Wer kontrolliert das deutsche Großunternehmen?

Ergebnisse der Studie von Pross (1965) - Daten von 1958

<u>Kontrolltypus</u>	<u>Zahl der Unternehmen</u>
<b>Reine Eigentümerkontrolle</b>	5
<b>Kontrolle durch einen Mehrheitsbesitzer</b>	61
Davon:	
Öffentliche Verwaltung als Großaktionär	19
Ausländische Firmen als Großaktionär	17
Deutsche Firmen als Großaktionär	8
Aktien in Familienbesitz	17
<b>Kontrolle durch mehrere Minderheiten</b>	21
<b>Managerkontrolle</b>	22
Nicht klassifiziert	1
<b>Gesamtzahl</b>	110

Die Analyse zum Thema Manager- oder Eigentümerkontrolle im engeren Sinne nimmt Pross anhand der Liste der 100 größten deutschen Unternehmen nach Umsatz vor, ergänzt um die Aktiengesellschaften, die nicht in dieser Liste auftauchen und mehr als 100 Mio. DM Grundkapital aufweisen. Die so erfaßten 110 Unternehmen repräsentieren die Creme de la Creme der deutschen Großunternehmen, an denen sich eigentlich die These von der Dominanz der Managerkontrolle erweisen müßte. Die Zusammenfassung der Ergebnisse zeigt das in Tabelle 1 wiedergegebene Bild (S.113). Pross resümiert: „Angesichts der Popularität der Hypothese, Manager hätten in weiten ökonomischen Bereichen die Herrschaft angetreten, mutet die Zahl der auf der Liste der größten erscheinenden Unternehmen, in denen breite Kapitalstreuung leitenden Angestellten die Chance der Kontrollausübung gibt, gering an. Nicht mehr als elf Aktiengesellschaften, auch darunter einige der ganz großen, haben nach eigenen und fremden Auskünften nur Kleinaktionäre als Eigentümer, von denen keiner mehr als ein Prozent des Gesamtkapitals, das Gros lediglich Bruchteile eines Prozents besitzt.“ (S.112). Die in der Liste insgesamt erfaßten 22 Unternehmen mit Managerkontrolle umfassen auch 11 Fälle mit „bedingter“ Managerkontrolle, allerdings hält Pross es für möglich - ohne über tiefere Einsichten in das tatsächliche Kontrollverhalten zu verfügen - daß die Fälle der in öffentlichem Eigentum sich befindenden Unternehmen trotz Mehrheitseigentum oder großer Minderheitsaktionäre der öffentlichen Hand eher zum Typus Managerherrschaft zu zählen sind.

Letztlich zeichnet Pross schon für die späten fünfziger Jahre das Bild einer heterogen zusammengesetzten, vernetzten Wirtschaftselite, die die großen Unternehmen kontrolliert und einen dominierenden Einfluß auf Wirtschaft und Gesellschaft ausüben kann und somit zur gesellschaftlichen „Machtelite“ wird. In diesen Befunden deutet sich schon die von Windolf/Beyer (1995) bzw. Windolf (1996) für die 90er Jahre entwickelte These an, wonach Deutschland durch einen besonderen Typ des „institutionellen Kapitalismus“ gekennzeichnet ist, den „kooperativen Kapitalismus“. In diesem werden gegenüber der Situation von 1958 die Eigentümer noch stärker durch Manager repräsentiert, die Mehrheits- oder starke Minderheitsaktionäre als „kapitallose Funktionäre“ vertreten, wie das Pross genannt hatte. Aber - und das bleibt hier festzuhalten - dies war und ist nicht mit Managerkontrolle gemeint, sondern stellt eher eine Form der ausbalancierten Machtteilung dar, die durch Kapitalbeteiligungen und ein Netzwerk von Personen verwirklicht wird, in dem in Deutschland den Banken als Anteilseigner, Stimmenbündler (Depotstimmrecht) und Kreditgeber zugleich eine große Bedeutung zukommt.

Schon für 1958 kommt Pross zu dem Ergebnis, daß in der „Gesamtheit der kontrollierenden oder mit realen Kontrollchancen ausgestatteten Gruppen“ der „Typus des Privateigentümers, des gewissermaßen klassischen Großunternehmers, der die Funktionen des Besitzers und Leiters in seiner Position vereinte, nicht mehr dominiert, auch wenn er keineswegs völlig verschwunden ist“ (S.114). Neben den Privateigentümern spielen Privatmanager als Teil der führenden Schicht, aber ebenso Re-

Repräsentanten der öffentlichen Verwaltung eine zunehmend wichtige Rolle. Pross macht - ähnlich wie vor kurzem Windolf und Beyer - darauf aufmerksam, daß unter den in der Liste aufgeführten Mehrheitsaktionären und teilweise auch unter den Minderheitsaktionären mit erheblichem Einfluß (auch unter den Unternehmen in ausländischem Eigentum) sich vielfach selbst wieder öffentliche oder private Organisationen befinden, die durch „kapitallose Funktionäre“ in der Rolle des Eigentümers vertreten werden. So ergibt sich: Auch wenn 87 der aufgeführten Unternehmen der Herrschaft eines einzigen Eigentümers oder Großaktionärs unterstehen, folgt daraus nicht, „daß fungierende Privateigentümer, Personen, die zugleich Eigentümer und Leiter einer Unternehmung sind, in der ökonomischen Führungsschicht nach wie vor das beherrschende Element bilden“ (S.116). Wenn man den Einfluß „kapitalloser Funktionäre“ auf der „Eigentümer“seite mitberücksichtigt, kann man mit Helge Pross davon sprechen, daß „der Einflußbereich der Funktionäre größer ist als der der alten Machtgruppen“ (S.118). Aber noch einmal: Das war mit Managerkontrolle oder Managerherrschaft nicht gemeint (siehe auch neuerdings Beyer 1998). Eine solche Konstellation nennen Windolf/Beyer (1995) eben „institutionellen Kapitalismus“, in dem die „Eigentümer“ selbst Unternehmen sind, die von Managern geleitet werden“ (S.10). Der „institutionelle Kapitalismus“ erhöht die Macht der „Eigentümer“ (je nach Konstellation in unterschiedlichem Maße) aus der Sicht des jeweiligen Unternehmensmanagements im Vergleich zur Aktiengesellschaft mit breitem Streubesitz, stärkt aber die „Managermacht“, insoweit die Eigentümer ihrerseits durch Manager vertreten werden. Wie konzentriert dieses Eigentum ist und in welchen Händen es sich befindet (Nicht-Finanzunternehmen, Banken, Versicherungen, Pensions- oder Investmentfonds) und wie die Vernetzungsstruktur aussieht (Stern, Pyramide, Kreis oder Clique, wie das „japanische „keiretsu“ gekennzeichnet wird), macht dann die näheren Charakteristika der nationalen Verflechtungsstruktur und damit Machtbeziehungen aus.

„Despite significant legal differences between Germany and Japan, both nations have ownership structures that provide for a sharing of power so that no person or institution has complete control“ (Roe 1993, S.1963).

Die neueren Daten (bis in die 90er Jahre hinein) zeigen eine erstaunliche Stabilität des von Pross beschriebenen Musters in Deutschland, so daß keineswegs gesagt werden kann, die folgenden Jahrzehnte hätten dennoch dazu geführt, daß sich das deutsche Modell dem amerikanischen angenähert hätte. Dies betrifft nicht nur die Entwicklung der Aktiengesellschaft als Rechtsform und die Eigentumsverflechtung, sondern einen ganzen Umkreis institutioneller (rechtlicher wie kultureller) Faktoren, die unter dem Stichwort „Corporate Governance“ diskutiert werden. Ferner spielt die ganz unterschiedliche Bedeutung und Rolle von Finanzintermediären in den jeweiligen Systemen eine erhebliche Rolle. Weil in Deutschland von Anfang an und bis heute - ganz im Gegensatz zu den USA - die Universalbanken, die in den USA seit 1931 durch den Glass-Steagall-Act verboten sind und ihre „kapitallosen Funktionäre“

einen erheblichen Einfluß in der Wirtschaftselite und bei der Kontrolle der deutschen Großunternehmen haben, waren die vergangenen Jahrzehnte in Deutschland durch eine immer wieder aufflackernde teilweise heftig geführte Diskussion um die ausufernde und schädliche „Macht der Banken“ (Pfeiffer 1993), und eben nicht - wie in den USA - um die „Macht der Manager“ geprägt. „The political debate regarding the ‘power of banks’ is a purely German phenomenon“ (Dufey u.a. 1998, S.59).

So gibt es zum Beispiel in Deutschland im Jahr 1992 gerade mal 665 börsennotierte Aktiengesellschaften, während es in GB 1918 sind. In Deutschland entspricht dies rund 1% aller Unternehmen (nach Pross 1950: 0,1%), sie vereinen 20% des Gesamtumsatzes (nach Pross 1957 ebenfalls 20%) (vgl. Dufey/Hommel 1997, S.200). 1992 waren nur 20,63% aller AGs überhaupt börsennotiert. Ferner entfällt nahezu die Hälfte des gesamten Börsenumsatzes auf nur fünf Unternehmen (vgl. Speckbacher 1997; S.632/637, Fn. 14). Die Börsenkapitalisierung in % des BIP liegt in Deutschland bei 18,23%, in GB hingegen bei 88,55% (Wymersch 1995, S.301). Beträchtliche Unterschiede gibt es auch hinsichtlich der Verteilung des Aktienbesitzes (vgl. auch Speckbacher 1997), wenn man den Daten von Windolf/Beyer (1995/1996) bzw. Beyer (1998) über die 500 größten deutschen Unternehmen folgt: „In Deutschland sieht die Verteilung der 821 Anteilseigner wie folgt aus: nur 9,5 Prozent der Kapitalanteile sind kleiner als 5 Prozent; 38,1% sind größer als 75%. In Deutschland ermöglichen insgesamt 51 Prozent aller Kapitalanteile die Mehrheitskontrolle von Unternehmen. Die Anteile, die an den 500 größten deutschen Unternehmen gehalten werden, sind also konzentriert und erlauben in der Mehrzahl der Fälle die Beherrschung des abhängigen Unternehmens“ (Windolf/Beyer 1995, S.9). „In Großbritannien (hingegen, das dem angelsächsischen Modell folgt, d. V.) zeigt die Verteilung des Anteilsbesitzes einen niedrigen Konzentrationsgrad (...): 48,6 Prozent aller Anteilseigner halten weniger als 5 Prozent des Grundkapitals, nur 4,9 Prozent halten mehr als 75 Prozent des Grundkapitals. Insgesamt erlauben nur 7,3 Prozent aller Anteile die Mehrheitskontrolle eines Unternehmens“ (ebd.).

Die neueste, systematische Untersuchung für Deutschland von Beyer (1998), in der die gesamte Debatte über „Managerkontrolle“ kritisch aufgearbeitet wird, kommt resümierend zu folgendem Ergebnis:

„In einer Gesamtbetrachtung entspricht der deutsche Fall aus heutiger Sicht nicht dem ‚Berle and Means-Typus‘ (Wymersch 1995:311). Nur eine sehr begrenzte Zahl von Unternehmen befindet sich in Streubesitz, die Publikumsgesellschaft ist nicht zur dominanten Unternehmensform geworden. Im internationalen Vergleich ist eher die hohe Konzentration der Kapitalanteile auffällig. Unternehmen befinden sich mehrheitlich im Besitz anderer Unternehmen. Dieses Faktum beeinflusst eine Analyse der Kontrollstruktur in maßgeblicher Weise, die nach der ‚ultimate control‘, nach der Kontrollsituation der ‚letzten‘ Eigentümer fragt.

Die in der Arbeit von Schreyögg und Steinmann festgestellte und in der aktuellen Replikation ihres Vorgehens noch verstärkt feststellbare radikale Umkehrung des Ergebnisses bei Berücksichtigung der „ultimate control“ verweist daher vor allem auf die Verflechtung der Unternehmen. Die Begründung der These einer zunehmenden Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt in der Analyse von Steinmann, Schreyögg und Dütthorn gründet ebenfalls einzig auf der Analyse ‚zweiter Stufe‘. Die Stabilität des Ergebnisses nach ‚erster Stufe‘ macht klar, daß sich in den Zahlen vor allem ein Prozeß der zunehmenden Unternehmensverflechtung manifestiert. Zwar befinden sich die aufgrund der Vielzahl der Zwischenschritte zunehmend schwerer feststellbaren ‚letzten Glieder‘ der Verflechtungsketten in der Tat eher in Streubesitz oder in Besitz ausländischer Unternehmen als in Besitz von privaten Großaktionären. Dieses Faktum belegt, daß Personen und Familien als Eigentümer an Bedeutung verloren haben, es belegt jedoch nicht, daß sich die (klassische) Managerherrschaft begünstigende Publikumsgesellschaft durchgesetzt hat“ (Beyer 1998, S.66)

### **Tabellen Beyer 1998 und Windolf/Beyer 1995 (im Anhang)**

Um es etwas überspitzt auszudrücken: Nicht nur, daß sich in Deutschland der Managerkapitalismus nie durchgesetzt hat und es insofern also keine Amerikanisierung gegeben hat, sondern man kann sogar behaupten, daß die Konzentration und „Institutionalisierung“ des Eigentums seit den 80er Jahren in den USA als „Germanisierung“ verstanden werden kann, weil sie zu einem „institutionellen“ Kapitalismus überleitet, den es - wenn auch in anderer Form - in Deutschland schon immer gegeben hat. Dies als „Germanisierung“ zu bezeichnen scheuen wir uns natürlich, weil es für diese Entwicklung in den USA oder auch GB kein leitendes deutsches Vorbild gegeben hat, wiewohl einige Autoren darauf hinweisen, daß es in den USA unter den Wirtschaftsjuristen durchaus eine Debatte über die Vorzüge des deutschen Modells gibt, so daß das Lernen über internationale Vergleiche nicht unbedingt eine Einbahnstraße sein muß (vgl. Roe 1993; Rock 1995), wovon natürlich die Promotoren des Shareholder Value-Konzepts nichts verlauten lassen. Warum dieses wechselseitige Lernen heute so wenig zum Tragen kommt, ist eine näher zu klärende Frage, die vermutlich auch mit Strukturveränderungen in den Wissensebenen zu tun hat, nicht zuletzt mit dem großen Einfluß der Unternehmensberatung nicht zuletzt.

Im übrigen weist Pross unter Bezugnahme auf die damals brandneue Studie von Berle (1959) auf die heute geläufigen Veränderungen in der Zusammensetzung der Eigentümer in den USA hin. Berle (1959) sagte den Pensionsfonds und den Investmentfonds eine große Zukunft voraus; sie würden allmählich in die „Stellung einflußreicher Aktionäre bei den großen Gesellschaften ein(rücken)“ (S.118). Obwohl Pross für Deutschland nicht erkennen kann, daß Pensionsfonds oder ähnliche private Kapitalsammelstellen schon eine sonderliche Bedeutung hätten, will sie dies doch für die Zukunft nicht ausschließen. „Träten die von Berle erwarteten Entwicklungen ein, so erwüchse für die heute amtierenden Kontrollgruppen die Gefahr, daß sie ihre Auto-

nomie verlieren und ihre Macht mit den Leitern der Treuhänder-Institute zu teilen hätten, die ebenfalls kapitallose, über fremde Mittel disponierende Funktionäre sind. Unternehmen in Privateigentum, die gegenwärtig der Kontrolle ihrer Direktoren oder einzelner Aufsichtsratsmitglieder ohne größere Kapitalbeteiligung unterstehen, könnten ebenso wie die von ihren Eigentümern regierten unter die Herrschaft von Außen-seitern geraten, die vielleicht andere Ziele verfolgen werden als die Gruppen, die heute die Richtlinien der Firmenpolitik bestimmen. Wie sie sich auch verhalten mögen, ihr Machtantritt würde den Einfluß kapitalloser Funktionäre auf die Gesamtwirtschaft nur noch weiter ausdehnen, die Stellung der Privateigentümer, genauer: der natürlichen Personen unter ihnen, schwächen. Fundierte Hypothesen über die Folgen zu entwickeln, die diese neuerliche Veränderung für die ganze bürgerliche Gesellschaft haben könnte, ist es jetzt noch zu früh.“ (S.120) Interessant an diesem Passus ist wiederum, daß dies, was wir heute geneigt sind als Stärkung der „neuen Eigentümer“ zu thematisieren, hier als weiterer Bedeutungsgewinn „kapitalloser Funktionäre“ in der Wirtschafts- und Gesellschaftselite erscheint. Es kommt offenbar immer auf den Bezugspunkt an. Ansonsten ist es aber heute höchste Zeit, „fundierte Hypothesen“ über die damals schon gemutmaßte Entwicklung zu formulieren.

Helge Pross schließt ihre Studie denn auch mit einer Warnung vor dem nicht legitimierten und kontrollierten gesellschaftlichen Machtpotential des Großunternehmens, das wegen seiner Bedeutung für ganze Regionen und Nationen „eine halb-öffentliche Einrichtung“ (S.189) geworden sei, eine „nicht-staatliche politische Institution“ wie Berle das genannt hatte, eine Institution am „Kreuzweg der Geschichte, die eines der wichtigsten Werkzeuge der Gesellschaft ist und als solches auf verhängnisvollste Weise mißbraucht werden kann“ (Berle 1955). Machte Berle dies im besonderen an der Managerkontrolle fest, so betont Pross demgegenüber, daß die gesellschaftliche Kontrolle von Bedeutung ist, gleich welche Gruppe jeweils das Unternehmen dominiert. „Nicht in der Eindämmung der besonderen Managermacht, der Stärkung der Eigentümermacht, sondern in der Kontrolle der heutigen Kontrollgruppen, gleichgültig, welchen Umständen diese ihren Einfluß verdanken, im Sinne der die anderen politischen Verbände regierenden demokratischen Prinzipien besteht das Problem, mit dem das Gemeinwesen fertig werden muß“ (Pross 1965, S.189). Insbesondere die Einrichtung der Unternehmensmitbestimmung, deren Wirkungen bei BMW bezüglich der Neubesetzung der Position des Vorstandsvorsitzenden jüngst begutachtet werden konnten, aber auch andere politische Regulationen der Unternehmensverfassung in den Folgejahren können als „pluralistische“ gesellschaftliche Inanspruchnahme oder Kontrollversuche des Großunternehmens unterhalb der Schwelle der Sozialisierung interpretiert werden.

Veränderungen in der Zusammensetzung der Kontrollgruppen, die mit Veränderungen von Leitorientierungen einhergehen, wie sie im Shareholder Value-Konzept formuliert werden, richten sich direkt gegen die Mitbestimmung wie gegen das Konzept des Unternehmens als „halb-öffentliche Institution“. Die heutigen Promotoren des



Shareholder Value-Konzepts sind sich durchaus bewußt, daß sich die neue Leitorientierung als „U.S.-amerikanischer Kulturexport“ oder als „Diktat des globalen Marktes“ nur durch eine aktive Reformpolitik gegen „Barrieren“ durchsetzen läßt, die entgegenstehende Institutionen und Machtgeflechte beseitigt (vgl. Dufey/Hommel 1997; Wagner 1997). Die McKinsey-Autoren Copeland u.a. (1998), die das Konzept der wertorientierten Unternehmensführung als die selbstverständliche Methode der Unternehmensbewertung und -steuerung in den USA dem deutschen Publikum anempfehlen, starten mit den klassischen Argumenten:

„Ein System nach US-Vorbild, das auf der Maximierung des Unternehmenswerts beruht und eine breite Fremd- und Eigenkapitalbeteiligung sowie einen offenen Markt für Verfügungsrechte an Unternehmen mit sich bringt, erscheint eng verknüpft mit einem höheren Lebensstandard, größerer Gesamtproduktivität und Wettbewerbsfähigkeit und einem besser funktionierenden Aktienmarkt. Wenn Länder, deren Wirtschaftssysteme nicht auf der Maximierung des Unternehmenswertes beruhen, den Anlegern geringere Kapitalrenditen gewähren als andere Nationen, dann werden sie durch die fortschreitende Globalisierung (!) der Kapitalmärkte zunehmend an Kapitalmangel leiden und im internationalen Wettbewerb immer weiter zurückfallen. Mit der steigenden Mobilität des Kapitals wächst auch die Bedeutung eines wertorientierten Systems“ (S.35f).

Von diesem Drohszenario ausgehend skizzieren sie dann die unterschiedliche „Eigentums- und Kontrollverteilung in den drei wichtigsten Industrienationen: Deutschland, Japan und den USA“ (S.36). Dies erfolgt ganz im Einklang mit den erwähnten Befunden bei Pross bzw. Windolf/Beyer (1995), einschließlich dem Hinweis, daß in Deutschland die Arbeitnehmer „ein größeres Mitspracherecht im Managementprozeß als in den USA“ haben (ebd.). „Es gilt im Bereich der Unternehmensfinanzierung als weithin akzeptiert, daß die residualen Einkommensansprüche (residual income rights) mit den residualen Entscheidungsrechten (residual control rights) verknüpft sein sollten“, bemerken entsprechend Schmid und Seger (1998, S.454 unter Verweis auf angelsächsische Literatur). Da bei der Aktiengesellschaft die residualen Einkommensempfänger die Aktionäre sind, „deren Ansprüche sich als Restgröße nach Befriedigung der Ansprüche der Arbeitnehmer, Lieferanten, Fremdkapitalgeber und des Staates ergeben, (...) (wird das) Prinzip der Verknüpfung der beiden residualen Rechte (...) durch die Arbeitnehmermitbestimmung, insbesondere in der Form der paritätischen Besetzung des Aufsichtsrats, durchbrochen“ (ebd.).<sup>7</sup> Die Schlußfolge-

---

<sup>7</sup> Schmid/Seger (1998) kommen in ihrer empirischen Studie zu dem Ergebnis, daß verstärkte Arbeitnehmermitbestimmung (verglichen werden Aktiengesellschaften mit paritätischer und ohne paritätische Mitbestimmung, d.h. zumeist Drittelparität, unter Berücksichtigung von Größenunterschieden) einen negativen Einfluß auf den Marktwert des Eigenkapitals des Unternehmens haben (S.468). Aus diesen Ergebnissen schlußfolgern sie, daß die paritätische Mitbestimmung „ihre gesellschaftliche Rechtfertigung (...) nur von einem positiven externen Effekt (z.B. im Sinne des sozialen Friedens, d.V.) beziehen (kann), der die Einbuße an Shareholder Value übersteigt.“ Die-

rung, aus theorieimmanenten Gründen die Arbeitnehmermitbestimmung abzuschaffen, versuchen sie mit dem empirischen Nachweis zu untermauern, daß die volle paritätische Mitbestimmung gegenüber der drittelparitätischen in Deutschland zu einer schlechteren Marktbewertung der Unternehmen an der Börse führt.

---

ses nicht quantifizierbare wohlfahrtsökonomische Kalkül führen sie nicht durch, dennoch belegt ihre Analyse die paritätische Mitbestimmung mit einer erheblichen Begründungsverpflichtung, einmal unterstellt, ihr Untersuchungsdesign und ihre Berechnungen seien korrekt. Denn ihre Untersuchung habe gezeigt, „daß der Marktwert des Eigenkapitals um 21-24 v.H. gestiegen wäre, hätten die der paritätischen Mitbestimmung unterliegenden Unternehmen auf eine Drittelbeteiligung übergehen können“ (ebd.). Diesen Fehlbetrag bezeichnen sie als den „Marktwert für Corporate Control“. Die Autoren verstehen ihren Beitrag „zur Diskussion um die Mitbestimmung im Rahmen eines europäischen Wettbewerbs der Unternehmensverfassungen“ (ebd.), der eindeutig darauf abzielt auf die Konkurrenz Nachteile des Mitbestimmungsmodells im Wettstreit der „Corporate Governance“ hinzuweisen. Maßstab für dieses Urteil ist der „Börsenwert“ des Unternehmens (gemessen über die „Market-to-Book Ratio“). Entgegen ihrer Bewertung widerlegen ihre Daten allerdings nicht die gegenteiligen, das „deutsche Modell“ befürwortenden Annahmen, die in der Literatur auch vertreten wurden. Nach den Ergebnissen der Studie von Kirsch u.a. (1984) zeigte sich, „daß die Handlungsfähigkeit der Unternehmensführung im Schnitt bei stärkerer Mitbestimmung besser gewährleistet ist als bei schwächerer Mitbestimmung“ (Gerum u.a. 1988). „Positive Produktivitätswirkungen“ - so resümieren Schmidt/Seeger (1998, S.455) die Ergebnisse dieser Studie werden vor allem von einer Verbesserung der Informationsversorgung der Unternehmensführung, einer konstruktiveren Konfliktbewältigung und einer Steigerung der Motivation der Beschäftigten erwartet.“ Solche Annahmen können durch die Ergebnisse von Schmidt/Seeger schon deswegen nicht widerlegt werden, weil sie Produktivitätswirkungen der Mitbestimmung gar nicht erfassen, sondern nur die Bewertung der Unternehmen am Aktienmarkt. Eine „produktivitätsmindernde Wirkung der paritätischen Mitbestimmung“ - wie sie selbst an anderer Stelle schreiben (S.468) - können sie nicht behaupten. Wie Produktivität und Marktbewertung des Unternehmens zusammenhängen ist weitgehend unklar oder wird zumindest widersprüchlich diskutiert. Nicht ausgeschlossen werden kann jedenfalls auch der folgende Zusammenhang: Wenn sich der Glaube verfestigt, daß die paritätische Mitbestimmung negative Auswirkungen auf den Shareholder Value hat, vermittelt über angenommene Kausalketten, dann werden die Akteure am Markt mitbestimmte Unternehmen schlechter bewerten, ganz unabhängig davon wie ihre „Performance“ aussieht, was seinerseits zu schlechterer Performance beitragen kann, die wiederum bestätigt, was vorher angenommen wurde. Werden von Wissenschaftlern unter Bezug auf ihre wissenschaftliche Objektivität solche „Kausalbeziehungen“ untermauert, was - wie wir von Schmidt/Seeger erfahren - schon seit Beginn der Mitbestimmungsdebatte geschehen ist, stützen sie die Bewertungen am Markt und tragen zur self-fulfilling prophecy der von ihnen angeblich unabhängig gewonnenen Erkenntnisse bei.

### **III. Eigentumsstrukturen und „Corporate Governance“-Modelle und Veränderungen im internationalen Vergleich**

Es empfiehlt sich vielleicht angesichts der inflationären Verwendung des „Governance“-Begriffs (vgl. auch andere Verwendungen in der Politikwissenschaft und neuerdings auch Industriesoziologie bei Braczyk 1997), eine Definition zu liefern, wie sie üblicherweise in der einschlägigen Literatur auftaucht.<sup>8</sup>

„Corporate governance can broadly be defined as the entirety of legal, institutional and cultural arrangements which have a bearing on the behavior of the firm. Alternatively, it can be interpreted as the constraints placed on the (implicit and explicit) contracting relationships between company stakeholders (share- and debtholders, management, employees, suppliers, customers, etc.)“ (Dufey u.a. 1998, S.46).

Bevor wir auf den Siegeszug des Shareholder Value-Konzept weltweit und in Deutschland zu sprechen kommen, wollen wir die folgenden zwei Schritte nachvollziehen.

(1) Unterschiedliche nationale System der „Corporate Governance“: Entstehung und Persistenz bis in die 90er Jahre.

Es besteht unter den Befürwortern und Kritikern des Shareholder Value-Konzepts weitgehende Einigkeit, daß sich das deutsche und japanische, um zwei Länder auf dem einen Pol zu nennen, und das US-amerikanische und britische System der „Corporate Governance“, die das andere Extrem repräsentieren, bis heute grundlegend unterscheiden. Die Systeme der „Corporate Governance“ werden in unterschiedlicher Weise idealtypisch gefaßt: als „unternehmensorientiertes“ (deutsch) versus „gesellschaftsorientiertes“ oder „marktorientiertes“ Modell (USA) (vgl. Wymersch 1995), als „beziehungsorientiert“ (deutsch) versus „marktorientiert“ (USA) (vgl. Du-

---

<sup>8</sup> Die folgende Definition ist sicherlich aus verschiedenen Gründen soziologisch gesehen nicht befriedigend. Erstens ist die Unterscheidung zwischen „rechtlichen“, „institutionellen“ und „kulturellen“ Arrangements nicht trennscharf und zweitens der Bezugspunkt der „freie Kontrakt“ ist, der durch „constraints“ eingeschränkt wird, was dann vielleicht erklärt, warum die constraints oder arrangements als relativ beliebig bezeichnet werden können. Die Definition blendet somit schon aus, die rechtlichen und/oder kulturellen „Arrangements“ nicht nur als „constraining“, sondern zugleich auch als „enabling“ zu fassen, was in strukturationstheoretischer wie neo-institutioneller Organisationsperspektive naheliegen würde. Die „breite“ Fassung schließt zwar ebenso die „industriellen Beziehungen“ ein, vergißt dann unter den Stakeholders den Staat. In dem vorliegenden Kontext würde man eher auf die Beziehungen zwischen Eigentümern, Kreditgebern und Managern und die Regulierung der Beziehungen zwischen diesen abheben, dabei aber berücksichtigen, daß die Unternehmensmitbestimmung der Arbeitnehmer - also ein Bestandteil der industriellen Beziehungen - ebenfalls dieses Verhältnis beeinflusst. Für eine „breite“ soziologische Definition von Corporate Governance und seine Fundierung in einer neo-institutionellen Theorieperspektive siehe Jackson 1997 (und dort den Bezug zu Arbeiten von Maurice u.a./Sorge).

fey/Hommel 1997) oder schlicht als „deutsches“<sup>9</sup> versus „angelsächsisches“ Modell (Speckbacher 1997). Andere Länder lassen sich dann als mehr oder weniger große Abweichungen von oder Mischungen aus den Grundmodellen beschreiben (vgl. Wymersch 1995, Roe 1993; Dufey u.a. 1998).

(2) Veränderungen der letzten Jahre: Der Bedeutungsgewinn der „neuen Eigentümer“, veränderte Rolle und Strategien der Banken, veränderte Regulierung

Kritiker und Befürworter des Shareholder Value-Konzepts in der gesellschaftlichen Debatte, aber auch die wissenschaftlichen Beobachter unterscheiden sich allerdings deutlich in der Bewertung der nationalen Systeme und ebenso bezüglich der Prognose der zukünftigen Entwicklung. Einem Teil der Autoren (aus Wissenschaft und Beratung) erscheint das deutsche System als zu überwindende „Barriere“, als Relikt auf dem Weg zum neuen Shareholder-Kapitalismus oder allgemeiner ausgedrückt zum Kapitalismus „sans phrase“ (geleitet von der irrigen Annahme der Möglichkeit einer institutionenfreien Wirtschaft). Andere Autoren sind in der Bewertung vorsichtiger und ambivalenter, wiewohl alle wissenschaftlichen Beobachter von Institutionenwandel in der einen oder anderen Variante ausgehen. Einige vertreten eher die These einer Konvergenz der bislang unterschiedlichen Systeme. In beiden Sichtweisen spielen die Veränderungen auf den Kapitalmärkten und insbesondere die Entstehung und der Bedeutungsgewinn der sogenannten „institutionellen“ Investoren eine gravierende Rolle. So empfiehlt es sich der Entstehung, der Entwicklung und dem Agieren der „neuen Eigentümer“ Aufmerksamkeit zu schenken, ohne dabei die Erkenntnisse aus Punkt (1) zu vergessen. Das heißt die vorgängigen nationalen Unterschiede in der Eigentumsordnung und „Corporate Governance“ zu berücksichtigen, so daß zu erwarten ist, daß der Bedeutungsgewinn neuer Investorengruppen in den jeweiligen Ländern erstens unterschiedlich ausfällt und zweitens die „neuen Eigentümer“ jeweils in einem andersartigen Feld agieren, was verschiedene Machtverteilungen zwischen ihnen und etablierten Akteursgruppen (Manager, Unternehmen als Eigentümer, Familieneigentümer und Banken) einschließt.

Ferner ist zu beachten, ob und inwieweit der nationale und internationale rechtliche Rahmen sich verändert. Hier ist damit zu rechnen, daß rechtliche Veränderungen schon Reaktionen auf den Bedeutungsgewinn der neuen Akteure bzw. die Durchsetzung neuer Leitorientierungen zu verstehen sind.

Die zwei Punkte umschreiben wichtige Elemente eines übergreifenden Forschungsprogramms, dessen Ergebnisse nicht als vorhanden vorausgesetzt werden können.

---

<sup>9</sup> Das deutsche System wird auch als „stakeholder capitalism“ oder mit „culture of long-term support“ gekennzeichnet (Dufey u.a. 1998, S.54). Windolf/Beyer (1996) Beyer (1998) kontrastieren Konkurrenz-Kapitalismus und Kooperativer Kapitalismus; Scott (1987) - auf die hegemoniale Stellung der Banken abhebend - nennt das deutsche System „hegemonic“.

Dennoch gibt es zu allen Gesichtspunkten einen - wie immer - vorläufigen Forschungsstand in einem in erheblicher Bewegung befindlichen Feld. Anknüpfend an die Befunde von Pross und deren Einordnung in die neuere Literatur (vor allem Windolf/Beyer 1995; Windolf 1996; Beyer 1998) sollen wichtige Ergebnisse skizziert werden.

### **1. Corporate Governance im internationalen Vergleich**

Zum Einstieg empfiehlt sich ein Blick auf eine typisierende Gegenüberstellung des deutschen „beziehungsorientierten“ und des amerikanischen „marktorientierten“ Modells wie es Dufey/Hommel (1997, S.191) bzw. Dufey u.a. (1998; S.53) vorgenommen haben. Deren Charakterisierung stützt sich auf Literatur (Nunnenkamp 1995; Prowse 1995) und eigene Überlegungen der Autoren. Die Ergebnisse stehen im Einklang mit anderen zur Kenntnis genommenen Arbeiten u.a. von Beyer (1998), Jackson (1997), Roe (1993), Rock (1995), Wymersch (1995), Speckbacher (1997) und - wenn auch mit anderer Orientierung - selbst dem Beraterbuch von Copeland u.a. (1998, S.36ff).

Zunächst ist die Unterscheidung zwischen internen und externen Kontrollmechanismen zur Charakterisierung der Corporate Governance hilfreich, wie sie sich vor allem in der betriebswirtschaftlichen Literatur findet.

#### **Schaubild Dufey/Hommel 1997, S.190 (im Anhang)**

„Externe Kontrolle bedient sich den Kräften des Marktes und wirkt über Produktmärkte, den Arbeitsmarkt für Manager, andere Faktormärkte und die Finanzmärkte. Interne Kontrolle wird durch die direkte Einflußnahme der Stakeholder ausgeübt und wirkt über die Institutionen des Unternehmens wie z.B. die Mitbestimmungsorgane oder den Aufsichtsrat. Alle nationalen Unternehmensüberwachungssysteme bedienen sich sowohl externer als auch interner Kontrollmechanismen, jedoch mit unterschiedlichen Gewichtungen“ (ebd., S. 191). Das deutsche, „beziehungsorientierte“, System ist durch einen Schwerpunkt auf der internen Kontrolle, das amerikanische, „marktorientierte“, durch einen Schwerpunkt auf der externen Kontrolle gekennzeichnet. Mit dem beziehungsorientierten Modell korrespondiert die Analyse der Personenverflechtung, wie sie von Windolf/Beyer beschrieben wurde.

Die einzelnen Länder unterscheiden sich erheblich in der Verteilung der Anteilseigner nach Herkunft, wie die folgende Tabelle basierend auf OECD-Angaben zeigt. In Übereinstimmung mit den Daten von Windolf/Beyer (1995; Beyer 1998) schlußfolgern Dufey u.a. (1998,S.52): „Relation-based systems allocate a greater percentage of the shares to financial and non-financial firms while market-based systems favor ownership by private households and investment funds“.

## **Tabelle Dufey u.a. 1998, S.52 (im Anhang)**

## **Tabelle Dufey/Hommel 1997, S.194 (im Anhang)**

Für die sich in diesen aktuellen Zahlen ausdrückenden Unterschiede sind natürlich zum Teil weit zurückgehende politische Entscheidungen und daran anschließende Pfadabhängigkeiten verantwortlich, nicht zuletzt Beschlüsse über die Struktur und Rechte bzw. Regulierung der Finanzintermediäre. Generell ist davon auszugehen, daß es unterschiedliche Wege gibt, wie Vermögen aus Privathaushalten in den Unternehmenssektor wandert, wie konzentriert oder fragmentiert die Finanzintermediäre sind, welcher Art sie sind (Universal- oder Trennbanken, Fonds, Versicherungen) und ob die Beziehungen eher über Eigenkapital (direkt oder vermittelt/Aktien) oder über Fremdkapital erfolgt (Kredite oder Anleihen) (für eine historische Analyse siehe vor allem Roe 1993). Insbesondere die starke Stellung von Universalbanken, die zudem untereinander und mit den Finanzintermediären des Versicherungsbereichs kapitalmäßig und personell verflochten sind und zugleich Anteilseigner, Stimmenbündler (Depotstimmrecht) und Kreditgeber sind, wird für Interessenkonflikte verantwortlich gemacht, die einen „reinen“ Shareholder-Standpunkt unwahrscheinlich machen. Für eine solche Sichtweise gibt es in historischer Betrachtung eine Fülle von Hinweisen. Roe (1993) macht nachdrücklich auf die unterschiedliche gesellschaftliche Einrichtung von Finanzintermediären aufmerksam „There is more than one way to deal with the large firm's organizational problems. And the differences in corporate structure suggests that differing political histories, cultures, and paths of economic development must be added to the economic model to explain the differing structures. The economic model (das amerikanische Modell, d.V.) must be down-sized and considered to be a special case that arises if intermediaries are fragmented.“

Glass-Steagall-Act, The Bank Holding Company Act, The McFadden Act (Roe 1993, S.1930) - sie alle bilden die „San Andreas fault line in American corporate governance, historically severing America's largest financial institutions from its largest industrial firms.“ Die spezifische Fragmentierung der Finanzintermediäre in den USA führt Roe auf den ausgeprägten „Föderalismus“, den „Populismus“ und auf „interest group pressure“ zurück, der die amerikanischen Finanzinstitutionen „pulverisiert“ hat. (S.1929). Also auch hier keine Exekution der Marktlogik, sondern „Wahl“ zwischen Alternativen, Leitideen und ihre Präzisierung in Rationalitätskriterien (Institutionen) und daran anschließende Pfadabhängigkeiten.

Die unterschiedlichen nationalen Systeme der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle, der „unterschiedlichen 'Pfade' des Kapitalismus wurden nach Scott bereits in der Frühindustrialisierung gelegt“ (Beyer 1998, S.120; vgl. auch Roe 1993). Die typische Verflechtungsstruktur zwischen den Großunternehmen untereinander und mit den Großbanken ist nicht als Verteidigungsreaktion der Manager auf Angriffe auf deren Macht entstanden (vgl. Beyer 1998, S.119), wiewohl sie zumindest bis in die

90er Jahre die Entstehung eines Marktes für Unternehmenskontrolle in Deutschland unmöglich gemacht hat (s.u.). „In Deutschland, wie auch in vielen anderen ‘nachholenden’ Industrialisierungsländern waren die Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmungen in der Frühphase der Industrialisierung andere als im britischen oder amerikanischen Fall“ (Beyer 1998, S.120). Nach Scott (1987) war die Kapitalakkumulation in Deutschland durch die Weigerung der Grundherren in die Industrie zu investieren und die vergleichsweise schmale Basis der Bourgeoisie gravierend behindert, so daß dem Bankensektor die Kapitalbeschaffungsrolle zufiel. Dies führte früh zu der engen Verflechtung von Industrie und Banken, die zwar nach dem zweiten Weltkrieg modifiziert, aber nicht zerbrochen, sondern in abgeschwächter Form erneuert wurde (Beyer 1998, S.122). Windolf/Beyer (1996) machen (zusätzlich) unter Bezugnahme auf Argumente Chandlers geltend, daß die deutschen Großunternehmen die wichtiger werdende Ausschöpfung der „economies of scale“ nur über Exportorientierung erreichen konnten, weil der Binnenmarkt für eine solche Strategie zu eng war, während die amerikanischen Unternehmen die „economies of scale“ auch bei einer reinen Binnenmarktorientierung ausschöpfen konnten. „Der Mechanismus, der ihnen (den deutschen Großunternehmen, d.V.) eine Exportorientierung erleichterte, war die regulierende Begrenzung der Binnenkonkurrenz. Während 1890 in den USA der Sherman Act verabschiedet wurde, der Preiskartelle und andere konspirative Absprachen zwischen Unternehmen unter Strafe stellte, wurden 1897 in Deutschland in einem Urteil des Reichsgerichts Kartellverträge als rechtlich bindend anerkannt, auch wenn darin Wettbewerbsbeschränkungen vertraglich vereinbart wurden (...) Die ‘regulierte Konkurrenz’ wurde in Deutschland somit zu einer legitimen Form der Marktorganisation. (...) Kartelle waren nach innen kooperativ und nur nach außen aggressiv. Die Begrenzung der Binnenkonkurrenz erleichterte die erfolgreiche Konkurrenz auf dem Weltmarkt“ (Beyer 1998, S.123). Das sich entwickelnde amerikanische Modell kann demgegenüber als „Konkurrenz-Kapitalismus“ gekennzeichnet werden, der über eine ganze Reihe rechtlicher Regulierungen befördert bzw. erzwungen wurde. In Deutschland wurde nach dem zweiten Weltkrieg trotz der Zerschlagung der Kartelle eine Abwandlung der „regulierten Konkurrenz“ durch „Verflechtungsnetzwerke konzertierter Unternehmen“ verwirklicht. Die deutsche Verflechtungsstruktur folgt, „wenn auch in abgemilderter Form, der tradierten Logik“ (Beyer 1998, S.124).

Die Unterschiede zwischen den Systemen lassen sich nicht allein über die unterschiedliche Verteilung und Struktur der Anteilseigner der Industrieunternehmen beschreiben: „The essence of all systems of corporate governance is (a) the assignment of residual control rights, (b) the definition of rules for the transfer of information from company insiders to outsiders and (c) the resolution of agency problems resulting from information asymmetries. They all rely on internal as well as external control mechanisms and make directors ultimately accountable to the shareholders of the company. Critical differences however exist with respect to the relative importance of the individual control mechanisms and the relative ‘political’ weight of shareholders vs. other stakeholders“ (Dufey u.a. 1998, S.52).

Die folgende vergleichende Übersicht Deutschland/USA (vgl. ähnlich inklusive Japan Jackson 1997, S.51) macht neben einigen schon bekannten Unterschieden auch auf den Stellenwert rechtlicher Regulation aufmerksam, ohne dies allerdings erschöpfend zu behandeln. Wichtig ist zum Beispiel der Hinweis, daß es in Deutschland eine Wahlverwandtschaft zwischen den Rechnungslegungsvorschriften und der starken Bankenstellung gibt. Das „accounting law“ hat einen „creditor bias“ und schützt über das Vorsichtsprinzip und das Prinzip der Substanzerhaltung eher den „immobilen“ Stakeholder, statt dem an optimaler Diversifizierung seines Portfolio interessierten, „mobilen“ Shareholder zu nützen. Wie wichtig rechtliche Regulierungen für die Machtverteilung und damit Einflußchancen sind, zeigt sich zum Beispiel auch daran, daß die in Deutschland selbstverständlichen hohen direkten Beteiligungen des Bankensektors an Nicht-Banken in den USA verboten sind. Initiativen, dies zu ändern, gibt es seit langem (vgl. Monopolkommission 1978), kürzlich wurde hierzu wieder eine parlamentarische Initiative ergriffen; aber eine nationale Beschränkung könnte nach EU-Recht durch die Übertragung von Anteilen auf ausländische Töchter unterlaufen werden (vgl. Dufey/Hommel 1997, S.197; vgl. auch Schröder 1996).

Auch das über die eigenen Beteiligungen hinausgehende Depotstimmrecht, das mit für die große Macht der Banken verantwortlich gemacht wird, ist kein „natürliches“ Ereignis. Es abzuschaffen bzw. zu begrenzen ist schon seit längerem in der Debatte. Dies wurde von der letzten Bundesregierung zum Ende der Legislaturperiode erneut auf die Tagesordnung gesetzt: Banken mit strategischem Anteilsbesitz (5% und mehr) dürfen danach das Depotstimmrecht nicht mehr ausüben.

Die besondere Stellung der Banken im deutschen Modell der Corporate Governance läßt sich am besten am Beispiel der Unternehmen verdeutlichen, die keinen hohen Konzentrationsgrad des Aktienbesitzes durch Privatanleger (Familien) oder Nicht-Finanzunternehmen aufweisen. Weit über den eigenen Aktienbesitz hinaus verfügen sie in der Hauptversammlung über Stimmrechte, was ihnen zugleich erhebliche Möglichkeiten gibt, den Aufsichtsrat mit eigenen Vertretern oder „Vertrauten“ der Banken zu besetzen. Gottschalk (1988, nach Löhnert 1996, S.118ff) untersuchte 1984 die Verteilung der Stimmrechte in den Hauptversammlungen derjenigen Unternehmen aus den 100 größten Gesellschaften, deren Aktien sich zu mehr als 50% im Streu- und Bankenbesitz befanden. Die näher betrachteten 32 Unternehmen berücksichtigen 56% des Marktwertes der amtlich notierten und im Freiverkehr gehandelten Aktien, darunter die zwei größten Automobilunternehmen (Daimler-Benz, VW), die drei größten Chemiekonzernen (Bayer, BASF, Hoechst), vier der fünf größten Stahlkonzerne, Siemens, VEBA, Allianz-Holding, die fünf größten Banken. (vgl. Löhnert 1996, S.120). Auffallend ist, daß sich in dieser Gruppe heute diejenigen Unternehmen wiederfinden, die in besonderer Weise dem Druck der „neuen Eigentümer“ ausgesetzt scheinen oder jedenfalls sich bemühen, „Shareholder Value-Orientierung“ zu zeigen. Unter 28 der 32 Unternehmen erreichten allein die drei Großbanken zumindest die Sperrminorität von 25%, im Durchschnitt 45% der Stimmen. Nimmt man die von allen



Banken vertretenen Stimmen zusammen, kommt man im Durchschnitt auf fast 83% der auf der Hauptversammlung vertretenen Stimmen (ebd., S.122). „Abgesehen von der Hauptversammlung von VW, konnten die Banken zumindest die einfache Mehrheit erreichen, in der Überzahl der Fälle (2/3) sogar eine qualifizierte Mehrheit (83%)“ (ebd., S.120), so daß es fast überall unmöglich war, gegen das Votum der Banken einen Aufsichtsratsposten zu besetzen.

„In 15 der 32 Gesellschaften waren die Großbanken aufgrund ihrer Mehrheit alleine in der Lage, über die Besetzung des Aufsichtsrates zu bestimmen. Was die 2/3 der Fälle angeht, in denen die Banken eine qualifizierte Mehrheit auf sich vereinigten, bestand für die restlichen HV-Teilnehmer nicht einmal theoretisch die Möglichkeit, wichtige, eine qualifizierte Mehrheit erfordernde Beschlüsse zu blockieren. Die Auswertung zeigt“, so kommentiert Löhnert (ebd., S.120) die Ergebnisse von Gottschalk, „daß nicht nur ein dominierender Einfluß der Banken, sondern - noch viel enger gefaßt - der drei Großbanken zu konstatieren ist.“

Noch frappierender ist die Bankenvormachtstellung in Bezug auf die eigenen Häuser, in denen sich der Vorstand mit Hilfe der Depotstimmen „faktisch selbst kontrolliert“. In der deutschen Bank jedenfalls, auf deren Hauptversammlung bei einer Präsenzrate von 55% die deutsche Bank selbst 47,2% der Stimmen auf sich vereinigte, ist die „Managerkontrolle“ verwirklicht (vgl. ebd., S.121, vgl. auch Pfeiffer 1993).

An der Stimmrechtsverteilung von 1984 hat sich bis zu der neueren Untersuchung von 1992 von Baums/Fraune (1995, S.78) nichts Grundsätzliches geändert. So werden z.B. auf der Siemens-HV, einer Gesellschaft mit großem Streubesitz, 95,5% aller Stimmen von den Banken vertreten, 34,6% allein von den drei Großbanken (vgl. auch Jackson 1997).

Die Stimmrechtsverhältnisse auf der Hauptversammlung schlagen sich in der Verteilung der Aufsichtsratsmandate der Kapitalseite und, was von großer Bedeutung ist, auch in der Besetzung der Position des Aufsichtsratsvorsitzenden nieder. In den 27 Nicht-Banken (aus den erwähnten 32 Unternehmen) entfielen 1986 69 Mandate (=27%) auf aktive oder ehemalige Banker, davon 50 alleine auf die drei Großbanken (vgl. Löhnert 1996, S.124). Dies allein würde noch nicht für eine Aufsichtsratsdominanz der Banken sprechen. Rechnet man aber die „befreundeten Persönlichkeiten“ hinzu, Personen, die von den drei Großbanken in deren AR oder einen ihrer Beiräte berufen wurden, so steigt der Anteil auf 60%. Nimmt man noch diejenigen Aufsichtsräte aus Unternehmen hinzu, die von den Großbanken beaufsichtigt werden, so kommt man zu folgendem Resümee (Gottschalk 1988, S.300): „Bei den hier betrachteten 27 Nichtbanken werden somit 171 oder 2/3 der Aufsichtsratsmandate von Repräsentanten der 3 Großbanken oder diesen nahestehenden und/oder verpflichteten Mandatsträgern wahrgenommen. Der damit verbundene Einfluß muß als beherrschend angesehen werden.“ Nach der Untersuchung von Pfeiffer (1993) mit Daten

aus der Mitte der 80er Jahre besetzen die Vertreter der Großbanken in 70 der 130 deutschen „Top-Unternehmen“ den Aufsichtsratsvorsitz oder dessen Stellvertretung. Allein die Deutsche Bank stellte 44mal den AR-Vorsitz, der faktisch den Vorstand berät und kontrolliert (vgl. zu den engen Beziehungen zwischen Top-Management und Aufsichtsratsvorsitzenden der Deutschen Bank exemplarisch Reuter 1997).

Solche im internationalen Vergleich besonders auffällige Befunde (vgl. Roe 1993) stützen die Diagnose des „hegemonic“ Systems (Scott) bzw. der besonderen „Macht der Banken“ in Deutschland, während in anderer Perspektive<sup>10</sup> eher auf das Beziehungsgeflecht einer Wirtschaftselite abgehoben wird, über die sowohl ein „Interessen-Clearing“ zwischen den Großbanken betrieben wird (vgl. Löhnert 1996, S121) als auch zwischen diesen und anderen Großunternehmen (und deren Vertretern) übergreifende Interessen im Sinne einer regulierten Konkurrenz formuliert und verfolgt werden. Hiernach sind die Vorstände und Aufsichtsräte des „Verflechtungszentrums“ (vgl. Beyer 1998, S.187) ein „meeting place for capitalist interests (Scott 1987, S.215). Allerdings ist dieses Beziehungsgeflecht für Außenstehende weithin undurchschaubar und verwehrt ihnen den Zutritt, was die neueren kritischen Bewertungen der „Deutschland AG“ (vgl. der Spiegel 3/1977, S.88) aus der Sicht der neuen Investorengruppen erklärt (und schon immer der Vertreter der Kleinaktionäre, vgl. Löhnert 1996, S.125ff), die ebenfalls, aber andere „capitalist interests“ vertreten.

Für nicht zum Beziehungsgeflecht gehörende Anleger ist ferner eine ungehinderte Information über die Beteiligungsverhältnisse an Unternehmen und damit über die internen Machtverhältnisse von großer Bedeutung. Erst über ein jüngst in Kraft getretene EU-Verordnung wurde die Offenlegungspflicht auf 5% (bisher 25% oder mehr) erweitert (Dufey/Hommel 1997, S.200).

### **Übersicht Dufey u.a. 1998, S.53 (im Anhang)**

Insbesondere die Bankenmacht und die Konzentration des Anteilsbesitzes in Deutschland verbuchen die Autoren neben der mangelnden Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrats als Kontroll- und Weisungsorgan als ‚originäre Barrieren‘ für die „Übertragbarkeit des Shareholder Value-Ansatzes auf deutsche Unternehmen“ (Dufey/Hommel 1997, S.193). Dagegen werden eine Reihe anderer, auch gesetzlicher Regelungen (selbst die deutschen Rechnungslegungsvorschriften) als „konkrete Hindernisse“, bzw. als „derivate Barrieren“ angesehen werden, „d.h. sie sind von den

---

<sup>10</sup> Zu einer Relativierung der „Bankenmacht“ - auch für die Vergangenheit und nicht erst seit die Banken aus verschiedenen Gründen einen teilweisen Rückzug angetreten haben (s.u.) - neigen selbstverständlich die Banken selbst (vgl. Schröder 1996). Die 1995er Veröffentlichung des Bundesverbandes deutscher Banken unter dem Titel „Macht der Banken“ reagiert schon auf die kritische Debatte über die deutsche Corporate Governance, aber auch auf die in der Koalitionsvereinbarung von 1994 vorgesehenen und von der damaligen Opposition noch übertroffenen Regulierungsvorschläge.

originären Barrieren abgeleitet und daher nicht ursächlich für die Unterbetonung der Eigentümerrendite in der Unternehmenskultur verantwortlich.“ So können internationale Investoren von deutschen Unternehmen verlangen, neben dem gesetzlich vorgeschriebenen Abschluß nach Handelsbilanz auch einen Abschluß nach US-GAAP oder IAS vorzulegen, ohne daß der Gesetzgeber die deutschen Vorschriften ändern müßte. Die Machtverteilung auf dem Kapitalmarkt würde zur Überwindung dieser derivaten Barriere ausreichen.

## **2. Veränderungen: Legitimationstheorien, Markt für Unternehmenskontrolle, Investmentfonds, Bankenstrategien und Regulierung**

### **2.1 Neue Legitimationstheorien in der Shareholder Value-Debatte: Die Kontroverse um das Unternehmensmodell**

Zweifellos ist auch in Deutschland seit einigen Jahren ein gesteigertes Interesse für das Shareholder Value-Konzept zu beobachten. Dies drückt sich in der Kurve der Themenkonjunktur auf der Basis der Einträge in den WiSo-Datenbanken aus.

#### **Schaubild Themenkonjunktur (im Anhang)**

Danach wird „Shareholder Value“ erst ab 1996 so richtig zum Renner und die Kurve steigt noch weiter an, wenn auch der Anstiegswinkel 1998 schon etwas flacher wird. Interessanter als der Verlauf der Aufmerksamkeitskurve ist aber der Inhalt der Debatte. Sie ist durch einen zum Teil heftig ausgetragenen, weithin ideologisch gefärbten Streit geprägt. Dies wirkt sich ganz deutlich auch auf die wissenschaftlichen Kontroversen aus. Nach meinem vorläufigen Eindruck schieben sich dezidierte Legitimationstheorien in jüngerer Zeit in den Vordergrund. Deren Argumente verdienen nähere Betrachtung und - mehr als hier geleistet werden kann - auch Würdigung.

Zum einen geht es um die Frage, welches der idealtypisch vorgestellten und mit bestimmten Ländern identifizierten Modelle das „erfolgreichere“ ist. Die Promotoren des angelsächsischen Modells argumentieren üblicherweise damit, daß ein System, das auf effiziente Kapitalmärkte setzt, auch das volkswirtschaftlich bessere ist, weil es zu einer ungehinderten Allokation des Kapitals in die besten Verwendungen führt. Auf die Argumente im einzelnen und insbesondere die verschiedenen Versuche des Nachweises können wir hier nicht eingehen. Die Autoren aus der Unternehmensberatung (vgl. näher Copeland u.a. 1998, s.o.) - aber nicht nur sie (vgl. Wagner 1997; Schmid/Seeger 1998) - sind jedenfalls davon überzeugt, daß eine veränderte Corporate Governance zumindest auf der Ebene des einzelnen Unternehmens zu einer besseren Performance führt. In der Wissenschaft wird die Richtung und Stärke dieses Zusammenhangs allerdings äußerst strittig diskutiert (vgl. Dufey u.a. 1998). Die Struktur der Debatte ist Industriesoziologen aus den Diskussionen um die ökonomische Vorteilhaftigkeit unterschiedlicher nationaler Systeme der industriellen Beziehungen oder des Ausbildungssystems bekannt. So fragt Rock (1995): „What is the

connection, if any, between corporate governance structures and corporate performance?“ In der 60 Jahre andauernden Debatte angefangen von Berle/Means wurde ein solcher Zusammenhang unterstellt, wie neuerdings auch wieder, aber immer wieder anders bewertet: „While there is a great deal of fragmentary evidence pointing in different directions, we do not have anything approaching convincing evidence, nor any robust theoretical models, on any of the most interesting questions. Do outside directors improve corporate performance? We really do not know. What about concentrated shareholdings? While there is some evidence that firms with concentrated holdings outperform firms with dispersed holdings, we do not know anything about the direction of causation: do institutional investors improve corporate performance or, rather, do they disproportionately choose to invest in firms with superior performance?“ (Rock 1995, S.298).<sup>11</sup>

Roe hat Bedenken, ob die Frage überhaupt richtig aufgeworfen ist: „I doubt that corporate governance - even if we knew how to achieve the perfect system - is central to economic performance and competitiveness.“ (S.1977). Für seine Zweifel spricht ja schon allein die jahrzehntelange Koexistenz unterschiedlicher nationaler Systeme in gleichermaßen zumindest überlebensfähigen Ökonomien.<sup>12</sup> Auch hier gilt die treffende Feststellung von Altvater/Mahnkopf (1996), daß „globaler Wettbewerb“ noch keine Antwort dafür bereithält, wie jeweils „vor Ort“ Wettbewerbsfähigkeit erzeugt wird. Das wiedererwachende Interesse an Alfred Marshalls Analyse der „industrial districts“ ist ein Indikator für die dem marktradikalen Trend entgegenlaufenden Bewertungen, die nicht auf der strikten Trennung und dann Entgegensetzung von „Markt“ und „Gesellschaft“ beruhen (ebd., S.67).

Dies verweist auf den zweiten grundsätzlichen Punkt der Kontroverse. Wie all diese Fragen bewertet werden, kann offenbar nur innerhalb eines Paradigmas beantwortet werden. Ein Paradigmenstreit um die Theorie der Unternehmung bzw. der Organisation ist offensichtlich vorhanden und prägt die Debatten. Auf seine weit zurückliegenden Wurzeln hat schon Pross (1965) anhand der unterschiedlichen Bewertungen der Aktiengesellschaft aufmerksam gemacht.

Einen Wendepunkt in der amerikanischen Debatte stellen die „vertragstheoretischen“ Modelle der Unternehmung dar, die explizit gegen die Managerherrschaft, aber auch gegen alle Vorstellungen vom Unternehmen als „öffentliche Institution“ seit Rathenau und Keynes gerichtet sind (vgl. Pross 1965; Speckbacher 1997; Windolf 1996). Auf

---

<sup>11</sup> Zur Kontroverse um Bankenmacht und Performance als Kontrahenten: Perlitz/Seiger (1994) und Schröder (1996).

<sup>12</sup> Beyer führt eine Reihe von Untersuchungen für den Zeitraum der 60er bis in die 90er Jahre auf, die den Zusammenhang von Managementkontrolle und Unternehmenserfolg untersucht haben und entweder keine signifikanten Zusammenhänge oder sogar sich direkt widersprechende Zusammenhänge feststellten (1998, S.52).

dieses theoretische Modell der Unternehmung, das mit erheblichem ideologischen Drive vorgetragen wurde<sup>13</sup>, beziehen sich heute fast alle Verfechter der Shareholder Value-Orientierung auch in der deutschen Debatte. Es stellt die zentrale Legitimationstheorie für diese Bewegung dar, weil es zugleich einzelwirtschaftliche Leistungssteigerung und gesamtwirtschaftliche Allokationseffizienz verspricht, wenn nur seinen zentralen Empfehlungen gefolgt wird. Positioniert wird es gegen das Stakeholder-Modell des Unternehmens, das im übrigen ebenfalls in den USA ausformuliert wurde (vgl. Freeman 1984).

„Seit zwei Jahrzehnten formiert sich in den Wirtschaftswissenschaften ein ‘Gegenparadigma’ zur Managerherrschaft, das den Eigentümern wieder zu einer uneingeschränkten Verfügung über ihr Eigentum verhelfen will. (...) Aus Sicht der ‘Vertragstheoretiker’ (Jensen/Meckling 1976, S.311) ist die Firma nichts weiter als ein Geflecht von Verträgen, und es gibt kein diese Verträge transzendierendes Interesse an der Organisation ‘an sich selbst’“ (Windolf 1996).

„Die Agenturtheorie betrachtet Organisationen und ihre Umweltbeziehungen als Netzwerke von (impliziten oder expliziten) Verträgen („nexus of contracts“), die unter den Beteiligten zur Regelung ihres ökonomischen Austauschs geschlossen werden. (...) Mit dem vertragstheoretischen Organisationskonzept ist die Vorstellung verbunden, daß sich die gesamte Organisation und ihre Umweltbeziehungen in Vertragsbeziehungen zwischen Individuen desaggregieren lassen. (...) Organisationen sind lediglich ‘legal fictions which serve as nexus for a set of contracting relationships among individuals’ (Jensen/Meckling 1976: 310)“ (Ebers/Gotsch 1999, S.210; vgl. auch Speckbacher 1997, S.633).<sup>14</sup> Aus dieser Theorietradition entstammen eine Reihe von heute populären Gestaltungsempfehlungen für das Verhältnis zwischen Eigentümern und Management: z.B. die Gestaltung der Vergütungssysteme als „ergebnisabhängig“ (Ebers/Gotsch 1999, S.216), aber auch die Betonung der Notwendigkeit der Disziplinierung des Managements durch effiziente Kapitalmärkte. Die wissenschaftliche Kritik an diesem Organisationsmodell bezieht sich neben dem grundlegenden Einwand gegen die rationalistische Perspektive

- auf die einseitige Fragerichtung, die sich nur für die Interessendurchsetzung des „Principals“ interessiert,

---

<sup>13</sup> Führend hier die Gallionsfiguren des „Neoliberalismus“: „The social responsibility of business is to increase its profits“ (Friedman).

<sup>14</sup> In den USA hat dies offenbar seine Spuren hinterlassen: „U.S. essentially abandoned doctrines of legal capital two generations ago, the fact that the U.S. long ago eliminated pre-emptive rights except as established by contracts,“ allerdings „both without catastrophic effects“ (Rock 1995, S.299).

- auf die Vorstellung, Organisationen kämen durch eine Verflechtung individueller Verträge zustande, wobei die Rolle „regulativer Dritter“ vollständig unberücksichtigt bleibt (ebd., S.221),
- und auf die Konzentration auf eine einzige Vertragsperiode, so daß längerfristige Austauschbeziehungen nicht beachtet werden (können).<sup>15</sup>

Die wissenschaftliche Kritik an diesem Organisationsverständnis hindert die Akteure aber natürlich nicht an dem Versuch, ihre Interessen mit den Hilfsmitteln dieser Theorie zu rechtfertigen und ihnen eine höhere Weihe zu verleihen, so daß die Verteidigung des Aktionärsnutzens im Interesse der gesellschaftlichen Wohlfahrt erscheint und das „reluctant management“ als „Wertevernichter“ geißelt werden kann.<sup>16</sup>

Die interessierten Akteure bedienen sich dieser Legitimationstheorien und ihrer popularisierten Varianten<sup>17</sup>, die insbesondere von den Beratungsgesellschaften verbreitet werden (vgl. Copeland u.a. 1998). Zunehmend müssen sie sich dabei aber nicht mehr auf „amerikanische“ Quellen stützen, denn innerhalb der deutschen Betriebswirtschaftslehre finden sich in wachsendem Maße selbst Legitimatoren des ungeschmälernten Aktionärsnutzens. Eine nähere Analyse könnte vermutlich zeigen, daß sich diese Vertreter vor allem im Kreis der Spezialisten für Investitions- und Finanzierungstheorie finden lassen, „während z.B. im Bereich Personal und Organisation und im Marketing nach wie vor eine Art fachspezifisches Ziel-Schisma gegenüber der Investitions- und Finanzierungstheorie zu bestehen scheint“ - wie Wagner (1997, S.474) feststellt. Investitionstheoretiker haben mit der globalen Zielsetzung „Maximie-

---

<sup>15</sup> Die Annahmen des Modells werden auch in Bezug auf das Verhältnis Shareholder - Management (Principal - Agent) und nicht in Bezug auf das Verhältnis der übrigen Stakeholder zur Organisation kritisiert: „Dieser Umdeutung kann nicht zugestimmt werden, es ist auf die Ausgangsfiktion hinzuweisen, daß sich die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt einem individuellen Entscheidungskalkül verdanke, dessen Ergebnis in einem zwischen Aktionär und Managern geschlossenen Individualvertrag seinen Niederschlag finde. Diese gedankliche Konstruktion setzt - läßt man einmal alle sonstigen unrealistischen Prämissen beiseite - denotwendig voraus, daß jeder einzelne Aktionär die vollzogene Übertragung des Verfügungsrechts wieder rückgängig machen kann. Dies ist aber, wie gerade die unbestrittenen Gründe für die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt belegen, bei der Publikumsgesellschaft strukturell ausgeschlossen. Im übrigen wird hier ganz offensichtlich von einer reduktionistischen Grundkonstruktion ausgegangen, die den Charakter der großen Aktiengesellschaft verfehlt. Ist sie doch längst aus der Sphäre der bloßen Privatheit herausgetreten und zu einer quasi-öffentlichen Institution geworden“ (Steinmann u.a. 1983, S.19f).

<sup>16</sup> Nach Bryer (1993, S.650) kann man den Shareholder Value-Ansatz als Ausformulierung des „economic income models“ verstehen. Es „results from the application of neo-classical economics to accounting. ‘Profit’ is defined as the change in the present value of expected future cash flows (e.g. Hicks, 1946).“

<sup>17</sup> Im Spiegel 7/1999 werden eine ganze Reihe Vertreter von institutionellen Anlegern zitiert, die mit wahrem Sendungsbewußtsein ihre Interessen im Vertrauen darauf formulieren, daß ihre ungeschminkt vorgetragenen Forderungen nicht nur als legitim gelten können, sondern auch als moralisch einwandfrei. Im deutschen Kontext jedoch funktioniert dies offenbar noch nicht so uneingeschränkt.

„Shareholder Value“ traditionell keine Probleme. Es handle sich beim Shareholder Value lediglich um eine „Neuaufgabe älterer theoretischer Erörterungen zur Erfolgsmessung und Investitionsbeurteilung“ (Picot 1994), die nunmehr nur auf das gesamte Unternehmen als Investitionsobjekt Anwendung finden, aber selbst in den traditionellen Methoden der „Unternehmensbewertung“ schon immer bekannt waren. „Alle Bestandteile des Ansatzes werden seit Jahren in der Literatur (auch in der deutschsprachigen) diskutiert und ständig verfeinert“ (Drukarczyk 1995, S.78). Die Vertreter der betriebswirtschaftlichen Investitions- und Finanzierungstheorie wittern nun offenbar Morgenluft, im Verein mit den (volkswirtschaftlichen) Kapitalmarkttheoretikern das „Ziel-Schisma“ in der Betriebswirtschaftslehre in Deutschland zu ihren Gunsten überwinden zu können, so daß „eine Konzeption, die bisher als spezielle Zielgröße der Investitions- und Finanzierungstheorie angesehen wurde, als Leitbild für die Unternehmenspolitik insgesamt“ (Wagner 1997, S.475) akzeptiert wird. Nicht zufällig beschäftigen sich die gescholtenen Teildisziplinen Personal und Marketing in erster Linie mit anderen „Stakeholdern“, den Beschäftigten und den Kunden. „Die Befürworter des Koalitionsansatzes (dem Gegenmodell zu den Vertragstheoretikern, d.V.) sind vor allem in Teilbereichen der Betriebswirtschaftslehre zu finden, deren Partialprobleme keine zwingende Verbindung zu Kapitalmarktmechanismen aufweisen, wie z.B. dem Bereich Personal und Organisation und dem Marketing. Dies liegt zum einen darin, daß es dort untypisch<sup>18</sup> ist, die Vorteilhaftigkeit/den Vorteil von Entscheidungen in mehrperiodigen, zahlungsbezogenen Maßausdrücken zu formulieren. Zum anderen liegt es daran, daß über Handlungsalternativen dieser Bereiche nicht nach Maßgabe aufwendiger Totalmodelle entschieden werden kann, sondern für Partialbereiche bereichsspezifische Zielsetzungen entwickelt wurden. Je schwieriger die Quantifizierung der Einkommenseffekte ist, als um so weniger dringlich wird die Notwendigkeit des Nachdenkens über die gedankliche Ordnung finanzieller Ziele empfunden. Gerade ihr Partialcharakter erlaubt deshalb Teildisziplinen der Betriebswirtschaftslehre die Vorstellung, sie seien zu ‘autonomer’ Planung in der Lage und würden von den Kontrollmechanismen der Kapitalmärkte nicht gesteuert“ (ebd., S.487). Damit soll nun Schluß sein: „Nun ist es auch für Teilbereiche der Unternehmung ein zu beachtendes Datum, daß über die Kapitalzufuhr und den Kapitalabfluß in Form von Kapitalherabsetzung und Liquidation nach wie vor die Kapitaleigner entscheiden“, meint Wagner weiter. Sie könnten dann „allen nicht in ihrem Interesse stattfindenden Bestrebungen letztlich den Boden entziehen“ (ebd., S.488). Allerdings unterstellt Wagner dabei, die Kapitaleigner wüßten wirklich, welche Personalpolitik, Organisationsgestaltung oder Marktpolitik in „ihrem Interesse“ ist. Hier täuscht sich Wagner (oder auch nur uns), wirft aber seinen Kontrahenten in den widerspenstigen Teildisziplinen unzulässige „Kalkülvereinfachung“ vor: „Da jedoch über Teilbereiche der Unternehmung anhand von vereinfachten Partialkalkülen entschieden wird und

---

<sup>18</sup> Daß es nicht nur untypisch, sondern auch unmöglich ist, wenn man nicht ganz heroische Vereinfachungen der Modellkonstruktion zulassen will, kommt ihm nicht in den Sinn.

Grundsatzbeschlüsse der Kapitalgeber aus Gründen der Kalkülvereinfachung dabei nicht thematisiert werden, könnte die Kalkülvereinfachung zu Unrecht zu dem Schluß einer tatsächlichen Unabhängigkeit der Teilbereiche von den Interessen der Kapitaleigner führen; eine korrekte Berücksichtigung ihrer Interessen würde zu einer aufwendigen und der geringen Bedeutung (!) der Partialentscheidungen unangemessenen Kalkülkomplexität führen“ (ebd.). An dieser Stelle läßt doch aufhorchen, daß der jahrelang gepredigten Bedeutung von „Human Resource Management“ und Marketing („totale Kundenorientierung“) nunmehr nur geringe Bedeutung zukommt. „So erklärt es sich“, fährt Wagner fort, „daß z.B. in der Personalwirtschaft die Belange der Mitarbeiter als nahe und Kapitalmärkte wohl eher als fern empfunden werden, weshalb man die ‘Humanisierung’ des Arbeitslebens in personalwirtschaftlichen Zielkatalogen häufiger findet als die Forderung einer am Shareholder Value orientierten Personalpolitik“ (ebd.)

Demnach können wir von den selbsternannten neuen Hegemonen der betriebswirtschaftlichen Theorie demnächst Konzeptionen einer „wertorientierten“ Personalwirtschaft, Organisationsgestaltung und Marketingstrategie erwarten. Auf die theoretische „Ableitung“ aus der Kapitalmarkttheorie und die dabei vorgenommene „Kalkülvereinfachung“ kann man nur gespannt sein. Tatsächlich wird man es aber nur mit einer Ersetzung bisheriger „Rationalitätsmythen“ durch neue zu tun haben, deren Wertbezug durch die Kapitalmarkttheorie nur notdürftig verschleiert wird.<sup>19</sup>

Dufey u.a. kritisieren das kontinentaleuropäische Moralisieren, das sich durch die Definition der großen Gesellschaften als „öffentliche Institution“ legitimiert, im Vergleich zu Wagner noch recht moderat: „In Continental Europe where an almost sentimental value is assigned to the firm as an institution and where the realization of

---

<sup>19</sup> Einen Eindruck von dieser Entwicklung vermittelt der Bericht über den Handelsblatt-Personalkongreß (HB 26./27.2.199, S.K1f), auf dem das neue Paradigma des Personalmanagements unter der Überschrift „Wege zur Selbst-GmbH“ vorgestellt wurde. Auf diesem Kongreß war der „unbestrittene Starreferent“ der amerikanische Professor Dave Ulrich, „derzeit einer der großen Köpfe in der weltweiten Szene des Personalmanagements.“ Nach seinen Ausführungen ist für die Personalfunktion auf alle Fälle eine Umstellung der Rhetorik angezeigt: „Ulrich zeigte auf, wie es gelingen kann, die Wertschöpfung von Personalarbeit zu dokumentieren, indem die Wirkung des einzelnen Mitarbeiters auf den Kunden und das Geschäft, und damit letztlich auf die Wertschöpfung für den Investor deutlich gemacht wird. In der Kommunikation mit Linienmanagern habe der Personalmanager nur dann eine Chance, wenn er seine Argumentationslinie beim Wertzuwachs für den Investor beginne.“ Bisherige professionelle Argumente, die auf Standards „guter“ Personalarbeit abheben, haben jedenfalls ausgedient: „Sprechen sie nicht von ihren Instrumenten“, gab Ulrich seinen Zuhörern mit auf den Weg. Wie eine wertorientierte Personalpolitik für den Investor angesichts der komplexen Ursache-Wirkungsketten aussehen soll, kann aber nur dadurch beantwortet werden, daß neue „Cause-and-effect-beliefs“ (Perrow 1986) etabliert werden. Der Arbeitnehmer als „Selbst-GmbH“ oder als „Ich-AG“ - wie Tom Peters schon vor einiger Zeit vorgeschlagen hatte, scheint ein solches neues Interpretationsangebot zu sein. Über die Rechtsform (AG oder GmbH) des Arbeitnehmers ist man sich offenbar noch uneins. Die Rechtsform der GmbH hätte dabei noch eine zusätzliche, von den Erfindern wohl nicht bedachte Pointe, hebt die GmbH doch gerade auf „beschränkte Haftung“ ab.



arbitrage gains is considered to be morally wrong, in particular when it leads to the displacement of workers in an environment of almost non-existent mobility“ (Dufey u.a. 1998, S.51). Die Kontroverse um die feindliche Übernahme von Thyssen durch Hoesch hat einen Eindruck davon vermittelt, daß solche „sentimentalen“ Argumente in Deutschland recht wirksam sind - vielleicht könnte man die öffentliche Debatte darüber noch einmal nachzeichnen, um der Wirksamkeit „moralischen“ Argumentierens und sozialer Wertvorstellungen auf die Spur zu kommen. Es scheint inzwischen schon so weit gekommen zu sein, daß Heinrich von Pierer geradezu altmodisch wirkt, wenn er auf die Forderung von Aktionären, „die Beiboote zu versenken“, darauf hinweist, daß darin auch Menschen sitzen würden.<sup>20</sup>

„Eine Gesellschaft wird (im „gesellschaftsorientierten Modell“, d.V.) ausschließlich als verbandsrechtlicher Zusammenschluß und nicht als Unternehmen betrachtet. Auffällig ist das Fehlen jeglichen Arbeitnehmereinflusses“ (Wymersch 1995, S.310), deren Interessen als über „vollständige Verträge“ abgegolten angesehen werden und denen somit keine darüber hinaus gehenden Einflußmöglichkeiten eingeräumt werden dürfen, die „die Gewinnmaximierung beeinträchtigen und die Rendite der Aktionäre reduzieren“ (ebd., S.311) könnten. Der Einkommensanspruch der Anteilseigner, definiert als Residualeinkommen, das nach Abgeltung aller vertraglich determinierten Ansprüche von Kunden, Lieferanten, Arbeitnehmern und Kreditgebern „übrig“ bleibt, darf durch Sonderrechte keiner der sonstigen „Stakeholder“ gemindert werden. Verfechter des Shareholder-Ansatzes machen darauf aufmerksam, daß dies nicht impliziert, daß die Interessen der sonstigen Stakeholder - also von Kunden oder Beschäftigten etwa - unberücksichtigt bleiben, sie kommen aber nur nach Maßgabe der jeweiligen Marktmacht bei Vertragsabschluß zur Geltung, nicht darüber hinaus. Wenn der jeweilige Markt - etwa der Arbeitsmarkt - es erfordert, daß man die Arbeit „humanisiert“, weil man sonst keine qualifizierten Arbeitnehmer bekommt und halten kann, mit denen man ja Gewinne erwirtschaften will, dann kann im Shareholder-Modell auch „humanisiert“ werden, aber eben nicht durch „ungebührliche“ Einflußnahme von Gewerkschaftsvertretern im Aufsichtsrat und durch am Unternehmensfortbestand orientierten Koalitionen von Vorständen mit ihren Belegschaftsvertretungen gegen die Aktionäre (vgl. hierzu ausführlich Wagner 1997). Wahrlich, ein klares, ökonomisches Modell.

Die von uns beobachtete Tendenz, das Verhältnis von Führungskräften zum Unternehmen expliziter und vertragsförmiger zu machen und die „sentimentalen“ Bindungen der langfristig orientierten „balanced exchange“ aufzulösen (vgl. Faust u.a.

---

<sup>20</sup> „Diese Tatsache (die Unterschiede zwischen Deutschland und UK in Bezug auf den Kapitalmarkt) ist nicht Ausdruck unterschiedlicher Entwicklungsstufen oder Reifegrade, sondern Ausdruck eines fundamental anderen Konzepts der Rolle von Wirtschaftsunternehmen in ihrem gesamtwirtschaftlichen Umfeld“ (Wymersch 1995, S.315).

1998), stellten womöglich mehr als nur eine zufällige Wahlverwandtschaft zu diesen Organisationstheorien dar.

Gemäß den nach Hegemonie strebenden neuen Legitimationstheorien müssen alle Hemmnisse beseitigt werden, die der segensreichen Wirkung des Kapitalmarktes entgegenstehen. Dabei fällt ihnen einiges ins Auge, so daß ein recht grundsätzliches Umbauprogramm von Wissenschaft, Recht und gesellschaftlichen Institutionen entworfen wird: So polemisiert Wagner (1997) auch gegen die im deutschen Unternehmensrecht verankerten „Ausschüttungssperren“, die als „Allokationsbremse“ wirken: Die nach § 86 Abs. 2 AktG festgelegte Orientierung der gewinnabhängigen Vergütungsanteile des Vorstandes an dem bilanziellen Jahresüberschuß führt dazu, daß „durch Ausschüttungen die Basis seines Einkommens in den Folgeperioden geschmälert wird“ (S.481), während er durch Gewinnthesaurierung in den Vorteil einer „Doppelzählung“ gelangt.

Wagner streitet mit Verve gegen die außerhalb der Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkttheorie vorherrschenden, traditionell fest verankerten Auffassungen in der deutschen Betriebswirtschaftslehre<sup>21</sup>, die dem SVA entgegenstehen und bis heute Legitimation für ihre Gegner liefern: „Daß es der neuen wissenschaftlichen Disziplin (die entstehende Betriebswirtschaftslehre, d.V.) nicht um die Interessen der Kapitalgeber, sondern um die Erhaltung der Institution ‘Betrieb’ gehen sollte, wurde anhand der die akademische Etablierung des Faches fördernden Bilanztheorien deutlich. Sie hatten allesamt keineswegs zum Ziel, daß sich die Kapitaleigner auf die effizienteste Art der Institution Betrieb oder Unternehmung zur Einkommenserzielung bedienen sollten. Ihre Zielsetzung lag stets und ausschließlich in dem Entwurf von Theorien, daß nicht zuviel ausgeschüttet werden möge und somit mehr in dem vorgeblich gemeinwirtschaftlichen Zwecken dienenden Verfügungsbereich des Betriebs bleiben solle. Die Bilanztheoretiker übertrafen sich in der Verhängung von Ausschüttungssperrvorschriften in der Form ‘realer’ und ‘substanzialer’ Kapitalerhaltung oder gar einer ‘eudynamischen’ Bilanzauffassung; bemerkenswerterweise bilden diese ‘Ausschüttungsbeschränkungstheorien’ noch heute das Ordnungskriterium der Theoriedarstellung zahlreicher Bilanzlehrbücher“ (ebd., S.484; vgl. auch Speckbacher 1997, S.636).

Diese Theorien bilden zugleich die Basis für die Ausbildung der Profession der Wirtschaftsprüfer und Steuerberater. Gravierender aber noch als die betriebswirtschaftlichen Theorien und die Institutionalisierung einer Praxis durch professionelle Selbst-

---

<sup>21</sup> Für Industriosozologen ist es durchaus unterhaltsam, aus dem Munde eines Betriebswirtschaftlers zu hören, seine eigene Disziplin habe sich ungerechtfertigterweise schon immer gescheut, sich „die Leitidee des Profitstrebens für den Kapitaleigner“ zu eigen zu machen, was sich unter anderem in der Umbenennung der ursprünglichen „Privatwirtschaftslehre“ in „Betriebswirtschaftslehre“ ausdrücke (Wagner 1997, S.483).

bindung wirkt aber die gleichgerichtete Entwicklung der Rechtskonstruktionen, die Wagner folgerichtig einer ebenso scharfen Kritik unterzieht. Das Aktiengesetz mit seiner unbestimmten „Zielnorm des Unternehmensinteresses“ als „Bündelung der Interessen aller am Unternehmen im weitesten Sinn Beteiligten“, die „nach juristischer Auffassung keine vorgegebene Rangordnung der Interessenabwägung ergibt“ (ebd., S.491). Wagner wendet sich dann entsprechend gegen die folgende Rechtsauffassung: „Erneut wird die Wahrung des Unternehmensinteresses vor allem in der ‘krisenfesten Sicherung der Unternehmenssubstanz’ gesehen, bei der es sich nach Meinung juristischer Fachvertreter im Gegensatz zum ‘schillernden Begriff der Rentabilität’ um eine ‘betriebswirtschaftlich (und juristisch) operationale Größe handelt.’“ (ebd., S.492). Wagner wendet sich dagegen, daß der Gesetzgeber in gedanklicher Anlehnung an den von den Nationalsozialisten ins Aktienrecht eingeführten §70 Abs. 1 (das dem Vorstand aufgab, die Gesellschaft so zu leiten, ‘wie das Wohl des Betriebs und seiner Gefolgschaft und der gemeine Nutzen von Volk und Reich es fordern’), auch nach dem 2. Weltkrieg die „Institution“ Unternehmen (§58 AktG 1965) zur „Wahrung übergeordneter wirtschafts- und gesellschaftspolitischer Ziele“ eine Begrenzung der Entnahmerechte der Aktionäre vorsehe, um den „Bestand“ und „die Stellung am Markt“ des Unternehmens sichern zu können (ebd., S.492). Folglich sieht er in der „von Renditemechanismen unbeeinflußten Festschreibung des Fortbestands von bestehenden Unternehmen“ einen ganz grundlegenden Widerspruch zu dem ‘kapitalmarkttheoretischen Modell des Unternehmens, das er selbst favorisiert, in dem die Kapitaleigner „(Des)investitionsentscheidungen“ ausschließlich nach Renditekalkülen orientiert an den besten verfügbaren Alternativen durchführen und die Diversifikation der Investitionen ausschließlich Aufgabe der Portfoliopolitik der Kapitalbesitzer, aber nicht des Managements sind. Aber eine „Orientierung des Gesellschaftsrechts an Kapitaleignerinteressen (habe) bislang noch nicht stattgefunden“ (ebd., S.492).<sup>22</sup>

„Durch die Einordnung des Gewinns als Mittel zum Ziel der Fortexistenz der Unternehmung wird der Gegensatz zum Shareholder Value besonders deutlich“, wie Wagner in Kritik am Davoser Manifest darlegt, auf das sich namhafte deutsche Topmanager verpflichtet haben. Demgegenüber favorisiert er Auffassungen wie die von Rieger: „Von den Unternehmern aber könnte man eher behaupten, daß sie es außerordentlich bedauern, wenn sie den Markt versorgen; denn je länger er nicht versorgt ist, desto länger die Aussicht auf Absatz und Gewinn. (...) Die Unternehmung kann es leider nicht verhindern, daß sie im Verfolg ihres Strebens nach Gewinn den Markt versorgen muß“ (Rieger 1928, damals offenbar Minderheitsmeinung) und - könnte man ergänzen - dem einen oder anderen eine Existenzsicherung ermöglicht.

---

<sup>22</sup> Zum Beispiel sieht das deutsche Gesellschaftsrecht die Forderung nach Kapitalerhaltung vor (vgl. Speckbacher 1997, S.636), das auch in der Unternehmenswertermittlung nach dem „Wirtschaftsprüfer-Verfahren“ seinen Niederschlag gefunden hat („Grundsatz der erfolgsorientierten Substanzerhaltung“, ebd.).

Rock (1995) macht darauf aufmerksam, daß Argumente, die auf die gesellschaftliche Legitimität von großen Unternehmen abheben und in Deutschland weithin akzeptiert werden, in den USA traditionell auf wenig Resonanz stoßen (S.279f). Aber auch hier gibt es in jüngerer Zeit Gegenbewegungen: „... in den am meisten deregulierten Gesellschaften des 'atlantischen Kapitalismus' (setzt) eine Debatte über 'Stakeholder-Kapitalismus' ein (...): Am Gang der Ökonomie sollen alle Interesse nehmen können, die von Unternehmensentscheidungen irgendwie betroffen sind: die Beschäftigten, Kunden, Konsumenten, lokale und regionale Gemeinschaften (Kay1996, The Economist vom 10.2.1996)“ (Altvater/Mahnkopf 1996, S.28).

## ***2.2 Der Markt für Unternehmenskontrolle als „externe Kontrolle“ und Disziplinierungsinstrument für das Management im internationalen Vergleich***

In der Vertragstheorie der Unternehmung, die die Firma als ein Geflecht von Individualverträgen auffaßt (vgl. Jensen/Meckling 1976) und in der „die Aktionäre (...) das Teilrecht der Ressourcenverfügung per Individualvertrag auf die Manager“ übertragen (vgl. Beyer 1998, S.68), wird das Kontrollproblem der Aktionäre durch die disziplinierende Kraft des Kapitalmarkts bzw. des „Markts für Unternehmenskontrolle“ (vgl. Manne 1965) gelöst. Diese Theorie wurde wohl nicht zufällig in den USA als „Gegenparadigma“ und als „Gegenprogramm“ zur Managerherrschaft formuliert (s.o.).

Die Aktionäre behalten durch die disziplinierende Wirkung des Kapitalmarktes die Vorteile der Ressourcenübertragung (Nutzung der Spezialisierungsvorteile einzelner Unternehmen, zugleich Risikostreuung durch Diversifizierung der Anlage auf verschiedene Anlageobjekte), ohne sich unlösbare Kontrollprobleme einzuhandeln. Vorausgesetzt ist ein funktionierender Kapitalmarkt bzw. „Markt für Unternehmenskontrolle“. Von den Theoretikern dieser Richtung wird denn auch entsprechend die Herstellung effizienter Kapitalmärkte gefordert: So kritisierte Manne (1965) die in den USA damals gültige Anti-Trust Gesetzgebung, die horizontale Unternehmenszusammenschlüsse weitgehend verhindert habe (vgl. näher Beyer 1998, S.67; vgl. auch Roe 1993). Dadurch werde die Managermacht zu Lasten der Anteilseigner gestärkt, weil es die Konkurrenten auf den selben Märkten sind, die am ehesten schlecht geführte Unternehmen erkennen und durch Übernahme beseitigen könnten.

Der Theorie nach wirkt ein effizienter Kapitalmarkt oder „Markt für Unternehmenskontrolle“ über zwei Mechanismen disziplinierend auf das Management. Unterstellt man, daß der Börsenwert/Marktwert des Unternehmens als Indikator für die Leistung des Managements gewertet werden kann (was durchaus umstritten ist, vgl. Beyer 1998, S.68), „beeinflußt der Kursverlauf (...) die zukünftigen Finanzierungsmöglichkeiten des Unternehmens“ (ebd.) und wirkt vermittelnd disziplinierend auf das Management. Insbesondere dann natürlich, wenn deren Vergütung an den Marktwert gekoppelt ist.

Zum anderen wirkt direkter disziplinierend ein ausgebildeter Markt für Unternehmenskontrolle. „Niedrige Aktienkurse wirken danach für Außenstehende als Signal,

daß sich die offensichtlich vom Management nicht optimal genutzten unternehmerischen Möglichkeiten durch die Übernahme der Unternehmung und den Austausch des schlecht operierenden Managements in Gewinne ummünzen lassen. In dieser Sicht herrscht auf dem Markt für Unternehmenskontrolle Wettbewerb zwischen verschiedenen Managerteams um das Recht, die Ressourcen einer Unternehmung zu kontrollieren“ (ebd., S.69). So ermöglicht der Markt für Unternehmenskontrolle Managementkontrolle, ohne daß ein „langfristiges Eigentumsinteresse an dem zu übernehmenden Unternehmen notwendig“ ist (ebd., S.70). Auch ohne daß aktuell immer eine (feindliche) Übernahme erfolgen oder glaubhaft angedroht werden muß, wird das Management „im Eigeninteresse“ sein Verhalten an die Zielvorstellungen der externen Eigenkapitalgeber anpassen (vgl. ebd.).<sup>23</sup> „Ein funktionierender Kapitalmarkt entlastet die Eigentümer somit von der ‘monitoring costs’ verursachenden direkten Kontrolle der Manager“ (ebd.). Vertreter dieser Theorie - auch in Deutschland - fordern entsprechend alles zu unterlassen, was die Effizienz der Kapitalmärkte einschränken könnte bzw. alles zu beseitigen, was sie noch an ihrem segensreichen Wirken hindert (s.o. z.B. Wagner 1997). Übereinstimmung von „residual property rights“ und „residual controll rights“ gehört dann z.B. elementar zu einem solchen Forderungskatalog (vgl. Schmid/Seeger 1998). Ferner versprechen ungehinderte Kapitalmärkte und die dadurch ermöglichten Übernahmen eine Verbesserung der Leistung der Unternehmen, die zuvor „Underperformer“ waren, weil das Versagen des bisherigen Managements korrigiert werden könne.<sup>24</sup>

---

<sup>23</sup> Für Großbritannien, das Land in Europa das am ehesten dem Modell entspricht, werden solche Effekte des vorausseilenden Gehorsams des Managements berichtet. „Senior managers in firms potentially the subject of a hostile take-over see this as a threat because take-overs generally result in a change of executives. Thus management behaviour is in part shaped by an attempt to prevent the firm being taken over. This can be achieved through concentrating on maximising short-term profitability in order to keep up the share price - making a hostile bid more expensive - and through distributing a high proportion of profits in the form of dividends to shareholders in order to generate loyalty to the existing managerial team. A key consequence is the orientation of management towards short-term considerations, arguably at the expense of investments in research and development, new technology and training. This analysis is developed by the commentator Will Hutton in his book *The State we're in* (London: Vintage (1996), which sees take-overs as one source of the short-termist pressures on UK firms“ (Eironline/European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, July). Bezugnehmend auf Jenkinson/Mayer (1992) werden demgegenüber die Vorzüge der Länder hervorgehoben, die der Übernahme-Welle Hindernisse in den Weg legen und in denen es stabile Eigentümerverhältnisse gibt. Dies ermutige die Entstehung impliziter Verträge zwischen Management und Beschäftigten, die Qualifizierung des Personals und größere Loyalität der Beschäftigten zu ihrer Firma. Die Verfolgung langfristiger Ziele wie größere Marktanteile werde dadurch ebenfalls motiviert.

<sup>24</sup> Auch dieser Effekt wird für diejenigen Länder, die einem effizienten Markt für Unternehmenskontrolle am nächsten kommen wie Großbritannien, begründet angezweifelt. Nicht nur gehen oft mit den Takeovers erhebliche Beschäftigungsverluste einher, auch die „Performance“ der übernommenen Firmen ist entgegen der theoretischen Annahme in vielen Fällen nicht besser, sondern häufig sogar schlechter (vgl. näher eironline, July 1998; auch Beyer 1998, S.71ff; Guttman 1998).

Soweit die Theorie. Beyer macht darauf aufmerksam, daß die „theoretisch angenommene Kontrollwirkung des Kapitalmarktes (...) in höchstem Maße voraussetzungsvoll (ist). Zunächst muß ein wirklicher ‘Markt’ für Unternehmensübernahmen und Fusionen (M&A-Markt) gegeben sein. Der Kauf und Verkauf von Unternehmen ist kein neuartiges Phänomen. Bleibt es bei vereinzelt Transaktionen, bei denen Käufer und Verkäufer im Grunde nie in Konkurrenz mit anderen Interessenten stehen, kann allerdings nur bedingt von einem ‘Markt’ und einem ‘Marktpreis’ für Unternehmen ausgegangen werden“ (1981, S.70). Vor allem aufgrund der Transaktionshäufigkeit gilt der amerikanische Markt als Leitbild für einen hochentwickelten Markt für Unternehmenskontrolle (ebd., S.71). Die nähere Analyse des sogar für prototypisch gehaltenen amerikanischen Falles zeigt aber, daß „eine Kontrollwirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle“ nur für bestimmte Phasen überhaupt in Betracht kommt, „am ehesten für die Zusammenschlußphase der 80er Jahre anzunehmen ist“ (vgl. Beyer 1998, S.71ff).<sup>25</sup> Die Phasenhaftigkeit der Transaktionen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle läßt zumindest „Zweifel an der allgemeinen Gültigkeit der unterstellten Kontrollwirkung des Kapitalmarktes aufkommen.“ (S.76). Selbst für die „prototypischen feindlichen Übernahmen und Leveraged-Buy-Outs der 80er Jahre ist zudem weiterhin umstritten, ob nicht andere Motive als die Ablösung unfähiger Manager im Vordergrund standen“ (ebd.). Zusammenfassend stellt Beyer im Hinblick auf den amerikanischen Fall fest, „daß die Mehrzahl der Transaktionen, die in den Vereinigten Staaten im Laufe der Geschichte vonstatten gingen, nicht durch einen Disziplinierungswillen motiviert waren. Feindliche Übernahmen sind eine Erfindung der 50er Jahre und die erste Zerschlagungsübernahme fand erst im Jahre 1965 statt (Stearns/Allan 1996:706). Eine Vielzahl dieser gegen den Willen des alten Managements durchgeführten Übernahmen hatte allerdings entgegen jeder Disziplinierungsvorstellung gut operierende Unternehmen zum Ziel. Das Disziplinierungsmotiv scheint noch am ehesten in den 80er Jahren eine Rolle gespielt zu haben, als viele in der ‚conglomerate merger wave‘ der 60er Jahre entstandenen Konglomerate wieder aufgelöst wurden. Bemerkenswert ist der Umstand, daß die verschiedenen Phasen auf dem amerikanischen Markt für Unternehmenskontrolle im Zusammenhang mit politischen Richtungswechseln in der Anti-Trust-Politik zu sehen sind. Der später kritisch bewertete Aufbau von Konglomeratsstrukturen war ebenso eine Folge recht-

---

<sup>25</sup> Die McKinsey-Autoren Copeland u.a. (1998) reflektieren diese Erkenntnisse für die Begründung der „wertorientierten Unternehmensführung“ im Vorwort zur 2. (deutschen) Auflage: „Als wir Ende der achtziger Jahre die erste Ausgabe dieses Buches schrieben, übte der Wettbewerb um Verfügungsrechte an Unternehmen einen starken externen Druck auf US-amerikanische Manager aus, die immer mit der Möglichkeit einer feindlichen Übernahme oder eines Leveraged Buyout rechnen mußten. ‘Raider-Aktivitäten’ waren an der Tagesordnung, und die Unternehmensführungen hatten allen Grund, eine möglichst große Wertsteigerung für ihre Aktionäre anzustreben. In der Zwischenzeit sind wir zu der Erkenntnis gelangt, daß die Gründe für ein wertorientiertes Management viel umfassender sind. Der Wettbewerb um Verfügungsrechte an Unternehmen ist zwar ein wichtiger, aber nicht der einzige und auch nicht der ausschlaggebende motivierende Faktor - vor allem außerhalb der USA nicht.“ (S.25).

licher Intervention (vgl. Fligstein, d.V.) wie die anschließende Phase, in der die Zerschlagung unterbewerteter Konglomerate in Umkehrung der vorangegangenen Verhältnisse gerade begünstigt wurde. Unter Berücksichtigung der Phasenhaftigkeit der Übernahmeaktivitäten ist daher weniger von *einer* Logik des Übernahmemarktes auszugehen. Zum einen folgt dies bereits aus der Vielzahl der möglichen Übernahmemotive. Zum anderen sind die Funktionslogiken in maßgeblicher Weise von den rechtlich-institutionellen Rahmenvorgaben beeinflusst, mit allen intendierten und un-intendierten Nebenfolgen, die sich daraus ergeben“ (ebd., S.77f). Diese Bewertung Beyers, die sich auf eine breite Literaturanalyse stützt, wird durch Rock (1995) und die neuere Arbeit von Guttmann (1998) bestätigt. Hiernach erwies sich die Ausübung der Kontrolle über den „Markt für Unternehmenskontrolle“ für die institutionellen Anleger, die sich an den „Übernahmeschlachten“ der 80er Jahre beteiligt hatten, selbst als nicht vorteilhaft. Die Hochzeit der feindlichen Übernahmen mit disziplinierender Absicht ist auch in den USA in den neunziger Jahren vorbei. „All of a sudden, the shareholders' champion of the 1980s, the market for corporate control, seemed to wither away“ (Rock 1995, S.294).

Die bedingte und phasenweise Tauglichkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle zur Disziplinierung des Managements in den USA, gilt in noch weit eingeschränkterer Form in Europa, namentlich in Kontinentaleuropa. „Eine vergleichbare Situation scheint am ehesten in Großbritannien gegeben zu sein“ (Beyer 1998, S.78). Der deutsche M&A-Markt ist zwar äußerst transaktionsaktiv, „in deutlichem Kontrast zur amerikanischen und britischen Situation fehlen aber feindliche Übernahmen nahezu völlig“ (ebd.), zudem dominieren Anteilskäufe gegenüber Übernahmen. „Disziplinierungsmotive stehen aufgrund der ausschließlichen ‚Freundlichkeit‘ der Transaktionen von vornherein nicht zur Debatte.“ Zusammenschlüsse und Übernahmen erfolgen „vor allem aufgrund des unabhängig von kurzfristigen Effizienzüberlegungen verfolgten Motivs der Erhöhung der Marktmacht“ (ebd., S.81), die zumeist im Managerinteresse liegen (vgl. ebd., S.83) bzw. „einvernehmlich“ zwischen den beteiligten Kontrollgruppen vorgenommen werden.

Als wesentliche Gründe für die „Abweichung des deutschen Marktes für Unternehmensübernahmen vom anglo-amerikanischen Modell“ (ebd., S.84) werden Faktoren in Anschlag gebracht, die allesamt mit dem unterschiedlichen Modell der „Corporate Governance“ zu tun haben.<sup>26</sup>

- Die Eigentumsstruktur und Verflechtung der deutschen Unternehmen.

---

<sup>26</sup> Auch die Promotoren des Shareholder Value-Konzepts unterscheiden sich in dieser Bewertung nicht: Copeland u.a. (1998, S.41) z.B. stellen fest, „daß es nur in den USA einen starken Wettbewerb um Verfügungsrechte an Unternehmen gibt. Die ineinandergreifende Eigentumsstruktur in Deutschland und Japan verhindert feindliche Übernahmen.“

- Die Macht der Banken, die als „Verhinderer eines aktiven Marktes für Unternehmenskontrolle“ gelten (Beyer 1998, S.84).
- Das deutsche, zweistufige interne Kontrollsystem, das eine Absetzung des Vorstands nur durch vorherige Eroberung der Mehrheit im Aufsichtsrat ermöglicht und außerdem auf die Amtsperioden Rücksicht nehmen müßte, die nur durch eine 2/3-Mehrheit vorzeitig beendet werden können (vgl. ebd.).
- Das deutsche Mitbestimmungsrecht (vgl. ähnlich auch Schröder 1996).

Diese Faktoren kommen zum Tragen, obwohl viele deutsche Unternehmen aufgrund sehr hoher Gewinnrücklagen interessante Objekte für feindliche Übernahmen sein könnten (ebd.) und obwohl es - jedenfalls bis 1994 - wegen der geringen Publizität der Anteilsverteilung in Deutschland relativ leicht war, diskret und unbemerkt ein beträchtliches Anteilseigentum aufzubauen (vgl. Schröder 1996, S.369).

Beyer resümiert: „Nur ein bestimmter Pfad des Kapitalismus schlägt die Berle/Means-Richtung ein. Nur in diesem Entwicklungspfad anglo-amerikanischer Prägung entwickelt sich die Publikumsgesellschaft mit breit gestreutem Anteilsbesitz zum allgemein vorherrschenden Unternehmenstypus. Das heißt aber auch, daß die Gefährdung der so entstandenen Managermacht durch den Markt für Unternehmenskontrolle gleichfalls nur für die anglo-amerikanische Entwicklung typisch ist. Auf diese Gefährdung der Managerherrschaft können die Manager u.a. mit dem Aufbau von Verflechtungsstrukturen reagieren (ein anderer Weg sind z.B. ‚poison pills‘). Dies macht Verhaltenskoordination erforderlich. Verhaltenskoordination, die in einem anderen Kapitalismusmodell bzw. in einem anderen Entwicklungspfad aus anderen Gründen längst institutionell (u.a. in Form sich reproduzierender Verflechtungsstrukturmuster) verfestigt sind. Deutschland ist in dieser Sicht nicht dem anglo-amerikanischen Modell gefolgt, sondern einem Modell in dem je nach Akzentuierung ‚hegemoniale‘ bzw. ‚kooperative‘ Verflechtungsstrukturmuster einen wesentlichen Beitrag zur Verhaltenskoordination leisten“ (Beyer 1998, S.120).

Allerdings geht Beyer nicht auf die Veränderungen jüngerer Zeit ein, die mit veränderten Strategien der deutschen Banken und dem Bedeutungsgewinn neuer internationaler, aber auch „neuer“ deutscher institutioneller Anleger verbunden sind. Darauf wollen wir im folgenden zu sprechen kommen. Auch wenn deren Auftreten und Einflußnahme nicht als Herausbildung eines „Marktes für Unternehmenskontrolle“ gekennzeichnet werden kann, sind doch Wechsel in der Zusammensetzung der Kontrollgruppen und andersartige Kontrollstrategien denkbar, die gravierende Veränderungen für das angestellte Management, die Unternehmensstrategien und Beschäftigungsbedingungen mit sich bringen können.



## **2.3 Neue institutionelle Anleger**

### **Die Entwicklung in den USA**

In den USA wird über einen längeren Zeitraum ein Anstieg des Institutionalierungsgrades des vormals sehr breit gestreuten Eigentums an den Aktiengesellschaften beobachtet, das die frühere Basis der Managerherrschaft darstellte (vgl. auch Hirsch-Kreinsen 1998, S.211ff).<sup>27</sup> Nach Angaben des Spiegel (7/1999, S.85) verwalten die „Publikumsfonds“ in den USA Ende 1997 8046 Mrd. Mark, in den führenden Industriestaaten sind es inzwischen insgesamt 12 Billionen Mark Aktienkapital, im Vergleich zu den 3 Billionen Mark 1990 ein rasanter Anstieg.

In den USA wurde das Top-Management von Unternehmen, deren internen Unternehmenswert den Börsenwert deutlich überschreitet und/oder die sich den Ausschüttungsphantasien der Anleger widersetzen, vor allem in den 80er Jahren durch die sog. Raider, über feindliche Übernahmen oder die Drohung damit, zur Räson gebracht. An diesen Aktivitäten beteiligten sich die größten privaten Pensionsfonds (vgl. Guttmann 1998, S.647; s.o. „Markt für Unternehmenskontrolle“).<sup>28</sup> Und obwohl die Raider-Welle inzwischen abgeflaut ist, nicht zuletzt durch Eingriffe des Gesetzgebers<sup>29</sup>, gibt es doch immer wieder Berichte, daß die neuen Eigentümer sogar dazu in der Lage sind, das Top-Management von „Under-Performern“ auszuwechseln, um eine veränderte Unternehmenspolitik zu erzwingen. Dies geschieht aber nun nicht mehr ausschließlich oder vornehmlich über „externe“ bzw. Marktkontrolle. Alle direkten Einflußnahmen des sogenannten „Shareholder Activism“ sind offenbar verbreiteter als früher (vgl. auch Hirsch-Kreinsen 1998, S.212), womit die neuen Eigentümer die (vermutlich nur mittelfristig realisierbare) Exit-Option als Druckmittel nutzen, um ihre Stimme („voice“) erfolgreich zu erheben: „they found their voice“ (Rock 1995, S.294, vgl. auch Guttmann 1998). Zurückgeführt wird dies nicht zuletzt darauf, daß in den USA seit den 80/90er Jahren große Investorengruppen zunehmend größere An-

---

<sup>27</sup> „We found that shareholding had become much more concentrated. Now, we had a group of very large and increasingly active institutional investors. Between 1950 and 1989, pension funds went from owning less than one percent to holding in excess of 26%. Institutional investors as a group (pension funds, mutual funds, insurance companies, bank-managed funds and charitable and educational endowments) went from holding 8% of equities to more than 45%. Of the top fifty U.S. corporations ranked by 1989 stock market value, forty-five had institutional ownership in excess of 33% and twenty-five in excess of 50%, and many with even more. And, institutional holdings were (and continue to be) concentrated in relatively few institutions, at least by comparison to the Berle and Means corporation. The twenty largest pension funds account for about twenty-six percent of the total pension fund assets.“ (Rock 1995, S.294).

<sup>28</sup> Die Raider-Welle in den USA wurde ermöglicht durch die Änderung von Rechtsvorschriften. In der Reagan-Ära wurden die bislang verbotenen „horizontal mergers“ erlaubt, die zuvor unter der Antitrust-Gesetzgebung (1960ff) strikt verboten waren (Rock 1995, S.293). Dadurch entstand erst wirklich ein Markt für Unternehmenskontrolle in den USA. „The market for corporate control was the single most important constraint on corporate management“ (ebd.).

<sup>29</sup> „Anti-takeover statutes“ in the late 80s (Rock 1995, S.294). Anfang der 90er Jahre „the age of hostile tender offers ended.“

teile an einzelnen Unternehmen halten. Wie diese Entwicklung zu bewerten ist, ist nicht so einfach zu bestimmen: „Investor profiles from a range of firms generally indicate that neither specific companies nor particular institutions were vitally dependent upon one another. The relative stake of each side in the other rarely exceeded several percentage points of total value. Most companies were beholden to no single shareholder, and most institutional investors were reliant on no one firm. The steady aggregation of holdings among the institutional investors during the 1980s had made each side more important to the other. But the symbiotic dependency was still built on networks involving many players. No institution could expect to exercise major influence, at least by virtue of its holdings alone“ (Useem 1993, S.317).

Hinzugekommen ist aber auch eine Veränderung der Regulierung, die es auch den früher schon großen Fonds schwer machte, direkten Einfluß zu nehmen.<sup>30</sup>

„U.S. investment fund companies - which have controlled 57% of all publicly traded stock at the end of 1994 (see Useem 1996, 25) - have been forced into passivity by a combination of strict insider trading regulations and tax penalties for taking strategic investment positions. However, the relaxation of SEC rules regarding communication among shareholders (...) and the ‘unbundling’ of management proposals in ‘proxy contests’ is now facilitating greater involvement of institutional investors in corporate governance (see Blair 1995, 72). Public pension funds have been explicitly encouraged by the U.S. Department of Labour to actively exercise their voting rights in the interest of the beneficiaries (i.e. not to grant any proxy votes to company management). As a result, these funds are now the most vocal institutional investors in the United States: they forced more than 60% of all Fortune 500 companies incorporated in Pennsylvania to opt out of the state’s anti-takeover provision (see Monks/Minow 1995, 40), have mounted campaigns against ‘poison pills’ (see Blair 1995, 166) and have advocated federal laws to protect the rights of shareholders. In the late 1980s CalPERS (California Public Employee Retirement System) began targeting poor performers in their portfolio (e.g. Sears, Honeywell) with specific governance reform proposals. The academic debate over the effect of the new shareholder activism on firm performance has so far not yielded unambiguous answers (see Monks/Minow 1995, 157; Karpoff et al. 1996)“ (Dufey u.a. 1998, S.58).<sup>31</sup>

---

<sup>30</sup> Wenn in Bezug auf die USA von einer Renaissance der Eigentümermacht die Rede ist, dann bezieht sich das auf das Bild der bisher unumschränkten „Managermacht“, die nunmehr vermehrt in Frage gestellt und neu ausbalanciert wird. „In America, in contrast (zu Deutschland und Japan, d.V.), even after the concentration and institutionalization of recent years (geschrieben 1993, d.V.) the largest five shareholders rarely together control as much as 5% of a large firm’s stock. (...) The U.S. structure of corporate ownership focuses power in management, especially in the chief executive officer.“ (Roe 1993, S.1936)

<sup>31</sup> Die Beschreibung des „amerikanischen Marktes für Unternehmenskontrolle“ bei Hirsch-Kreinsen (1998, S.211ff) berücksichtigt zu wenig die dortigen Veränderungen seit Ende der 80er Jahre. Die allgemeine Verwendung des Begriffs „Markt für Unternehmenskontrolle“ führt dazu, daß die dortigen

Koordinierte Aktion verschiedener institutioneller Anleger wird häufiger. Diese Bestrebungen drücken sich auch in der Gründung des „Councils of Institutional Investors“ und der „United Shareholders Association“ und von verschiedenen Institutionen, die für Transparenz sorgen, aus (vgl. Useem 1993, S.318). Allerdings sind alle konzentrierten Aktionen unterschiedlicher Investorengruppen mit den Problemen konfrontiert, die kollektive Aktion generell schwierig machen (Trittbrettfahrerproblem; Transaktionskosten, Koalitionsbildung). Aus diesen Gründen konzentrieren sich die Interventionen oftmals auch auf Regularien der Corporate Governance, Investor Relations, Managementvergütungssysteme u.ä. und nicht auf strategische Einflußnahme auf die Geschäftspolitik (vgl. auch Black/Coffee 1994).

Auch nach Wymersch (1995, S.308) ist das „gesellschaftsorientierte“ angelsächsische Modell „aufgrund der Konzentration von Aktien bei institutionellen Anlegern (...) inzwischen etwas verwässert,“ auch wenn er die Akzente etwas anders setzt als Dufey u.a. (1998, s.o.). „Zufriedenheit oder Unzufriedenheit mit der Unternehmensführung kann technisch nicht mehr durch An- bzw. Verkauf auf den Märkten ausgedrückt werden, ohne größere und damit störende Preisschwankungen auszulösen. Darum engagieren sich institutionelle Anleger mehr und mehr als Kontrolleure. (...) Damit wird die Aufsichtsfunktion der Märkte durch ein wiedererwachendes Interesse an gesellschaftsrechtlicher Regulierung und an Gewinnmaximierung für die Aktionäre ersetzt. Die jüngst befürworteten Überwachungsmodelle, wie z.B. das des Cadbury Report, beschäftigen sich denn auch weniger mit Publizität als Mittel des effizienten Funktionierens des Marktes, sondern mit Publizität als Mittel der gesellschaftsrechtlichen Steuerung, so daß eine rechtzeitige Intervention in die Unternehmensführung ermöglicht wird. (...) Dennoch wird es nur selten dazu kommen, daß ein institutioneller Anleger die tatsächliche Managementpolitik in den Kreis seiner Entscheidungskriterien einbezieht. Das Management wird vielmehr allein anhand von Resultaten beurteilt, wobei es letztlich auf die - kurzfristigen, bisweilen vierteljährlich beurteilten - Gewinne bzw. Dividenden ankommt“ (Wymersch 1995, S.308). Im Spiegel (7/1999) wird der Direktor des mächtigen Calpers-Fonds mit der programmatischen Aussage zitiert: „Wir verstehen uns nicht als Shareholder, sondern als Shareowner, als Miteigentümer“ (S.88).<sup>32</sup> Je stärker aber die Fonds in die Rolle von solchen „Miteigentü-

---

gen Veränderungen, die andere Autoren als „Konvergenz“ thematisieren, übersehen werden. Vor diesem Hintergrund kann es dann nur um eine mehr oder weniger starke „Amerikanisierung“ des deutschen Kapitalmarktes (ebd., S.215) gehen.

<sup>32</sup> In der FAZ vom 31.5.1996 (S.24) wird unter der Überschrift „In Amerika regt sich Kritik am Shareholder-Value-Konzept“ das Vorstandsmitglied des Calpers-Fonds Richard H. Koppes zitiert: „Unter dem Eindruck früherer Kritik von Aktionären, dabei nicht zuletzt Calpers', hätten manche Vorstände überreagiert, meint Koppes. Sie seien deshalb bereit, Humankapital auf dem Altar kurzfristiger Kursgewinne zu opfern. Das aber sei kurzfristig und liege deshalb keineswegs im Interesse von Calpers, einem langfristig orientierten Investor, argumentiert Koppes weiter. Denn der Abbau von Arbeitsplätzen sei zwar ein Instrument, um kurzfristig die Profitabilität zu steigern, nicht aber um dauerhaften Wertzuwachs zu schaffen. Nach Ansicht von Koppes ist das Pendel in letzter Zeit zu stark zugunsten der Aktionäre ausgeschlagen. Das habe die Machtbalance aus

mern“ schlüpfen und tatsächlich grundlegende Strategien der Unternehmen beeinflussen, bei denen sie sich engagieren, um so mehr sind sie mit dem Problem konfrontiert, für ihre „unternehmerische“ Einflußnahme ihrerseits Verantwortung übernehmen zu müssen (zumindest wenn es offensichtlich schief geht). Vermutlich erfährt dann das Principal-Agent-Problem zwischen den Fondsmanagern und den eigentlichen Eigentümern (zu einem bedeutenden Teil in den USA in der Doppelrolle von Aktionär und abhängig Beschäftigtem) größere Aufmerksamkeit, während gegenwärtig vor allem das Principal-Agent-Problem zwischen (institutionellen) Eigentümern und dem Unternehmensmanagement thematisiert wird.

Die Bewertung der Einflußnahme der (neuen) institutionellen Anleger ist insgesamt nicht einheitlich und vieles bleibt noch unklar (vgl. auch Useem 1993, S.314ff).<sup>33</sup> Sicher scheint nur, daß nicht generell von kurzfristigen „stripping out“-Strategien ausgegangen werden kann (vgl. Copeland u.a. 1998, S.114ff). Gegen diese Annahme spricht allein schon der Umstand, daß auch Start-Ups mit unsicheren Erfolgsaussichten, oftmals in sogenannten Zukunftsmärkten finanziert werden (z.B. die Internet-Firmen oder Biotechnik-Firmen). Hier ergibt sich eher die Frage, wie es zu solchen Erwartungen in die Zukunft von Unternehmen oder ganzen Branchen kommt, obwohl diese auch immer wieder enttäuscht werden (vgl. auch Copeland u.a. 1998).<sup>34</sup>

---

dem Gleichgewicht gebracht.“ Calpers wolle zukünftig stärker Bewertungskriterien anlegen, die die langfristigen Unternehmensperspektiven berücksichtigen.

<sup>33</sup> Einen empirischen Einblick gibt die hervorragende Studie von Black/Coffee (1994), die das Auftreten, die Anlässe, Ergebnisse und Probleme (Kosten, free-riding, Probleme der Koalitionsbildung) größer werdender institutioneller Anleger im UK untersuchen, die zunehmend mit dem Problem konfrontiert sind, die traditionelle Exit-Option nicht mehr so einfach wahrnehmen zu können. Sie diskutieren die Ergebnisse des britischen Falles im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung in den USA, die sich zunehmend (hinsichtlich Institutionalierungsgrad und Regulierung) dem britischen Fall annähert. Diese Ergebnisse sind deswegen interessant, weil sich im UK nur ein moderater Shareholder Activism feststellen läßt, obwohl dort - anders als in den USA - keine rechtlichen Restriktionen Koalitionsbildungen beschränken.

<sup>34</sup> An dieser Stelle müßte eigentlich näher auf die Rolle der „Informationsintermediäre“ (Analysten, Rating-Agenturen; Finanzpresse) eingegangen werden, die das anlagewillige Publikum, vor allem aber die alten und neuen Finanzintermediäre mit Informationen, Analyse und Empfehlungen über Unternehmen und Branchen versorgen. Welche Methoden und Modelle sie in der Praxis verwenden, wie sich diese auf Theorien beziehen, inwieweit diese operationalisierbar sind, wie die Akteure die Lücken der Operationalisierung füllen etc., zu all diesen Fragen gibt es eine Fülle von aktuellen journalistischen Alltagsbeobachtungen (Spiegel 45/1977; Spiegel 12/1997; Spiegel 7/1999, Manager-Magazin 4/1995; Manager-Magazin 5/1997; Manager-Magazin 11/1997; Manager-Magazin 12/1997; Manager Magazin 4/1998; Wirtschaftswoche 50/1997, Wirtschaftswoche 14/1998; Molitor 1998; Wiebe 1998) und eine breite Forschungsliteratur. Für die hier verfolgten Zwecke ist vor allem die empirisch ausgerichtete, nicht normativ orientierte von Interesse (vgl. u.a. Teile von Copeland u.a. 1998; Gerke 1998; Gerke u.a. 1995; Hirsch-Kreinsen 1998; Kuschwitz/Löffler 1998; Küting 1998; Marseguerra 1998; Price Waterhouse o.J.; v. Randow 1998; Schlienkamp 1998). Die Zeitschrift „Accounting, Organizations and Society“ ist auch für diese speziellen Fragen ein Forum (vgl. z.B. Vergoossen 1997 und dortige Forschungsliteratur), generell aber für theoretische Fragen des „Accounting“ in sozialwissenschaftlicher Perspektive (vgl. u.a. Ahrens 1997; Arrington/Schweiker 1992; Boland 1996; Boland 1993; Bryer 1993; Carruthers

Für die großen, mit erheblichen Beteiligungen ausgestatteten Fonds gilt die Kurzfristorientierung aber offenbar nicht mehr. Ähnliches wird im übrigen auch für Deutschland behauptet (vgl. Price Waterhouse o.J.) .

„Da sie nicht einfach aussteigen können, müssen die Pensionsfonds der Möglichkeit ins Auge sehen, daß sie gezwungen sein können, ihre Anteile für längere Zeit zu halten. Diese Perspektive führte dazu, daß sich in den letzten Jahren viele Pensionsfonds viel stärker mit den langfristigen Aussichten 'ihrer' Unternehmen beschäftigen als dies früher der Fall war. Diese Tendenz wurde noch durch eine Verschiebung von Pensionsplänen mit festgelegter Auszahlung zu solchen mit festgelegten Einzahlungen verstärkt. Die Vorteile der letzteren, insbesondere geringere Verwaltungskosten und Vorschriften und die Verschiebung des Risikos auf die Beschäftigten, wurden angesichts der relativ schlechten Ergebnisse der ersteren immer wichtiger. Vor allem stehen die Pensionspläne mit festgelegten Einzahlungen unter einem geringerem Druck, kurzfristige Gewinne zu machen als die Pläne mit festgelegten Auszahlungen, so daß sie auch ihre Investitionen mit einer langfristigen Perspektive betrachten können. Die Verwandlung der amerikanischen Pensionsfonds von passiven Investoren zu aktiven Eigentümern wurzelte in dem Kollaps des Übernahmebooms in den späten 80er Jahren. Ironischerweise war das größere Engagement der Pensionsfonds nicht zuletzt ein Ergebnis der Desillusionierung über die Ergebnisse der Übernahmeschlachten, die die Fonds selbst angeheizt hatten. Die Fondsmanager gerieten zunehmend in Sorge über die teuren Verteidigungsmaßnahmen schwacher Firmen, über die enttäuschenden finanziellen Ergebnisse der Aufkäufe sowie über die schwere Schuldenlast der Unternehmen nach den Übernahmeschlachten“ (Guttmann 1998, S.647f).

Das Agieren der Fonds als aktive Eigentümer wurde auch durch regulative Veränderungen des amerikanischen Systems erleichtert, da die Wertpapieraufsichtsbehörde (Securities Exchange Commission) den verschiedenen Aktionärsgruppen koordinierte Aktionen ermöglichte, was früher explizit verboten war (vgl. ebd.). Informelle, nicht-sichtbare Koalitionen der Einflußnahme waren aber wohl auch unter den restriktiven Bedingungen möglich (vgl. Useem 1993). Von den erweiterten Möglichkeiten koordinierter Einflußnahme haben die Fonds zunehmend Gebrauch gemacht, u.a. indem schlechtes Top-Management ausgewechselt, die exzessiven Gehälter der Manager beschnitten und auf die Unternehmenspolitik (u.a. auch Mergers&Acquisitions) Einfluß genommen wurde. Allerdings stand das Management der attackierten oder potentiell der gesteigerten Einflußnahme ausgesetzten Unternehmen der Entwicklung nicht passiv gegenüber. Eine Reihe von Gegenmaßnahmen zur Begrenzung des Einflusses der institutionellen Investoren (wie „classified directors“, „poison pills“,

---

ruthers 1995; Lukka/Kasanen 1996; Macintosh/Scapens 1990; Manninen 1996; Neu 1991; Scapens/Macintosh 1996). Eine sozialwissenschaftliche Analyse der Entscheidungen bzw. Arbeitsweise von Analysten liegt neuerdings von Mars (1998) vor.

etc.) wurden seit Mitte der 80er Jahre zunehmend ergriffen (vgl. Useem 1993, S.323ff).

Dabei kam es auch zu politisch motivierten Aktionen öffentlicher Fonds gegen die Kooperation mit dem Apartheidregime in Südafrika oder gegen Firmen, die gegen Umweltschutzgesetze verstießen (vgl. ebd.). Laut Spiegel 7/1999 versuchen die amerikanischen Gewerkschaften auf die Politik der Fondsmanager Einfluß zu nehmen, die sie kontrollieren. Dies betrifft immerhin rund 10 Prozent des amerikanischen Aktienmarktes. Danach sollen die Fondsmanager zukünftig Firmen bestrafen, die „ihren Managern übertriebene Gehälter zahlen oder sich nicht um Umweltgesetze, Arbeitsplatzsicherheit und Sozialstandards kümmern“(Spiegel, S.90). Im amerikanischen Wahlkampf läßt sich ein neuer Populismus beobachten, der sich gegen die durch die Shareholder Value-Orientierung ausgelöste „Profitgier“ richtet und eine Rückbesinnung auf eine ausgewogenere Stakeholder-Orientierung einfordert (vgl. FAZ vom 31.5.1996, S.24).<sup>35</sup>

Diesen Befunden steht die weiterhin große Bedeutung von Quartalsberichten auf die Aktienperformance gegenüber, aber auch der immense Druck, dem die Fondsmanager selbst unterliegen, und der aus der Konkurrenz der Fonds untereinander entsteht. Ob sich dies in einem Druck auf kurzfristige Erfolge ausdrückt bzw. auf die Vernachlässigung langfristiger Strategien, oder „nur“ als allgemeiner Erfolgsdruck auf die Unternehmen wirkt, an denen sie sich beteiligen, muß offen bleiben. Useem (1993, S.326ff) diskutiert „Impacts of Owner challenges on company Policies“, merkt aber an, daß dies auf einigen „scattered studies“ beruht, die nur die Konstruktion eines „partiellen Mosaiks“ zulassen, with some areas still largely unexplored“. Aber bezüglich der in verschiedenen Studien untersuchten Beziehungen zwischen Eigentümerstruktur und Entwicklung von Forschungs- und Entwicklungsausgaben ergeben sich keine eindeutigen Zusammenhänge, mehr noch die Ergebnisse widersprechen sich zum Teil diametral (vgl. ebd., S.328, vgl. Copeland u.a. 1998). Allerdings, auch da, wo keine direkten Auswirkungen von Versuchen der Einflußnahme zu beobachten sind, ist durchaus entweder mit nachträglicher Anpassung oder vorausgehendem Gehorsam gegenüber den Ansprüchen relevanter Shareholder zu rechnen (vgl. Useem 1993).

---

<sup>35</sup> An solche Beobachtungen knüpfen sich weitreichende Erwartungen, die damit begründet werden, daß die institutionellen Anleger je größer, einflußreicher, aber auch sichtbarer sie werden, im Gegensatz zu den unbekanntem und vereinzelt Privataktionären, ihre Einflußnahme zunehmend gegenüber der breiteren Öffentlichkeit und den eigentlichen „Eigentümern“ rechtfertigen müssen (vgl. näher Buxbaum 1991 nach Rock 1995, S.296ff). Die im Spiegel Artikel (7/1999) für Deutschland mit dem Titel „Kapitalismus ohne Gesicht“ ausgedrückte Sicht der Entwicklung wird offenbar im amerikanischen Kontext nicht notwendigerweise geteilt. Im Vergleich zur Situation vorher kann die Institutionalisierung des Aktieneigentums in den USA sogar als Entwicklung zu einem „Kapitalismus mit mehr Gesicht“ gegenüber einem anonymen Marktmechanismus wahrgenommen werden.

## Die Entwicklung in Deutschland

Aktuelle Reorganisationsprozesse in Großunternehmen wie bei Hoechst oder jüngst Siemens werden explizit mit den nicht hintergehbaren Erwartungen der neuen (faktischen oder potentiellen) Eigentümer begründet.<sup>36</sup> Einige Unternehmen begründen sowohl ihre Strategien, wie ihre Strukturen und die Wahl der Vergütungssysteme für das Management explizit mit dem Bestreben, „ein in einer wenig bekannten Branche tätiges Unternehmen insbesondere institutionellen Eigentümern nahezubringen, um im Wettbewerb um das knappe Gut (Eigen-)Kapital bestehen zu können“, wie es der Chef von SGL Carbon AG ausführt (Koehler 1997, S.532). Nicht immer ist klar, ob hinter der Übernahme der Shareholder Value-Orientierung schon wirksame Einflüsse neuer Investorengruppen stehen, ob diese für künftige Kapitalbeschaffungsaktivitäten an den internationalen Börsen antizipiert werden, oder ob einfach „wertorientierte Unternehmensführung“ als generell rationale Strategie gilt, also zum neuen „Rationalitätsmythos“ geworden ist.<sup>37</sup> Dies ist durchaus unabhängig von konkreten Beteili-

---

<sup>36</sup> Nach Lamparter (1997; vgl. Schmidt, D. 1998, S.547) ist aus Bankkreisen die Empfehlung zu hören, der Siemens-Konzern solle sich überhaupt in einzelne Gesellschaften auflösen und nicht nur versuchen, Geschäftsbereiche oder Beteiligungen, die „die“ Kapitalrendite nicht erbringen, auf Vordermann zu bringen oder ggf. abzustoßen. Hier kommen die Argumente des SVA unmittelbar zum Tragen: „... eine Aufspaltung in mehrere selbständige Einzelunternehmen könne Kräfte frei machen und den Wert für die Aktionäre erhöhen.“ Viele Analysten schätzen mittlerweile „den Wert der Einzelteile höher ein als den des miteinander verwobenen Ganzen“ (Fischer/Schwarzer 1997, S.68). Nach Angaben von Schmidt (1998) stellen inzwischen „Investmentgesellschaften“ rund ein Drittel der Aktionäre, die offenbar damit äußerst unzufrieden sind, daß die Siemens-Aktie seit Jahren hinter der Entwicklung des DAX hinterherhinkt und auf weitere Dezentralisierung, Segmentberichterstattung, ein Ende der Quersubventionierung und den Verkauf von relativen und absoluten Verlustbringern und Nicht-Kerngeschäftskompetenzen drängen. Die jüngsten Ankündigungen des Konzernvorstands, das Unternehmen grundlegend zu reorganisieren, was von Pierer vor einiger Zeit noch ausgeschlossen hatte, sprechen dafür, daß die „neuen Investoren“, womöglich auch traditionelle, ihren Einfluß geltend machen konnten. Jedenfalls ist dies der einhellige Tenor der Wirtschaftskommentatoren. Die Analysten des Bankhauses Metzler haben jüngst (vgl. Handelsblatt vom 17.2.1999) eine Kaufempfehlung für die Siemens-Aktie ausgesprochen. „Aus Sicht der Experten spricht einiges dafür, daß Siemens bis Ende 1999 seinen Bewertungsrückstand von 25% wieder aufholen kann. Im Zuge der seit 1998 am Shareholder-Value ausgerichteten Unternehmensstrategie zeichne sich bei Siemens ein Wandel vom ‘chronischen Vernichter von Aktionärsvermögen zum Wertbeschaffer’ ab, betonten die Analysten.“

<sup>37</sup> In einem Artikel im „Unternehmer-Magazin“ (7/8 98, S.34f) wird die Vitalität auf dem Markt für Unternehmensbeteiligungen u.a. mit dem Auftreten internationaler institutioneller Anleger erklärt, deren „Wachstumsphantasien“ durch das „Euroland“ stimuliert würden. Deutschland gewinnt bei Investoren außerhalb Europas, insbesondere aus den USA, einen immer höheren Stellenwert; die Europa-Abstinenz Großbritanniens trägt zu dieser Umlenkung von Investitionsströmen bei und deutsche Unternehmen erkennen zunehmend den Zwang zur Akquisition von Unternehmen im europäischen Ausland, um Größeneffekte für die Marktbeherrschung ausschöpfen zu können. Als Gründe für den Kapitalzustrom werden einerseits das zunehmende Volumen in- und ausländischer Fondvermögen und die „im internationalen Vergleich unterdurchschnittliche Bewertung deutscher Unternehmen“ genannt. Durch das niedrige Zinsniveau und den Wettbewerb der Käufer untereinander treibe das Preisniveau „auf ein hierzulande bisher nicht bekanntes Niveau“ zu. Der Autor Hans Bethge, Geschäftsführer einer auf M&A spezialisierten Beratungsgesellschaft, führt die aktuellen Strategien der Verschlankung und der Konzentration auf das Kerngeschäft auf den Einfluß bzw. die Antizipation des Einflusses von institutionellen Anlegern zurück: „Großunter-

gungsstrukturen denkbar, weil das Shareholder Value-Konzept ja nicht nur als Methode zur externen Unternehmens- bzw. Anlagebewertung, sondern auch als strategisches Konzept der Unternehmensführung gilt (vgl. Copeland u.a. 1998; Price Waterhouse o.J.; Speckenbacher 1997). Im Spiegel-Artikel „Kapitalismus ohne Gesicht“ werden hingegen eine ganze Reihe namhafter deutscher Unternehmen benannt (von SAP, über Siemens, Metallgesellschaft, MAN, Roland, Preussag, Viag bis hin zur Deutschen Bank selbst), die sich den zum Teil als entwürdigend bezeichneten „Grillparties“ bei den Fondsmanagern in den Geldmetropolen auf der ganzen Welt, vorzugsweise aber in den USA oder London, unterziehen müssen.

Aus der Untersuchung von Price Waterhouse o.J. wissen wir, daß 94% der dort befragten Investorengruppen der Ausrichtung der Unternehmensführung am Shareholder Value - was immer dies im einzelnen alles umfassen mag - sehr hohe oder hohe Bedeutung beimessen. Die selben Investoren sehen aber die Implementierung in Deutschland noch am Anfang. Nur 5 der 30 einbezogenen Unternehmen weisen demnach eine sehr starke Orientierung am SVA aus, darunter das schon erwähnte Unternehmen SGL CARBON, aber immerhin 14 weitere Unternehmen rubrizieren unter „starker Ausrichtung“.<sup>38</sup> Aus der Wirtschaftspresse (Quelle Manager Magazin 8/1997) gibt es für einige Unternehmen Angaben über die Anteile internationaler institutioneller Anleger und deren Entwicklung. Zum Teil kommt man auf erhebliche Werte und/oder erhebliche Steigerungen der Anteile in den betrachteten Zeiträumen. Die Daten sind allerdings nicht sehr systematisch und detailliert (vgl. auch DAI 1998a). Zu bedenken ist, daß sich die jeweiligen Anteile auf mehrere, meist sehr viele verschiedene Investoren verteilen. Dennoch lassen einige Fälle Rückschlüsse auf nicht zufällige Zusammenhänge zwischen hohem Anteil von institutionellen Anlegern und Unternehmensstrategien zu, wie im Fall von Hoechst.

BASF:	1988: 23%, 1995: 27%;	Commerzbank:	1992: 14%, 1997: 20%
Hoechst:	1986: 35%, 1997: 51%;	RWE:	1993: 16%, 1997: 19%
Siemens <sup>39</sup> :	1993: 15%, 1997: 18%;	Veba:	1986: 1%, 1997: 13%

---

nehmen trennen sich bereits seit einigen Jahren von Teilen, die nicht dem Mindestverzinsungsanspruch genügen. Nach wie vor ungebrochen ist die Konzentration auf das 'core business', mit der viele Konzerne versuchen, sich im Hinblick auf den Kurszettel und die kritischen Augen der Analysten zu verschlanken“ (ebd.).

<sup>38</sup> Zur Bedeutung und Entwicklung der Investor Relations vgl. Leven 1998; Müller 1998 aus Unternehmenssicht und Bergmann/Butzlaff 1998 und Schlienkamp 1998 aus Analysten- bzw. Investorensicht und diverse sonstige Beiträge für verschiedene Unternehmenstypen und Sektoren in Müller/Leven 1998.

<sup>39</sup> Nach Angaben des Spiegel (7/1999, S.88) werden inzwischen 40% des Kapitals von Siemens von „institutionellen Anlegern“ gehalten. Wenn sich die beiden Zahlenangaben (Manager Magazin von 1997 und Spiegel von 1999) auf den gleichen Kreis von Anlegergruppen beziehen würden, wäre dies eine gewaltige Verschiebung innerhalb von nicht einmal zwei Jahren. Für diese An-



Wenig systematische Informationen haben wir aber über die Größe der Anteile, die einzelne dieser Fonds an den jeweiligen Unternehmen halten und damit auch keine Anhaltspunkte, ob sie in ähnliche Schwierigkeiten geraten, kurzfristig die Exit-Option wählen zu können. Dafür, daß die Exit-Option nicht vollständig als Druckmittel ausfällt, sprechen Berichte, wonach Topmanager, die sich bestimmten Anforderungen der neuen institutionellen Anleger verweigern, mit kurz darauf erfolgenden Kursverlusten rechnen können.<sup>40</sup> Ein Drohpotential besteht ja auch dann weiterhin, wenn der jeweilige Anleger sich nicht gänzlich aus dem Anlageobjekt zurückziehen kann, ohne selbst Schaden zuzunehmen (über die Risiken kurzfristiger Anlagestrategien aus Sicht der Investoren vgl. auch Hirsch-Kreinsen 1998, S.219). Kursbewegungen können ja auch schon durch Teilverkäufe ausgelöst werden, die nicht diese negativen Nebeneffekte aufweisen. Die Berichte über die Strategien der Fondsmanager sind jedenfalls widersprüchlich. Dafür, daß die internationalen Investorengruppen sich in Deutschland ähnlich verhalten, wie es für die jüngere Zeit in den USA beschrieben wurde, nämlich als aktive Eigentümer, gibt es jedenfalls verschiedene aktuelle Hinweise aus der Wirtschaftspresse. Dort mehren sich die Meldungen, daß sich das Top-Management deutscher Firmen, insbesondere wenn sie sich an amerikanischen Börsen registrieren lassen, in erheblicher Weise gegenüber den neuen Investorengruppen legitimieren müssen (vgl. Spiegel 7/1999). Rechtliche Restriktionen, wie bis vor kurzem in den USA, die koordinierte Aktionen verschiedener Eigentümergruppen verbieten, gibt es in Deutschland nicht. Ob es allerdings zu koordinierter Aktion verschiedener Gruppen der „neuen Eigentümer“ ggf. zusammen oder auch gegen etablierte bisherige kommt, ist unbekannt.<sup>41</sup> Welche Hindernisse der Koalitionsbildung

---

nahme spricht, daß der zeitlich dazwischenliegende Befund von Schmidt (1998) den Anteil institutioneller Anleger bei Siemens auf ein Drittel ansetzt. Dem Internet Auftritt von Siemens ist eine detaillierte Auflistung der Shareholder nach Inland/Ausland und Kategorien nach Anzahl der Aktionäre und gehaltenem Kapital im Zeitablauf zu entnehmen. Danach steigt der Anteil der „Investmentfonds“ deutschen Ursprungs von 1982 bis 1996 von 7,9% auf 16,2% des gehaltenen Kapitals; der Anteil der Kategorie „Insurance companies, Investment funds, Banks“ unter den insgesamt anwachsenden ausländischen Anteilseignern steigt im selben Zeitraum von 6,5% auf 18,0% des gehaltenen Kapitals. 1996 verteilen sich diese Anteile im Inland auf 1700 Shareholder, im Ausland auf 3000 Shareholder.

<sup>40</sup> Vgl. hierzu auch den Bericht Continental-Chefs Hubertus von Grünberg über die Einflußnahme der neuen institutionellen Anleger im „Spiegel“ (10/1999, S.113): „Die Investoren sind die Könige, ich bin der Diener. Schließlich stellen sie mich ein und bezahlen mich als ihren Angestellten“.

<sup>41</sup> Interessanterweise vermeldet Daimler Chrysler in den ersten Monaten nach der Fusion einen deutlichen Rückgang der amerikanischen Aktionäre: „Nur noch ein Drittel der Aktien werden direkt von den USA aus gehalten gegenüber 44% bei der Fusion im Herbst 1998“, vermeldet das Handelsblatt (13./14.2.99). Dieser Rückgang amerikanischer Aktionäre wurde durch einen Anstieg europäischer Anleger ausgeglichen. Zu einem Kursabfall kam es dadurch jedenfalls nicht. Als Grund für diese Umschichtung geben die DC-Finanzexperten an, daß die DC-Aktie nicht in den US-Index S&P aufgenommen wurde und die indexorientierten US-Fonds aus der Aktie aussteigen mußten, während andererseits deutsche und europäische indexorientierte Fonds wegen des größeren Gewichts der Aktie im DAX und Euro-Stoxx ihre Anteile aufstocken mußten. Europäische Anleger seien außerdem durch die auf amerikanisches Niveau ansteigenden Dividenden zusätzlich motiviert, während amerikanische Anleger angesichts des komplexeren Gebildes DC gegenüber dem reinen Pkw-Anbieter Chrysler zurückhaltender seien. „So sehe sich eine Vielzahl amerikanischer Banken bisher nicht in der Lage, eine ausreichende Betreuung anbieten zu können“ (ebd.). Von den anvisierten „Roadshows“ des Konzerns in den USA könnten Veränderungen des Anlegerverhaltens in den USA bewirkt werden.

entgegenstehen, auch wenn keine rechtlichen Vorschriften im Wege stehen, kann man der Studie von Black/Coffee (1994) für den britischen Fall entnehmen.

Der traditionell niedrige Anteil von Pensions- bzw. Investmentfonds am Eigenkapital von Unternehmen in Deutschland und ihre zu vernachlässigende Rolle bei der internen Kontrolle der Unternehmen wird zumeist mit der fehlenden Aktienkultur und mit den gänzlich anders aufgebauten Alterssicherungssystemen begründet (vgl. Wagner 1997, Dufey u.a. 1998). Die bankeigenen Investmentfonds haben zudem traditionell ihre Kontrollrechte an die Muttergesellschaften übertragen (vgl. Dufey u.a. 1998, S.57). Gesetzlich sind sie so oder so verpflichtet, ihre Wertpapiere in Bankdepots zu halten (vgl. BVI 1998).

Aber auf all diesen Feldern gibt es bereits Veränderungen oder es werden weitere prognostiziert. Die deutschen Investmentfonds wie der DWS oder UNION geben zunehmend wie ihre amerikanischen Gegenspieler ihre passive Rolle auf, mischen sich in Hauptversammlungen<sup>42</sup> ein und beanspruchen Sitz und Stimme im Aufsichtsrat großer Unternehmen (vgl. ebd., auch Spiegel 7/1999). Die deutschen Fondsgesellschaften formulieren ihren Anspruch selbst ganz deutlich: „Die (...) gewachsene Möglichkeit der Fondsgesellschaften, Anlegerinteressen gegenüber dem Kapitalmarkt und gegenüber den Emittenten zu vertreten, wird von Fondsgesellschaften künftig verstärkt gelebt werden. Denn im Zuge einer sich entwickelnden und verbreiternden Aktionärskultur verschieben sich auch die Gewichte zu mehr Unternehmensaufsicht (Corporate Governance) und mehr Einflußnahme am Kapitalmarkt“ (BVI 1998, S.33). Deutsche Topmanager wie die von Telekom, Mannesmann und Thyssen müssen nach Angaben des Spiegel „zum Rapport in die Mainmetropole“, wo die DWS, eine der größten Gesellschaften, ihren Sitz hat.

Ferner wird in Deutschland seit längerem über Ergänzungen der gesetzlichen Rentenversicherung durch private Vorsorge debattiert, die auch hier Pensionsfonds ein größeres Gewicht geben könnte. Dem wurde durch das Dritte Kapitalmarktförderungsgesetz in Form der „Altersvorsorge-Sondervermögen“ der Weg gebahnt (vgl. BVI 1998, S.27). Wagner erwartet vor allem einen größeren Einfluß von Pensionsfonds, wenn diese „in den Genuß der Steuervorteile kommen, die bisher den von den Verwaltungen gebildeten Pensionsrückstellungen vorbehalten waren“ (1997, S.495). Dies würde eine deutliche Verschiebung der Macht der Manager bzw. der herkömmlichen Eigentümer und Kontrollgruppen zu den neuen Eigentümergruppen bedeuten.

Nicht zuletzt durch den Verkauf des Staatsunternehmens Telekom über die Börse und angeheizt durch die positive Entwicklung der Aktien in den letzten Jahren hat

---

<sup>42</sup> „Die deutschen Fondsgesellschaften eifern dem US-Vorbild nach. Im vergangenen Jahr attackierte der Chef von Deutschlands mächtigster Fondsgesellschaft DWS, Christian Strenger, den Siemens-Chef Heinrich von Pierer in der Hauptversammlung, ein für deutsche Verhältnisse revolutionärer Vorgang“ (Spiegel 7/1999, S.86).

sich in Deutschland eine neue Aktienkultur in Ansätzen herausgebildet, was sich in einem Anstieg der von privaten Haushalten, zum Teil vertreten durch Aktionärsclubs u.ä., und Investmentfonds gehaltenen Anteilen am deutschen Aktienbesitz ausdrückt (vgl. Manager Magazin 7/1998, S.134). Ob dieser Trend nach den jüngsten Enttäuschungen anhält, muß offen bleiben. Diese könnten auch die überbordenden und weithin unbegründeten Hoffnungen auf eine Lösung der demographisch bedingten Probleme der Alterssicherung über private Fonds bremsen.

In Deutschland läßt sich somit auch ein Bedeutungsgewinn neuer institutioneller Investoren - in zahlenmäßigem Gewicht und Einflußnahme gemessen - feststellen. Die Steigerungsraten sind erheblich, aber angesichts der Ausgangslage ist das von diesen Gruppen gehaltene Finanzvolumen und ihr Einfluß noch von wesentlich geringerer Bedeutung als in den USA oder dem UK (jedenfalls soweit die Daten reichen), wie der folgende Vergleich zeigen kann.<sup>43</sup>

Nähere Untersuchungen müßten auf alle Fälle klären, wie sich die Eigentümerstruktur in einzelnen Unternehmen verändert hat und welche Einflußchancen auf das Management, aber auch welche Kooperations- und Konfliktpotentiale sich mit den bisherigen bzw. verbleibenden anderen Eigentümergruppen (einschließlich der deutschen Banken) ergeben. Hier ist mit erheblichen Unterschieden zwischen Unternehmen zu rechnen, die traditionell schon bestehen (vgl. Löhnert 1996, S.120), die sich aber durch unterschiedliche Kapitalbeschaffungsstrategien und unterschiedlich ausgeprägte Grenzen der Außen- und Innenfinanzierung neu herausbilden können.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> Die im Bundesverband Deutscher Investmentgesellschaften zusammengefaßten 64 Kapitalanlagegesellschaften (von 68 insgesamt) verwalten ein vor allem seit den 90er Jahren von Jahr zu Jahr stark wachsendes Fondvermögen, das 1997 rund 1.042.Mrd. DM beträgt. Besonders stark wachsen dabei aber die „Spezialfonds“, die inzwischen deutlich über die Hälfte des gesamten Fondvermögens ausmachen. Die Kapitalgeber dieser Spezialfonds sind ihrerseits wieder deutsche institutionelle Anleger (Versicherungen zu rund 50%; Kreditinstitute zu 23%, sonstige Unternehmen zu 18,5%). Ferner ist zu beachten, daß die deutschen Kapitalanlagegesellschaften weit überwiegend Töchter der deutschen Groß- und Regionalbanken, der Privatbanken und seit den 80er Jahren auch der Versicherungen selbst sind. So werden 1997 37,2% aller Mittel aus Spezialfonds von KAGs der Groß- und Regionalbanken gehalten (14,9% Privatbanken, 18,6% Sparkassen/Landesbanken, 12,2% Versicherungsbeteiligungen). Die DWS als größte deutsche Investmentgesellschaft im Bereich Publikumsfonds mit einem Anteil am gesamten Fondvermögen von über 24% ist z.B. eine Deutsche Bank-Tochter (alle Angaben nach BVI 1998). Aus diesen Verquickungen ergibt sich natürlich die Frage, wie unabhängig die Manager der Fondsgesellschaften bei der internen Kontrolle (HV, AR) der Unternehmen handeln können, bei denen sie sich stärker engagiert haben. Oder neutraler formuliert: Wie werden innerhalb des ausdifferenzierten, aber verflochtenen Gefüges institutioneller Anleger Interessen definiert, ausgehandelt und dann nach „außen“ vertreten?

<sup>44</sup> Zu einer differenzierten Bewertung kommt auch aus Sicht der Deutschen Bank Schröder (1996): „In conclusion, any analysis of corporate governance in Germany, now and in the past, certainly has to take the role of the banks into account. However it should not limit itself to such a narrow view, but take a broader perspective. One important aspect of corporate governance is the particular ownership structure of the German business sector, another the system of co-determination for

## Die Entwicklung im internationalen Vergleich

Die folgenden Tabellen geben einen Überblick über den Bedeutungsgewinn institutioneller Anleger insgesamt, in verschiedenen Ländern und über ihren Anteil am Aktienkapital im Unternehmenssektor. Die Studie von Price Waterhouse (o.J., S.2f) belegt einen Anstieg des von institutionellen Anlegern verwalteten Vermögens in allen OECD Staaten von 1990 bis 1995 um durchschnittlich rund 70%. Deutschland weist mit 85,8% (auf \$-Basis berechnet) den höchsten Zuwachs auf. Allerdings sind die absoluten Zahlendifferenzen zwischen Deutschland und den USA erheblich (1995: USA 11871 Mrd. US\$; D: 1113 Mrd. US\$). Guttman präsentiert eine ähnliche Entwicklungsrichtung und ähnliche Länderdifferenzen für den Fall der „Pensionsfonds“ (S.643). Aus seinen Daten ist ferner ersichtlich, daß in den USA die öffentlichen und privaten Pensionsfonds 1992 schon einen fast gleich großen Anteil am Markt für Finanzanlagen halten wie die Geschäftsbanken. Ferner zeigt sich, daß von 1989 bis 1999 (geschätzt) der Anteil nicht-inländischer Investitionen insbesondere der japanischen und U.S.-amerikanischen Pensionsfonds und nicht verwunderlich derjenigen kleinerer Länder wie der Schweiz und der Niederlande erheblich zunimmt, während die deutschen Pensionsfonds immer noch weit überwiegend im eigenen Land investieren. Obwohl nicht näher aufgeschlüsselt ist, in welchem Umfang die verschiedenen ausländischen Pensionsfonds in Deutschland investiert haben, gibt dies doch einen Hinweis darauf, daß sie auch hier aktiv werden. Die von Wymersch präsentierten von 1960 bis 1990 reichenden Daten belegen einen stetigen Zuwachs ausländischen Eigentums an deutschen Aktiengesellschaften (1960: 6%; 1990: 14%)<sup>45</sup>, wobei er davon ausgeht, daß ausländische Investoren zumeist institutionelle Investoren sind (1995, S.302). Ferner präferieren britische und amerikanische Fonds weit mehr als deutsche die Aktienanlage (UK: 63%; USA: 46%; D: 18%). Vor allem in den USA „haben die Pensionsfonds den größten Teil ihrer Gelder im Renten- und im Aktienmarkt investiert und sind dadurch zu entscheidenden Geldquellen für die großen Unternehmen geworden“ (Guttman 1998, S.645). Trotz des Bedeutungsgewinns von internationalen und deutschen Pensionsfonds bleibt es bei gravierenden Unterschieden zwischen den Ländern hinsichtlich des Anteils der Pensionsfonds an der Unternehmensfinanzierung: Im UK stellen sie überwiegend über Aktien rund 30% der Un-

---

large listed companies. The role of the capital markets is comparatively limited, but it is growing. Attempts to modernize capital market regulation and to attract more companies to the stock exchange have been moderately successful. But it seems premature to expect the whole German capital market system, including the corporate governance system, to move in the direction of the Anglo-Saxon countries. This will occur, but it will probably be more or less limited to the big global players while changes in the small and medium-sized companies will be slow in coming.“ (S.369).

<sup>45</sup> Nach Siemens Angaben (Internet-Homepage) z.B. nahm der ausländische Anteil am Aktienkapital von 1970 bis 1996 von 19% auf 38% zu, aber nicht kontinuierlich: 1986 war der Höhepunkt mit 44%, der danach wieder absank. Dieser Abstieg des ausländischen Anteils ging größtenteils zu Lasten der Kategorie „Private Individuals“ und „Other Custody Accounts“, während institutionelle Anleger in diesem Zeitraum vor allem zulegten.

ternehmensfinanzierung, in den USA 71% (38% über Anleihen; 33% über Aktien), während in Deutschland der Anteil insgesamt bei 13% liegt, davon 10% über Anleihen und nur 2% über Aktien. Diese Daten stammen von 1995 und ihnen ist leider nicht klar zu entnehmen, ob sie sich auf alle Unternehmen, nur Kapitalgesellschaften oder eventuell nur Aktiengesellschaften beziehen. Sie stehen im Einklang mit allen wissenschaftlichen Beobachtungen über die unterschiedlichen Eigentumsstrukturen deutscher und japanischer Unternehmen auf der einen Seite und amerikanischer und britischer auf der anderen (vgl. Wymersch 1995; Roe 1993; Dufey/Hommel 1997; Copeland u.a. 1998). Von besonderem Interesse ist somit, ob es in jüngerer Zeit, die durch die wissenschaftlichen Veröffentlichungen nicht abgedeckt wird, zu gravierenden Veränderungen in der Eigentumsstruktur deutscher Großunternehmen gekommen ist. Einige aktuelle Veröffentlichungen - wie der erwähnte Spiegel-Artikel - lassen dies vermuten.

**Tabellen Price Waterhouse (o.J.; im Anhang)**

**Tabellen Guttman 1998 (im Anhang)**

**Tabellen Wymersch 1995 (im Anhang)**

## ***2.4 Die Rolle und Strategien der Banken***

### **Die Entwicklung in den USA**

Wie im vorherigen Abschnitt über die nationalen Systeme der Corporate Governance schon angeklungen, unterscheidet sich traditionell das amerikanische und deutsche Bankwesen wie überhaupt das System der Finanzintermediäre deutlich. Aber auch bezüglich des Bankwesens wird die „Konvergenzthese“ vertreten (vgl. allg. Roe 1993; Dufey u.a. 1997).

Die relative Schwäche der amerikanischen Banken in der nationalen Ökonomie wird auf die seit Jahrzehnten wirksame rechtliche Regulierung des Bankensystems in den USA und daran anschließende Pfadabhängigkeiten zurückgeführt: „American legal restrictions have historically kept American banks small and weak, by banning them from operating nationally, entering commerce, affiliating with investment banking, equity mutual funds, or insurers, or from co-ordinating stockholdings with these other intermediaries“ (Roe 1993, S.1948). Roe kommt zu dem Schluß: „If U.S. banks tried to imitate German banks, they would smash into nearly every U.S. financial regulation. German banks not only have a national scope that would violate McFadden’s geographic restrictions but they also hold nearly two dozen large positions in the one hundred largest German firms and thus would violate both the U.S. ban on bank stock ownership and the 5% limit in bank affiliate ownership of a nonbanking firm’s

stock. In addition, the largest German banks are also the largest brokerage houses, and they control the proxy machinery, which would violate the historical product restrictions of the Glass-Steagall Act. If U.S. banks were to act as brokers, stock exchange rules would prohibit them from voting their customer's stock on anything important, while German bankers can vote their customers' stock on anything at all, and they do. (...) McFadden, Glass-Steagall, the Bank Holding Act, and trust law each seem sufficient to have deterred American bankers, who, if they tried to imitate the German bankers, would have had to run their banks from jail“(ebd., S.1949ff).<sup>46</sup>

Dufey u.a. (1998, S.58) beschreiben die Unterschiede zwischen dem deutschen und amerikanischen System mit Bezugnahme auf Roe in gleicher Weise, machen aber auf neuere Entwicklungen aufmerksam, die für eine Aufweichung der bisherigen Restriktionen und eine verhaltene Annäherung an „deutsche“ Bankgepflogenheiten und -rechte sprechen: Deshalb die Diagnose der Konvergenz, allerdings nur als Richtungsbeschreibung, nicht im Hinblick auf ein gemeinsames Ergebnis.

\* The „impediments against the emergence of a national banking system have experienced some erosion in recent years. Regional banking pacts allowing some interstate banking can be seen as a manifestation of this development.

\* Chase Manhattan's open sponsoring of mutual funds, only recently accommodated under U.S. banking law, is still covered with „cloudy legality“ (Roe 1994, 187).

\* U.S. banks are in the process of becoming more 'universal' but may only reach German dimensions if they can overcome their comparatively weak capitalization (see Roe 1993, 1946-8). A first step in this direction would be the passing of the Federal Reserve Board proposals aimed at easing bank mergers and expansion of activities into the investment advisory business (Anonymus 1996, 33)“ (Dufey u.a. 1998, S.58).

---

<sup>46</sup> Allerdings kann aus diesen vergleichenden Betrachtungen über den Bankeneinfluß bzw. den Einfluß von Finanzintermediären nicht die Schlußfolgerung gezogen werden, daß die großen amerikanischen Unternehmen des Nicht-Finanzsektors vom Kapitalmarkt weitgehend unabhängig agieren konnten, wie das einige Autoren aus dem Lager der „Managerherrschaft-These“ behauptet haben. Stearns/Mizuchi (1993) zeigen jedenfalls für den Zeitraum von 1956 bis 1983, daß erstens die Industrieunternehmen tatsächlich von externen Finanzinstituten zur externen Finanzierung abhängig sind. Damit relativieren sie zumindest damit die These, daß sich die oligopolistisch oder monopolistisch strukturierten Unternehmen überwiegend aus „retained earnings“ finanzieren können. Zweitens zeigen sie, daß die Abhängigkeit von externen Finanzquellen dazu führt, daß die Unternehmen die entsprechenden Finanzinstitute auch im Board repräsentieren müssen bzw. die Abhängigkeit von externen Finanzierungsmitteln durch Beziehungen zu Finanzintermediären zu mildern suchen. Dieser zweite Untersuchungsteil bestätigt somit zum einen die „resource-dependency“-Sichtweise, zugleich aber auch die These sozialer Austauschbeziehungen zwischen Finanz- und Nicht-Finanzunternehmen auch in den USA zu den „Hochzeiten“ der Managerherrschaft, auch wenn diese Beziehungen nicht denselben Charakter wie im deutschen Hausbankensystem haben.

Jüngere Entwicklungen bestärken diese Beobachtungen von Dufey u.a.. So will nach einem Bericht des Handelsblatts vom 13./14.2 1999 der amerikanische Notenbankchef Greenspan „die historisch gewachsenen Beschränkungen für amerikanische Kreditinstitute aufheben“. Ein von dem Vorsitzenden des Bankenausschusses im Repräsentantenhaus Leach eingebrachter Gesetzentwurf enthält „fundamentale Prinzipien“ zur Reform der von der Depression der dreißiger Jahre diktierten Gesetze für das Kreditgewerbe“. Danach dürfen Geschäftsbanken keine Wertpapiergeschäfte betreiben und die strikte Trennung von Banken, Brokern und Versicherungen ist vorgeschrieben. Der Notenbankchef befürchtet, daß das amerikanische Kreditgewerbe „seine globale Dominanz einbüßen“ könnte, wenn es zu keiner „Modernisierung“ komme. Die zweistufige Reform sieht vor, daß zuerst Fusionen zwischen Banken, Wertpapier- und Versicherungsunternehmen erlaubt werden sollen und danach auch die Beteiligung von Nicht-Banken an Banken, Versicherungen oder Brokern. Der Gesetzentwurf der Republikaner würde den Banken auch Fusionen erlauben, aber nicht auf dem Wege der direkten Verschmelzung, sondern nur über Partnerschaften über eine Holdingstruktur. Doch offenbar gibt es Streit über die Regulierung dieser neuen Bankenstruktur. Finanzminister Rubin will dies über sein eigenes Haus als Aufsichtsbehörde realisieren, während der republikanische Gesetzentwurf hierfür die Notenbank vorsieht. Regulierungen werden allerdings von beiden Seiten für notwendig gehalten, um ähnliche Turbulenzen wie durch die asiatische Finanzkrise ausgelöst zu verhindern und das Einlagensicherungssystem zu erhalten. bzw. den veränderten Bedingungen anzupassen.

Nach Guttman (1996) haben die amerikanischen Geschäftsbanken die rechtlichen Restriktionen schon seit einiger Zeit zu unterlaufen begonnen. In den USA „haben Geschäftsbanken indirekte Wege ausfindig gemacht, vom Boom im Wertpapierhandel zu profitieren, indem sie als Geldgeber von Investoren und Zwischenhändlern an diesen Märkten auftreten. Gleichzeitig ist es ihnen gelungen, die regulatorischen Beschränkungen systematisch zu umgehen, so daß heute die amerikanischen Geschäftsbanken letztlich Investmentfonds verwalten und das Emissionsgeschäft in vollem Umfang betreiben können“ (ebd., S.181). So sank von 1974 auf 1994 der Anteil der Aktivitäten der Geschäftsbanken als Geldgeber an nicht am Finanzmarkt Beteiligte von 35,7% auf 22,6%, während der Anteil der von Banken geführten Investmentfonds von 7,0% auf 24,2% und der Anteil der Nicht-Zinseinnahmen an den Gesamteinnahmen von 21,5% auf 34,3% anstieg (ebd., S.181). Die Banken reagierten dabei auf die „Präferenzverlagerung von den Darlehen hin zu den Wertpapieren“, die durch den Politikwechsel der achtziger Jahre ausgelöst wurden (vgl. näher ebenda). Diese Veränderung „hat die Position der Geschäftsbanken im Kreditsystem untergraben und (...) den Finanzinstitutionen Vorteile eingebracht, die stark im Wertpapiergeschäft engagiert sind, insbesondere Investmentfonds und Pensionskassen“

(S.180).<sup>47</sup> Guttman kommt zu der Einschätzung, daß die „Bankregulatoren (...) in-  
zwischen erkannt zu haben (scheinen), daß die Technologie des elektronischen Gel-  
des zu derart steigenden Skalenerträgen führt, daß die Bildung von Universalbanken  
(„finanzielle Supermärkte“ mit vielfältigem Angebot) und deren Engagement im Wert-  
papiermarkt letztlich unvermeidlich wird.“ (S.190f) Anlaß zu dieser Schlußfolgerung  
bieten ihm in Hinblick auf die USA die „gegenwärtigen Debatten zur Bankenreform“,  
im Hinblick auf Europa die zweite Bankdirektive der EU-Kommission von 1989.

Wie auch immer die angedeuteten Probleme der Bankenregulation in den USA ge-  
löst werden, auch diese Entwicklung stützt eher die Konvergenzthese, was die Struk-  
tur der nationalen Governance Systeme angeht. Allerdings steht die Entwicklung der  
Geschäftsbanken zu (modifizierten) Universalbanken (vgl. zu näheren Unterschei-  
dungen Walter 1997) im Widerspruch zu der „Shareholder Value-Perspektive“ auf  
Universalbanken, wie sie Walter entwickelt (darauf kommen wir gleich zurück). Wel-  
che Rückwirkungen die Veränderungen der Finanzintermediäre in den USA, die e-  
ventuell mit einer erhöhten Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Institute ein-  
hergeht, auf andere Kapitalmärkte hat, muß offen bleiben.

### **Die Entwicklung in Deutschland**

Auf der anderen Seite sind hinsichtlich der „extrem liberalen“ Bankenregulation in  
Kontinentaleuropa und speziell in Deutschland Anzeichen für Veränderung zu erken-  
nen, die zu einer leichten Annäherung an die amerikanischen Verhältnisse führen.  
Dies betrifft Marktveränderungen wie das vermehrte Aufkommen anderer nationaler,  
aber vor allem internationaler Finanzintermediäre, aber auch gesetzliche Regelungen  
und darauf bezogene oder diese antizipierende Bankstrategien.

Die Bankendominanz in Deutschland bei der Unternehmensfinanzierung erodiert seit  
einigen Jahren, zu dem Zeitpunkt „als sich die Kapitalaufnahmepraxis besonders  
großer Unternehmen von den Banken zu emanzipieren und internationalisieren be-  
gonnen hat“ (Küller 1997, S.523; vgl. auch Löhnert 1996, S.118ff). In gewissem Um-  
fang bricht der „bislang streng abgeschottete deutsche Finanzmarkt“ auf. Erwähnt  
werden Strategien britischer Banken, die neue Finanzierungsmodelle anbieten und  
aggressiv verkaufen (Küller, S.523). Das Aufkommen der internationalen „Rating“-  
Agenturen (S&P, Moodys) trägt zur größeren Unabhängigkeit großer Unternehmen  
von Entscheidungen einzelner Banken bei, weil „ein Teil der herkömmlichen Kredit-

---

<sup>47</sup> Der Marktanteil der Geschäftsbanken in den USA hatte 1948 mit 55,9% den Höchststand, sank  
dann über 1960 und 1970 bis 1980 kontinuierlich auf 34,8%, um dann bis 1993 noch einmal deut-  
lich auf 25,4% abzuschmelzen. Dem stehen korrespondierend starke Zuwächse von Investment-  
fonds und Pensionskassen gegenüber. An den Investmentfonds, die vor allem im Zeitraum nach  
1980 einen sprunghaften Anteilsgewinn verzeichnen (von 3,6% auf 14,9%), waren allerdings Ge-  
schäftsbanken unter Umgehung von regulatorischen Beschränkungen indirekt beteiligt (Guttman  
1996, S.180).



würdigkeitsprüfung professionalisiert und der alleinigen Regie der Hausbanken entzogen wird“ (ebd.). Allerdings ist mit neuen Abhängigkeiten von den ihrerseits kaum kontrollierbaren, sich vor allem einem „Beziehungsgeflecht“ entziehenden internationalen Akteuren zu rechnen, zumal die Rating-Ergebnisse in die Berechnung der spezifischen Risiken bei der Bestimmung des Shareholder Value eingehen. Zur Schwächung der Bankenmacht trägt auch die erwähnte Einschränkung des Depotstimmrechts bei.

Wird das Shareholder Value-Konzept auf die Banken selbst angewandt, so kommen die deutschen Universalbanken vom Kapitalmarkt her selbst unter Druck, wenn man der Argumentation Walters (1997) folgt. Während die Effekte der „economies of scale“ und „economies of scope“, die aus der Universalbankenstruktur erwachsen, bezweifelt oder zumindest geringer veranschlagt werden als sie von den Universalbanken selbst bewertet werden, werden Interessenkonflikte innerhalb des universalen Bankgeschäfts aus der Sicht der Shareholder als problematisch angesehen, so daß sie von einem Engagement abgehalten werden könnten (ebd., S.26f). Ferner sind die Universalbanken mit dem generellen Verdacht gegen „Conglomerates“ konfrontiert, die von portfolio-orientierten Investoren mit einem „Abschlag“ („conglomerate discount“) versehen werden. „So some investors may avoid such stocks in their efforts to construct efficient asset-allocation profiles, especially highly performance-driven managers of institutional equity portfolios under pressure to outperform equity indexes. The portfolio logic of the conglomerate discount should apply in the financial sector as well, and a universal bank that is active in retail banking, wholesale commercial banking, middle-market banking, private banking, corporate finance, trading, investment banking, asset management and perhaps other businesses in effect represents a financial conglomerate that prevents investors from optimizing asset allocation across specific segments of the financial services industry. Both the portfolio-selection effect and the capital-misallocation effect may weaken investor demand for universal bank shares, lower equity prices, and produce a higher cost of capital than if the conglomerate discount were absent. This in turn may have a bearing on the competitive performance and profitability of the enterprise“ (ebd., S.29). Ob aber zum Beispiel die von der Deutschen Bank selbst für unverständlich gehaltene schlechte Bewertung des eigenen Unternehmens am Aktienmarkt aus solchen Kalkülen herrührt, ist allerdings nicht bekannt. Aus Investorensicht wird - diesen Argumenten folgend - die Universalbank als Anlageobjekt noch undurchsichtiger, wenn die Bank selbst Anteile an Nicht-Banken hält. „The conglomerate issue tends to be much more serious when a universal bank owns large-scale shareholdings in nonfinancial corporations“ (ebd., S. 29), insbesondere weil hier Interessenkonflikte zwischen der Rolle des Anlegers und Kreditgebers vermutet werden und diese Konflikte besonders intransparent sind. Ferner wird kritisiert, daß starkes und dauerhaftes Bankenengagement im Nicht-Finanzsektor dazu führt, daß sich kein „Markt für Unternehmenskontrolle“ herausbilden kann: „... permanent bank shareholdings may stunt the development of a contestable market for corporate control, thereby imped-

ing corporate restructuring and depressing share prices - which in turn are reflected in the value of the bank to its shareholders.“ (ebd., S.30). Wie Investoren tatsächlich die Universalbanken beurteilen, ist damit allerdings noch genauso wenig entschieden wie die Frage, ob die einzelnen Investoren für eine „effizientere“ Allokation der Ressourcen sorgen und welches Bankensystem volkswirtschaftlich vorteilhafter ist. Wenn sich aber die Sichtweise von Walter durchsetzt, könnten die Banken - solche Investoren-Bewertungen befürchtend und antizipierend - zu einem Strategiewechsel neigen. Walter (ebd., S.31) empfiehlt jedenfalls aus diesen Gründen die Strategie der Konzentration auf das Kerngeschäft und den Rückzug aus dem industriellen Anteilsbesitz, auch wenn die möglichen negativen Effekte auf andere Felder (Risikostreuung, economies of scope) nicht so genau gegenkalkuliert werden können: „Minimize the conglomerate discount by divesting/divesting peripheral nonfinancial shareholdings and non-core businesses, leaving diversification to the shareholder. The gain in market value may well outweigh any losses from reduced scope economies and earnings-diversification. Pursuing this argument to its logical conclusion, of course, challenges the basic premise of universal banking as a structural form“ (ebd.). Daß die deutschen Banken selbst dem Shareholder Value-Konzept ausgesetzt und in besonderer Weise auf Finanzierung durch den Kapitalmarkt angewiesen sind, bestätigt für die Deutsche Bank Schröder (1996).

Küller beobachtet veränderte Strategien der deutschen Großbanken, die „den geordneten Rückzug antreten und den sich abzeichnenden Gesetzesänderungen zuvor kommen. (...) So wurde in den letzten Jahren der Industrieanteilsbesitz zwar behutsam, aber kontinuierlich zurückgefahren“ (S.524; vgl. auch Schröder 1996).<sup>48</sup> Dies zeigt die Reduzierung des Anteils der Deutschen Bank bei Daimler-Benz unter die Schwelle der 25%-Sperrminorität (vgl. auch Dufey u.a. 1998, S.59), ebenso wie der Verkauf der Beteiligungen der Deutschen und Dresdner Bank an Hapag-Lloyd, der Ausstieg der Deutschen Bank bei Karstadt und Salamander und die Halbierung der Beteiligung an der Aachener und Münchner Versicherungsgruppe durch die Dresdner Bank (vgl. Spiegel, 3/1999, S.88). Auch die Überkreuzverflechtungen zwischen dem Versicherungsunternehmen Allianz und der Deutschen Bank werden geschwächt, indem beide Unternehmen über entsprechende Finanzierungsinstrumente ihre wechselseitigen Beteiligungen einsetzen, um ihre internationale Expansion im jeweiligen „Kerngeschäft“ zu finanzieren: Übernahme der französischen Versiche-

---

<sup>48</sup> Aber auch hier sind die Bewertungen zu präzisieren. Mit Daten bis 1990, basierend auf einer Erhebung von Böhm (1992) kommt Jackson (1997) jedenfalls zu dem Ergebnis, daß der Aktienbesitz der drei Großen, der WestLB und der Bayerischen Vereinsbank an den 100 größten Nicht-Finanzunternehmen in Deutschland von 1972 bis 1992 angewachsen ist. Dies ging allerdings mit einer Veränderung der Struktur einher. Beteiligungen unter 25% sind angewachsen, auch diejenigen von 10% bis 25%, während größere Beteiligungen zwischen 25% und 50% von 1980 bis 1992 leicht zurückgegangen sind (ebd., S.62). Inwieweit die hier aus der Wirtschaftspresse bezogenen Veränderungen aus jüngerer Zeit das globale Bild verändern, muß genauso offenbleiben, wie die Frage, ob die weiterhin existierenden Beteiligungen nunmehr anderen Strategien folgen.

rungsgruppe AGF durch die Allianz, Erwerb der amerikanischen Investmentbank Bankers Trust durch die Deutsche Bank (vgl. ebd.). Jüngst haben die deutschen Großbanken ihre Industriebeteiligungen in neuer Rechtsform ausgelagert, ein Schritt, den die großen Versicherer mit Beteiligungen schon länger vorgemacht haben. Ihre großen Beteiligungen (an Dresdner Bank, Münchner Rück, Beiersdorf, BASF und Karstadt) haben sie ebenfalls Anfang dieses Jahres in die Rechtsform der GmbH & Co. KG überführt (vgl. ebd.). Diese Auslagerungen werden mit Steuervorteilen bei einem eventuellen Verkauf der Beteiligungen begründet, die durch eine Gesetzesänderung 1999 nicht mehr gegeben wären (Versteuerung der stillen Reserven in den Aktienpaketen). Auch wenn aus diesen Maßnahmen allein nicht geschlossen werden kann, daß die Banken (oder Versicherungen) ihren Beteiligungsbesitz gänzlich oder überwiegend veräußern wollen, so sind doch Anzeichen für eine veränderte Strategie zu erkennen. Der Spiegel-Artikel zitiert den Chef der Deutschen Bank Breuer mit der Aussage: „Der Beteiligungsbesitz ist nicht in Stein gemeißelt“ und die Dresdner Bank sieht in den in Personengesellschaften ausgelagerten Beteiligungen eine „Akquisitionswährung“, die leichter hin und herzuschieben ist als Aktienpakete. Ein Londoner Investmentbanker bewertet die jüngste Transaktion der deutschen Banker so: „Die schönen Mädels werden in einen Schaukasten gestellt“; und ein Finanzanalyst von Goldman-Sachs wird mit der Bewertung zitiert, „ich habe keinen Zweifel, daß die Banken ihre Beteiligungen reduzieren werden“ (vgl. ebd.). Ob diese Entwicklung bedeutet, daß „sich die Deutschland AG aufzulösen beginnt“, wie der zitierte Vorstandsvorsitzende von Morgan Stanley in Deutschland meint, müßte näher geprüft werden (differenzierter dazu Dufey u.a. 1998, aber auch Handelsblatt vom 17.12.1998, S.22), zumal die Diagnose, die durch die Kennzeichnung „Deutschland AG“ ausgedrückt wird, nicht, jedenfalls nicht in der Hauptsache am Bankeneinfluß liegt, sondern an der Eigentumsstruktur insgesamt (nicht zuletzt den Überkreuzverflechtungen) und der begrenzten Marktkapitalisierung (vgl. auch Schröder 1996).<sup>49</sup> Jedenfalls müßte berücksichtigt werden, daß der Bankeneinfluß ja nicht nur und nicht einmal hauptsächlich über die eigenen Anteile an Unternehmen hängt. Die Mehrzahl der neu entstehenden deutschen Investmentgesellschaften („neue Eigentümer“) sind Bankentöchter (s.o.) und verwalten zudem einen großen Teil von Anlagen aus dem Kreis der „alten“ institutionellen Investoren selbst (Spezialfonds). Sie geben wie ge-

---

<sup>49</sup> Der Handelsblatt-Bericht ergänzt die zitierte Äußerung Breuers, daß die Beteiligungen nicht in Stein gemeißelt seien so, daß daraus eher ein anderer strategischer Umgang mit den in der Vergangenheit zum Teil eher aus Verlegenheiten (Probleme mit Krediten oder Emissionen) entstandenen Beteiligungen spricht als eine generelle Aufgabe derselben: „Breuer: ‘Wir werden uns aufgrund der neuen Struktur Gedanken über eine Optimierung des Portfolios machen’, was aber nicht bedeute, das Beteiligungsgeschäft zurückzufahren. Im Gegenteil, die neue Struktur ermögliche es erstmals, die Positionen aktiv und professionell zu managen. DB Investor (die Management AG aller ausgegliederten Beteiligungen, d.V.) werde bei der Neupositionierung von Unternehmen auf Basis wertsteigernder Konzepte für Unternehmen und Branchen als ‘Geburtshelfer’ agieren (z.B. Hapag-Lloyd) oder bei der Restrukturierung und Verwertung nicht mehr zum Kerngeschäft gehörender Beteiligungen anderer Eigentümer wie im Fall DIVAG/Metro mitwirken. Für das Neugeschäft werden Halteperioden von zwei bis fünf Jahren angestrebt.“

setzlich vorgeschrieben das Fondvermögen in Depots von Kreditinstituten, zumeist der Muttergesellschaft. Ob die Fondsgesellschaften ihre Stimmrechte selbst wahrnehmen oder sich von den Mutterbanken vertreten lassen, ob dies vielleicht für Einflußnahme gar nicht so wichtig ist, weil der sonstige "shareholder activism" viel größere Bedeutung hat, all dies ist soweit nicht bekannt. Auch wie die Bankenvertreter im Aufsichtsrat (s.o.) unter den veränderten Bedingungen Interessen-Clearing zwischen Ansprüchen bzw. Interessen aus Kreditvergabe, (reduzierten) eigenen Anteilen, depotverwalteten Anteilen und über eigene Investmentfonds gehaltenen Anteilen betreiben, darüber liegen uns keine Informationen vor.

Die „freiwilligen“ Strategieänderungen betreffen auch die Inanspruchnahme von Kontrollrechten via Stimmrechtsbündelung: „It appears that German banks are in the process of pre-empting government regulations by voluntarily parting with some of their control rights. They have begun to increasingly offer their customers the option to transfer proxy-voting rights to shareholder associations" (Dufey u.a. 1998, S.59).<sup>50</sup>

Ferner reduzieren die Banken ihre dominante Rolle in den Aufsichtsräten. „Maßgeblich hierfür dürfte allerdings weniger die Akzeptanz der im politischen Raum entwickelten Argumente als die Einsicht sein, das Investmentbankgeschäft international nur ungenügend ausbauen zu können, wenn eine enge Verbindung mit nationalen deutschen Großunternehmen zu offensichtlich ist“ (Küller 1997, S.524). Dies könnte auch bei der Einschaltung in die ertragreichen M&A-Aktivitäten eine Rolle spielen.<sup>51</sup>

„Die Gestaltung einer Firmenkundenbeziehung orientiert sich aus Sicht der Banken am Gesamterfolg, d.h. der Gesamtertragsrate aus dem Firmenkundengeschäft und dem Eigenkapitalbesitz. Es besteht daher für Banken der Anreiz, ihren Einfluß als Anteilseigner für die Stimulierung des Bankgeschäfts einzusetzen, auch wenn dies für das Unternehmen unter Umständen zu unerwünschten Kapitalstruktureffekten und zu

---

<sup>50</sup> Auch insofern folgen sie den Empfehlungen von Walter (1997, S.31): „Get rid of share-voting restrictions and open-up shareholdings to market forces.“ Ob und inwieweit sich diese Veränderungen in den globalen Zahlen über die Ausübung des Stimmrechts durch Banken schon niederschlägt, ist nicht bekannt. Bis 1992 jedenfalls ist nach den Untersuchungen von Böhm (1992) und Baums/Fraune (1995) mit einer Ausdehnung der effektiven Stimmrechtsausübung in Unternehmen mit „dispersed shareholding“ (BASF, Bayer, Veba, Hoechst, Mannesmann, Schering) zuzugehen (vgl. Jackson 1997, S.62).

<sup>51</sup> Interessant ist, daß die Lockerung der engen Beziehungen der deutschen Großunternehmen zu ihren Hausbanken „aus Gewerkschaftssicht“ nicht nur negativ bewertet wird. Dem stärkeren Einfluß von „ausländischen Shareholdern“, der größeren Gefahr von Übernahmen und den induzierten höheren Renditeerwartungen steht eine größere Unabhängigkeit von einzelnen Banken gegenüber und erweiterte Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten, die der Gewerkschaftsvertreter auch als Chance für „arbeitsplatzschaffende Investitionen“ ansieht (Küller 1997). Aber vielleicht verändert sich auch die traditionell bankenkritische Einstellung der Gewerkschaften (und der „Linken“ in Deutschland generell), wenn die negativen Auswirkungen der veränderten Zusammensetzung der Kontrollgruppen spürbar werden, nicht zuletzt deren negative Einstellung zur Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat.

überhöhten Finanzierungskosten führt. Ein Indikator dafür ist der im internationalen Vergleich wesentlich höhere Anteil der Verbindlichkeiten gegenüber Finanzinstituten an den gesamten Kreditmarktschulden (vgl. Prowse 1995, 21; OECD 1995, 104). Des weiteren weichen die Risikopräferenzen der Banken von denen der anderen Anteilseigner ab, da die Vermeidung des Konkursrisikos eine vergleichsweise stärkere Betonung erfährt. Damit werden neben den Finanzierungsentscheidungen auch die Investitionsentscheidungen direkt beeinflusst (vgl. Macey/Miller 1995, 4-7).“ (Dufey/Hommel 1997, S.195f). All diese Interessendifferenzen dürften den anderen Finanzmarktparteien bekannt sein und so sowohl die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen, die stark von den Banken beeinflusst werden, als auch die Chancen der Banken selbst, im Investmentbanking zum Zuge zu kommen, tangieren. Allerdings gibt es aus der Forschung keine - eher gegenteilige - Hinweise darauf, daß sich eine enge Bankenverbindung negativ auf den Unternehmenserfolg auswirkt (vgl. ebd., S.196).

Die veränderten Bankenstrategien ergeben sich so auch aus dem Bestreben selbst auf den internationalen Finanzmärkten eine größere Rolle zu spielen (vgl. auch Lütz 1997b): “Germany’s universal banks have also started to recognize the benefits of international portfolio diversification and have lowered their strategic equity stakes since the mid eighties (see also Bundesverband 1989, 14), partially driven by tighter capital adequacy requirements and partially from more intense competitive pressures following the implementation of the single European Act (see Dufey 1992). As a result, individual banks will have to yield substantial control rights in the near future, thereby seemingly resolving the alleged conflicts of interest“ (Dufey u.a. 1998, S.59).

Trotzdem gehen Dufey u.a. nicht davon aus, daß das „network of control“ (das Beziehungsgeflecht), das aus Querbeteiligungen resultiert, seinen „Griff“ auf die deutsche Industrie lockern wird (vgl. zur Gesamtbewertung der Rolle der Banken in der deutschen Corporate Governance auch Schröder 1996; Jackson 1997).

## **2.5 Veränderte Regulierung von Publizität, Rechnungslegung und Börsenaufsicht**

Der Rahmen für das Agieren der verschiedenen Interessentengruppen wird nicht zuletzt durch die nationalen Regelungen über Publizität und Rechnungslegung beeinflusst. Hier ist ebenfalls einiges im Fluß. Küller diskutiert dies unter der Überschrift: „Shareholder Value durch zusätzliche externe Kontrolle der Unternehmensführung“ (1997, S.525).<sup>52</sup>

---

<sup>52</sup> Generell kann unterstellt werden, daß Veränderungen in der Rechnungslegung und deren gesellschaftliche Anerkennung nicht in einer „transzendentalen Rationalität“ gründen, sondern in Veränderungen in den „sozialen, politischen und ökonomischen Beziehungen“: „... the increasingly accepted view amongst accounting scholars that the technical practices of accounting must be

Erwähnung findet vor allem die Pflicht zur erweiterten Publizität. Dieser haben sich die deutschen Unternehmen in der Vergangenheit meist verweigert (ebd., S.526). „Im Ergebnis ist eine Vergleichbarkeit der Konzernbilanzen mit branchengleichen Unternehmen in Deutschland, in der Europäischen Union bzw. in den USA nicht gegeben. Deutschen Konzernabschlüssen wird deshalb weltweit mißtraut, da in Deutschland international gesehen, einmalige bilanzpolitische Spielräume existieren (vor allem Bildung und Auflösung sog. 'stiller Reserven')“ (ebd.).

Solange die Finanzierung überwiegend aus Eigenmitteln oder über die Hausbank erfolgte, war das kein Problem. „In dem Maße, wie institutionelle Anleger und professionelle Investoren aus den USA sich an deutschen Unternehmen beteiligen und Forderungen stellen, substantiierte Informationen über die Ertragslage zu erlangen, veränderte sich allerdings das Bild.“ (ebd.).

Entsprechend wird „mehr Aktionärsnutzen“ durch Veränderung der Bilanzpolitik gefordert. Zum Teil geschieht dies schon über die Übernahme amerikanischer Vorschriften (US-GAAP) durch deutsche Großunternehmen, die nur so an der amerikanischen Börse zum Zuge kommen (vgl. zu jüngeren gesetzlichen Regelungen im „Kapitalaufnahmeleichterungsgesetz“ (KapAEG) Fröschle u.a. 1998).<sup>53</sup> Die deutschen Bilanzierungsprinzipien werden dort nicht anerkannt: „Bekanntlich wird das in Deutschland allmächtige Vorsichtsprinzip, wonach vorhersehbare Verluste realisiert werden müssen, vorhersehbare Gewinne jedoch nicht realisiert werden dürfen, in den USA gänzlich anders gesehen. Im Ergebnis ist der Eigenkapitalausweis in den Bilanzen deutscher Firmen im Vergleich zu amerikanischen regelmäßig zu gering“ (Küller 1997, S.527).

---

understood, not as the expression of some transcendental rationality, but as reflection and reinforcement of social, political, and economic relationships (Burchell et.al., 1980; Tinker et al., 1982; Cooper & Sherer, 1984; Tinker, 1984; Hopwood, 1987)“ (Bryer 1993, S.649).

<sup>53</sup> Die duale Bilanzierung führt zum Teil zu grotesken Ergebnissen: So wies Daimler Benz im gleichen Jahr nach deutschem Recht einen Gewinn von 615 Mio. DM aus, nach amerikanischem Recht aber einen Verlust von 1,8 Mrd. DM - eine kleine Lehrstunde über die soziale Konstruktion von Zentralbegriffen des Kapitalismus, den Gewinn. Ortmann hatte recht mit dem Satz: „Rote Zahlen sagen nichts darüber aus, wie sie wieder schwarz werden“. Jetzt lernen wir, daß wir weder den schwarzen noch roten Zahlen umstandslos „trauen“ können. In einem Artikel über Unternehmensbewertung, bezeichnenderweise unter dem Titel „Kaum etwas ist so relativ wie der Preis“, führt der Steuerberater Witte (1998, S.38) am Beispiel einiger deutscher Großunternehmen aus, in welchem erheblichem Maße der Bilanzgewinn allein durch die Ausnützung der im deutschen Bilanzrecht gegebenen Bewertungswahlrechte schwanken kann. Aus einem betriebswirtschaftlichen Jahresfehlbetrag der Lufthansa von 800 Mio. DM werden durch die Wahrnehmung von Wahlrechten der Bewertung schlagartig nur noch 400 Mio. DM Verlust. In Abwandlung des bekannten Bonmots über die Tücken der Statistik, resümiert er: „Trau keiner Bilanz, es sei denn, man hat das Ergebnis selbst beeinflusst.“ Es bereitet also schon viel Arbeit, selbst die Vergangenheitsergebnisse in allen Bereichen sachgemäß und betriebswirtschaftlich einwandfrei darzustellen (denn das ausgewiesene Jahresergebnis stellt nicht das echte Vergangenheitsergebnis dar)“ (ebd.).

„Eine Anpassung des deutschen Bilanzrechts an internationale Maßstäbe hätte weitreichende Folgen für die „Bewegungsfähigkeit deutscher Unternehmen am internationalen Kapitalmarkt“ (ebd., S.528) und wird aus diesen Gründen vielfach begrüßt, andererseits aber auch für nicht so fundamental wichtig gehalten, weil die Unternehmen ja schon heute sich freiwillig den internationalen bzw. US-amerikanischen Gepflogenheiten anschließen können (vgl. Dufey/Hommel 1997). „Einerseits ermöglicht eine höhere Transparenz der tatsächlichen (!) Ertragslage von Aktiengesellschaften den Kapitalgebern eher eine kapitalrationale Anlage für oder gegen ein (weiteres) Investment in die betroffene Unternehmung. Andererseits zwingt die Abwanderungsgefahr von Aktionären die Firmenleitung zu erhöhten Anstrengungen zur Kurspflege, also wiederum zur Transparenz der tatsächlichen Ertragslage. Mit anderen Worten: unter dem Diktat internationaler Kapitalmärkte wächst die Sensibilität gegenüber der Gewinnausweisungspolitik einer Unternehmensleitung“ (ebd.). Küller sieht in der systematischen Unterbewertung des Eigenkapitals durch die deutschen Bilanzvorschriften eine „strukturelle Benachteiligung deutscher Aktiengesellschaften“, die durch „investor relations“, etwa zusätzlichen Erläuterungen gegenüber institutionellen Anlegern, zum Teil wettgemacht werden kann.

Küller erwartet, obwohl er die Offenlegung von stillen Reserven prinzipiell begrüßt, Rückwirkungen auf das Thesaurierungsverhalten der Unternehmen. „Zwar ist bisher eine Veränderung des Thesaurierungsverhaltens bei deutschen Unternehmen nicht festzustellen. Für die Zukunft ist allerdings zu erwarten, daß der Spielraum für die Thesaurierung von Gewinnen - und zwar nicht nur in versteckter Form - wie er bisher für deutsche Unternehmen existiert, eher eingeschränkt werden wird. Eine Fortsetzung der in Deutschland traditionell vorherrschenden Thesaurierungspolitik wäre dann nicht mehr möglich, da eine erzwungene Offenlegung bisher versteckter Gewinne bzw. stillen Kapitals die Begehrlichkeit der Eigentümer nähren muß, mehr aus der Substanz auszuschütten“ (ebd., S.529). Zumindest - so müßte man ergänzen - würden die Unternehmensleitungen bei Einbehaltung von Gewinnen, nach den Berechnungsvorschriften des Shareholder Values den Nachweis führen müssen, daß die Investitionen, die mit den einbehaltenen Gewinnen finanziert werden sollen, gleich gut oder besser sind im Vergleich mit anderen, externen Anlageoptionen. Auch hierbei gibt es wegen der Uneindeutigkeit dieser Berechnungen natürlich erheblichen Spielraum, aber das Spiel erfolgt nach neuen Regeln. Einige Großunternehmen kommen den neuen Anforderungen - in Ansätzen jedenfalls - über die sogenannte „Segmentberichterstattung“ im Rahmen der „investor relations“ schon nach.

Eine verbesserte Kontrolle der Unternehmensführung durch die Reform des Aufsichtsrats (Küller 1997, S.524; vgl. auch Dufey/Hommel 1997, S.197) wird vielfach gefordert. Dennoch sehen Dufey/Hommel (1997) in den Mängeln der Aufsichtsratskontrolle, die gesetzgeberische Eingriffe erforderte, keinen prinzipiellen Hinderungsgrund für eine stärkere Orientierung am Shareholder Value, denn: „Der deutsche Aufsichtsrat gestaltet seine Arbeit nach dem Grundsatz der Selbstorganisation, d.h.

unzureichende interne Kontrolle kann durch den Druck des Marktes und entsprechende Satzungsänderungen reguliert werden“ (S.198). Allerdings plädieren die Autoren für gesetzgeberische Tätigkeit, „allgemeine Grundsätze der ordnungsgemäßen Unternehmensführung und -kontrolle zu definieren sowie die Haftung von Geschäftsleitung, Aufsichtsräten und Wirtschaftsprüfer zu erweitern, so daß ein mit hohen gesellschaftlichen Kosten verbundenes Marktversagen (siehe Bremer Vulkan) adäquat bestraft werden kann“ (ebd.). Einige Veränderungen „über die Größe, die Zusammensetzung und die Arbeit des Aufsichtsrats, die Ausübung von Vollmachtsstimmrechten durch Banken und die Stellung der Wirtschaftsprüfer“ (Fröschle u.a. 1998, S.889) sieht das „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG) vor, das auf einige der vorgetragene Reformforderungen eingeht. Hintergründe und Wirkungen dieser Gesetzesänderungen bedürfen näherer Analyse.

Auch die Regulierung des deutschen Börsenwesens wurde durch die „Globalisierung“ der Kapitalmärkte auf die Tagesordnung gesetzt. Wie Lütz (1997b) näher ausführt, wurde das deutsche Börsenwesen, das traditionell durch „Selbstverwaltung“ und informelle Regelungen und Vertrauen zwischen den beteiligten Akteuren gekennzeichnet war, durch ein System stärkerer und formeller nationaler und internationaler Regulierung abgelöst. Das deutsche Modell der Selbstregulierung durch die Akteure war nur unter den Bedingungen relativ geschlossener Märkte funktionsfähig. In den 80er Jahren vollzog sich in allen wichtigen Industrieländern (außer Deutschland) „eine zunehmende Verstaatlichung und Zentralisierung der Börsenregulierung, die gleichzeitig rigidere Standards des Anlegerschutzes festschrieb“ (ebd., S.743). Das amerikanische System der Börsenregulierung schützt „die Rechte des Anlegers wie kein zweites. Transparenz des Marktgeschehens gilt als das oberste Gebot der Börsenaufsicht, die Rechtsverstöße mit Hilfe eines rigiden staatlichen Verfolgungsapparats sanktioniert“ (ebd., S.744). Für die deutschen Großunternehmen wurde zunehmend die Finanzierung über Wertpapieremissionen an den internationalen Kapitalmärkten von Interesse, wodurch auch das Kreditgeschäft für die Banken an Bedeutung verlor. Die deutschen Großbanken entdeckten selbst das lukrative Wertpapiergeschäft und umwarben ihre Großkunden als Emittenden von Wertpapieren, aber auch als Anleger. In dem Maße, in dem dies geschah, stellte sich das herkömmliche System der Börsenaufsicht als Hemmnis dar. „Institutionelle Investoren aus dem Ausland, allen voran amerikanische Pensions- und Investmentfonds sowie Versicherungen wurden zur wesentlichen Zielgruppe aller Modernisierungsaktivitäten“, die die Banken im Rahmen ihrer Ende der 80er Jahre eingeleiteten Offensive im Investmentbanking vorantrieben (S.745). „Jedoch blieb das Engagement ausländischer Investoren auf dem deutschen Markt weit hinter den Erwartungen der deutschen Banken zurück, und ein Grund für diese Zurückhaltung war der aus Anlegersicht niedrige Standard an Marktregulierung im deutschen System“ (ebd.). Für Outsider war das auf Vertrauen, professionellen Standards, Berufsethik und informellen Regelungen beruhende deutsche System nicht transparent. Sie durchschauten die Regeln nicht und konnten kein Vertrauen entwickeln. „Die reservierte Haltung wichtiger An-



leger gegenüber dem deutschen Markt, aber auch die protektionistische Haltung ausländischer Regulierungsbehörden gegenüber dem Vertrieb deutscher Produkte be- stärkte die deutschen Banken in einer Erkenntnis: Das alte System der Selbstregulie- rung wird zu einem Wettbewerbsnachteil in einem globalisierten Markt, denn es be- ruht auf 'tacit knowledge' (Polany), welches für Ausländer weder einsichtig noch ein- klagbar ist.“ (ebd., S.746). So kam es, daß die Banken „ihr etabliertes und lange Zeit vehement verteidigtes System der Selbstregulierung opferten“ (ebd., S.745). Letztlich zeigte sich, daß „Vertrauen und informelle Normen als Garanten für das regelmäßige Funktionieren von Märkten dann versagen, wenn diese größer und anonymer wer- den und Transaktionen zunehmend von Raum, Zeit und von einzelnen Akteuren ent- koppelt vorgenommen werden können. In diesem Fall erscheint es leichter, die Spiel- regeln für den globalen Wettbewerb weitest möglich zu vereinheitlichen und die Kon- trolle ihrer Einhaltung jemandem zu überlassen, dessen Legitimität als 'Hüter des Rechts' bislang noch nicht in Zweifel gezogen wurde - dem Staat“ (S.747). Die insti- tutionelle Reform bestand dann in der Einrichtung des „Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel“ und der Übertragung der Verfolgung von „Insider- Geschäften“ (und anderer Aufgaben) auf diese Behörde, was zuvor von den Verbän- den des Kreditgewerbes durch informelle Normen sanktioniert wurde. Die Börsen haben an Selbstregulierungsfähigkeit verloren, weil die auch weiterhin von ihnen durchzuführenden Kontrollen nun in öffentlichem Recht gefaßt sind. Die „Verstaatli- chung“ und Zentralisierung des Regulierungsmodus ermöglichte den deutschen Banken - aber auch dem Staat überhaupt erst - sich in die internationalen Gremien der Regulierung einzuschalten und an den dort auszuhandelnden Regelungen über Sicherheitsstandards, Insider-Geschäfte und deren grenzüberschreitende Verfolgung zu beteiligen (ebd., S.746).

So zeigt sich, daß die deutsche Regulierungsform des Wertpapiermarktes bzw. der Börsen als Reaktion auf die Globalisierung der Finanzmärkte und das Auftreten neu- er Anlegergruppen, aber auch auf das Bestreben der deutschen Akteure an diesem Markt besser partizipieren zu können, zurückzuführen ist. Interessanterweise geht dies aber nicht mit „Deregulierung“, sondern mit einer stärker international vereinheit- lichten Regulierung des Marktes durch den Nationalstaat, aber auch durch internati- onale Gremien, die sich auf Nationalstaaten stützen, einher.<sup>54</sup> Von diesen Maßnah- men ist ein stärkerer Zufluß von Kapital institutioneller Anleger auf den inländischen Markt ebenso zu erwarten wie verbesserte Bedingungen deutscher Banken und An- leger auf den internationalen Märkten zu reüssieren. Ob und inwieweit diese Erwar-

---

<sup>54</sup> Zur Bedeutung von „institutionenbasierten Mechanismen“ der Vertrauensproduktion (in Abgrenzung zu „prozeß-“ und „charakterbasierten“ Mechanismen) als Voraussetzung für Markttransaktionen am Beispiel der Aktienemissionen am kanadischen Kapitalmarkt siehe die Untersuchung von Neu (1991). Das deutsche Modell der Selbstorganisation wäre danach eher den „prozeßorientier- ten Mechanismen“ der Vertrauensbildung zuzurechnen, was aber Teilhabe an den „Prozessen“ voraussetzt.

tungen zwischenzeitlich eingetreten sind, was ja nicht nur von der Regulierungsform abhängt, wird von Lütz (1997b; vgl. auch ausführlicher 1997a) allerdings nicht weiterverfolgt (zur Veränderung der gesetzlichen Regulierung in den letzten Jahren siehe auch den Überblick bei Schander/Lucas 1998).

Veränderungen der nationalen Regulierungen bewegen sich aber insgesamt immer mehr in einem internationalen Rahmen, können also nicht mehr nur als Anpassung nationaler Regeln an amerikanische Standards interpretiert werden. Vielmehr werden wohl zukünftig alle nationalen Regelungen im internationalen Kontext diskutiert und zunehmend auch über internationale Gremien oder freiwillige Selbstverpflichtungen bedeutender kollektiver Akteure erfolgen. Dies führt zu den eingangs aufgeworfenen Fragen zurück, ob die gegenwärtige und absehbare Entwicklung unter dem Stichwort „Deregulierung“ der Finanzmärkte noch zutreffend zu fassen ist. Eher umgekehrt ist davon auszugehen, daß weltweite Finanzmärkte überhaupt nur entstehen können, wenn es zu internationalen Regulierungen kommt (vgl. Lütz 1999b; Helleiner 1996; Epstein 1996). Dies betrifft nicht nur die Börsenaufsicht, sondern auch die Bankenaufsicht bzw. die Aufsicht über Kreditvergabe. Internationale (Re)regulierung wird vor allem angesichts der zunehmend wahrgenommenen Risiken für die Stabilität der Weltwirtschaft (vgl. Minsky 1986; Guttman 1996)<sup>55</sup> und damit auch der großen „Player“ zu einem wichtiger werdenden Aktionsfeld.

#### ***IV. Amerikanisierung, Konvergenz oder Fortexistenz einer Konkurrenz unterschiedlicher Modelle - ein Zwischenfazit.***

Obwohl eine Reihe von Autoren (vgl. Copeland u.a. 1998; Price Waterhouse o.J.; Wagner 1997), vor allem aus dem Bereich der internationalen Unternehmensberatung und Wirtschaftsprüfung, ganz ohne den Hauch eines Zweifels die Vorteilhaftigkeit des amerikanischen Systems behaupten und es für unvermeidlich halten, daß sich Deutschland dem amerikanischen System annähert, sind weder die bisherige Entwicklung noch die Prognosen über die zukünftige so eindeutig. In der wissenschaftlichen Diskussion gibt es jedenfalls kaum jemanden, der undifferenziert die Überlegenheit des einen Modells oder die Unvermeidlichkeit der Modellübernahme behaupten würde. Hier findet man häufiger die Diagnose einer Konvergenz der Systeme, ohne das dies Gleichheit der evolvierenden Systeme implizieren würde.

„The rules and regulations governing stakeholder relations are converging across the countries included in this survey“, schlußfolgern Dufey u.a. (1998, S.61). „They are however unlikely to lose all of their distinctive national character, i.e. convergence

---

<sup>55</sup> Destabilisierung scheint der kleinste gemeinsame Nenner aller ansonsten durchaus unterschiedlichen Diagnosen über die Beziehungen von „Realwirtschaft“ und „Finanzsphäre“ zu sein, die oftmals unter dem begrifflich unklaren Oberbegriff „Entkopplung“ geführt werden (vgl. u.a. Riese 1996; Stöttner 1996).

does not imply equalization.“ Dennoch gehen Dufey u.a. davon aus, daß der Shareholder Value in allen Ländern zu einer zentralen Bezugsgröße wird. Dies kann aber wohl nur so verstanden werden, daß die nationale Regulation und Anwendung der Prinzipien vor dem Hintergrund ganz unterschiedlicher Machtverteilungen zwischen den großen Akteursgruppen auch verschieden ausfallen wird.

„Current market trends however force each country to reoptimize the allocation of control rights along one dimension: firm value“ (ebd.) Dieses Argument ist aber - entgegen der Erkenntnis, daß die Entstehung der bisherigen Strukturen der jeweiligen, „einzigartigen“ nationalen „Governance“ durch „Pfadabhängigkeiten“ und „bestimmte nationale Wertsysteme“ (ebd.) erklärt werden kann, zu „ökonomisch“ und zu „erzwingend“ gebaut (vgl. auch Jackson 1997).

Unter den Promotoren des Shareholder Value-Konzepts werden vor allem die folgenden Faktoren genannt, die der Durchsetzung des Konzepts gegen die ebenfalls thematisierten Widerstände zum Erfolg verhelfen könnten, wenn nicht unvermeidlich machen:

„Es gibt eine Reihe von Faktoren in Verbindung mit der fortschreitenden Integration der Finanz- und Produktmärkte, die auf eine (de facto) Annäherung des deutschen Systems der Unternehmensüberwachung an das US-amerikanische Modell schließen lassen:

- Kapitalkostenvorteile bei der Finanzierung von Investitionsvorhaben an internationalen Finanzmärkten,<sup>56</sup>
- der zunehmende Wettbewerbsdruck auf den Produktmärkten aufgrund zurückgehender Marktbarrieren,
- die Internationalisierung des Marktes für Managementkräfte und die damit verbundene stärkere Ausrichtung auf ergebnisorientierte Vergütungskonzepte,
- der zunehmende Druck auf deutsche Finanzintermediäre, ihre Portfolios international zu diversifizieren.“ (Dufey/Hommel 1997, S.185).

Ähnlich formuliert Wagner (1997), nachdem er die in der deutschen Betriebswirtschaftslehre und Rechtsordnung dem SVA entgegenstehenden Auffassungen und Festlegungen einer ätzenden Kritik unterzogen hat: „Die Leitbilder der Rechtsord-

---

<sup>56</sup> Ob und inwieweit dies zutrifft, bedarf näherer Prüfung. Für den Zeitraum von 1988 bis 1992 kommt Jackson (1997, S.10; S.57) auf der Basis einiger einschlägiger Untersuchungen jedenfalls zu dem Ergebnis, daß die Kapitalkosten für amerikanische Unternehmen deutlich höher lagen als für deutsche, erst recht für japanische. „Geduldigeres“ („patient“) Kapital eröffnete bis vor kurzem jedenfalls deutschen Unternehmen demnach eine größere Bandbreite von Unternehmensstrategien und größere Stabilität (ebd., S.11).

nung werden jedoch durch die mittlerweile eingetretenen Umstände in Frage gestellt. Entscheidende Einflüsse sind insbesondere vom verstärkten Auftreten institutioneller Investoren zu erwarten, die die Einkommensinteressen von Kapitalanlegern besser und kostengünstiger organisieren, als dies Kleinaktionären<sup>57</sup> bisher möglich war. Daher ist damit zu rechnen, daß die Kapitalmarktkontrolle über die Kapitalzufuhr sich auf die Zielbildung von Aktiengesellschaften verstärkt auswirken wird. Insbesondere könnte sich der Einfluß von Pensionsfonds auch auf den deutschen Kapitalmarkt auswirken, wenn die Altersversorgung einer Marktlenkung unterworfen wird und Pensionsfonds in den Genuß der Steuervorteile kommen, die bisher den von den Verwaltungen gebildeten Pensionsrückstellungen vorbehalten waren.“ (S.495)

Demgegenüber betonen andere Beobachter stärker die Fortexistenz von Wahlmöglichkeiten vor dem Hintergrund politischer Präferenzen und sozialer Werte in den jeweiligen Gesellschaften. Schon welches Land sich welchem anderen bei der Ausgestaltung der „Corporate Governance“ annähert, ist bei genauer Betrachtung nicht so eindeutig: „The mixed facts indicate financial evolution is uneven; we are evolving to look (a little) like them and they are evolving to look (a little) like us.“ (Roe 1993, S.1930). Rock interpretiert die amerikanische Entwicklung zu größeren Investmentfonds, die Einfluß nehmen und deren Vertreter sich neuerdings sogar in Boards wählen lassen, gewissermaßen als „Germanisierung“, als „nachholende“<sup>58</sup> Entwicklung, die die bisherige Fragmentierung der Finanzintermediäre aufhebt. Was spricht dann dagegen, daß diese neuen Finanzintermediäre sich dem Verhalten der „alten“ Finanziers zumindest etwas annähern, so daß nicht umstandslos unterstellt werden kann, daß sie nur nach kurzfristigen Gewinnen schießen, sondern womöglich die Vorteile eines „beziehungsorientierten“ Modell entdecken. Während umgekehrt die Bankenkritik in Deutschland, die Roe mit dem amerikanischen Populismus vergleicht, zusammen mit dem Aufkommen neuer Investorengruppen zu einer stärkeren Fragmentierung der Finanzintermediäre in Deutschland führen könnte. Eine gewisse Konvergenz der Systeme wäre dann das Ergebnis, bei der keines der beiden Systeme mehr

---

<sup>57</sup> Institutionelle Investoren den machtlosen Kleinaktionären gegenüberzustellen, kennzeichnet wohl für die USA, eventuell auch das UK die Veränderung, trifft aber gerade nicht die Situation in Deutschland, in der es ja schon immer mächtige Großanleger gegeben hat, die in der Terminologie von Windolf gleichermaßen institutionelle Anleger (Banken, Versicherungen, aber auch andere, Nicht-Finanzunternehmen) gewesen sind, während durch die Verbreiterung des Aktienbesitzes im Publikum neben den Pensionsfonds und Investmentfonds auch mehr Kleinanleger entstehen.

<sup>58</sup> „Nachholende“ Entwicklung ist kein Begriff von Rock, er soll nur deutlich machen, daß die bisherige Diskussion immer von der Perspektive geprägt ist, daß Deutschland oder Europa im Grunde immer nur - zwar mehr oder weniger - das jeweils andere, fortgeschrittenere, vorbildhafte Modell (zumeist USA; kurzzeitig auch Japan) übernehmen oder es eben abwehren kann. Andere Richtungen sind undenkbar, damit auch Mischungen, Neuerfindungen von Institutionen, die auf wechselweiser Beobachtung beruhen. Aber auch damit müßte eigentlich in einer „globalen“ Welt zumindest gerechnet werden.

so aussieht wie es noch in den 80er Jahren bestand<sup>59</sup>. Speckbacher (1997, S.635) macht darauf aufmerksam, daß in den USA eine „Faszination“ für das deutsche bzw. japanische Modell nicht nur in der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion zu beobachten ist, „sondern auch in der Gesetzgebung finden Interessen von Stakeholdern zunehmend Beachtung“.

Roe (1993) vertritt die These, daß die nationalen Systeme der „Corporate Governance“ für die „performance“ der Unternehmen von nachrangiger Bedeutung ist (vgl. selbst aus Bankensicht auch Schröder 1996, S.366), entscheidend sei dagegen die Konkurrenz auf den Produktmärkten. In der wissenschaftlichen Literatur (vgl. auch Rock 1995) wird eher die Auffassung vertreten, daß es keinen wirklichen Beweis für einen Zusammenhang zwischen Unternehmensverfassung und Unternehmensleistung oder Erfolg gibt (Rock 1995, S.298), während die Beraterliteratur (Copeland u.a. 1998, S.41ff; Price Waterhouse o.J., S.13ff) sich viel Mühe gibt, dies dennoch zu „beweisen“. Wenn Rock und Roe Recht haben sollten, dann ergibt sich die folgende ironische Wendung: Da Unternehmen generell nicht sicher wissen können, wie sie in der Konkurrenz auf Produktmärkten erfolgreich sein können und sich deswegen an rationalisierten Mythen orientieren, wird das Konzept der „wertorientierten Unternehmensführung“ in die Reihe der „Rationalitätsmythen“ eingereiht. Es verspricht Erfolg, ohne daß die von den Promotoren behaupteten Kausalbeziehungen zwischen Konzept und Produktivität oder Wettbewerbsfähigkeit evaluiert werden könnten und müßten. Für die Unternehmen, die eine Shareholder Value-Orientierung entwickeln und eigentlich nicht auf externen Kapitalzufluß angewiesen sind, könnte dies die Konzeptübernahme erklären. Vielleicht bietet die Umsetzung der „wertorientierten“ Unternehmensführung einfach nur genügend Hilfsmittel und Anreize, um permanente Unruhe zu erzeugen, die die Manager und Beschäftigten der verschiedenen Unternehmensebenen zu einer Erhöhung ihrer Anstrengungen antreibt, die ganz unabhängig von der zugrundegelegten Theorie, die bestimmte Ursache-Wirkungsketten auszeichnet, für die Konkurrenzschlachten auf den „Produktmärkten“ (nicht Kapitalmärkten) hilfreich erscheinen. Dann liest sich die „Wertorientierung“ ganz zwanglos in die neuen Managementkonzepte der „marktgesteuerten Dezentralisierung“ bzw. des „internen Unternehmertums“ ein, die wir analysiert haben (Faust u.a. 1998). Dies schließt nicht aus, daß den anderen, enger mit den Entwicklungen auf den Kapitalmärkten und dem wachsenden Kapitalbedarf zusammenhängenden Faktoren in verschiedenen Konstellationen eine eigenständige Rolle zukommt: namentlich für diejenigen Unternehmen, die auf externen Kapitalbedarf an den internationalen Kapitalmärkten angewiesen sind oder Mergers&Acquisitions über Aktientausch oder leveraged buyouts finanzieren wollen. So kann sich das Shareholder Value-Konzept durchsetzen, weil es zugleich auf den Produktmärkten wettbewerbsfähigere, erfolgreiche Unternehmen verspricht, indem es zu andauernder Gewinnorientierung auf allen E-

---

<sup>59</sup> Zur Konvergenzthese siehe auch Jackson (1997, S.34 u.a. bezugnehmend auf Boyer 1993).

benen anhält und bestimmte für erfolgreich gehaltene Unternehmensstrategien (Konzentration auf das Kerngeschäft, Eroberung eines der ersten drei Plätze auf dem Weltmarkt mit allen Geschäftsfeldern) und Unternehmensstrukturen, die Transparenz versprechen (segmentiert, small in large units, interne Marktbeziehungen etc.) favorisiert. So verbessert es zugleich die Kapitalversorgung, weil die Anleger diejenigen Unternehmen favorisieren, die solche erfolgversprechenden Strategien und Strukturen implementieren und auch permanent mit ihnen darüber reden und über Transparenzinszenierungen die Fiktion erzeugen, sie könnten den Erfolg für die Zukunft garantieren. Ein Effekt der self-fulfilling prophecy ist darin eingebaut, denn diejenigen, die den geforderten Ansprüchen (Transparenzvorschriften, investor relations, Strategien, Strukturen) Genüge tun, werden günstiger mit Kapital versorgt, um Investitionen zu tätigen oder eine Fusions- oder Aufkaufchance eher nutzen zu können, aus der dann - womöglich - neue Marktchancen erwachsen, die wiederum zu Produktivitätsverbesserungen und damit zu wachsenden Gewinnen führen. Der steigende Erfolg würde dann die These bestärken, daß die Shareholder Value-Orientierung überlebensnotwendig und damit unausweichlich ist. Dies gilt aber nur unter der Bedingung, daß die veränderten Strategien und Strukturen wenigstens erfolgsneutral sind. Wenn sich Erfolg nicht einstellen sollte, also ein Unternehmen trotz Befolgung des SVA an den Produktmärkten keinen oder nachlassenden Erfolg hat (wofür es ja durchaus genügend Beispiele gibt), kann dies immer noch unterschiedlich zugerechnet werden, dem Konzept selbst oder ungünstigen, spezifischen Umständen oder Fehlverhalten. Bleibt die Überzeugungskraft des Modells erhalten, kann dies zur individuellen Re-Allokation von Finanzressourcen führen. Kommt hingegen das Modell in Mißkredit, kann der Spielraum für alternative Modelle und damit auch Strukturen und Strategien eröffnet werden - allerdings nunmehr von einem anderen Startpunkt aus.

Diese Überlegungen sind zwar weitgehend spekulativ, sie sollen aber auch nur darauf aufmerksam machen, daß die „Corporate Governance“ und die „Performance“ soweit entkoppelt sind, daß dieser Zusammenhang, obwohl von den Promotoren eine positive Korrelation behauptet wird, auch bei seiner Widerlegung praktisch nicht als Korrektiv wirksam wird. Die Widerlegung kann nämlich selbst genausowenig evaluiert werden wie der positive Zusammenhang. Deshalb ist es unvermeidlich, daß die gesellschaftliche Kontroverse für oder wider Shareholder Value mit dem ganzen Arsenal normativer und kognitiver Begründungen jenseits empirischer Überprüfbarkeit ausgetragen wird - als Kampf grundsätzlicher Überzeugungen und Gesellschafts- oder Organisationsmodelle. Dies ist ja zu Genüge zu beobachten und tritt nicht nur in der allgemeinen Öffentlichkeit auf, wo die Interessengruppen aufeinandertreffen, von denen man normatives und ideologisch aufgeladenes Argumentieren geradezu erwartet, sondern interessanterweise auch innerhalb der deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre zwischen den Vertretern der betrieblichen Finanzwirtschaft und Kapitalmarkttheorie und den Vertretern der Subdisziplinen Personal, Organisation und Marketing (vgl. insb. Wagner 1997).

Über die „optimale Governance Struktur“ lasse sich nur spekulieren, meint denn auch Speckbacher (1997, S.635), da die beiden Modelle schwer gegeneinander aufrechenbare Vorzüge und Nachteile aufweisen. „Die Vorziehenswürdigkeit einzelner Regelungen läßt sich zudem nicht losgelöst vom Gesamtsystem explizit formulierter und auch informeller, kulturell geprägter Regeln beurteilen. Die Globalisierung des Wettbewerbs läßt für die Zukunft einen Wettbewerb unterschiedlicher Modelle der Unternehmensführung erwarten, wobei für die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Modells insbesondere auch kulturell geprägte, soziale Regeln und Verhaltensweisen sowie deren Kompatibilität mit den explizit formulierten Regeln entscheidend sein wird“ (ebd.). Der Erkenntnis, daß Werte eine Rolle spielen, verschließt sich auch Wagner (1997) nicht, macht daraus aber das zynische Argument: „Wenn das Bekenntnis zum Shareholder Value (explizit formulierte Regel, d.V.) für seine Maximierung hinderlich ist (wegen des Konflikts mit den sozialen Normen, d.V.), so muß es selbst im Interesse der Kapitaleigner unterbleiben“ (S.495).

Der heftige, auch ideologisch eingefärbte Streit um den Shareholder-Kapitalismus, der nicht nur in den Gewerkschaften (Zwickel u.a. ), sondern bis weit in die Kreise des Top-Managements (Reuter/ehemals Vorstandsvorsitzender von Daimler Benz; Franz/Aufsichtsratsvorsitzender von Siemens u.a.) und der einschlägigen Experten (u.a. Malik) bis hin zum Präsidenten des Bundesarbeitsgerichts Dieterich (vgl. Wagner 1997, S.473) Gegner auf den Plan ruft, spricht aber auch dafür, daß die neue Leitidee noch nicht institutionalisiert ist, sondern um Anerkennung ringt. Über welche „Rationalitätskriterien“ die Leitidee näher bestimmt wird und für welche Kontexte sie Gültigkeit beanspruchen kann, muß als offen gelten (Lepsius 1997). Auch die Promotoren der Entwicklung gehen davon aus, daß es als „unwahrscheinlich anzusehen (ist), daß die Umsetzung des SVA in der deutschen Unternehmenspraxis einer mehr als punktuellen Reform des rechtlichen Umfeldes durch den Gesetzgeber bedarf. Der Wettbewerb auf den internationalen Finanzmärkten im Zusammenspiel mit einer liberalen Auslegung des Grundsatzes der unternehmerischen Regelungsfreiheit stellen letztendlich die effektivsten Reforminstrumente dar.“ (Dufey/Hommel 1997, S.185). So setzt sich der Shareholder-Ansatz (wenn überhaupt) durch starke Behauptungen über Ursache-Wirkungsbeziehungen (formuliert als unausweichliche Zwänge der Konkurrenz, der Internationalisierung oder Globalisierung), die handlungsmächtig werden, im Zusammenspiel mit von als folgerichtig und unvermeidlich abgeleiteten Reformen der rechtlichen Rahmenbedingungen durch, die dann das geforderte und für wünschenswert gehaltene Verhaltensmuster von Unternehmensleitungen nicht nur „de facto“ erreichen, sondern auch „de jure“ erzwingen können. So entscheidet über die Durchsetzung des SVA das Ergebnis der jetzigen Debatte über die Vorteilhaftigkeit und/oder Unausweichlichkeit des Konzeptes mit. Dies sollte die Kritiker dazu anhalten, nicht selbst an der Konstruktion der Unausweichlichkeit der Entwicklung über geschichtsphilosophisch angehauchte Theorien mitzuwirken.

Wenn in diesem Zuge die Gegenargumente keinen Platz mehr finden, ergibt sich dann tatsächlich die behauptete erneute „Amerikanisierung“ (was die Herkunft der neuen Leitideen angeht und den Bezug der Modelle, auf die sie sich gründen), die einen unausweichlichen Umbau zentraler Institutionen von Wirtschaft und Gesellschaft impliziert. Demgegenüber empfiehlt sich eine schwächere Variante der Interpretation, die die nicht unvermeidliche und keineswegs globale Abfolge von „Kapitalismen“ als unterschiedliche Institutionalisierungsformen der Jagd nach dem absoluten Reichtum (Verwertungsimperativ) (Deutschmann 1999) interpretiert, was immer einschließt, daß die basale regulative Idee des fortgesetzten „Gewinnens“ auch durch andere regulative Ideen der Demokratie und des Sozialstaats herausgefordert bleibt und auch überformt wird. Nationale Institutionen definieren sogar den Zentralbegriff des rastlosen Gewinnens, den „Gewinn“ selbst, über Bilanzrecht und Bilanzierungsauffassungen (z.B. Substanzerhaltungsprinzip, Buchgewinn, Vorschriften der Gewinnermittlung nach Handels -und Steuerrecht), in einem Zuge damit die Legitimität der Ansprüche verschiedener Akteursgruppen (z.B. die Rechte und Interessenssicherung von Kreditgebern oder über die „Mitbestimmung“ der Arbeitnehmer) und den Rechtsstatus des Akteurs „Unternehmen“.<sup>60</sup> Die zur Shareholder-Perspektive konträr ins Feld geführte Stakeholder-Perspektive bringt eine solche pluralistische und damit auch widersprüchliche Institutionalisierung von Organisationen im Ansatz zum Ausdruck, auch wenn sie theoretisch so nicht ausgearbeitet ist und in der aktuellen Diskussion ähnlich zum Kampfbegriff wird wie sein Gegenstück.

---

<sup>60</sup> Dies ist im neo-institutionellen Ansatz der Organisationstheorie eine geläufige Vorstellung: „Profit and risk are culturally constructed categories whose definitions vary widely across nation-states and within particular time periods“ (Powell 1991, S.187). „Today the categories of material action, such as profit or debt, for example, are culturally shaped and politically constructed categories whose definition changes historically with shifts in accounting procedures and tax laws. For example critics argue that contemporary accounting procedures which were developed for external financial reporting - which emphasize direct labor costs and short-term returns - have prevented large U.S. corporations from making the long-term investments in new capital equipment necessary to maintain competitiveness in the world market (Holusha 1987). The cultural constructions involved in U.S. capital markets in the definition of performance and risk are readily apparent to the players in that market, which makes them of no less material consequence. The recent regulatory pressures on U.S. financial intermediaries to report the market, as opposed to book value of their assets and liabilities will affect both depositor and investor decision making. The initial social reconstruction of reality to avoid the material consequences of default through such devices as the rescheduling of debt and then the collective process by which Latin American loans were written off are illustrative. Or the stigmatization of junk bonds not used for take-overs and leveraged buyouts is a reflection of labelling of what constitutes investment-grade paper by powerful actors. This in turn raises the costs for capital for smaller firms. Material advantage is sought in terms of cultural categories which are institutionally located, frequently contested, and sometimes reordered. These categories become normative and thereby shape not only the calculus of utility maximization but probably the formation of preferences as well. There is an instrumental politics to the ways in which the categories change, certainly, but once they have become institutionalized they shape the rules by which rationality is perceived and exercised“ (Friedland/Alford 1991, S.245) Die beiden Autoren halten die Preisvariationen auf den Aktienmärkten für ein lohnendes Untersuchungsobjekt für institutionelle Analyse, nachdem die neoklassischen Erklärungsversuche („return on equity models“) von den Ökonomen selbst als unbefriedigend angesehen werden (S.262, Fn. 16).



Nationale Vorbilder sind offenbar keine Einbahnstraße. In den USA gab es Anfang der 90er Jahre eine am deutschen bzw. japanischen Modell (keiretsu) orientierte Reformdebatte bezüglich Corporate Governance (Roe 1991, Rock 1995), wie auch auf anderen Feldern (Management, Innovation etc.)<sup>61</sup>, die beileibe nicht für die eine oder andere Seite entschieden ist: Auch deswegen eine Warnung vor Vereinseitigung und Reifizierung von Trends: „Of course, German fields looked much greener when the U.S. was stuck in a recession and Germany seemed to be prospering than when things are the other way round. The tone of comparative corporate scholarship has changed over the last few years as the U.S. economy has bounced back and Germany and Japan have lagged, and may change yet again, as Germany and Japan pull out of recession.“ (Rock 1995, S.296)<sup>62</sup> Diese Beobachtungen mahnen zu einer gewissen Gelassenheit in der Beurteilung der mittel- bis langfristigen Wirkungen der aktuellen Veränderungen, die schon durch die Erfahrungen über Konjunkturen der Orientierung an nationalen Vorbildern anlässlich der Ergebnisse der Japan-Debatte in den 80er und frühen 90er Jahren nahegelegt wird. Deswegen wirft Rock auch die folgenden Fragen auf: „The question that has motivated much of American corporate law scholars since Berle and Means, and certainly much recent scholarship, has been, at heart, the question of how we can make managers sufficiently accountable that they will manage the corporation for the shareholders. For Buxbaum, by contrast, the really interesting question is ‘how come society permits the establishment and persistence of massive private concentration of economic and political power over which the political process has relatively little control?’ This contrast suggests another level on which comparative corporate law can be important, beyond the claim of the new comparativist that the contrasting corporate structures are not inevitable, are not necessarily a product of natural economic selection, but are, rather, the product of a complicated process of social choice“ (Rock, S. 299). Damit sind wir wieder bei den von Pross (1995, S.186ff) auf die Tagesordnung gesetzten Aufgaben, die nicht auf die Manager- oder Eigentümerkontrolle reduziert werden sollte: „Nicht in

---

<sup>61</sup> Näher untersucht werden müssten auch hier die Wahlverwandtschaften zwischen den Systemen der Corporate Governance und den Managementstrukturen (auch Rollen und Karrieremuster) Whitley vermutet jedenfalls, daß die dem angelsächsischen System zugeschriebene „Finanzkontrolle“ von Unternehmen mit höherer Mobilität, geringer Identifikation mit der Branche, unterschiedlicher Bedeutung von „technical skills“ (professional background) und Firmenidentifikation des Managements generell einhergeht (z.B.ritisches Modell: nach Walgenbach/Kieser 1995; Lane 1992, Whitley 1997, S.246). Das traditionelle deutsche Management (funktional geprägt; Kaminkarriere, impliziter Vertrag als balanced exchange, geringere funktionale Rotation und Branchen- bzw. Organisationsmobilität) steht dem finanziellen Kontrollmodus im Wege. Aber: in dem Maße, in dem deutsches Management britischer wird (vgl. Faust u.a. 1998) fallen diese Barrieren weg. Möglich ist auch eine wechselseitige Beeinflussung: Shareholder Value favorisiert entsprechende Organisationsstrukturen (Divisionalisierung/Segmentierung, Marktbeziehungen, interne Kunden-Lieferantenbeziehungen, keine Quersubventionierung etc. ); die Durchsetzung solcher Strukturen und die Etablierung neuer Managerrollen und Karrieremuster befördert ihrerseits die Einführung von „wertorientierter Unternehmensführung“.

<sup>62</sup> Zum Wechsel der Bewertungen hinsichtlich der Vorzüge der deutschen bzw. angelsächsischen Corporate Governance seit Anfang der 90er Jahre vgl. Schröder (1996, S.357).

der Eindämmung der besonderen Managermacht, der Stärkung der Eigentümermacht, sondern in der Kontrolle der heutigen Kontrollgruppen gleichgültig welchen Umständen diese ihren Einfluß verdanken, im Sinne der die anderen politischen Verbände regierenden demokratischen Prinzipien besteht das Problem, mit dem das Gemeinwesen fertig werden muß“ (S.189). Diese Aufgabe stellt sich aber sicherlich heute unter anderen Bedingungen, so daß gleichermaßen die Frage der Regulierung der internationalen Finanzmärkte als auch die der Einbettung nationaler Institutionen in das internationale Gefüge aufgeworfen werden.

## **Literatur**

Achatz, H. (1998): Der Shareholder Value im gesellschaftlichen Disput, in: Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.) (1998): Shareholder Value Reporting. Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, S.13-26.

Adams, M. (1989): Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch, in: Die Aktiengesellschaft, Heft 10, S.333-338.

Adams, M. (1990a): Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wunder-same Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle, in: Die Aktiengesell-schaft, Heft 2, S.63-78.

Adams, M. (1990b): Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Un-ternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer? In: Die Aktiengesell-schaft, Heft 6, S. 243-252.

Ahrens, T. (1997): Talking Accounting: An Ethnography of Management Knowledge in British and German Brewers, in: Accounting, Organizations and Society, 22(1997)7, S.617-637.

Albrecht, Th. (1997): Kritische Überlegungen zur Discounted Cash-Flow-Methode - Anmerkungen, in: ZfB, (67(1997)4, S.511-516.

Altwater, E. (1996): Globale Finanzinnovationen, privates Computergeld und soziali-sierte Schulden, in: PROKLA, 26(1996)2, S.241-258.

Altwater, E./Mahnkopf, B. (1996): Grenzen der Globalisierung. Ökonomie, Ökologie und Politik in der Weltgesellschaft, Münster.

Arbeitskreis Finanzierung der Schmalenbach-Gesellschaft (1996): Wertorientierte Unternehmensführung mit differenzierten Kapitalkosten, in: zfbf, Heft 6, S.543-578.

Arrington, C.E./Schweiker, W. (1992): The Rhetoric and Rationality of Accounting Research, in: Accounting, Organizations and Society, 17(1992)6, S.511-533.

Ballwieser, W. (1990): Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Auf-lage, Wiesbaden.

Baums, T. (1993): Banks and Corporate Control in Germany, in: McCahery, J./Picciotto, S./Scott, C. (eds.): Corporate control and Accountability. Changing Struc-tures and the Dynamics of Regulation, Oxford, S. 267-290.

Baums, T./Fraune, C. (1995): Share of voting rights at AGM's of large German com-panies, in: The Economist, 21.1.1995, S.77-78.

Baums, T./Fraune, Ch. (1995): Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung, in: Die Aktiengesellschaft, 40(1995)3, S.97-112.

Bea, F.X. (1997): Shareholder Value, in: WiSt, Heft 10, S.541-543.

Bea, F.X./Thissen, S. (1997): Institutionalisierung des Shareholder-Value-Konzepts bei der GmbH, in: DB, Heft 16, S.787-792.

Belkaoui, A. (1978): Linguistic Relativity in Accounting, in: Accounting, Organizations and Society, 3(1978)2, S.97-104.

Bergmann, E./Butzlaff, J.-M. (1998): Institutionelles Anlegerverhalten und Shareholder Value, in: Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.) (1998): Shareholder Value Reporting. Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, S.203-212.

Berle, A.A. (1955): The Twentieth Century Capitalist Revolution, London.

Berle, A.A. (1959): Power without Property - A New Development in American Political Economy, New York.

Berle, A.A./Means, G.D.C. (1956): The Modern Corporation and Private Property, New York.

Bernhardt, W./Witt, P. (1997): Stock Options und Shareholder Value, in: ZfB, 67(1997)1, S.85-101.

Bethge, H. (1998): Ganz Deutschland im Transaktionsfieber, in: Unternehmer Magazin, Heft 7/8, S.34-36.

Beyer, J. (1998): Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen, Opladen.

Biervert, B./Held, M. (1996): Money matters - Überlegungen zum Zusammenhang von Geld, Wachstum und Natur, in: dies. (Hg.): Die Dynamik des Geldes, Frankfurt/New York, S.7-28.

Biervert, B./Held, M. (Hg.) (1996): Die Dynamik des Geldes. Über den Zusammenhang von Geld, Wachstum und Natur, Frankfurt/New York.

Binswanger, H.-Ch. (1994): Geld und Wachstumszwang, in: Binswanger, H.-Ch./Flotow, P.v. (Hrsg.): Geld & Wachstum. Zur Philosophie und Praxis des Geldes, Stuttgart, S.81-124.

Binswanger, H.-Ch. (1996): Geld und Wachstumszwang, in: Biervert, B./Held, M. (Hg.): Die Dynamik des Geldes, Frankfurt/New York, S.113-127.

Binswanger, H.-Ch./Flotow, P.v. (Hrsg.) (1994): Geld & Wachstum. Zur Philosophie und Praxis des Geldes, Stuttgart.

Binswanger, M. (1994): Wirtschaftswachstum durch „Profits without Production“? In: Binswanger, H.-Ch./Flotow, P.v. (Hrsg.): Geld & Wachstum. Zur Philosophie und Praxis des Geldes, Stuttgart, S.161-185.

Binswanger, M. (1996): Die Entwicklung der Aktienmärkte und die reale Wirtschaft: Kommt es zu einer Entkopplung? In: Hengsbach, F./Emunds, B. (Hg.): Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt? Impulse einer Fachkonferenz, Frankfurt, S.70-78.

Bischoff, J. (1994): Das Shareholder Value-Konzept, Wiesbaden.

Black, B.S./Coffee, J.C. (1994): Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation, in: Michigan Law Review, Vol. 92(1994), S.1997ff.

Böcking, H.-J./Nowak, K. (1998): Der Beitrag der Discounted Cash Flow-Verfahren zur Lösung der Typisierungsprobleme bei Unternehmensbewertungen. Eine Warnung vor einer „naiven“ Übertragung modelltheoretischer Erkenntnisse auf die Bewertungspraxis, in: Der Betrieb, 51(1998)14, S.685-690.

Boland, R.J. (1993): Accounting and the Interpretative Act, in: Accounting, Organizations and Society, 18(1993), S.1-24.

Boland, R.J. (1996): Why Shared Meanings Have no Place in Structuration Theory: A Reply to Scapens and Macintosh, in: Accounting, Organizations and Society, 21(1996)7/8, S.691-697.

Born, K. (1995): Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, Stuttgart.

Börsig, C. (1993): Unternehmenswert und Unternehmensbewertung, in: zfbf, 45(1993)1, S.79-91.

Braczyk, H.-J. (1997): Organisation in industriesoziologischer Perspektive, in: Ortman, G./Sydow, J./Türk, K. (Hrsg.): Theorien der Organisation. Die Rückkehr der Gesellschaft, Opladen, S.530-575.

Breid, V. (1994): Erfolgspotentialrechnung, Stuttgart.

Bryer, R.A. (1993): The Late Nineteenth Revolution in Financial Reporting: Accounting for the Rise of Investor or Managerial Capitalism, in: Accounting, Organizations and Society, 18(1993)7/8, S.649-690.

Bühner, R. (1990): Das Management-Wert-Konzept, Stuttgart.

Bühner, R. (1996): Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung, in: WiSt - Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 25. Jg., S.392-396.

Bühner, R./Tuschke, A. (1997): Zur Kritik am Shareholder Value - eine ökonomische Analyse, in: BfuP 5/97, S.499-516.

Bundesverband deutscher Banken (1995): Macht der Banken, Köln.

Burchell, S./Clubb, C./Hopwood, A./Hughes, J./Nahapiet, J. (1980): The Roles of Accounting in Organizations and Society, in: Accounting, Organizations and Society, 5(1980)1, S.5-27.

BVI (Hg.) (1998): Investment 98. Daten, Fakten, Entwicklungen, Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V. (BVI), Frankfurt.

C & L Deutsche Revision (1997): Wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt.

Carpenters, V.L./Feroz, E.H. (1992): GAAP as a Symbol of Legitimacy: New York State's Decision to Adopt Generally Accepted Accounting Principles, in: Accounting, Organizations and Society, 17(1992)7, S.613-643.

Carruthers, B.G. (1995): Accounting, Ambiguity, and the New Institutionalism, in: Accounting, Organizations and Society, 20(1995)4, S.313-328.

Copeland, T./Koller, T./Murrin, J. (1998): Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, 2. Auflage, Frankfurt/New York.

DAI (1998a): DAI-Factbook 1998, Hrsg.: Deutsches Aktieninstitut e.V. (DAI), Frankfurt.

DAI (1998b): Aktien richtig einschätzen, Hrsg.: Deutsches Aktieninstitut e.V. (DAI), Frankfurt.

DAI (1998c): Alles über Aktien, Hrsg.: Deutsches Aktieninstitut e.V. (DAI), Frankfurt.

Davis, S./Menon, K. (1982): The Images that Have Shaped Accounting Theory, in: Accounting, Organizations and Society, 7(1982)4, S.307-318.

Deutschmann, Ch. (1999): Die Verheißung des absoluten Reichtums. Zur religiösen Natur des Kapitalismus, Frankfurt/New York.

Dorfner, E. (1994): Der Zins in der modernen Geldwirtschaft, in: Binswanger, H.-Ch./Flotow, P.v. (Hrsg.): Geld & Wachstum. Zur Philosophie und Praxis des Geldes, Stuttgart, S.134-160.

Drukarczyk, J. (1995): Wurzeln und Botschaft des wertorientierten Managements, in: Management des Unternehmenswerts, McKinsey & Co., S.77-81.

Drukarczyk, J. (1997): Wertorientierte Unternehmensführung - Besprechung des Buches von A. Rappaport, Shareholder Value, Wertsteigerung als Maßstab für die Unternehmensführung, Regensburger Diskussionsbeiträge zur Wirtschaftswissenschaft Nr. 296, Regensburg.

Dufey, G./Hommel, U. (1997): Der Shareholder Value-Ansatz: US-amerikanischer Kulturimport oder Diktat des globalen Marktes? Einige Überlegungen zur „Corporate Governance“ in Deutschland, in: Engelhard, J. (Hrsg.): Interkulturelles Management: Theoretische Fundierung und funktionsbereichsspezifische Konzepte, Wiesbaden, S.183-211.

Dufey, G./Hommel, U./Riemer-Hommel, P. (1998): Corporate Governance: European vs. U.S. Perspectives in a Global Capital Market, in: Scholz, Ch./Zentes, J. (Hrsg.): Strategisches Euro-Management, Band 2, Stuttgart, S.45-65.

Ebers, M./Gotsch, W. (1999): Institutionenökonomische Theorien der Organisation, in: Kieser, A. (Hrsg.): Organisationstheorien, 3. Aufl., Stuttgart/Berlin/Köln, S.199-251.

Eironline (1998): Corporate mergers and takeovers: lessons from the UK, in: European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, <http://www.eiro.eurofound.ie/serlet/ptconvert?UK9807136F>, 17.2.99.

Emunds, B. (1996): Kann eine starke Finanzakkumulation die realwirtschaftliche Entwicklung bremsen und destabilisieren? In: Hengsbach, F./Emunds, B. (Hg.): Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt? Impulse einer Fachkonferenz, Frankfurt, S.79-88.

Englert, J./Scholich, M. (1998): Unternehmensführung auf der Basis eines umfassenden Shareholder-Value-Management-Konzepts, in: Betriebs-Berater, Heft 13, S.684-689.

Epstein, G. (1996): International Capital Mobility and the Scope for National Economic Management, in: Boyer, R./Drache, D. (eds.): States Against Markets. The Limits of Globalization, London/New York, S.211-224.

Faust, M./Jauch, P./Notz, P. (1998): Führungskräfte in den 90er Jahren: Vom „Organization Man“ zum „Intrapreneur“?, Forschungsbericht an die DFG, Tübingen.

Fischer, G./Schwarzer, U. (1997): Die ewigen Verfolger, in: Manager-Magazin, April, S.59ff.

- Fligstein, N. (1987): The Intraorganizational Power Struggle: Rise of Finance Personnel to Top Leadership in Large corporations, 1919-1979, in: *American Sociological Review*, Vol. 52, S.44-58.
- Friedland, R./Alford, R.A. (1991): Bringing Society Back In: Symbols, Practices and Institutional Contradictions, in: Powell, W.W./DiMaggio, P.J. (eds.): *The New Institutionalism in Organizational Analysis*, Chicago, S.232-266.
- Friedländer, E./Stabernack, M.G. (1998): Betriebswirtschaftliche Ansätze zur wertorientierten Unternehmensführung, in: Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.) (1998): *Shareholder Value Reporting. Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen*, Wien, S.27-44.
- Fröschle, G./Glaum, M./Mandler, U. (1998): Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich: Umfrage unter Führungskräften börsennotierter Unternehmen, in: *Der Betrieb*, 51(1998)18, S.889-895.
- Gambling, T. (1977): Magic, Accounting and Morale, in: *Accounting, Organizations and Society*, 2(1977)2, S.141-151.
- Gerke, W. (1998): Kursbeeinflussung durch Analysten. Vor allem Verkaufsempfehlungen hinterlassen am Markt Spuren, in: *Handelsblatt* vom 21.10.1998.
- Gerke, W./Garz, H./Oerke, M. (1995): Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt, in: *zfbf*, 47(1995)9, S.805-820.
- Gerum, E./Steinmann, H./Fees, W. (1988): *Der mitbestimmte Aufsichtsrat. Eine empirische Untersuchung*, Stuttgart.
- Gomez, P. (1992): Unternehmensakquisitionen vor dem Hintergrund des Shareholder Value, in: Sieben, G./Stein, H.-G. (Hrsg.): *Unternehmensakquisitionen - Strategien und Abwehrstrategien*, Stuttgart, S.7-20.
- Gottschalk, A. (1988): Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen von Großunternehmen, in: *WSI-Mitteilungen*, Heft 5, S.294-304.
- Guttmann, R. (1996): Die Transformation des Finanzkapitals, in: *PROKLA* 103, 26(1996)2, S.165-195.
- Guttmann, R. (1998): Die strategische Rolle der Pensionsfonds, in: *PROKLA*, 28(1998)4, S.643-650.
- Hachmeister, D. (1997a): Shareholder Value, Sammelrezension in: *DBW*, 57(1997)6, S.823-839.



Hachmeister, D. (1997b): Der Cash Flow Return on Investment als Erfolgsgröße einer wertorientierten Unternehmensführung, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 16, S.556-579.

Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.) (1996): Der Shareholder-Value-Ansatz, Arbeitshilfen für Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten, 2. überarbeitete Auflage, Düsseldorf.

Hardtmann, G. (1996): Die Wertsteigerungsanalyse im Managementprozeß, Wiesbaden.

Härtel, H.-H. (1998): Shareholder Value - nur ein Schlagwort? In: Wirtschaftsdienst II, S.130-131.

Hax, H. (1997): Unternehmensfinanzierung und Theorie der Finanzmärkte. Zur Entwicklung der betriebswirtschaftlichen Finanzierungslehre nach Gutenberg, in: Koch, H. (Hg.): Entwicklung und Bedeutung der betriebswirtschaftlichen Theorie (Zum 100. Geburtstag von Erich Gutenberg), S.54-57.

Heine, M./Herr, H. (1996a): Money makes the World Go Round. Über die Verselbständigung der Geldsphäre und andere Mißverständnisse, in: PROKLA 103, 26(1996)2, S.197-225.

Heine, M./Herr, H. (1996b): Entkopplung oder Instabilität des Finanzsystems? In: Hengsbach, F./Emunds, B. (Hg.): Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt? Impulse einer Fachkonferenz, Frankfurt, S.50-69.

Helleiner, E. (1996): Post-Globalization. Is the financial liberization trend likely to be reversed?, in: Boyer, R./Drache, D. (eds.): States Against Markets. The Limits of Globalization, London/New York, S.193-210.

Herter, R.N. (1994): Unternehmenswertorientiertes Management, München.

Hirsch-Kreinsen, H. (1998): Shareholder Value: Unternehmensstrategien und neue Strukturen des Kapitalmarkts, in: Hirsch-Kreinsen, H./Wolf, H. (Hg.): Arbeit, Gesellschaft, Kritik. Orientierungen wider den Zeitgeist, Berlin, S.195-222.

Homburger, E. (1994): Gesellschaftsrecht und Unternehmenswachstum, in: Binswanger, H.-Ch./Flotow, P.v. (Hrsg.): Geld & Wachstum. Zur Philosophie und Praxis des Geldes, Stuttgart, S.186-194.

International Monetary Fund (1998): Why Do Countries Use Capital Controls? Prepared by R. Barry Johnston and Natalia T. Tamirisa, Working Paper.

Jackson, G. (1997): Corporate Governance in Germany and Japan: Development within National and International Contexts, unpublished paper prepared for „Germany

and Japan: The future of Nationally Embedded Capitalism in a Global Economy“, University of Washington-Seattle, April 10-13, 1997 (auch Forschung MPI Köln).

Jenkinson, T./Mayer, C. (1992): The Assessment: Corporate Governance and Corporate Control, in: Oxford Review of Economic Policy, 8, 3(1992).

Jensen, M.C./Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, 3, S.305-360.

Kaden, J./Wagner, W./Weber, T./Wenzel, K. (1997): Kritische Überlegungen zur Discounted Cash-Flow-Methode. Methodenharmonisierung von Ertragswert und Discounted Cash Flow, in: ZfB, 67(1997)4, S.499-508.

Kaplan, R.S. (1984): The Evolution of Management Accounting, in: The Accounting Review, 59(1984)3, S.390-418.

Kirsch, H.-J./Krause, C. (1996): Kritische Überlegungen zur Discounted Cash-Flow-Methode, in: ZfB, Heft 7, S.793-812.

Klien, W. (1995): Wertsteigerungsanalyse und Messung von Managementleistungen, Wiesbaden.

Koehler, R.J. (1997): Shareholder Value bei SGL CARBON, in: BfuP 5/97, S.532-535.

Kruschwitz, L./Löffler, A. (1998): Unendliche Probleme bei der Unternehmensbewertung, in: Der Betrieb, 51(1998)21, S.1041-1043.

Küller, H.-D. (1997): Das Shareholder Value-Konzept aus Gewerkschaftssicht, in: BfuP 5/97, S.517-531.

Küting, K. (1998): Die Erfolgsanalyse steckt in einem Dilemma, in: Handelsblatt, 9.9.1998.

Lane, C. (1992): European Business Systems - Britain and Germany Compared, in: Whitley, R. (ed.): European Business Systems - Firms and Markets in Their National Contexts, London, S.64-97.

Lepsius, M.R. (1997): Institutionalisierung und Deinstitutionalisierung von Rationalitätskriterien, in: Göhler, G. (Hrsg.): Institutionenwandel, Leviathan Sonderheft, Opladen, S.57-69.

Leven, F.-J. (1998): Investor Relations und Shareholder Value, in: Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.): Shareholder Value Reporting. Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, S.45-62.

- Lewis, Th.G. (1995): Steigerung des Unternehmenswerts, 2. Aufl., 1995.
- Löhnert, P. (1996): Shareholder Value: Reflexion der Adaptionmöglichkeiten in Deutschland. Eine Untersuchung unter Berücksichtigung strategischer Implikationen, München.
- Lukka, K./Kasanen, E. (1996): Is Accounting a Global or a Local Discipline? Evidence from Major Research Journals, in: Accounting, Organizations and Society, 21(1996)7/8, S.755-773.
- Lütz, S. (1997a): Die Rückkehr des Nationalstaats? Kapitalmarktregulierung im Zeichen der Internationalisierung von Finanzmärkten, in: Politische Vierteljahresschrift, 38(1997)3, S.475-498.
- Lütz, S. (1997b): Von der Selbstverwaltung zur Hierarchie? Börsenregulierung im Zeichen der Globalisierung von Kapitalmärkten, in: Hradil, S. (Hrsg.): Differenz und Integration. Die Zukunft moderner Gesellschaften, Frankfurt/New York, S.740-749.
- Lütz, S. (1998): The Revival of the Nation-State? Stock Exchange Regulation in an Era of Globalized Financial Markets, in: Journal of European Public Policy, 5, March, S. 153-169.
- Lütz, S. (1999a): Zwischen „Regime“ und „kooperativem Staat“ - Bankenregulierung im internationalen Mehrebenensystem, erscheint in: Zeitschrift für internationale Beziehungen, Juni.
- Lütz, S. (1999b): Finanzmärkte brauchen staatliche Aufsicht. Entwicklungsmuster nationaler und internationaler Finanzmarktregulation, in: E + Z, 40(1999)3, S.76-79.
- Macintosh, N.B./Scapens, R.W. (1990): Structuration Theory and Accounting, in: Accounting, Organizations and Society, 15(1990), S.455-477.
- Malik, F. (1994): Verschuldung und Wachstumszwang, in: Binswanger, H.-Ch./Flotow, P.v. (Hrsg.): Geld & Wachstum. Zur Philosophie und Praxis des Geldes, Stuttgart, S.125-133.
- Manne, H. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control, in: Journal of Political Economy, 74, S.110-120.
- Manninen, A. (1996): The Production of Knowledge in Accounting, in: Accounting, Organizations and Society, 21(1996)7/8, S.655-671.
- Mars, F. (1998): „Wir sind alle Seher“. Die Praxis der Aktienanalyse. Universität Bielefeld.

Marseguerra, G. (1998): Corporate Financial Decisions and Market Value. Studies on Dividend Policy, Price Volatility, and Ownership Structure, Heidelberg/New York.

Mattern, F./Seifert, W.G./Streit, C./Voth, H.-J. (1999): Derivate - der verkannte Stabilisator der Finanzmärkte, in: Handelsblatt, 4.3.1999, S.49.

McKenna, Ch. (1996): „Le Défi Américain“: Management Consultants and the Transfer of American Organizational Models to Europe, 1957-1975, paper presented at the History Graduate Student Conference, University of Bielefeld - The John Hopkins University, Bielefeld, 23-25 May.

Minsky, H.P. (1986): Stabilizing an Unstable Economy, New Haven/London.

Molitor, A. (1988): Im geheimen Dienst der Konzerne, in: DIE ZEIT, 7.5.1998, S.17-20.

Monks, R.A.G./Minow, N. (1995): Corporate Governance, Cambridge MA.

Monopolkommission (1978): Fortschreitende Konzentration bei Großunternehmen, Hauptgutachten 1976/77, Baden-Baden.

Morgan, G. (1988): Accounting as Reality Construction: Towards a New Epistemology for Accounting Practice, in: Accounting, Organizations and Society, 13(1988)5, S.477-485.

Müller, M. (1998): Die Macht der Spieler. Kapitalmärkte funktionieren längst nicht so perfekt, wie es die Lehrbücher beschreiben, in: DIE ZEIT, 10.12.1998, S.30-31

Müller, M. (1998): Strategische Aspekte des Kapitalmarkt-Marketings, in: Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.) (1998): Shareholder Value Reporting. Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, S. 63-74.

Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.) (1998): Shareholder Value Reporting. Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien.

Neu, D. (1991): New Stock Issues and the Institutional Production of Trust, in: Accounting, Organizations and Society, 16(1991)2, S.185-200.

Nunnenkamp, P. (1995): The German Modell of Corporate Governance: Basic Features, Critical Issues, and Applicability to Transition Economies, Working Paper Nr. 713, Kiel Institute of World Economics, November 1995.

Pape, U. (1997): Wertorientierte Unternehmensführung und Controlling, Berlin.

Paul, W. (1991): Investor Relations-Management - demonstriert am Beispiel der BASF, in: zfbf, 43(1991)10, S.923-945.

Perlitz, M./Seger, F. (1994): The Role of Universal Banks in German Corporate Governance, in: Business and Contemporary World, Vol. 4.

Perrow, Ch. (1986): Complex Organizations. A Critical Essay. 3<sup>rd</sup> edition, New York.

Pfeiffer, H. (1993): Die Macht der Banken, Die personellen Verflechtungen der Commerzbank, der Deutschen Bank und der Dresdner Bank mit Unternehmen, Frankfurt/M..

Picot, A. (1994): Geleitwort, in : Bischoff, J. (Hg.): Das Shareholder Value-Konzept, Wiesbaden.

Potthoff, E. (1998): Shareholder Value auf dem Prüfstand (Gastkommentar), in: Der Betrieb, 51(1998)16, S.1.

Powell, W.W. (1991): Expanding the Scope of Institutional Analysis, in: Powell, W.W./DiMaggio, P.J. (eds.): The New Institutionalism in Organizational Analysis, Chicago, S.183- 203.

Prechel, H./Boies, J. (1998): Capital Dependence, Financial Risk, and Change from the Multidivisional to the Multilayered Subsidiary Form, in: Sociological Forum, 13(1998)2, S.321-362.

Price Waterhouse (o.J.) (in Zusammenarbeit mit ZEW und GFD): Shareholder Value und Corporate Governance. Bedeutung im Wettbewerb um institutionelles Kapital, Frankfurt.

Pross, H. (1965): Manager und Aktionäre in Deutschland. Untersuchungen zum Verhältnis von Eigentum und Verfügungsmacht, Frankfurt.

Prowse, S. (1995): Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the U.S., U.K., Japan, and Germany, in: Financial Markets, Institutions & Instruments, 4(1995)1.

Randow, Ph.V. (1998): Es wird auch in Europa höchste Zeit, das Recht des Ratings zu überdenken, in: Handelsblatt, 3.8.1998.

Rappaport, A. (1995): Shareholder Value Analyse, Stuttgart.

Rathenau, W. (1918): Gesammelte Schriften in 5 Bänden, 5. Band, Berlin.

Renner, K. (1929): Staatswirtschaft, Weltwirtschaft und Sozialismus, Berlin.

Reuter, E. (1998): Schein und Wirklichkeit. Erinnerungen, Berlin.

Richter, F. (1996): Konzeption eines marktwertorientierten Steuerungs- und Monitoringsystems, Frankfurt.

Rieger, W. (1928) Einführung in die Privatwirtschaftslehre, Nürnberg.

Riese, H. (1996): Kann sich die Realwirtschaft von den Finanzmärkten abkoppeln? Das monetäre Fundament des Keynesianismus, in: Hengsbach, F./Emunds, B. (Hg.): Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt? Impulse einer Fachkonferenz, Frankfurt, S.35-49.

Rock, E.B. (1995): America's Fascination with German Corporate Governance, in: Die Aktiengesellschaft, 7/1995, S.291-299.

Roe, M.J. (1993): Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States, in: The Yale Law Journal 7, S.1927-2003.

Rosen, R.v. (1989): Finanzplatz Deutschland, Frankfurt.

Rosen, R.v./Seifert, W.G. (Hrsg.) (1998): Zugang zum US-Kapitalmarkt für deutsche Aktiengesellschaften, Schriften zum Kapitalmarkt 1, Deutsches Aktieninstitut e.V. (DAI), Frankfurt.

Rudolph, B. (1996): Derivate Finanzinstrumente und derivate Finanzmärkte - Entwicklung, Marktfunktionen und neue Risiken, in: Biervert, B./Held, M. (Hg.): Die Dynamik des Geldes, Frankfurt/New York, S.73-88.

Salzberger, W. (1996): Dirk Hachmeister: Der Discounted Cash Flow als Maßstab der Unternehmenswertsteigerung, Rezension, in: management revue, 1, S.11-14.

Scapens, R.W./Macintosh, N.B. (1996): Structure and Agency in Management Accounting Research: A Response to Boland's Interpretive Act, in: Accounting, Organizations and Society, 21(1996)7/8, S.675-690.

Schander, A.A./Lucas, J.H. (1998): Veränderung an den Börsen: der zunehmende Stellenwert der Information, in: Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.) (1998): Shareholder Value Reporting. Veränderte Anforderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, S.75-101.

Schelsky, H. (1965): Berechtigung und Anmaßung in der Managerherrschaft, in: ders.: Auf der Suche nach Wirklichkeit - Gesammelte Aufsätze, Düsseldorf/Köln, S.17-31.

Schlienkamp, Ch. (1998): Shareholder Value - Anforderungen aus Analystensicht, in: Müller, M./Leven, F.-J. (Hrsg.) (1998): Shareholder Value Reporting. Veränderte An-

forderungen an die Berichterstattung börsennotierter Unternehmen, Wien, S.213-224.

Schmid, F.A./Seeger, F. (1998): Arbeitnehmermitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 68(1998)5, S.453-473.

Schmidt, D. (1998): Geschlossene Gesellschaft? Die säkulare Entwicklung der Konzentration in der deutschen Elektroindustrie, in: PROKLA, 28(1998)4, S.529-556.

Schröder, U. (1996): Corporate governance in Germany: The Changing Role of the Banks, in: German Politics, 5(1996)3, S.356-370.

Schulmeister, S. (1996): Staatsverschuldung und Finanzakkumulation bei einem positiven Zins-Wachstums-Differential, in: Hengsbach, F./Emunds, B. (Hg.): Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt? Impulse einer Fachkonferenz, Frankfurt, S.24-34.

Schumann, M. (1998): Frißt die Shareholder Value-Ökonomie die Modernisierung der Arbeit? In: Hirsch-Kreinsen, H./Wolf, H. (Hg.): Arbeit, Gesellschaft, Kritik, Berlin, S.19-30.

Schumpeter, J.A. (1950): Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, Bern.

Scott, J. (1986): Capitalist Property and Financial Power. A comparative Study of Britain, the United States and Japan, Brighton.

Scott, J. (1987): Intercorporate Structures in Western Europe: A Comparative Historical Analysis, in: Mizuchi, M.S./Schwartz, M. (eds.): Intercorporate Relations. The Structural Analysis of Business, New York, S.208-232.

Sieben, G. (1998): Wertorientierte Unternehmensführung, in: WISU-Studienblatt, Heft 1.

Sieben, G./Stein, H.-G. (Hrsg.) (1992): Unternehmensakquisitionen - Strategien und Abwehrstrategien, Stuttgart.

Siegert, Th./Böhme, M./Pfungsten, F./Picot, A. (1997): Marktwertorientierte Unternehmensführung im Lebenszyklus. Eine Analyse am Beispiel junger Geschäfte, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 49(1997)5, S.471-488.

Speckbacher, G. (1997): Shareholder Value und Stakeholder Ansatz, in: DBW, 57(1997)5, S.630-639.

Speckbacher, G. (1998): Das Shareholder Value-Konzept im Lichte der Corporate Governance-Debatte, in: WiSt, 27(1998)2, S.95-97.

Stearns, L.B./Mizruchi, M.S. (1993): Corporate Financing: Social and Economic Determinants, in: Swedberg, R. (ed.): Explorations in Economic Sociology, New York, S.279-307.

Steiger, O. (1996): Eigentum und Zins, Verpfändung und Geld - die Dynamik des Wirtschaftens, in: Biervert, B./Held, M. (Hg.): Die Dynamik des Geldes, Frankfurt/New York, S.128-161.

Steinmann, H./Schreyögg, G./Dütthorn, C. (1983): Managerkontrolle in deutschen Großunternehmen - 1972 und 1979 im Vergleich, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 53/1, S.4-25.

Stewart, G.B. (1991): The Quest for Value, New York.

Stöttner, R. (1996): Zur angeblichen Abkopplung zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft, in: Hengsbach, F./Emunds, B. (Hg.): Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt? Impulse einer Fachkonferenz, Frankfurt, S.8-23.

Theuvsen, L. (1995): Jörg Bischoff: Das Shareholder Value-Konzept. Darstellung - Probleme - Handhabungsmöglichkeiten, Rezension, in: management revue, 3, S.176-178.

Theuvsen, L. (1996): Alfred Rappaport: Shareholder Value. Wertsteigerung für die Unternehmensführung, Rezension, in: management revue, 1, S.5-11.

Tinker, A.M./Merino, B.D./Neimark, M.D. (1982): The Normative Origins of positive Theories: Ideology and Accounting Thought, in: Accounting, Organizations and Society, 7(1982)2, S.167-200.

Unzeitig, E./Köthner, D. (1995): Shareholder Value Analyse, Stuttgart.

Useem, M. (1985): The Inner Circle, London.

Useem, M. (1993): Shareholder Power and the Struggle for Corporate Control, in: Swedberg, R. (Hg.): Explorations in Economic Sociology, New York, S.308-334.

Vergoossen, R.G.A. (1993): The Use and Perceived Importance of Annual Reports by Investment Analysts in The Netherlands, in: European Accounting Review, Heft 2 und 3, S. 219-244 und 579-580.

Vergoossen, R.G.A. (1997): Changes in Accounting Policies and Investment Analysts' Fixation on Accounting Figures, in: Accounting, Organizations and Society, 22(1997)6, S.589-607.

Wagner, F. (1997): Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, in: BfuP, 5/97, S.473-498.



- Walgenbach, P./Kieser, A. (1995): Mittlere Manager in Deutschland und Großbritannien, in: Schreyögg, G./Sydow, J. (Hg.): Managementforschung 5, Berlin/New York, S.295-309.
- Walter, I. (1997): Universal Banking: A Shareholder Value Perspective, in: Finanzmarkt und Portfolio Management, 11(1997)1, S.14-34.
- Walter, N./Rosen, R.v. (Hg.) (1995): German Financial Markets, Cambridge.
- Whitley, R. (1997): The Social Regulation of Work Systems: Institutions, Interest Groups, and Varieties of Work Organization in Capitalist Societies, in: Whitley, R./Kristensen, P.H. (eds.): Governance at Work. The Social Regulation of Economic Relations, Oxford u.a., S.227-260.
- Wiebe, F. (1998): Die Börse stürzt ab, die Herren der Kurse bleiben, in: Handelsblatt, 7.10.1998, S.12.
- Windolf, P. (1994): Die neuen Eigentümer: Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle, in: Zeitschrift für Soziologie, 23, S.79-92.
- Windolf, P. (1996): Eigentum und Herrschaft in Unternehmensnetzwerken, in: Fischer/Gensior (Hg.): Netzspannungen, Berlin, S.67-91.
- Windolf, P./Beyer, J. (1995): Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: Kölner Zeitschrift für Sozialpsychologie und Soziologie, Jg. 47, H. 1, S.1-36.
- Windolf, P./Beyer, J. (1996): Co-operative Capitalism: Corporate Networks in Germany and Britain, in: British Journal of Sociology, Vol. 47/2, S.205-231.
- Witte, A. (1998): Kaum etwas ist so relativ wie der Preis, in: Unternehmer-Magazin, Heft 7/8, S.38-40.
- Wymersch, E. (1995): Unternehmensführung in Europa. Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion, in: Die Aktiengesellschaft, 7/1995, S.299-316.
- Zelizer, V.A. (1993): Making Multiple Moneys, in: Swedberg, R. (Hg.): Explorations in Economic Sociology, New York, S.193-212.