

**Michael Faust, Reinhard Bahn Müller**

## **Die Zeit der Aktienanalysten**

*Erschienen in: Langenohl, A./Schmidt-Beck, K. (Hrsg.): Markt-Zeit, Marburg: Metropolis, 2007, S. 37-74.*

### **1 Einleitung**

Bankanalysten stehen in der Kritik. Die Gesichtspunkte der Kritik wechseln, aber dass sie kurzfristige Orientierungen sowohl der Anleger als auch der bewerteten Unternehmen befördern, ist ein wiederkehrendes Moment. In den Zeiten der Herausbildung der Börsenblase (Shiller 2000; Brenner 2002), so eine Linie der Kritik, haben sie sich von kurzfristigen, „fundamental“ nicht gedeckten Stimmungen und Moden anstecken lassen oder sie gar aktiv gefördert, sei es aus Naivität oder Opportunismus oder durch professionsschädliche Interessenverflechtungen motiviert (vgl. Gasparino 2005; Mars 1998; Beunza/Garud 2005). Eine andere Art von Kurzfristigkeit monieren diejenigen Kritiker, die darauf verweisen, dass auch diejenigen Analysten, die sich einer Fundamentalanalyse verschreiben, in ihren Bewertungen in den letzten Jahren geradezu reflexartig und einseitig auf quartalsbezogene Unternehmensmeldungen reagieren, namentlich auf solche, die Personalkostensenkungen bzw. -entlassungen anzeigen, ohne dabei die langfristigen Entwicklungsaussichten der Firmen zu berücksichtigen (vgl. Faust u.a. 2007). Weil solche Bewertungsmaßstäbe Kurse bewegen können, Analysten unmittelbar Unternehmensleitungen beeinflussen und insgesamt zu einem entsprechenden Meinungsklima beitragen, schlägt die Kurzfristorientierung auch auf den Unternehmenssektor durch. Die beiden Kritiklinien machen sich zwar gleichermaßen an Kurzfristigkeit fest, die Kritik entzündet sich aber jeweils an (phasenweise) anderen Wirkungen: zum einen an der Beförderung einer Blasenbildung an der Börse, die kurzfristig durch den Vermögenseffekt auch das realwirtschaftliche Wachstum befördern kann, aber wegen der damit einhergehenden Überakkumulation einen umso tiefgreifenderen Abschwung mit sich bringt (Brenner 2002), zum anderen an der Beförderung kurzfristiger Profitorientierung im Unternehmenssektor, die mit Investitions- und Wachstumsschwäche und Umverteilungseffekten einhergeht (O’Sullivan 2000; Beyer/Hassel 2002; Windolf 2005; einschränkend: Froud u.a. 2006; Williams 2000).

Die Kurzfristorientierung der Analysten wird befördert, so die gängige Annahme, weil die „Produkte“ ihrer Arbeit (Prognosen, (Ver)kaufsempfehlungen) einer kurzfristigen Überprüfung auf Triftigkeit zugänglich sind, da Prognosen der Unternehmensentwicklung quartalsweise und Kursentwicklungen börsentäglich verfügbar sind und die Analysten in Konkurrenz um die Wertschätzung ihrer „Kunden“, der institutionellen Investoren, stehen, die mit ihren Beurteilungen und den Aufträgen für die sie beschäftigenden Broker über ihre Karriereaussichten entscheiden. Dieser Analysten- bzw. Börsenkritik widersprechen die Verfechter einer Orientierung am Shareholder Value (vgl. Copeland u.a. 1998). Eine Kurzfristorientierung gelte, so etwa Eigler (1999, 235), „allenfalls für sehr kurze Betrachtungszeiträume“. Recht verstanden, stünden beim Shareholder-Value-Ansatz „Maßnahmen im Vordergrund, die zu einer *langfristigen* Wertsteigerung führen“. Damit korrespondiert der Theorie nach die am Aktienmarkt übliche Bewertungsmethode nach dem Discounted Cash Flow-Modell (DCF), dem sich als „fundamental“ verstehende Analysten und Fondsmanager verpflichtet sehen (vgl. Faust u.a. 2007; Langenohl/Schmidt-Beck 2007).

Zur Klärung dieser Kontroversen analysieren wir in einem ersten Schritt (Abschnitt 2) die organisationale Einbindung und das Beziehungsgefüge der Analysten zu den Abnehmern ihrer Produkte und zu den Objekten der Analyse, den Unternehmen. Aus der so gegebenen Handlungs- und Entscheidungssituation erwachsen keine eindeutigen Erfolgsfristen der Analystenarbeit, was daran liegt, dass die Analysten mit widersprüchlichen sachlichen Erwartungen und Orientierungsdilemmata konfrontiert sind. Die Erfolgskriterien, an denen die eigene Organisation sie misst, sind unvermeidlich an Kundenkriterien und damit auch an die „Marktzeit“ zurückgebunden. Dies erschließt sich, wenn wir die Funktion von Analysten in Anlehnung an Beunza und Garud (2005) als die von Marktintermediären bestimmen (Abschnitt 3), die als „frame-maker“ Interpretationsrahmungen liefern, mit denen die Marktparteien das Handelsobjekt bewerten können. Es handelt sich dabei um notwendigerweise strittige, widerlegungsanfällige und damit vorläufige „Lösungen“ des Ungewissheitsproblems, das mit der Abschätzung des zukünftigen wirtschaftlichen Erfolgs der Unternehmen einhergeht, deren Aktien gehandelt werden. Wir führen bezüglich der Framing-Aktivitäten zusätzliche Unterscheidungen ein, mit denen auch unterschiedliche Zeitlichkeitsvorstellungen des Referenzobjekts „Unternehmen“ verbunden sind, die wiederum potentiell unterschiedliche sachliche und zeitliche Spielräume für die bewerteten Unternehmen mit sich bringen. Framing ist zudem nicht nur in einer Beobachter-

perspektive zu verstehen, sondern die beobachteten Unternehmen nehmen selbst Einfluss auf die Prozesse der Genese neuer Rahmungen und die Zuordnung des eigenen Unternehmens zu vorhandenen Rahmungen. Dies alles spricht für starke Bezüge der Preisbildung auf dem Aktienmarkt zu einem Referenzobjekt in der „Real-ökonomie“, die nur interpretierend erschlossen werden können, und legen zugleich den Grund dafür, dass Beobachtung und Bewertung auf das Referenzobjekt selektiv zurückwirken kann.

Im nächsten Schritt (Abschnitt 4) erweitern wir die Perspektive, indem wir zeigen, dass Analysten nicht nur neutraler Kontingenzbewältiger bei der Preisdefinition der Aktie und damit Marktmacher sind, sondern nach eigenem Rollenverständnis interessierter Intermediär, der sich den Interessen des „Investors“ verpflichtet fühlt. Die Rollendefinition des Marktintermediärs erfolgt im Rahmen einer spezifischen institutionellen „Logik“, in der die Rollen und Interessen der „neuen Eigentümer“ gegenüber Management und Unternehmen neu definiert werden. Dies zeigt sich sowohl in den epistemischen Praktiken, die die Preisbestimmung anleiten, als auch in der Einflussnahme auf das Referenzobjekt, das nicht nur Beobachtungsobjekt ist, sondern mit spezifischen sachlichen und zeitlichen Vorgaben konfrontiert wird.

Der Schlussabschnitt (5) bezieht die Ergebnisse auf die konkurrierenden theoretischen Perspektiven, mit denen gegenwärtig Finanz- und speziell Aktienmärkte analysiert werden.

Die empirischen Befunde stammen aus dem Projekt „Shareholder Value und Personalwesen“, das am Forschungsinstitut für Arbeit, Technik und Kultur (Tübingen) und am Soziologischen Forschungsinstitut (Göttingen) durchgeführt wurde.<sup>1</sup>

## **2. Analysten: Einbindung und Erfolgskriterien**

Die Funktion von Analysten wird in der wirtschaftssoziologischen Literatur überwiegend als die von Marktintermediären bestimmt. Der Aktienmarkt ist ein „mediated market“ (Zuckerman 1999), auf dem eine dritte, am Tauschakt (idealtypisch gesehen) nicht interessierte dritte Partei auftritt, die die Qualität der angebotenen „Produkte“ prüft, Empfehlungen gegenüber dem Publikum ausspricht und darüber zur Preisbildung beiträgt. Zuckermann (1999, 2000) kennzeichnet ihre Rolle als die des „Kritikers“. Sie spielen am Aktienmarkt eine ähnliche Rolle wie der (Literatur-/Kunst- oder

---

<sup>1</sup> Die Empirie stammt aus den Jahren 2005 und 2006 und kombiniert die Kapitalmarktperspektive (Analysten, Fondmanager) mit der Unternehmensperspektive (Fallstudien) (vgl. näher hierzu Faust u.a. 2007; i.E.). Dank geht an die Hans-Böckler-Stiftung für materielle und ideelle Förderung.

Film-)Kritiker in der Beziehung zwischen Künstler und Publikum. Aus dieser Funktion als Marktvermittler ergibt sich die doppelte Kommunikationsbeziehung zum Investor auf der einen und zum Bewertungsobjekt Unternehmen auf der anderen Seite. Idealerweise ist ein solcher Vermittler von beiden Marktparteien unabhängig. Tatsächlich sind Analysten in der Regel bei (Investment-)Banken angestellt, die ihrerseits verschiedenartige Geschäftsbeziehungen zu Investoren und analysierten Unternehmen unterhalten können. Hieraus resultierten Komplizierungen des Beziehungsgefüges, die in der Wahrnehmung der Marktparteien die Unabhängigkeit der Analysten in Frage stellen (s.u.). Sofern solche Verbindungen vorhanden sind, werden sie auch als „conflict-ridden intermediaries“ (Beunza/Garud 2005) bezeichnet. Somit ergibt sich ein dreiseitiges Beziehungsgefüge: (1) zur Organisation, in denen sie Mitglied sind und die über Bezahlung und Karrierefortschritt entscheidet, (2) zum „Kunden“ bzw. Abnehmer ihrer Produkte, deren Erwartungen reflektiert und berücksichtigt werden müssen, und (3) zum Untersuchungsobjekt Unternehmen, für deren Bewertung sie zuständig sind. Zumindest mittelbar kommt noch die jeweilige Gemeinschaft der „Kritiker“, der anderen Analysten hinzu, die ebenfalls die Unternehmen bzw. den Markt beobachten und deren Meinungen berücksichtigt werden müssen. So ein „Meinungsmarkt“ ist recht überschaubar und keineswegs anonym. Die Teilnehmer sind alle untereinander bekannt. In einer der Branchen ist die Rede von rund 30 Analysten, die das europaweite „Coverage“ betreiben.

Wir befassen uns hier nur mit fundamental-analytisch arbeitenden Analysten, die in ihrer „Markttheorie“ prinzipiell davon ausgehen, dass Marktpreise sich in nachvollziehbarer Weise auf die Entwicklung des Referenzobjekts beziehen und folglich über die Analyse der Referenzobjekte Empfehlungen über Kauf- oder Verkaufsakte getroffen werden können. Daneben gibt es oftmals in der gleichen Bank andere Analysten, die – wie z. B. Chart-Analysten - ohne Bezug zum Referenzobjekt auskommen und auf der Grundlage von Theorien, wonach sich zukünftige Preisbewegungen aus Mustern vergangener Preisbewegungen ableiten lassen, Empfehlungen aussprechen. Deren Analysen werden von den von uns befragten fundamental argumentierenden Analysten und Fondsmanagern allenfalls für das kurzfristige Timing von Kauf- oder Verkaufsempfehlungen bzw. -entscheidungen für relevant gehalten.

Beginnen wir mit der organisatorischen Einbindung. Die Analysten, von denen hier die Rede ist, sind „Sell-Side“-Analysten, die wegen ihrer häufigen organisatorischen Anbindung an das Brokerage der Banken auch „Broker-Analysten“ genannt werden.<sup>2</sup> Sie sind in der Regel für Branchen bzw. Industrien zuständig und analysieren das einzelne Unternehmen im Rahmen der so definierten „peer-group“. Dieses Organisationsprinzip liegt somit quer zu den meisten Portfoliozuständigkeiten von Investoren, die zumeist in Anlehnung an Börsenindizes erfolgen und nur ausnahmsweise nach Industrien. Die Industriezuständigkeit erlaubt ein tieferes Verständnis der Markt- und Wettbewerbsbedingungen der beobachteten Unternehmen und dient der Komplexitätsreduktion, die die prinzipiell nicht behebbare Prognoseunsicherheit auf ein handhabbares Maß zu reduzieren sucht.

Das Brokerage, das die Gehälter der Analysten bezahlt, ist daran interessiert, dass die Aktienanalyse das Wertpapiergeschäft im eigenen Hause steigert. Die Abnehmer der Analysen sind institutionelle und private Investoren, die (potentielle) Kunden des Brokerhauses sind. Die Analysen werden diesen unentgeltlich und exklusiv überlassen. Zeitgleich veröffentlicht werden allenfalls die nackten (Ver-)Kaufempfehlungen, während die kompletten „Research Reports“ mit einem solchen Zeitverzug veröffentlicht werden, dass die Exklusivität für die eigentlichen Kunden nicht in Frage steht. Die Refinanzierung der Analysearbeit erfolgt über Aufträge der Empfänger der Analysen an das Brokerage. Formal gibt es diesbezüglich kein Junktim. Üblicherweise werden Investoren, die auf Dauer keine Aufträge an das Brokerhaus geben, nach einiger Zeit nicht mehr mit „Reports“ versorgt. Ob die Analysearbeit für das Brokerhaus Geschäft generiert hat, ist somit nur mit Zeitverzug und vielfach auch dann nicht eindeutig zu ermitteln.

### **2.1 Interne und externe Erfolgskriterien und Bewertung**

Woran wird nun der Erfolg von Analysten gemessen und welche Orientierungen ergeben sich daraus? In der internen Bewertung der Analystenarbeit, die auch über die nicht unbeträchtlichen variablen Gehaltsbestandteile (Boni) entscheidet, wird bei allen von uns befragten Analysten eine Kombination verschiedener Kriterien zugrunde gelegt, wobei die Zusammensetzung und Gewichtung von Haus zu Haus variiert. Zu

---

<sup>2</sup> Davon unterschieden werden Buy-Side-Analysten. Diese sind in der Regel für einen institutionellen Investor (Investment-, Pensionsfonds, Vermögensverwaltungsgesellschaften) tätig, der Wert auf ein eigenes Research legt. Buy-Side-Analyse und Fondsmanagement kann auch in Personalunion vorgenommen werden. Die Berichte der Buy-Side-Analysten verlassen das Haus in der Regel nicht und die darin vorgenommenen Bewertungen sind nicht öffentlich.

den Kriterien gehört die Bewertung der Güte der Ergebnisprognose bzw. der (Ver-)Kaufempfehlungen der betreuten Werte. Dies ist aber weder das ausschließliche noch das herausragende Kriterium. Berücksichtigt werden auch die Entwicklung der Kommissionen, die aus dem Marktsegment kommen, das der Analyst betreut, die Anzahl der Kontaktaufnahmen zu Kunden und der erstellten Studien, die Komplexität der zur Anwendung kommenden Bewertungsmodelle sowie Analysten-Ratings bzw. „Votings“. Letztere werden von unabhängigen Einrichtungen (z.B. der Wirtschafts- presse oder speziellen Agenturen) aufgrund von Investorenbefragungen erstellt oder von großen Kundenunternehmen durch interne Befragung auch eigenständig ermit- telt. Bei Analysten, die zu großen Banken gehören, gibt es auch hauseigene Bewer- tungen durch die Handels- bzw. Sales-Abteilungen. Die externen, auf Investorenbe- fragungen beruhenden Rankings berücksichtigen ihrerseits vielfältige Kriterien, dar- unter auch die schon intern zugrunde gelegten Kriterien.<sup>3</sup>

Die interne Bewertung der Analysten ist somit komplex und spannungsreich und es wird anerkannt, dass man den Erfolg der Analystenarbeit „nicht genau messen kann (...). Es fällt schwer zu sagen, okay, aus diesen drei Kriterien errechne ich nach einer mathematischen Formel was Analyst A, B und C jetzt verdienen sollen“ (Analyst). Es bleibt bei der Notwendigkeit einer situativ angepassten Gesamtbeurteilung durch die jeweiligen Vorgesetzten.

## **2.2 Interessenkonflikte**

Bei der internen Bewertung muss auch berücksichtigt werden, dass Analysten in Fäl- len, in denen sie Bewertungen für Börsengänge erstellen, die vom eigenen Haus be- treut werden, an Verpflichtungen gebunden sind, keine Verkaufsempfehlungen aus- zusprechen, auch wenn der Analyst die aktuelle Marktbewertung für fundamental nicht gerechtfertigt hält. Würde in einem solchen Fall intern das Kriterium Güte der Empfehlung zur Anwendung gebracht, würde der Analyst dafür „bestraft“, dass er das Interesse des eigenen Hauses, die betreute Aktien-Emission zum Erfolg zu füh- ren, berücksichtigt.

„Sie haben dann ein Risiko (...), wenn Sie eine Vermischung von (...) reinem Wertpapier- handelsinteresse, also Ideengenerierung haben mit Corporate-Interessen. Also beispiele- weise war es uns nicht möglich, kurz nach dem Börsengang (von Firma X, an dessen IPO

---

<sup>3</sup> Im „All-American“ Ranking des Institutional Investor Magazins von 2003 werden acht verschiedene Kriterien zur Beurteilung der Analysten erfragt: „industry knowledge, written reports, special services, servicing, stock selection, earning statements, market making and quality of sales force“ (Beunza/Garud 2005, 9). Das Institutio- nal Investor Magazin erstellt auch Rankings für Europa.

die Bank beteiligt war, d. Vf.) eine Verkaufsempfehlung zu geben, sondern wir mussten immer eine gewisse Schamfrist einhalten, bis wir das gedurft hätten“. (Analyst).

Diese Aussage bezieht sich auf einen Fall einer Neuemission zu Zeiten des Neuen Marktes, die in kürzester Zeit den vom Emissionshaus festgelegten Ausgabepreis bei weitem überstieg.

„Wenn wir eine Bewertung von 9 bis 14 Euro vorsehen, dann gehört nicht allzu viel dazu, da zu sagen, okay, mit 65 muss die Aktie wohl zu teuer sein. Trotzdem konnten wir nicht direkt eine Verkaufsempfehlung aussprechen, ich meine, das war jetzt für ein Haus wie unseres, dass diese Analysen im Wesentlichen an institutionelle Kunden verkauft, noch einigermaßen tragfähig, weil jeder wusste, wenn die erste Stufe ‚halten‘ lautet, dann kannst du das Ding verkaufen. Der professionelle Investor wusste das. So. Diejenigen, die eine viel stärkere Retail-Kundschaft haben, für die ist das natürlich völlig unklar. Ich meine, wenn da ‚halten‘ drauf steht, sollte man ja meinen, dass man halten sollte.“ (Analyst)

Dieses Beispiel zeigt auch, dass für den institutionellen Investor die Güte der Empfehlung als isoliertes Kriterium nicht ausschlaggebend ist, sondern er die Aktienanalyse vor dem Hintergrund möglicher Interessenkonflikte interpretiert. Malmendier und Shanthikumar (2005) zeigen, dass „affiliated analysts“<sup>4</sup>, bei denen das Mutterhaus in irgendeiner Weise mit dem bewerteten Unternehmen in zusätzlicher Geschäftsbeziehung steht, „in zwei Zungen sprechen“. Sie sind im Hinblick auf die Empfehlung optimistischer als die nicht-verbundenen Analysten, aber im Hinblick auf die „Ergebnisprognosen“ pessimistischer als die Vergleichsgruppe. Die Empfehlungen richten sich vorwiegend an das Laienpublikum, während die „forecasts“ eher an die professionellen Anleger gerichtet sind, bei denen man sich den Ruf nicht verderben will. Analysen der Handelsaktivitäten bestätigen ferner, dass professionelle Investoren stärker auf Ergebnisvorhersagen reagieren denn auf die Empfehlungen, was wiederum belegt, dass die doppelte Botschaft verstanden wird (ebd.).

### **2.3 Die Stunde der Wahrheit: „normale“ Orientierungsdilemmata**

Das Kriterium der Treffgenauigkeit der Empfehlung relativiert sich generell und nicht nur in den besonderen Fällen von Interessenkonflikten. Fragt man Analysten direkt, wonach ihre Kunden ihre Arbeit bewerten, rückt das Kriterium in den Vordergrund, wodurch sich der Analyst von seinen Wettbewerbern um die Investorengunst unter-

---

<sup>4</sup> Es gibt verschiedene Arten von Interessenverflechtungen. Neben der erwähnten Zuständigkeit für einen Börsengang kann das Mutterhaus eine Kapitalerhöhung oder eine Anleihenemission betreuen, an einem M&A-Deal beteiligt sein, Kreditgeber oder selbst investiert sein (Malmendier/Shanthikumar 2005; vgl. auch Mars 1998).

scheiden kann: (neue) Ideen.<sup>5</sup> Diese Antwort kam (sinngemäß) unisono auf die entsprechende Frage.

„Wir werden gemessen an unseren Ideen. Wenn ein Investor die dreißigste identische Meinung zum Wert X hat, dann ist das sicherlich weniger hilfreich, (als) wenn man das mal von einer anderen Seite betrachtet, die bislang nicht so betrachtet wurde, auch wenn man eine konträre Meinung im Markt vertritt“. (Analyst).

„Den optimalen Zeitpunkt für Studien gibt es nie. Hauptauslöser ist, dass man eine Idee hat, die besser ist als das, was der Markt diskutiert“. (Analyst).

Das kundenseitige Kriterium „neue Ideen“ ist unmittelbar mit dem internen Kriterium, für das eigenen Haus Wertpapiergeschäft zu generieren, verbunden<sup>6</sup>: „Ein Analyst sorgt dann für gutes Geschäft, wenn er eine neue Idee reinbringt.“ Dem Befragten ist dabei bewusst, dass die Suche nach Neuigkeiten auch eine riskante Seite hat. Sie kann zur Quelle von Übertreibungen werden wie zu den Zeiten des Neuen Marktes, „dass man versucht, Sachen zu finden, die nicht so substantiell sind wie man das möglicherweise in einer Analyse dargestellt“ (Analyst). Mit neuen Ideen setzt man sich außerdem stärker der Gefahr aus, widerlegt zu werden, d.h. dass die von der neuen Idee inspirierten Ergebnisprognosen und Empfehlungen sich nicht bewahrheiten. Sich an den Konsensus-Empfehlungen und -prognosen zu orientieren, sei zwar die „risikoärmere Position“, die aber auf der Kundenseite wenig „Resonanz“ erzeuge.

Allerdings sind die Analysten bei der Entwicklung ihrer „Aktien-Story“ mit einem Dilemma konfrontiert. Das Kriterium „neue Ideen“ wirkt der Mainstream-Orientierung entgegen, mit der man hinsichtlich der Prognose und Empfehlung auf der sicheren Seite bleibt, weil man auch bei einer sich später herausstellenden Fehlprognose oder -empfehlung nur in dem gleichen Maße „falsch“ gelegen hat wie die meisten Wettbewerber. Nur bleibt man hierbei unbeachtet, macht sich keinen Namen und verfehlt auf diesem Wege das Kriterium, für das eigene Haus Umsätze zu generieren. Andererseits werden trotz des Interesses an neuen Ideen die Kriterien der Ergebnisvor-

---

<sup>5</sup> Investorenumfragen bestätigen das Gewicht des Kriteriums „neue Ideen“. In der Umfrage des Institutional Investor Magazins rangieren die eher harten Performance-Kriterien (investment recommendation und earning estimates) nur an 6. und 7. Stelle, während die Kriterien „written reports“ und „industry knowledge“ an 1. und 2. Stelle liegen (Beunza/Garud 2005, 9). „This suggests that analysts' arguments and ideas are far more helpful to investors than the brief numbers that the former attach to the reports in the form of recommendations and price targets.“ Eine Fülle von Studien hat zudem nachgewiesen, dass die Bewertungsspezialisten so oder so nicht in der Lage sind, „accurate forecasts of stock prices“ zu liefern (ebd., 6). Die Bedeutung von „Ideen“ in Form von „kreativen Stories“ wird auch durch Mars (1998, 177f) gestützt.

<sup>6</sup> Generell tendieren Analysten zu eher optimistischen Empfehlungen (Vorrang von Kaufempfehlungen) (vgl. Windolf 2005). Das erklärt sich nicht nur dadurch, dass Interessenverflechtungen mit dem beurteilten Wert im Spiel sind, sondern auch darüber, dass jede Kaufempfehlung tendenziell mehr Wertpapierumsätze auslöst als eine Verkaufsempfehlung, da im letzteren Fall nur die eingeschränkte Zahl der schon Investierten zu Umsätzen mobilisiert werden kann, während im ersteren Fall potenziell das gesamte Publikum angesprochen ist.



hersage und der Treffgenauigkeit der Empfehlung nicht obsolet. Was zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als neue Idee auf Resonanz stößt und Umsätze für das eigene Haus generiert, kann sich zu einem späteren Zeitpunkt als „teure“ Fehlorientierung entpuppen.

Die Abgrenzung zur Konkurrenz darf nicht so weit gehen, dass der Analyst mit seiner Prognose bzw. Empfehlung längere Zeit „daneben“ liegt, wobei die dabei verwendeten Zeitbestimmungen unscharf sind.

„Aber als Analyst hat man natürlich Schwierigkeiten, auch wenn man grundsätzlich Recht hat. Aber wenn man zwei Jahre lang auf der falschen Seite war und die Kunden, die an einen geglaubt haben, richtig Geld verloren haben, beziehungsweise opportunitätsmäßig Geld verloren haben, weil sie nicht dabei waren, dann hat man einen verdammt schweren Stand. Dann hilft es auch irgendwann nicht mehr, wenn man dann in drei Jahren Recht hatte. Weil dann ist man tot, dann ist man nicht mehr dabei.“ (Analyst)

Aus diesen Interviewaussagen kann man nicht erschließen, ab welchem Zeitraum eine Fehlprognose oder -empfehlung als solche erkannt wird und für den Analysten gegebenenfalls karriereschädlich wird. Das hängt zum einen von den Zeitorientierungen der adressierten Investoren ab und davon, wie sie Fehlprognosen in ihren Rankings und Votings gewichten. Zum anderen können gerade solche Prognosen und Empfehlungen, die sich im Nachhinein als fehlerhaft herausgestellt haben, diejenigen gewesen sein, die zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung dem Brokerhaus wegen „neuer Ideen“ Umsätze zugeführt haben.

Alle Befragten bewegen sich in dem Dilemma dahin gehend, dass sie ihre neuen Ideen schon im Entstehungsprozess auf Risiken prüfen, indem sie über Gespräche mit Kollegen desselben Research-Teams, sonstige bank-interne Meetings, die Beobachtung der Konkurrenz, insbesondere von relevant erachteten „Meinungsführern“ die „durchschnittliche“ Marktmeinung berücksichtigen, die sich auch in den „Konsensschätzungen“ der Analysten über die Gewinnerwartungen ausdrückt, die von spezialisierten Dienstleistern wie „International Business Estimates“ (IBES) angeboten werden (vgl. Mars 1998, Windolf 2005). Jeder Analyst weiß, dass die Kursentwicklung der bewerteten Aktien von dieser Marktmeinung abhängt, in der er sich selbst positioniert. Dies kann bedeuten, sich der vorhandenen Marktmeinung anzuschließen oder aber sich mit einer neuen Idee von dieser abzusetzen. Dabei adressiert die neue Idee nicht nur die unmittelbaren Abnehmer, sondern auch die anderen Meinungsmacher. Denn eine neue Idee wird umso wirkungsmächtiger, je mehr Marktteilnehmer sich anschließen, wie es eine befragte Analystin ausdrückte: „Dann

müssen Sie eigentlich zum Schluss noch als Analystin versuchen, die Analysten zu managen, die Erwartung der Analysten“.

Aus der organisationalen Einbindung resultiert insgesamt keine eindeutige „Organisationszeit“ (Mars 1998). Dies liegt daran, dass Analysten mit widersprüchlichen Erwartungen und Orientierungsdilemmata konfrontiert sind. Die Unterbestimmtheit der Erfolgsfristen resultiert daraus, dass die von der Organisation zugrunde gelegten Erfolgskriterien unvermeidlich an Kundenkriterien und damit an die „Marktzeit“ zurück gebunden sind, in der auch die Zeitlichkeit des Referenzobjekts reflektiert wird.

#### **4. Analysten als „frame-maker“**

„Investoren erwarten von Analysten eine Empfehlung: kaufen oder verkaufen. In dieser Empfehlung wird die Komplexität zukünftiger Produktionsprozesse auf eine binäre Information reduziert“ (Windolf 2005, 25). Demgegenüber betonen die von uns befragten Analysten, dass es nicht um eine „simple Wahrheit“ gehe und eine solche von den Abnehmern auch nicht erwartet werde. Der Stellenwert der „neuen Ideen“ in der Wahrnehmung der Erwartungen von Investoren steht eher im Einklang mit dem von Beunza/Garud (2005) vorgelegten Vorschlag zur Rollen- bzw. Funktionsbestimmung der Analysten als „frame-maker“, als Konstrukteure des Interpretationsrahmens einer datengestützten Kalkulation.

Analysts value stocks by estimating their net present value, that is, by folding their future back into the present. In doing so, however, they confront Knightian uncertainty, namely, information that is unclear, subject to unforeseeable contingencies or multiple interpretations [...]. This places analysts at the cusps of the future and the present, of calculation and judgement, uncertainty and risk. (Beunza/Garud 2005, 3).

Mit ihrer Konzeption setzen sich Beunza und Garud von soziologischen Konzeptionen ab, die in der Tradition des Neo-Institutionalismus Mechanismen der Nachahmung und des Herdenverhaltens in den Vordergrund rücken, ohne sich aber mit den Kalkulationen zu befassen, über die jedwede Entscheidung erklärt und gerechtfertigt werden muss. Diese Perspektive kennzeichnen sie als „under-calculative“. Die Autoren grenzen sich aber auch von Standard-ökonomischen Konzeptionen ab, die die genuine Ungewissheit übersehen und die zukunftsbezogenen Kalkulationen nur unter Risikoaspekten behandeln. Diese seien „over-calculative“ und übersähen die Rahmungen der kalkulatorischen Praktiken, die eben gerade deswegen ins Spiel

kämen, weil Ungewissheit über Vereinfachungsmechanismen handhabbar gemacht werden müsse. „A more realistic theory of analysts would address how analysts combine mental models and social cues in their calculations to overcome the challenge of Knightian uncertainty“ (ebd., 13). In dieser Perspektive interessiert also mehr, wie sich prognostizierte Daten und daraus abgeleitete Empfehlungen begründen lassen und ein „Bild“ ergeben bzw. in einen „Rahmen“ passen, eine plausible, nachvollziehbare „Geschichte“ ergeben. Die prognostizierten „Daten“ hängen von der Interpretation des Falls in den jeweils gültigen „Rahmungen“ ab.

Wie Beunza und Garud (2005) am Beispiel Amazon zeigen, können diese „calculative frames“ für eine gegebene Firma hochgradig umstritten sein. Auf dieser Grundlage kann es zu krass differierenden Kurszielen kommen, obwohl sich alle Beteiligten auf dieselben „Daten“ beziehen. So konnte sich über einen längeren Zeitraum die Wahrnehmung von Amazon als Internet-Firma mit entsprechenden Wachstums- und Margenerwartungen behaupten, während sich die Minderheitsmeinung („Amazon ist ein Buchhändler wie Barnes & Nobles“) zu dieser Zeit nicht durchsetzen konnte. Der Kursabsturz der Aktie erklärt sich dann weniger durch radikal veränderte Daten als durch das Umkippen des dominanten Bewertungsrahmens. Analysten können ein dynamisierendes Element sein, wenn es ihnen gelingt, neue und originelle Rahmungen zu etablieren, was durch den Statuswettbewerb unter Analysten befördert wird (ebd., 40).

Demgegenüber betont Zuckerman (1999, 2000) eher die homogenisierenden Effekte von traditionellen Rahmungen. Er zeigt, dass Analysten überwiegend nach Industriekategorien organisiert sind und auch aus Gründen der Komplexitätsreduktion der eigenen Analysearbeit eher geneigt sind, Firmen zu beachten, die in die vertrauten Kategorien hineinpassen, während diejenigen, die nicht hineinpassen, mit einem „Illegitimitätsabschlag“ bestraft werden. Letztere sind nicht so transparent und verstehbar und werden somit als riskanter eingeschätzt. Somit geht von der Börse ein Druck auf die Unternehmen aus, den vertrauten Kategorien zu entsprechen, um wahrgenommen und nicht alleine wegen Prognoseunsicherheit mit höheren Kapitalkosten belastet zu werden.

Diese beiden Perspektiven sind nicht im Widerspruch, sondern lassen sich ineinander überführen, wenn wir das „framing“ ausdifferenzieren. Die Zuordnung einer konkreten Firma ist dann besser als „frame-selection“ zu fassen. Wie die Firma gerahmt wird und wie die jeweiligen Zahlen interpretiert werden, kann strittig sein. Beunza und

Garud analysieren somit eher den Prozess der „frame-selection“ als den des „frame-making“, wobei vermutlich der meinungsführende Analyst selbst mit zu der community der „frame-maker“ gehört. Studien über die Entstehung neuer „Frames“ sind uns nicht bekannt, wir gehen aber in Analogie zu Prozessen der Entstehung von Managementmoden davon aus, dass es eine „frame-setting-community“ gibt und dass das frame-making an stilbildende Unternehmen zurückgebunden ist, so wie die Managementmoden an „excellent companies“ (Abrahamson 1996; Faust 2005). So entstehen neue Rahmungen auch aus Anstrengungen von Firmen, ihren Status als Marktteilnehmer (neu) zu definieren und zu festigen (Fligstein 2001). Die neue Beobachterkategorie des „Life-Science“-Unternehmens zum Beispiel stützte sich auf die Bemühungen des Managements eines großen Unternehmens aus der Chemie-/Pharmabranche, sich strategisch neu zu positionieren (Kädtler 2006).

Die Wahl der jeweiligen Rahmung kann für die beobachtete Firma günstiger oder weniger günstig ausfallen, wobei das Nicht-Passen in einen „frame“ selbst schon negativ belegt sein kann. Die Konstruktion neuer Rahmungen ist vermutlich eher die Ausnahme, so dass auch Firmen nicht permanent neu zugeordnet werden müssen. Wenn aber neue Rahmungen auftauchen, ergeben sich auch Gelegenheiten für die beobachteten Firmen, sich selbst in einer günstigeren Rahmung zu präsentieren. So nutzte eine Firma aus unserem Fallspektrum die Entstehung der neuen Kategorie „Biotechnologie“, um eine schon länger bestehende Geschäftssparte in der „Zielsprache“ des Aktienmarktes „vielversprechender“ zu positionieren. Weil die „Biotechnology-Story“ die „Investorenphantasie anregte“ (Finanzvorstand), gelang es eine Kapitalerhöhung am Aktienmarkt zu platzieren, die in der Folge Investitionen in dem Geschäftsfeld ermöglichte.

So stellt sich „Framing“ als ein dynamischer wechselseitiger Prozess dar und ist nicht nur aus der Beobachterposition zu verstehen. Die potenziell folgenreichen Framing-Entscheidungen der Beobachter knüpfen an die im jeweiligen Wirtschaftssektor vorgefundenen und gegebenenfalls neu entstehenden Rahmungen an, wie umgekehrt Unternehmen versuchen, sich innerhalb der gegebenen Rahmungen günstig zu positionieren oder an der Konstruktion neuer Rahmungen zu arbeiten.

Die von unseren Befragten herausgestellten „neuen Ideen“ beziehen sich in der Hauptsache auf die Zuordnung der jeweiligen Firma zu einer vorherrschenden und für legitim gehaltenen Rahmung und in der Folge auf die Positionierung der Firma

darin. Hierbei werden die für die jeweilige Industrie für relevant gehaltenen Wettbewerbsfaktoren zugrunde gelegt und die Firma im peer-group Vergleich bewertet (siehe die Fallanalysen bei Froud u.a. 2006). Vermutlich stellt dies das Alltagsgeschäft vieler Analysten dar.

#### 4.1 Framing und Temporalität

Wenn die fundamentale Aktienanalyse im Modellrahmen der DCF-Methode die zukünftigen Zahlungsströme auf die Gegenwart abzinst, auf diese Weise die Zukunft in die Gegenwart „zurückfaltet“, berücksichtigt sie dann die langfristigen Erfolgsaussichten des Unternehmens und ist somit langfristig orientiert? Oder orientiert sich die Aktienanalyse an quartalsweisen Meldungen über die laufende Profitabilität und orientiert die Abnehmer ihrer Analysen, die (institutionellen) Investoren an der Verfolgung des Ziels einer kurzfristigen Profitabilitätssteigerung, während die langfristige Entwicklung von Erfolgsbedingungen vernachlässigt wird?<sup>7</sup> So lässt sich die auch öffentlich geführte Kontroverse über die zeitlichen Orientierungen der Aktienanalyse und die darin angelegten Wirkungen darstellen. So liegen die Alternativen aber nicht.

Zweifellos fließen die von den Unternehmen kontinuierlich über Quartalsberichte oder Ad hoc-Mitteilungen eingehenden Daten in die Aktienbewertung ein und können bei „Enttäuschungen“ auch zu Korrekturen des „Kursziels“ bzw. der daraus abgeleiteten Empfehlung führen. Unternehmen geben in der Regel (zumindest in den kürzeren Fristen) eigene Prognosen bzw. „Versprechen“ über die Entwicklung der wesentlichen Kennzahlen ab, und die Analysten verfügen über eigene Schätzungen und die erwähnten Konsensschätzungen der gesamten „Zunft“, die ihrerseits den Unternehmen bekannt sind. Das DCF-Modell unterstellt eine stetige Cash-Flow- oder Ertragsentwicklung (Nicolai/Thomas 2004, 457), die nicht notwendigerweise oder gar eher zufällig mit dem tatsächlichen Verlauf übereinstimmt. Analysten haben eine Vorliebe für verstetigte Verläufe und damit auch an regelmäßigen Zwischeninformationen, weil die erwarteten zukünftigen Cash-Flows hochgradig unsicher sind und Zwischenin-

---

<sup>7</sup> Dies würde dem Wall Street-Sprichwort entsprechen: „market sells first and asks questions later“ (Edmans 2007, 3). Kommen Anreize für die Manager hinzu, sich an den kurzfristigen Kursbewegungen zu orientieren, führt dies dazu, dass auch die Unternehmenspolitik sich an kurzfristiger Profitsteigerung orientiert. Für die USA mit ihren liquiden Aktienmärkten wird damit nach Auffassung verschiedener Autoren „underinvestment (...) a particularly severe issue (...) since its liquid stock markets allow investors to sell upon weak financial results“ (ebd., 2). Es hängt dann davon ab, ob sich Aktionäre bzw. Investoren auf die Zeitlichkeit des Unternehmensprozesses überhaupt einlassen. Eine (vorübergehende) Verschlechterung der Profitabilität, die durch Investitionen zustande kommen, die mit Zeitverzug die Profitabilität zu verbessern versprechen, würde dann nicht einfach mit „exit“ beantwortet. Nach Edmans ist dies für den US-Fall eher von größeren „blockholder“ zu erwarten, die sich überhaupt auf „monitoring“ Aktivitäten einlassen und nicht nur nach Quartalszahlen entscheiden.

formationen die diesbezügliche Unsicherheit reduzieren. Es ist darin ein Versuch zu sehen, sich vor unliebsamen Überraschungen zu schützen. Bis zu einem gewissen Grad können sich die bewerteten Unternehmen auf diese Vorliebe einstellen und tun dies auch. Nach unseren Interviews zu urteilen, ist das „eingespielt“:

„Aber ansonsten gucken Sie halt einfach, was das Unternehmen, das Management gesagt hat, was sie versprochen haben, was sie tun werden, und daran messen wir ja das Management.“ (Analyst)

„Wir müssen einfach nur unsere Versprechen einhalten. (...) Dieses banale Statement, wir halten das, was wir versprechen, wenn man das wirklich lebt – das ist anstrengend – aber das ist, glaube ich, das Wichtigste überhaupt.“ (Vertreter Investor Relations)

Die Unternehmen stellen sich darauf ein, indem sie Versprechen („promise“) abgeben, die ambitioniert sind, aber nicht so ambitioniert, dass sie nicht eingehalten werden können („deliver“). Zeigen die intern erhobenen Zahlen an, dass ein „promise“ verfehlt werden könnte, bleibt dem Unternehmen die Möglichkeit des so genannten „Earnings Management“, also der Versuch, die *ausgewiesenen* Ergebnisse zu verstetigen bzw. an die Erwartungslage anzupassen (vgl. Nicolai/Thomas 2004; Rappaport/Maubousson 2001).<sup>8</sup> Hierfür hat das Management durchaus erhebliche bilanzpolitische Spielräume, was wiederum den Analysten bekannt ist. Daher erklärt sich auch die Beobachtung, dass Analysten sich bei ihren Schätzungen fragen, welchen Gewinn das Unternehmen *ausweisen*, und nicht, welchen Gewinn es *erzielen* wird (vgl. Mars 1998). Andererseits sind die Spielräume des „Ausweisens“ auch nicht beliebig groß, allzu „kreative“ Buchhaltung rächt sich in Folgeperioden und kann Misstrauen erzeugen (vgl. Froud u.a. 2006, 133ff). Das „Promise and Deliver“-Spiel hält das Management in kurzen Zyklen begründungs- und erklärungs-pflichtig. Treten Abweichungen vom „Promise“ auf, die man nicht durch „earning management“ glätten kann oder will, muss das Management plausibel machen, dass es sich um Sondereinflüsse oder behebbare kurzfristige Fehlentwicklungen handelt, die nicht die große Linie der „Story“ in Frage stellen. Fallen „Promise“ und „Deliver“ hingegen dauerhaft auseinander, hat dies einen stärkeren Einfluss auf die (Ver-

---

<sup>8</sup> „Companies have two levers in this game. They can manage expectations, manage earnings, or both. They manage expectations by guiding analysts to an earning number they can beat. To make it easier to beat expectations, companies often downplay their near-time prospects. In the event a company sees difficulty in meeting or beating expectations, it can either manage expectations downward or turn to its second lever: earnings management. This lever avoids unfavorable earnings surprises. Managements are often able to report earnings that beat expectations even in the face of an unexpected slowdown in business as a result of the flexibility in applying accounting conventions. Not surprisingly, about 20% of the S&P 500 companies in a typical quarter beat the consensus earning estimate by just a penny. Nor is it a surprise that the overwhelming majority of earnings surprises are positive rather than negative“ (Rappaport/Maubousson 2001, 10). Die nächste Runde des Spiels mit Erwartungen besteht darin, dass Firmen, die laufend die Konsensschätzungen übertreffen, inoffiziell („whisper numbers“) an einer höheren Erwartung gemessen werden (ebd.).

)Kaufempfehlung von Analysten „als wenn hier ein einmaliger Effekt geschehen ist, der in der Zukunft wieder ausgegült wird“ (Analyst).

Insofern gibt es einen in die gängige Aktienanalyse eingebauten kurzfristigen Zyklus der Bewertung, der mit einer Fundamentalanalyse kompatibel ist. Diese in kurzer Frist sichtbaren Bewegungen prägen auch die öffentliche Wahrnehmung der Börse: Unternehmen X meldet niedrigere Ergebnisse als erwartet oder versprochen, Analysten verringern das Kursziel und verschlechtern die Empfehlung, der Kurs sinkt.

Allerdings stellt dies noch keine Antwort auf die Frage nach der Fristigkeit der Aktienanalyse dar, d.h. der in der Fundamentalanalyse eingebauten Zeitlichkeitsvorstellungen des Analyseobjekts. Denn kurzfristige Bewegungen müssen im Rahmen längerfristiger Erwartungen interpretiert werden bzw. die kurzfristigen Erwartungen selbst kommen nur vor dem Hintergrund längerfristiger Erwartungen zustande (vgl. hierzu auch Langenohl im vorliegenden Band). Bestünde die wesentliche Leistung der Aktienanalyse darin, aufgrund von Quartalberichten Kursziele oder Empfehlungen zu modifizieren, wäre dies für die (institutionellen) Investoren wenig instruktiv. Die Daten sind allseits verfügbar und die wesentliche Aufgabe bestünde darin, schnell genug eine schlechter bewertete Aktie wieder loszuwerden, bevor die allgemeine Absatzbewegung den Kurs schon gedrückt hat.

Es sind die übergeordneten Rahmungen der Aktienbewertung, in die die kurzfristigen Bewegungen „eingebaut“ sind, die die längerfristigen Bewertungen bestätigen oder gegebenenfalls in Zweifel ziehen können. Formal wird die längerfristige Perspektive im gängigen DCF- Bewertungsmodell reflektiert, das die zukünftigen Zahlungsströme auf die Gegenwart abdiskontiert. Die von uns befragten Analysten legen dabei einen Zeitraum von drei bis vier Jahren zugrunde, für den sie detaillierte Prognosen abgeben. Die fundamentale Ungewissheit, die mit solchen Schätzungen verbunden ist (vgl. Windolf 2005, 11ff.) kann nur schrittweise und unter Hinnahme von (oftmals heroischen) Vereinfachungen, Heuristiken und „Bauchgefühl“ vorgenommen werden. Die wesentliche Vereinfachungsmethode besteht in der Wahl der Rahmung, d.h. der Einordnung des jeweiligen Unternehmens in eine Industriekategorie und damit in eine Vergleichsgruppe. Damit sind Vorentscheidungen über die Parameter des Wettbewerbs gegeben, die im Bewertungsmodell in Form von Ursache-

Wirkungsunterstellungen formal als „Werttreiberbäume“ aufgenommen werden.<sup>9</sup> Zusätzliche Vereinfachung ist darüber möglich, dass nicht im luftleeren Raum über mögliche Zukünfte spekuliert werden muss, sondern mögliche Zukünfte an den jeweiligen Gegenwarten der „best practices“ bzw. „best-in-class“-Firmen in der jeweiligen Industrie gewonnen werden können. Auf dieser Grundlage kann abgeschätzt werden, ob das beobachtete Unternehmen Aussichten hat, die Kennziffern bzw. Margen zu erreichen, die die Besten in der Industrie erreichen, und in welchen Zeiträumen dies der Fall sein könnte. Bei solchen Abschätzungen spielen bildhaft-ganzheitliche Bewertungen des Unternehmens eine große Rolle, die sich vornehmlich an der wahrgenommenen „Qualität“ des Managements festmachen. Aus diesen Gründen sind Analysten auch an direkten Kontakten zum Management interessiert (vgl. näher Faust u.a. 2007). Das „Zurückfalten“ der Zukunft in die Gegenwart besteht somit in verschiedenen Schritten der Konventionalisierung der Zukunft. Darin besteht auch die prinzipielle Rückbindung der Aktienanalyse in ihrem Vollzug an das Referenzobjekt bzw. die Realökonomie, auch wenn diese Rückbindung mit Vereinfachungen und Vereinseitigungen einher geht.

Dem entspricht auch die Verschränkung von bildhaft-ganzheitlicher Bewertung und formalem Rechenmodell. Es ist nicht die isolierte Schätzung einzelner Messgrößen oder Kennzahlen, die nachträglich interpretiert wird, sondern eher die nachträgliche formal-rechenhafte Überprüfung von möglichen Zukünften, die sich in einer bestimmten Rahmung ergeben. „Analysten haben eine qualitative Meinung, die sie mittels quantitativer Verfahren plausibilisieren. (...) Die Prognose ist die 'Untermauerung der Meinung,'“ (Mars 1998, 137). Die folgende Interviewpassage bestätigt diesen Zusammenhang und zeigt zugleich, dass die formale Modellierung es ermöglicht, die selbstkonstruierte Zukunft mit den Zukünften anderer Marktteilnehmer zu vergleichen, und dass die kurzfristigen Bewegungen in die längerfristigen Vorstellungen integriert werden. Auf die Frage, wie das „Gefühl“, das „Qualitative“ in das Modell eingeht, antwortet der Analyst:

---

<sup>9</sup> Zur Illustration: Die Profitabilität eines forschenden Pharmaunternehmens hängt im Wesentlichen daran, ob es über einen Durchbruch in der Forschung gelingt, den nächsten „Blockbuster“ auf den Markt zu bringen, bevor die Patente für die gegenwärtigen Hauptertragsbringer auslaufen. Die Bewertung des Pharmaunternehmens hängt damit wesentlich mehr von der Verfolgung des Fortschritts in der Entwicklung, Erprobung und Zulassung eines neuen Wirkstoffes ab als von Fortschritten in der Produktivität der Herstellung der Produkte, die in anderen Branchen der entscheidende „Werttreiber“ sein können (vgl. die Pharmafallstudie bei Froud u.a. 2006). Quartalszahlen sind in diesem Fall nahezu ohne Aussage im Vergleich zu einem Unternehmen, dessen Wettbewerbsposition im Wesentlichen von inkrementellen Prozessinnovationen oder Kostensenkungsmaßnahmen (etwa Lohnkosten) abhängt.



„Wie fließt das ein? Wahrscheinlich aufgrund Ihrer Erwartungen. Und die Erwartungen werden wieder durch diese Soft-Faktoren beeinflusst. Ich meine: Sagen Sie, warum wollen Sie zehn oder acht Prozent (langfristige Wachstumsrate ansetzen). Das ist auch ein bisschen Gefühl, glauben Sie dem Management, haben sie es in der Vergangenheit geschafft, gibt es jetzt neue Bereiche, wo Sie wirklich sagen, da hat das Management Zukunft, haben sie die richtigen Produkte? Also, ob Sie jetzt sieben oder acht sagen, ist irgendwann doch ein bisschen Bauchgefühl. Ich meine, jedes DCF können Sie auch so darstellen, wie Sie wollen.“

Diese Erkenntnis spricht aber nicht gegen die Nutzung des Modells:

„Aber die Idee ist ja, dass Sie wirklich Ihre Erwartungen modellieren und dann auch vergleichen. Also zum einen kriegen Sie dann halt aus unseren Modellen einen Wert des Unternehmens raus und Sie können dann halt auch immer sehr gut vergleichen, welche Erwartungen habe ich und welche Erwartungen hat auch der Markt. Und dann können Sie halt feststellen, oh Gott, ich bin ja so super optimistisch, warum bin ich so, ... . Sind die vielleicht alle zu spät oder bin ich zu optimistisch? Und da können Sie es halt auch sehr, sehr gut vergleichen. Aber wenn Zahlen (des Unternehmens, d.Vf.) rauskommen, haben Sie halt Ihre eigenen Erwartungen und sagen, ich habe aufgrund meiner Erwartung die Aktie empfohlen zum Kauf, jetzt enttäuscht die Firma aber meine Erwartungen und deswegen empfehle ich, sie zu reduzieren beispielsweise. Also deswegen finde ich halt eigene Modelle auch sehr, sehr wichtig, weil man auch die Firma besser versteht. Man weiß eher, wo bestimmte Firmen drehen müssen, um halt viel mehr Wert zu kreieren.“

Aus unterschiedlichen „Framings“ können für die bewerteten Unternehmen selbst unterschiedliche Zeitrestriktionen resultieren. Zur Veranschaulichung können wir das Amazon-Beispiel von Beunza und Garud (2005) heranziehen. Die Vertreter der hegemonialen „Rahmung“ als Internetfirma offenbaren einen lang anhaltenden Zukunftsoptimismus, der über die dadurch beförderten Kurssteigerungen den betreffenden Unternehmen für eine längere Zeit erheblichen Manövrierspielraum (Kapital- bzw. Kreditaufnahme, Investitionsspielraum) und den mit Aktienoptionen ausgestatteten Managern und teilweise auch Mitarbeitern außerordentliche Verdienstchancen eröffnet. Die „New Economy“-Rahmung war für die betreffenden Unternehmen bzw. Wirtschaftssektoren Zeit gebend und ging mit einer Verschiebung der gesamtwirtschaftlichen Allokationsströme einher (vgl. Brenner 2002). Umgekehrt können andere Rahmungen, die mit anderen Parametern des industriellen Wettbewerbs und daher mit eingetrübten Zukunftserwartungen für bestimmte Sektoren oder Unternehmens-typen rechnen, entsprechend verschlechterte Bedingungen der Ressourcenverfügbarkeit bzw. der Handlungsoptionen bewirken. Die Verstärkungszusammenhänge können in beide Richtungen wirken.

Nach dem Kippen der vorherrschenden Rahmung, die sich dann auch in neuen kalkulatorischen Praktiken niederschlug<sup>10</sup>, verändern sich die Bewertungskriterien von Unternehmen derart, dass nun Schuldenabbau, Kostensenkung, Steigerung der Profitabilität und das kurzfristigere Nachhalten entsprechender Maßnahmen und deren Wirkungen zum vorherrschenden Thema werden. Dies war in dem Zeitraum, in dem unseren Befragungen stattfanden, in verschiedenen Branchen (Informations- und Kommunikationstechnik, Luftfahrt, Versorgungsindustrie) die vorherrschende Situationsdeutung (vgl. Faust u.a. 2007). Entsprechend stand kurzfristige Profitabilitätssteigerung der beobachteten Unternehmen im Vordergrund mit der Konsequenz, dass weniger erfolgreiche Unternehmen tendenziell schlecht bewertet wurden, was den Bewegungsspielraum der Unternehmen einschränkte und sie unter Umständen der Gefahr feindlicher Übernahmeveruche aussetzte. Diese neue Rahmung verringerte dann den Raum der Optionen und erwies sich für die betreffenden Unternehmen als Zeit nehmend.

#### 4.2 Aktienmarktzeit und Unternehmenszeit

Windolf (2005) setzt die Zukunftsorientierung des Aktienmarktes von der Vergangenheitsorientierung der Gütermärkte ab. Gütermärkte sind vergangenheitsorientiert, weil ein vergangener Produktionsprozess sich am Markt bewähren muss (ebd., S.8). Die relative Entkopplung der Aktienmärkte von der Realökonomie ist nun aber nicht deswegen möglich, weil der Aktienmarkt zukunftsorientiert und die produktionsbasierte Wirtschaft vergangenheitsorientiert ist. Die „Realökonomie“, auf die es hier ankommt, ist nicht die der Gütermärkte, sondern die des Unternehmens. Aktionäre wie Unternehmensleitungen sind gleichermaßen mit dem Entscheidungsproblem konfrontiert, dass sich erst in der Zukunft herausstellt, ob gegenwärtige und gegenwärtig projizierte Produktionsprozesse sich am Gütermarkt bewähren. Die Ungewissheitsbelastung von Entscheidungen ist für Manager in Unternehmen und externe Beob-

---

<sup>10</sup> Zu prüfen wäre, welchen Einfluss die jeweils vorherrschenden Bewertungsverfahren in den jeweiligen Phasen hatten. Lange Zeit galt die Bewertung nach sogenannten „multiples“ (wie etwa die Price/Earning Ratio) innerhalb der Vergleichsgruppe als das „single most popular valuation metric in the investment community“ (Rappaport/Mauboussin 2001, 11). Die in den 1990er Jahren durchgeführte Studie von Mars (1998) bestätigt dies. Das Vertrauen in solche „multiples“ wird aber von den Vertretern des Shareholder Value-Konzepts wie Rappaport als „ökonomische Sackgasse“ kritisiert, weil etwa die P/E-Ratio nicht Wert „bestimmt“ („determine“), sondern aus Marktpreisen „ableitet“ („derive“): „... without proper analysis it is difficult to know whether low P/E stocks are truly bargains or whether they simply deserve the lower expectations their prices imply“ (ebd., 13). Befragte Analysten begründen die Wahl der DCF-Methode explizit mit negativen Erfahrungen mit einer sich auf „multiples“ stützenden Bewertung: „...dass wir eben aus unseren Prognosen für das Unternehmen mit DCF einen fairen Wert ableiten, der uns unabhängiger macht von dieser Art von Hochschaukelei“ (Analyst) in den Zeiten der Entstehung der Börsenblase. Heute werden beide Methoden pragmatisch kombiniert.

achter bzw. Anleger prinzipiell dieselbe. Deswegen teilen sie auch den Kommunikationsgegenstand, die zukünftigen Aussichten des Unternehmens in einem gegebenen Kontext. Der fundamentale Unterschied besteht darin, dass das Unternehmen bindende, nicht beliebig und in kurzen Fristen revidierbare Entscheidungen treffen muss und zu jedem Zeitpunkt schon durch vergangene Entscheidungen gebunden ist (Lazonick/O'Sullivan 2000), während dem Aktionär kurzfristigere Exit-Optionen zur Verfügung stehen. Oder anders ausgedrückt: der Aktionär investiert nicht, sondern legt Geld an.

Die externe Beobachterposition und der damit einhergehende Vereinfachungsbedarf führen dazu, dass Analysten und Investoren in der zugrunde gelegten Rahmung nur ein eingeschränktes Spektrum möglicher Zukünfte in den Blick bekommen, nämlich die im Industrievergleich ermittelten „Benchmarks“ und die daraus gewonnenen „Erfolgsfaktoren“. Die Fokussierung auf das als „erfolgskritisch“ angesehene Top-Management, das unterstellte „synoptisch-rationale Planungsverständnis“ (Nicolai/Thomas 2004) und die in der „Kapitalperspektive“ der Bewertung vordringliche Aufmerksamkeit für die (finanziellen) „Spätindikatoren“ von Unternehmenserfolg (Faust u.a. 2007) übersehen die zeitlichen und sachlichen Voraussetzungen für Innovationen, die organisationale Lernprozesse voraus setzen, die „kumulativ und kollektiv“ sind (Lazonick/O'Sullivan 2000; Teece u.a. 1997). Auch wenn der Kapitalmarkt neue Beobachterkategorien innovativer Unternehmen oder Sektoren der externen Bewertung zugrunde legt, sind diese stets Resultat eines interpretierenden und typisierenden Nachvollzugs von Innovationen, die im Unternehmenssektor unter nicht beobachteten Bedingungen zu früherer Zeit entstanden sind.

Die Kapitalmarktbeobachtung kann dazu führen, dass die Unternehmen anhand eines eingeschränkten Bündels von „Erfolgsfaktoren“ unter permanenten Vergleichs- und Rechtfertigungsdruck gesetzt werden und unter näher zu bestimmenden Umständen<sup>11</sup> zu einer Homogenisierung von Strategien gedrängt werden, um dem Bild zu entsprechen, das von außen an sie angelegt wird (Nicolai/Thomas 2004; Nicolai/Kieser 2002). Genau dies macht aber auch „permanente Restrukturierung“ für die beobachteten Firmen attraktiv, weil sie „usefully confuses things by making like-for-like comparisons very difficult“ (Froud u.a. 2006, 120) und durch ein neues Zukunfts-

---

<sup>11</sup> Die näheren Umstände sind in der jeweiligen Kapitalmarktexposition des Unternehmens (Aktionärsstruktur, Abhängigkeit des Unternehmens vom Börsenwert, Übernahmegefahr), der Existenz eines Marktes für Unternehmenskontrolle und den Regeln der Corporate Governance zu suchen (siehe etwa Windolf 2005).

versprechen Zeit gewonnen werden kann (ebd.). Welche Effekte in der Welt der Unternehmen aufgrund der Kapitalmarktbeobachtung eintreten bzw. ob man sie für alle Zeiten und Kontexte einheitlich bestimmen kann, ist in der einschlägigen Forschungsliteratur strittig (vgl. O`Sullivan 2000; Froud u.a. 2006; Williams 2000; Fligstein 2001) und kann hier nicht näher diskutiert werden. Festzuhalten bleibt aber, dass die Beobachtungs- und Bewertungskategorien, die die Finanzmarktakteure zugrunde legen, in einer dynamischen Wechselbeziehung zu den Strategien der Unternehmen stehen, mit denen diese sich einerseits in der Produktmarktkonkurrenz und andererseits gegenüber dem Kapitalmarkt positionieren. Dieser doppelte Bezug der Unternehmen zum jeweiligen industriellen Wettbewerbsumfeld *und* zu den Erwartungen des Kapitalmarktes ist für börsennotierte Unternehmen konstitutiv.

## **5. Marktintermediär und „institutionelle Logik“**

In der wirtschaftssoziologischen Literatur wird der Analyst als Marktintermediär konzipiert. Darin unterscheiden sich z.B. Beunza/Garud (2005) und Zuckermann (1999, 2000) nicht, nur in der näheren Bestimmung der Rolle und damit auch der hauptsächlichlichen Wirkung (Homogenisierung vs. Differenzierung). Der Vorzug der Analyse von Beunza/Garud besteht darin, dass sie nicht nur die unterschiedlichen Frames benennen, sondern dass gezeigt wird, wie sie als kalkulatorische Praxis vollzogen werden (vgl. Mennicken/Vollmer 2007; Vollmer 2007), die letztlich in eine „Zahl“ (Preisziel, „fairer Wert“) mündet und damit potenziell Preis bestimmend wird. Dennoch bleibt die Konzeption des Marktintermediärs zu eng oder zu ausschließlich an die Frage gebunden, wie Markt und Preisbildung möglich gemacht werden (Zuckerman 2000). Nicht oder zuwenig wird dabei berücksichtigt, wie sich die „institutionelle Logik der Governance“ (Zajak/Westphal 2004; vgl. auch Fligstein 2001; Windolf 2005; O`Sullivan 2000) auch auf die Rollenbestimmung des Intermediärs bis in die kalkulatorischen Praktiken hinein auswirkt. Es fehlt hierzu nach unserer Kenntnis an Forschung, die systematisch den zu vermutenden Rollenwandel des Analysten nachzeichnet, der mit dem Übergang vom „Managerkapitalismus“ zum „Investor Capitalism“ (Useem 1996) verbunden war. Aber es gibt Hinweise, dass ein solcher stattgefunden hat. So können Zajac und Westphal (2004) zeigen, dass sich in den USA dieser Wandel, in dem die vormalige „corporate logic“ von einer „agency logic of governance“ abgelöst wurde, nicht nur die Anwendung bestimmter Finanzstrategien (hier: Aktienrückkaufprogramme) zugenommen haben, sondern sich in diesem Zeitraum (Mitte der 1980er Jahre) recht abrupt die Bewertung von Aktienrückkaufpro-

grammen an der Börse veränderte (ebd., 446). Während bis 1986 Aktienrückkaufprogramme noch überdurchschnittlich negative Bewertungen hervor riefen, dreht sich dies in der Folge und dieselben Ankündigungen werden nunmehr überdurchschnittlich positiv bewertet. Das Beispiel der Aktienrückkaufprogramme ist diesbezüglich instruktiv, weil sie in einer „corporate logic“ die Unfähigkeit des Managements ausdrücken, das Wachstum der Firma zu steigern, während sie in der „agency logic“ indizieren, dass das Management den Aktionären den freien Cash Flow zugute kommen lässt (über induzierte Kurssteigerungen) und ihn nicht für unprofitable Wachstumstrategien „vergeudet“. Dies spricht dafür, dass sich in diesem Zeitraum in den USA eine Neudefinition der Rolle des Analysten durchgesetzt hat, die sowohl durch den ideellen Siegeszug der Agenturtheorie wie durch die Veränderung der Kräfteverhältnisse in der Zusammensetzung der Aktionäre zu mächtigeren institutionellen Investoren (Useem 1996) befördert wurde. Die relevanten Kunden der Analysten sind nunmehr nicht anonyme und wenig mächtige Einzelaktionäre, die als diffuse Öffentlichkeit adressiert werden, sondern identifizierbare mächtige Akteure, die eigene Kriterien der Beobachtung und Bewertung von Anlageobjekten ins Spiel bringen (vgl. auch den Beitrag von Walker im vorliegenden Band).

In der Marktvermittlungsperspektive sind Analysten vor allem deswegen keine neutralen Marktintermediäre, weil sie durch Interessenverflechtungen mit ihren Mutterhäusern „conflict-ridden intermediaries“ (Beunza/Garud 2005) sind. Aus Governance-Sicht sind sie dies auch deswegen nicht, weil sie sich der „Agency-Logik“ verschreiben, Bewertungen im Sinne der Shareholder vornehmen und sich in der Kommunikation mit den Unternehmen für eine aktionärsfreundliche Unternehmenspolitik einsetzen. Kurzum: „Marktvermittlung“ bedeutet Unterschiedliches ja nach institutioneller Rahmung.

Damit soll nicht gesagt werden, dass „*die* Interessen *der* Shareholder“ ein für alle Mal feststehender Bezugspunkt sind.<sup>12</sup> Aber es gibt zumindest für relevante Zeiträume diesbezüglich sich stabilisierende Übereinkünfte unter den Investoren und Analysten,

---

<sup>12</sup> Das gilt zum einen, weil „Investoren“, ein Sammelbegriff ist (Böttger 2006), hinter dem sich verschiedene Interessenlagen verbergen (siehe die Debatte um „nachhaltiges“ Investieren) und bestimmte Interessendefinitionen auch delegitimiert werden können, und zum anderen, weil sich herausstellen kann, dass bestimmte Zweck-Mittel-Relationen der Agency-Logik nicht so zweckdienlich sind wie ursprünglich angenommen (etwa Anreizsysteme, vgl. hierzu auch den Beitrag von Bessler/Becker/Wagner im vorliegenden Band).

die durch die „agency logic“ gestützt werden. Dies bezieht sich auf die folgenden zentralen Gesichtspunkte (Zajak/Westphal 2004, 436):<sup>13</sup>

- Annahmen über die angemessene Funktion der Manager („fungible agents“), die aber persönliche Interessen zu Lasten der Aktionäre verfolgen, wenn sie nicht durch Anreiz- (Vergütung, Aktienoptionen) und Kontrollmechanismen (Markt für Unternehmenskontrolle) auf die Interessen der Aktionäre ausgerichtet werden;
- eine vorherrschende Konzeption der Firma als „nexus of contracts“ (Jensen/Meckling 1976) und „legal fiction“;
- das Vorrecht der Aktionäre gegenüber dem Management, die Ressourcenallokation vorzunehmen, was insbesondere eine Politik der De-Diversifizierung fördert und gegen Wachstumsstrategien gerichtet ist, die als im Interesse der Manager und anderer Stakeholder stehend angesehen werden;
- damit zusammenhängend das Anrecht auf Ausschüttung des Cash Flow, solange nicht Investitionen im „Kerngeschäft“ versprechen, eine Rendite zu erwirtschaften, die „die Kapitalkosten verdient“.

Nun ist nicht zu erwarten, dass die aktuellen Rollendefinitionen und die Bewertungsmaßstäbe von Analysten eins zu eins dem idealtypischen Agency-Modell entsprechen, zumal sich Analysten in Deutschland diesbezüglich in einem weiterhin zumindest teilweise „adverse environment“ (Jürgens u.a. 2000; Vitols 2004) bewegen, in dem traditionell das Unternehmen als gesellschaftliche Institution gesehen wird, die unterschiedlichen Werten und Interessen verpflichtet ist und eine dauerhafte Berechtigung jenseits eines fluiden „nexus of contracts“ hat.<sup>14</sup> Dennoch verstehen sich Analysten in der Hauptsache als Interessenvertreter der Aktionäre und definieren ihre Rolle weitgehend im normativen Rahmen der Agency-Logik.

Dies zeigt sich zum einen an entsprechenden Stereotypen des Managements. So führt ein Analyst aus, woraufhin er das Management von Unternehmen beobachtet und bewertet:

---

<sup>13</sup> Zur Relevanz der Principal-Agent-Theorie zur Legitimation der Shareholder-Value Bewegung vgl. Fligstein (2001) und Ebers/Gotsch (1999).

<sup>14</sup> Dies wird auch von den Analysten reflektiert, die sich in diesem deutschen Kontext bewegen und im laufenden Vergleich zwischen Unternehmen aus verschiedenen gesellschaftlichen Kontexten das alternative Stakeholder-Modell nicht nur als zu überwindendes Gegenmodell ansehen (vgl. näher Faust u.a. i.E.).

„Das Management ist so selbstverliebt und kümmert sich nicht um den Eigentümer des Unternehmens, sondern sieht die Akquisition eines Unternehmens X als persönlichen Abschluss einer großartigen Karriere und wird dadurch Shareholder Value verbrennen. Das sind natürlich Sachen, die dann unterhalb des fairen Werts einfließen werden in die Betrachtung, die Beurteilung eines Unternehmens.“

Explizit wird die „corporate logic“ zurückgewiesen, in der ein Unternehmen seine „operativen“ Erfolge dazu nützt, finanzielle Reserven aufzubauen:

„Am Ende des Tages ist der kritische Punkt: Wird Shareholder Value geschaffen oder wird er nicht geschaffen, in welchem Maße wird er geschaffen oder wird er gar vernichtet? Es ist nicht richtig anzunehmen, dass ein Unternehmen, das operativ super funktioniert, dass das auch gleichzeitig am Aktienmarkt attraktiv wäre. Denn: wichtig ist, was auch mit den Mitteln, die operativ gewonnen werden, gemacht wird. Ein Beispiel ist momentan hier zum Beispiel (Firma X), die sehr erfolgreich waren, die (...) in letzter Zeit eine Menge Cash generiert haben (...) und ganz einfach eine relativ ungünstige Bilanzstruktur haben. Die haben also zu viel Cash, die Kapitalkosten sind hoch, es wird Value verbrannt. Und das wird derzeit auf dem Aktienmarkt sicherlich auch mit einem Abschlag gehandelt“. (Analyst)

Ferner machen sich Analysten den Standpunkt zu eigen, dass dem Investor das Recht zusteht, die Kapitalallokation vorzunehmen, und nicht dem Management. Auch dies wird explizit gegen eine „unternehmerische“ Logik abgegrenzt, die das Unternehmen gegen Marktschwankungen und -risiken absichert:

„Es kann ja durchaus unternehmerisch Sinn machen diversifiziert zu sein, einen unternehmerischen Hedge zu haben für ein zu starkes konjunkturelles Exposure in dem einen Gebiet. Aber aus Kapitalmarktsicht ist das hier sicherlich wünschenswert ganz fokussiert investieren zu können. Weil ich kann immer noch besser und billiger als Kapitalanleger diversifizieren darüber, dass ich mir eben eine andere Company ins Portfolio lege und kann hier wirklich in einem Gebiet auch auf die Besten konzentrieren“. (Analyst)

Die prinzipiell als opportunistisch angesehen Manager der Unternehmen sollen durch geeignete Anreizsysteme, die sich an einer Steigerung des Börsenwertes orientieren, auf die Interessen der Shareholder ausgerichtet werden. Trotz einiger Kontroversen um die richtige Ausgestaltung dieser Anreizsysteme, die durch die „missbräuchliche“ Gestaltung zu Gunsten des Top-Managements hervorgerufen wurden, bleibt dies eine Grundorientierung der Analysten. Die Regelungen der Vorstandvergütungen werden kontinuierlich beobachtet und eine Gestaltung im Interesse der Shareholder eingefordert (vgl. Faust u.a. 2007).

Die Orientierungen, die sich an der „Agency Logik“ ausrichten, sind nicht nur (folgenlose) Selbstvergewisserungen oder Formeln der Rechtfertigung. Sie haben unmittelbare Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung und sind damit potenziell Preisbewegend. Sie werden in „Reports“ und im direkten Kontakt mit dem Management der Unternehmen als Erwartungen, Empfehlungen oder Forderungen vorgetragen.

Bezüglich der angesprochenen Kontroverse um die Verwendung der überschüssigen freien Mittel lässt sich zeigen, dass sich die unterschiedlichen Auffassungen unmittelbar in der Bewertung niederschlagen. So geht das Unternehmen bei der Berechnung der Kapitalkosten von einer Zielkapitalstruktur (Verhältnis Eigenkapital/Fremdkapital) aus, was eine nach einschlägiger Fachliteratur durchaus legitimierbare Berechnungsmethode darstellt (Copeland u.a. 1998, 162; Weber u.a. 2004, 86). Da die tatsächliche, aktuelle Kapitalstruktur aber aufgrund der hohen Cash-Zuflüsse stark zu Gunsten des Eigenkapitals verschoben ist, fällt die Berechnung der Eigenkapitalkosten und damit des „Unternehmenswerts“ in der unternehmenseigenen Berechnung viel günstiger aus als bei dem befragten Analysten. Dieser legt nämlich die tatsächliche Kapitalstruktur zugrunde, was dazu führt, dass das Unternehmen „Wert vernichtet“. So resultiert die Kontroverse um die Verwendung der freien Mittel in einer ungünstigeren Berechnung des „fairen Werts“ mit Folgen für die Analystenempfehlung. Die Kontroverse hat hier wie auch bei der Abneigung gegenüber Konglomeraten eine kalkulatorische Form.<sup>15</sup>

Diese Kontroverse mündet auch direkt in kapitalmarktöffentliche Empfehlungen, die auch dem Unternehmen bekannt gemacht werden:

„Ja, klar. Zum Beispiel ich habe vor einiger Zeit einen 10-Seiter geschrieben und habe mir das Problem angeguckt Überkapitalisierung von (Firma X), hier wird Wert vernichtet. Da habe ich ein paar Szenarien aufgestellt und habe gesagt Best-Case-Szenario wäre so eine Dividende von 10 Milliarden, dann würde das und das passieren, die und die Kapitalstruktur würde sich verbessern, der Shareholder Value würde so und so steigen, es würden over-paying concerns aus dem Markt genommen werden, also die Angst, dass (Firma X) zu viel bezahlt für eine Akquisition, weil sie unter Investitionsdruck steht, eben auch weil sie auf so viel Cash sitzt. Und das beinhaltet dann schon Empfehlungen, klar. Also zumindest implizit. Wenn ich sage das Szenario wäre Wert steigernd und wir erwarten, dass das passiert und nicht, dass das passiert, dann beinhaltet das zumindest implizit hier auch Empfehlungen an das Unternehmen“. (Analyst)

Der Analyst, danach gefragt, ob er bzw. die Analytensunft insgesamt auf strategische Entscheidungen des Managements Einfluss nimmt bzw. nehmen kann, verdeutlicht dies ausdrücklich an dem hier behandelten Beispiel:

---

<sup>15</sup> In der Bewertungspraxis wird ein Konglomerat in einem „Scoring-Modell“ zur Berechnung des unternehmensspezifischen Beta-Werts als ein Risikofaktor aufgenommen, der in die Berechnung der Kapitalkosten eingeht. Kalkulatorische Praktiken sind Wirklichkeitsdefinitionen, die gegenüber anderen solchen Wirklichkeitsdefinitionen zur Verwirklichung drängen: „... accounting systems not passively reflect, but actively create realities“ (Vollmer 2007, 580), aber nur unter der Bedingung, dass sie autorisiert sind und Anschlusshandlungen daraus folgen, die den Wirklichkeitsakzent bestätigen, wie etwa hier über Bewertungen, dadurch ausgelöste Anlageentscheidungen und gegebenenfalls veränderte Strategien des Unternehmens.



„Also, als Einzelner bin ich nicht so vermessen, das zu behaupten. Aber dass man grundsätzlich Druck aufbauen kann, (...) dass hier grundsätzlich Druck von der Kapitalmarktseite auch strategische Entscheidungen prägt, das glaube ich schon“. (Analyst)

Von teils massiven Einflussnahmen auf „Konglomerate“, die konkrete Empfehlungen zur Konzentration auf das Kerngeschäft einschließen, berichten sowohl Analysten wie betroffene Unternehmen (vgl. Faust u.a. i.E.).

Die befragten Analysten sind sich auch der anderen in der „Agency Logic“ diskutierten Möglichkeiten bewusst, ein „renitentes“ Management auf die (so verstandenen) Interessen der Shareholder zu verpflichten. Mit der Börsenbewertung, auf die ihre Arbeit Einfluss nimmt, geht immer auch das Spiel mit der Option einer feindlichen Übernahme einher (vgl. Windolf 2005), auch wenn von Fall zu Fall die Drohkulisse mehr oder weniger realistisch sein kann:

„Ja, klar, die Gefahr einer (schlechteren) Börsenbewertung oder aber auch, was latent immer da ist, wenn ich ein Unternehmen habe das Wert vernichtet, heißt das implizit, dass ich, wenn ich es anders mache, Wert schaffen kann. Dann kaufe ich das Unternehmen, optimiere die ganze Geschichte und habe dadurch Wert kreiert, den ich in diesem Fall einstecke“. (Analyst)

Mit der spezifischen Rollendefinition als Interessenvertreter der Shareholder gehen somit spezifische Orientierungen einher, die sich nicht nur auf das Ungewissheitsproblem bei der Beurteilung kontingenter Zukünfte beziehen. Auch diese Orientierungen und die dadurch ausgelösten Kontroversen finden einen Niederschlag in kalkulatorischen Praktiken.

Resultieren nun aus den hier behandelten Gesichtspunkten besondere Kriterien für die Fristigkeit der Entscheidungen? Ja, und zwar im Hinblick auf die Eigenständigkeit der Unternehmenszeit. In der „corporate logic“ bleibt es in der Entscheidung des Managements, den geeigneten Zeitpunkt für eine investive Verwendung überschüssiger Mittel zu bestimmen. Es kann diese gegebenenfalls als Rücklage behalten, um für zukünftige kontingente Entwicklungen (Gefährdungen oder neue Optionen) gewappnet zu sein. Mit den finanziellen Mitteln gewinnt das Unternehmen dann auch Zeit, die gegebenenfalls Überlebenszeit ist. Die „agency logic“ hingegen, die sich in der kalkulatorischen Praktik der Kapitalkostenberechnung manifestiert, nimmt dem Unternehmen Zeit, indem es ihm Ressourcen entzieht. Über den Mechanismus der Unternehmensbewertung wird (Zeit-)Druck erzeugt, die überschüssigen Mittel an die Aktionäre auszuschütten. Zur Wahl stehen dann nur Alternativen der „Ausschüttung“ (Dividende oder Aktienrückkaufprogramm), aber nicht die unternehmensinterne Rücklage.

Allerdings – und das führt uns auf die anderen Rahmungen zurück – ist diese Einschränkung der Alternativen nur unter bestimmten Bedingungen gegeben. Wie die obige Interviewpassage zum Ausdruck bringt, geht der Analyst davon aus, dass die alternativen internen Verwendungen (wie der Kauf von anderen Firmen zur Geschäftsausweitung) in der Gefahr stehen, ebenfalls „wertvernichtend“ zu sein. Er sieht „overpaying concerns“ im Markt. Dies ist aber eine spezifische Situationsdeutung, die nicht generalisiert werden kann. Aus den Interviews gewinnt man den Eindruck, dass diese Orientierungen auch eine Gegenbewegung zu dem im Nachhinein beklagten Investitionsoptimismus der vorherigen Börsenphase darstellt. Wie wir oben schon diskutiert haben, war die „new economy“-Phase keinesfalls von übertriebenen Ausschüttungsforderungen der Investoren geprägt. Die Unternehmen, die in dieser Zeit in bestimmten Sektoren neu an die Börse gingen, wurden geradezu mit Kapital überschüttet (vgl. Brenner 2002, 223). Dividendenerwartungen waren gegenüber Kursteigerungen zweitrangig, und dies nicht nur deswegen, weil viele dieser Unternehmen keine Dividenden hätten zahlen können, da sie keine Gewinne machten, sondern auch weil die Erwartungen bezüglich zukünftiger Wachstumsaussichten und Ertragssteigerungen mehr als intakt waren. „Overpaying concerns“ waren geradezu unbekannt. Im Gegenteil trieben die am Aktienmarkt kursierenden Erwartungen die Unternehmen geradezu zu Aufkäufen zur Wachstumssteigerung, und auch Investitionen in „fixed assets“ galten als „wertsteigernd“. Dies schlug sich in den USA in einer außerordentlichen Steigerung der Investitionen in den späten 1990er Jahren nieder, die eine um so heftigere Korrektur nach 2001 nach sich zog (Brenner 2002, 228). Getragen wurde diese Entwicklung von einer spezifischen Rahmung, die Erzählung einer „neuen Ära“ (Shiller 2000). Froud u.a. (2006) sprechen von einem „economic grand narrative“, das für bestimmte Zeiten wirksam werden und firmen- oder branchenbezogene „narratives“ überlagern kann. Die spezifischen Orientierungen in der Unternehmensbewertung, die über die „agency-logic“ leitend werden, kommen somit in der praktischen Entscheidungssituation nur in Kombination mit den jeweils gültigen Rahmungen zur Anwendung, mit denen in der Fundamentalanalyse die „realwirtschaftlichen“ Aussichten von Unternehmen und Branchen gefasst werden.

## **6. Schlussfolgerungen und Ausblick**

Zur Beantwortung der Frage, welche zeitlichen und sachlichen Orientierungen an Finanzmärkten und speziell am Aktienmarkt vorherrschen und wie diese mit der Unternehmenswelt und den Gütermärkten verbunden sind, sei es als Referenzobjekt für

die Prozesse der Preisbildung an den Märkten, sei es als Objekt der Beeinflussung, gibt es in der sozialwissenschaftlichen Literatur unterschiedliche Zugänge. Die stärksten Kontraste ergeben sich im Vergleich der eher mikrosoziologisch ausgerichteten Finanzmarktsoziologie mit wirtschaftssoziologischen bzw. Ansätzen aus der international vergleichenden „political economy“, die sich für in Zeit und Raum variiende institutionelle Konfigurationen des Kapitalismus interessieren und dabei den Wirkungen der Finanzmärkte auf den Unternehmenssektor besondere Aufmerksamkeit widmen.

Karin Knorr Cetina hat jüngst (2007) die Notwendigkeit einer eigenständigen „Sociology of Finance“ in Abgrenzung zur Wirtschaftssoziologie herausgestellt. So lasse der Fokus der Wirtschaftssoziologie auf „Embeddedness“ „the core financial activities untouched“ (ebd., 5). Entsprechend habe die Wirtschaftssoziologie Finanzmärkte immer nur als Ergebnis von Unternehmenshandeln und Unternehmen-Bank-Beziehungen behandelt: „but the focus of the analysis remained the firm or the industry rather than the stock exchange and trading floor“ (ebd.). Demgegenüber wird postuliert: „Finance and production are distinctive areas of activities and need to be differentiated in research“ (ebd.). Dem können wir zunächst nur zustimmen. Die eigenständige Analyse der Handlungs- und Entscheidungsbedingungen an Finanzmärkten, einschließlich der Prozesse der Preisbildung, ist unabdingbar, gerade wenn man den Wechselwirkungen zwischen Finanzmärkten und der Produktion bzw. der Unternehmenswelt auf die Spur kommen will. Allerdings geht die neuere Finanzsoziologie eher in eine Richtung, die diese Verbindungslinien abschneidet.<sup>16</sup> Aus der Perspektive der Finanzmärkte und der dortigen Akteure betrachtet sind die Verbindungen eher schwach ausgeprägt oder gänzlich aufgehoben. Die Tausch-„Güter“ auf den Finanzmärkten sind „abstrakte Einheiten“, deren Wert durch Finanzmarktaktivitäten determiniert wird, die nur „schwach“ mit dem zugrunde liegenden Referenzobjekt

---

<sup>16</sup> Dabei werden solche durchaus gesehen. Auch Knorr Cetina geht von „aggregierten Konsequenzen“ des Geschehens auf den Finanzmärkten auf Volkswirtschaften und Unternehmen“ aus (ebd., 6). Mehr noch, gerade die „historische Entkopplung“ der Finanzmärkte von der weiterhin eher national regulierten Produktionsphäre im Zuge der Liberalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte führt dazu, dass der „Finanzkapitalismus“ („finance capitalism“) den „Industriekapitalismus“ („industrial capitalism“) und das politische System transformiert (ebd.). Diese weitreichenden Behauptungen werden darüber plausibilisiert, dass („as we know“) Finanzmärkte gegenüber Bankkrediten als Finanzierungsquelle für Industrieunternehmen an Bedeutung gewonnen haben. Als Konsequenz wird auf die Machtverschiebung von Managern zu Shareholdern verwiesen, die u.a. mit der Umstellung der Managervergütung auf Stock-Options einhergeht (ebd.). Kurzum: Was die Seite der Rückwirkungen der „entkoppelten“ Finanzmärkte auf die Unternehmenswelt angeht, werden starke Verkopplungsmechanismen angenommen. Diese werden aber von der mikrosoziologisch orientierten Finanzsoziologie eher nicht erforscht. Die referierten Befunde sind „Leihgaben“ aus der Wirtschaftssoziologie (etwa Fligstein 2001; Zorn u.a. 2005) und beziehen sich nicht zufällig auf die Aktien- im Unterschied zu den Devisenmärkten.

(z.B. einer Firma) verbunden sind (Knorr Cetina 2007, 6). Die Verschiebung von konkreten „funds“ (wie in der Bankbeziehung) zu „abstrakten Einheiten“ stellt geradezu den Inbegriff der „Entkopplung“ der Finanzmärkte von der gewöhnlichen Ökonomie der Produktion, Konsumtion und des Austausches dar (ebd.). Am Beispiel der Devisenmärkte plausibilisiert, werden Finanzmärkte als „internally differentiated, complex self-referential systems“ konzipiert, „whose functioning, forms of action, and other mechanisms pose questions in their own right“ (ebd.).

Empirisch wurde dies insbesondere an Devisenmärkten und am „Handeln“ der sogenannten FX (foreign exchange) traders am Spot-Markt untersucht (Knorr Cetina/Bruegger 2002), deren Besonderheiten gegenüber anderen Marktakteuren herausgestellt wird (ebd., 913; vgl. auch Langenohl/Schmidt-Beck 2007, 7). Und in der Tat finden sich hier auch am deutlichsten die Belege dafür, dass „market reality itself is knowledge-generated, having no existence outside the informational presentation of the market on the screen that is provided by news agencies, analysts, and traders themselves“ (Knorr Cetina 2007, 8).

Dass diese Selbstreferentialität für alle Finanzmärkte gleichermaßen gilt, wird mit guten Gründen bezweifelt. So zeigen Langenohl/Schmidt-Beck (2007) (vgl. auch Langenohl 2007b), dass am *Aktienmarkt* zwei unterschiedlichen Repräsentationen des Marktes in den „narratives“ der „professionals“ zu finden sind, die auch handlungswirksam sind:

„... a short-termed market which appears as a living being with its own rhythms and moods, inviting participation in its temporal and spatial self-representation; and a long-termed market to which is ascribed a mode of rationality and which is the ultimate focus of some professionals' self-concepts, although its efficiency transcends the immediate professional life-world experience and insofar remains fictive“ (Langenohl/Schmidt-Beck 2007, 19)

Diese beiden Repräsentationen des Marktes verteilen sich nicht zufällig über die verschiedenen Akteursgruppen (ebd., 9ff.). Fondsmanager und Analysten, die der „Fundamentalanalyse“ verpflichtet sind, gehören eher zu zweiten Gruppe, während in der ersten Gruppe vor allem Händler und Broker, aber auch Fondsmanager zu finden sind, die sich auf Analysemethoden bzw. Anlagestrategien verlassen, die explizit einen Bezug zum Referenzobjekt Unternehmen ausschließen und nur auf aktuelle oder vergangene Bewegungen bzw. Bewegungsmuster der Preise am Markt selbst Bezug nehmen. Diese entsprechen weitgehend dem Bild, wie es von Knorr Ceti-

na/Bruegger (2002) für den Devisenmarkt gezeichnet wird (Langenohl/Schmidt-Beck 2007, 9).<sup>17</sup> Unsere Analyse konnte ferner zeigen, dass die Kategorien und Rahmungen, mit denen Aktienanalysten das Referenzobjekt beobachten und bewerten, in vielfältigen wechselseitigen Bezugnahmen zur Unternehmenswelt stehen, die in beträchtlichem Umfang auch face-to-face Kommunikation einschließen.

Wir argumentieren hier, dass die unterschiedlichen Repräsentationen des Marktes den Doppelcharakter der Aktie reflektieren. Sie ist einerseits Geld- bzw. Vermögensform, die sich von den Bewegungen der Wirtschaftseinheiten emanzipieren kann, auf die sie sich ursprünglich bezog (sie wurde emittiert), und andererseits Rechtstitel, der Eigentums- bzw. Kontrollrechte begründet, die das Potenzial engerer Rückbindung begründet. Unabhängig davon, ob und wie von dem Kontrollrecht Gebrauch gemacht wird oder gemacht werden kann, unterscheidet dies die Aktie von der Währung oder der Anleihe. Pointiert: Wer eine Währung kauft, erwirbt kein Anrecht auf Mitsprache, keinen Eigentumstitel an der jeweiligen Volkswirtschaft, im Unterschied zum Aktionär in Bezug auf das Unternehmen, wenn auch die damit verbundene Macht bzw. der damit verbundene Einfluss gemäß den Regeln der Corporate Governance, die sich in Zeit und Raum unterscheiden, und in Abhängigkeit von der Größe seines „Einfluss“-Pakets variieren. Gerade die oben erwähnten „aggregierten Wirkungen“ des „Finanzkapitalismus“ auf den „Industriekapitalismus“ (Knorr Cetina 2007) hängen von der je unterschiedlichen Ausgestaltung dieser Bedingungen der Einflussnahme ab. Wegen dieses Doppelcharakters kann man auch mit unterschiedlichen Legitimationstheorien und Rollendefinitionen der Akteure rechnen, einmal mehr als „Marktmacher“, einmal mehr als Interessenvertreter der „Eigentümer“, der den „Markt“ über die Androhung der „Exit-Option“ nutzt, um zugleich seine Voice-Option um so wirksamer zu machen (Windolf 2005). Während die Legitimationstheorie der professionellen Akteure bei Langenohl (2007a, 2007b) die Theorie semi-effizienter Kapitalmärkte darstellt, innerhalb derer sie zur „effizienten“ Preisfindung beitragen, ist es bei den „aktiven“ Fondsmanagern eher die Principal-Agent-Theorie, in dessen Bezugsrahmen das Management aktiv an seine Verpflichtungen gegenüber den Shareholdern „erinnert“ werden muss.

---

<sup>17</sup> Die Autorin und der Autor verbinden mit den beiden unterschiedlichen Repräsentationen des Marktes unterschiedliche Annahmen über die temporale Orientierung der Akteure. Den „fundamental“ orientierten Fondsmanagern und Analysten wird wegen des Bezugs zum Referenzobjekt eher eine Langfristorientierung zugesprochen. Die unterschiedlichen Fristigkeiten beziehen sich aber nur auf die Orientierungen der Finanzmarktakteure im Hinblick auf unterstellte Zeithorizonte des Referenzobjekts. Wirkungen auf die Fristigkeiten der Referenzobjekte werden nicht betrachtet.

Genau diese andere Seite der Aktie bzw. des Aktienmarktes steht in der wirtschaftssoziologisch bzw. politökonomisch ausgerichteten Forschung im Vordergrund. In einer „politökonomischen“ Perspektive, die auf institutionelle Konfigurationen des Kapitalismus abhebt, interessieren sich Forscher in der Hauptsache für die Frage: „Wer beherrscht die Unternehmen“ (Höpner 2003; vgl. Streeck/Höpner 2003; Vitols 2005). Entkopplung oder Verkopplung wird hier nicht als Problem der Preisbildung auf dem Aktienmarkt aufgeworfen, die die „fundamentalen“ Bewegungen der produktionsbasierten Wirtschaft entweder ignoriert oder berücksichtigt, sondern als Frage nach den Rückwirkungen der Finanzmärkte auf die Unternehmenswelt. Im Fokus der Analyse steht die veränderte Zusammensetzung der Aktionäre in ihrer Eigenschaft als „Eigentümer“ der Unternehmen, die Veränderungen der Strategien bislang zentraler Akteursgruppen in der Unternehmensaufsicht (Banken, Versicherungen), die Veränderungen der Regeln der „Corporate Governance“ und die daraus resultierenden Verschiebungen in der Machtverteilung zwischen den „neuen Eigentümern“, Unternehmen und anderen „Anspruchsgruppen“, namentlich der Beschäftigten und ihrer Vertretungen. Der Aktienmarkt bzw. der „Markt für Unternehmenskontrolle“ interessiert in dieser Perspektive als alternativer Governance-Modus. Der Aktienmarkt ersetzt andere Governance-Formen bei der Finanzierung bzw. der Kontrolle der Unternehmen oder gewinnt ein größeres Gewicht gegenüber letzteren. In dieser Perspektive erfordert die Analyse des Aktienmarktes immer auch eine Analyse der historisch und kulturell variablen gesellschaftlichen Bestimmungen des Unternehmens und des Eigentums (vgl. Streeck/Yamamura 2001). Die Tatsache, dass wir in Deutschland seit den 1990er Jahren einen Wandel des vormals „koordinierten“ oder „organisierten“ Kapitalismus im Bezug auf die Eigentumsverhältnisse an Unternehmen und die Regeln der Corporate Governance (vorsichtig formuliert) in Richtung auf einen „Investor Capitalism“ (Useem 1996) verzeichnen, schlägt sich – wie wir zeigen konnten – auch in der Rollendefinition der Analysten, ihren epistemischen Praktiken, die die Preisbildung am Markt beeinflussen, und in Einflussnahmen auf die Unternehmenspolitik nieder. Aus der Notwendigkeit, die Besonderheiten des Aktienmarktes Ernst zu nehmen und bei der Analyse der Handlungsstrategien der Akteure die raumzeitlich variablen institutionellen Konfigurationen des Kapitalismus zu berücksichtigen, folgt nun nicht umgekehrt, dass man sich nicht näher auf die konkrete Handlungssituation und die epistemischen Praktiken der beteiligten Akteure einlassen müsste, wie sie in der akteursbezogenen und mikrosoziologischen Analyseperspektive der „Sociology of Fi-

nance“ in den Blick kommen. Tut man dies, das hoffen wir exemplarisch gezeigt zu haben, erschließt sich nicht nur, wie Institutionen im Handeln wirksam werden, sondern es offenbart sich auch ein reichhaltigeres Bild der (Wechsel)wirkungen von Aktienmarkt und Unternehmenswelt, als es etwa in der (idealtypischen) Konzeption des „Finanzmarktkapitalismus“ von Windolf (2005) vorgesehen ist.

## Literatur

Kommentar [MSOffice1]: Ich habe die Bibliografie in die vom Verlag verlangte Form gebracht. Im Literaturverzeichnis sind aber noch einige Angaben inkomplett, s.u.

- Abrahamson, E. (1996): Management Fashion, in: Academy of Management Review, Nr. 1, Jg. 21, S. 254-285
- Beunza, D., Garud, R. (2005): Securities Analysts as Framemakers, Research Paper, , September 26, Barcelona, New York
- Beyer, J., Hassel, A. (2002): The Effects of Convergence: Internationalisation and the Changing Distribution of Net Value Added in Large German Firms, in: Economy and Society, Nr. 3, Jg. 31, S. 309-332
- Böttger, Ch. (2006): Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren, Arbeitspapier 120 der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf
- Brenner, R. (2002): Boom & Bubble. Die USA in der Weltwirtschaft, Hamburg
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J, McKinsey & Company, Inc. (1998): Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung, Frankfurt a.M.
- Ebers, M./Gotsch, W. (1999): Institutionenökonomische Theorien der Organisation, in: Kieser, A. (Hrsg.): Organisationstheorie, 3. Aufl., Stuttgart, S. 199-251
- Eigler, J. (1999): Bedeutung und Implikationen des Shareholder-Value-Ansatzes für das Personalmanagement, in: Zeitschrift für Planung, Nr. 10, S. 231-254
- Edmans, A. (2007): Blockholders, Market Efficiency, and Managerial Myopia, MIT Sloan School of Management, Discussion paper, March
- Faust, M. (2005): Managementberatung in der Organisationsgesellschaft, in: Jäger, W., Schimank, U. (Hrsg.): Organisationsgesellschaft. Facetten und Perspektiven, Opladen, S. 529-588
- Faust, M., Fisecker, Ch., Bahn Müller, R. (i.E.): Shareholder Value und Personalwesen. Der Einfluss der Finanzmärkte auf den Status, das Selbstverständnis und die Handlungsorientierungen des Personalmanagements und die Interaktionsbeziehungen mit dem Betriebsrat, Forschungsbericht an die Hans-Böckler-Stiftung, Tübingen/Göttingen
- Faust, M., Fisecker, Ch., Bahn Müller, R. (2007): Was interessiert Analysten? Versuch über erklärungssträchtiges Desinteresse an Personalpolitik, in: Berliner Debatte Initial, Nr. 4., Jg. 18, S. 1-11
- Fligstein, N. (2001): The Architecture of Markets. An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies, Princeton, Oxford
- Froud, J., Sukhdev, J., Leaver, A., Williams, K. (2006): Financialization and Strategy – Narrative and Numbers, London, New York
- Gasparino, C. (2005): Blood on the Street: The Sensational Inside Story of How Wall Street Analysts Duped a Generation of Investors, New York
- Höpner, Martin (2003): Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland, Frankfurt a.M., New York
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Nr. 3, S. 305-360.
- Jürgens, U., Naumann, K., Rupp, J. (2000): Shareholder Value in an Adverse Environment: the German Case, in: Economy and Society, Nr. 1, Jg. 29, S. 54-79

- Kädtler, J. (2006): Sozialpartnerschaft im Umbruch. Industrielle Beziehungen unter den Bedingungen von Globalisierung und Finanzmarktkapitalismus, Hamburg
- Knorr Cetina, K. (2007): Economic Sociology and the Sociology of Finance, in: economic sociology\_the European electronic newsletter, Nr. 3, Jg. 8, S. 4-10
- Knorr Cetina, K., Bruegger, U. (2002): Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets, in: American Journal of Sociology, Nr. 4, Jg. 107, S. 905-950
- Langenohl, A. (2007a): Finanzmarkt und Temporalität. Imaginäre Zeit und die kulturelle Repräsentation der Gesellschaft, Stuttgart
- Langenohl, A. (2007b): Market Imaginaries: The Cultural Self-Institutionalization of Financial Markets. Paper zur Tagung "Die institutionelle Einbettung von Märkten", MPIfG und Sektion Wirtschaftssoziologie der DGS, Köln
- Langenohl, A., Schmidt-Beck, K. (2007): Technology and (Post-)Sociality in the Financial Market: A Re-Evaluation, in: Science, Technology & Innovation Studies, Nr. 1, Jg., 3, S. 5-22.
- Lazonick, W., O'Sullivan, M. (2000): Perspectives on Corporate Governance, Innovation and Economic Performance, Fontainebleau Cedex
- Malmendier, U., Shanthikumar, D. (2005): Do Security Analysts Speak in Two Tongues? Working Paper, Harvard Business School, Harvard University
- Mars, F. (1998): Wir sind alle Seher. Die Praxis der Aktienanalyse, Dissertation Universität Bielefeld, Bielefeld
- Mennicken, A., Vollmer, H. (Hrsg.) (2007): Zahlenwerk. Kalkulation, Organisation und Gesellschaft, Wiesbaden
- Nicolai, A. T., Thomas, T. W. (2004): Kapitalmarktkonforme Unternehmensführung: Eine Analyse im Lichte der jüngeren Strategieprozesslehre, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, August 2004, Jg. 56, S. 452-469.
- Nicolai, A. T., Kieser, A. (2002): Trotz eklatanter Erfolglosigkeit: Die Erfolgsfaktorenforscher weiter auf Erfolgskurs, in: Die Betriebswirtschaft, Nr. 6, Jg. 62, S. 512-531.
- O'Sullivan, M. (2000): Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany, Oxford
- Rappaport, A., Mauboussin, M. J. (2001): The Trouble with Earnings and Price/Earnings Multiples, unveröffentlichtes Manuskript
- Shiller, R. S. (2000): Irrationaler Überschwang. Warum eine lange Baisse an der Börse unvermeidlich ist, Frankfurt a.M.
- Streeck, W., Höpner, M. (2003): Einleitung. Alle Macht dem Markt? In: Streeck, W., Höpner, M. (Hrsg.): Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, Frankfurt a.M., S. 11-59
- Streeck, W., Yamamura, K. (Hrsg.) (2001): The Origins of Nonliberal Capitalism: Germany and Japan in Comparison, Ithaca
- Teece, D.J., Pisano, G., Shuen, A. (1997): Dynamic Capabilities and Strategic Management. In: Strategic Management Journal, Nr. 7, Jg. 18, S. 509-533
- Useem, M. (1996): Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America, New York
- Vitols, S. (2005): Changes in Germany's Bank-Based Financial System. Implications for Corporate Governance, in: Jackson, G., Moerkes, A. (Hrsg.): Corporate Governance. An International Review, Special Issue on Germany and Japan, Nr. 3, Jg. 13, S. 386-396
- Vitols, S. (2004): Negotiated Shareholder Value. The German Variant of an Anglo-American Practice, in: Competition & Change, Nr. 4, Jg. 8, S. 357-374
- Vollmer, H. (2007): How to Do More with Numbers. Elementary Stakes, Framing, Keying, and the Three-dimensional Character of Numeric Signs, in: Accounting, Organizations and Society, Nr. 6, Jg. 32, S. 577-600



- Weber, J., Bramsemann, U., Heineke, C./Hirsch, B. (2004): Wertorientierte Unternehmenssteuerung. Konzepte – Implementierung – Praxisstatements, Wiesbaden
- Williams, K. (2000): From Shareholder Value to Present-day Capitalism, in: *Economy and Society*, Nr. 1, Jg. 29, S. 1-12
- Windolf, P. (2005): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Windolf, P. (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, Wiesbaden, S. 20-57
- Zajak, E. J., Westphal, J.D. (2004): The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions, in: *American Sociological Review*, Nr. 3, Jg. 69, S. 433-357
- Zorn, D., Dobbin, F., Dierkes, J./Man-Shan, K. (2005): Managing Investors: How Financial Markets Reshaped the American Firm, in: Knorr Cetina, K., Preda, A. (Hrsg): *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, S. 269-289
- Zuckerman, E.W. (2000): Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and De-diversification, in: *Administrative Science Quarterly*, Nr. 3, Jg. 45, S. 591-619
- Zuckerman, E.W. (1999): The Categorical Imperative: Securities Analysts and the Illegitimacy Discount, in: *American Journal of Sociology*, Nr. 5, Jg. 104, S. 1398-1438