

Thomas Sablowski, Joachim Rupp

Die neue Ökonomie des Shareholder Value Corporate Governance im Wandel

Der Ausdruck „New Economy“ verweist nicht nur auf das technologische Potential elektronischer Informations- und Kommunikationsnetze, er zeugt ebenso sehr von der gesellschaftlichen Bedeutung des Kapitalmarkts. Die Vermarktung ihrer Aktien ist für die Start-ups an den „neuen Märkten“ wie für die großen Aktiengesellschaften, die den dominierenden Teil des gesellschaftlichen Produktionsapparats bilden, eine genauso existenzielle Frage geworden wie der Verkauf ihrer Produkte. In diesem Beitrag geht es uns darum, die ökonomischen und politischen Ursachen der zunehmenden Kapitalmarktorientierung von Unternehmen, ihre Mechanismen und ihre Konsequenzen zu untersuchen.¹

Im ersten Abschnitt stellen wir kurz die Formspezifika des Aktienkapitals dar, um deutlich zu machen, daß es sich bei der Maximierung der Aktionärsrendite und der Maximierung des Unternehmensprofits um zwei ganz verschiedene Zielsetzungen handelt. Im zweiten Abschnitt werden wir auf die Gründe der zunehmenden Kapitalmarktorientierung eingehen. Im dritten Abschnitt werden Shareholder-Value-Konzepte, die die Kapitalmarktorientierung diskursiv² anleiten, dargestellt. Im vierten Abschnitt geht es speziell um die sich abzeichnenden institutionellen Veränderungen der „Corporate Governance“ in Deutschland. Der letzte Abschnitt beschäftigt sich schließlich mit den Konsequenzen und den spezifischen Widersprüchen, die die zunehmende Kapitalmarktorientierung hervorbringt.

-
- 1 Dieser Beitrag beruht auf Arbeiten, die in den Forschungsprojekten „Corporate Governance, Innovation, and Economic Performance in the EU“ und „Vom chandlerianischen Unternehmensmodell zum Wintelismus?“ unter der Leitung von Prof. Dr. Ulrich Jürgens am Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung durchgeführt werden. Informationen zu diesen Projekten finden sich unter <http://www.wz-berlin.de/ra/projekte.de.htm>. Wir danken Steffen Becker, Wolfgang Menz und den TeilnehmerInnen des Seminars „Globalisierung von Finanzbeziehungen“ am Fachbereich Gesellschaftswissenschaften der Universität Frankfurt am Main für die konstruktive Kritik an einer früheren Version dieses Texts.
 - 2 Den Begriff des Diskurses verwenden wir hier nicht im normativen Sinne der Diskursethik, sondern als analytischen Begriff, der institutionalisierte Redeweisen bezeichnet, die mit Machtverhältnissen gekoppelt sind und performativ auf die gesellschaftliche Praxis einwirken.

1. Die spezifische Form des Aktienkapitals

Im Unterschied zu anderen Unternehmensformen ermöglicht es die Aktiengesellschaft nicht nur, gemeinschaftliche Investitionen vorzunehmen, für die das Vermögen individueller Kapitaleigentümer nicht ausreichen würde, sie begrenzt vor allem auch das Risiko des einzelnen Investors. Dessen Verbindlichkeiten sind auf sein Anteilseigentum begrenzt. Zwar hat der Aktionär nicht wie der Kreditgeber ein Recht auf die Rückzahlung seiner Kapitaleinlage seitens des Unternehmens, doch dafür sind seine Aktien auf dem Kapitalmarkt handelbar, sofern dieser liquide genug ist. Einerseits steckt der Aktionär sein Geld in ein Unternehmen und gibt es damit definitiv aus der Hand. Er erhält dafür nichts weiter als einen Rechtstitel, der ihm entsprechend dem Umfang seiner Anteile Teilhaberechte an den zukünftigen Unternehmensgewinnen und gewisse Mitentscheidungsrechte bei bestimmten, rechtlich eng umrissenen Unternehmensbelangen auf der jährlichen Hauptversammlung verleiht. Andererseits kann der Aktionär seine Anteile an dem Unternehmen durch den Verkauf an Dritte jederzeit wieder in Geldkapital zurückverwandeln, vorausgesetzt, es besteht zahlungsfähige Nachfrage. Die Aktie fungiert in seiner Hand ebenso, als wäre sie bares Geld. Die Marktgängigkeit der Unternehmensanteile ist hinsichtlich der Vermögenssicherung der entscheidende Vorteil der Aktiengesellschaft als Anlageform von Kapital.

Durch die Investition in die Aktiengesellschaft scheint sich das ursprünglich existierende Kapital zu verdoppeln: Einerseits fließt es aus den Händen des Geldvermögensbesitzers in das Unternehmen, andererseits scheint dieser es gar nicht aus der Hand gegeben zu haben, da er die Aktie jederzeit in Geldkapital zurückverwandeln kann. Marx spricht wegen dieser Verdopplung von der Aktie als „fiktivem Kapital“ (vgl. MEW 25, 482ff.). Denn die Aktie ist selbst zunächst kein Kapital, sondern nur ein Rechtsanspruch auf zukünftige Unternehmensgewinne. Im Kalkül der Investoren werden diese für die Zukunft erwarteten Gewinne jedoch zu anderen vergleichbaren Anlageformen, insbesondere Staatsanleihen, in Beziehung gesetzt. Unter Konkurrenzbedingungen muß der erwartete Ertrag pro Aktie zumindest der langfristigen Zinsrate entsprechen (vgl. Itoh/Lapavitsas 1999, 112f.). Durch den Vergleich mit der Verzinsung anderer langfristiger Anlagen wird der Aktie selbst ein fiktiver Kapitalwert zugeschrieben (der Kurswert der Aktie), wobei die erwartete Dividende mit dem marktüblichen Zinssatz unter Einschluß einer unternehmensspezifischen Risikoprämie *kapitalisiert* wird.

Allerdings ist die Preisbildung der Aktien nicht nur von der erwarteten Dividende und den langfristigen Zinsen abhängig. Zum einen ist der Kursanstieg der Aktien selbst neben den Dividenden die zweite wesentliche Komponente der Aktionärsrendite. Die Steigerung der Aktienpreise hatte gerade in den letzten Jahren eine wesentlich größere Bedeutung als die erwarteten Dividen-

denzahlungen. Zum anderen wird die erwartete Rendite durch komplexe Erwartungen über die Entwicklung der Gesamtwirtschaft, der Branche und des einzelnen Unternehmens bestimmt. Beide Faktoren führen dazu, daß sich der Preis der einzelnen Aktie relativ unabhängig sowohl von der langfristigen Zinsrate als auch von den realisierten Gewinnen und Dividenden bewegen kann. Insofern die Investoren ihre Renditeerwartungen auf der Basis von unternehmens- und branchenspezifischen Informationen und gesamtwirtschaftlichen Daten ausbilden, erfolgt die Preisbildung der Aktien nicht unabhängig von den sogenannten „Fundamentaldaten“. Andererseits weiß ein Investor, daß für die Entwicklung der Aktienpreise vor allem das Verhalten der anderen Anleger relevant ist. Daher wird seine Anlageentscheidung nicht zuletzt von seinen Erwartungen über die Erwartungen der anderen Marktteilnehmer bestimmt. Durch diese Bedeutung der Erwartungen über die Erwartungen anderer wird eine selbstbezügliche Dynamik in Gang gesetzt, die zu großen Preisausschlägen führen kann, die relativ unabhängig von den „Fundamentaldaten“ sind. Die Erwartung von Kurswertsteigerungen aufgrund der verstärkten Nachfrage nach einer Aktie kann dann ausschlaggebend dafür sein, diese Aktie auch zu kaufen, d.h. es kommt zum „Herdenverhalten“ der Investoren. Psychologische Faktoren und statistische Effekte gewinnen damit eine zentrale Bedeutung, ihre Untersuchung ist Gegenstand einer eigenständigen Disziplin, der „behavioural finance“, geworden (vgl. z.B. Shiller 2000). Die im Shareholder-Value-Diskurs beliebte Rede vom „Unternehmenswert“ verwischt den Unterschied zwischen dem Marktpreis des Aktienkapitals und dem Wert des im Unternehmen akkumulierten Kapitals. Es ist wichtig, diese Differenz zu betonen, um deutlich zu machen, daß die Maximierung des Marktpreises des Aktienkapitals und damit der Aktionärsrendite etwas ganz anderes ist als die Maximierung der Profitabilität des produktiv im Unternehmen fungierenden Kapitals. Beide hängen nur vermittelt miteinander zusammen. Auf die Widersprüche, die sich daraus ergeben, werden wir noch eingehen. Hier soll nur festgehalten werden, daß die Preisbildung der Aktien grundsätzlich spekulativ erfolgt, insofern sie von Zukunftserwartungen und Erwartungen über Erwartungen anderer abhängt. Der realisierte Periodengewinn der Unternehmen geht dabei in die Erwartungsbildung mit ein, ist aber eben nur ein Faktor der Aktienpreisbildung. Der Aktienkurs hängt weitaus stärker als der Unternehmensgewinn von Faktoren ab, die die Akteure in den Unternehmen nicht kontrollieren können.

2. Ursachen der zunehmenden Kapitalmarktorientierung

Um die Ursachen der zunehmenden Kapitalmarktorientierung zu begreifen, ist es notwendig, etwas weiter ausholen. Sie muß zum einen vor dem Hintergrund längerfristiger Veränderungen der Kapitalverwertungsbedingungen und

der gesellschaftlichen Kräfteverhältnisse gesehen werden, die durch die Krise der fordistischen Entwicklungsweise, die die Nachkriegsjahrzehnte geprägt hatte, angestoßen wurden. Zum anderen muß die jüngste Etappe der nachfordistischen Restrukturierung näher beleuchtet werden, die spezifische Konjunktur in der zweiten Hälfte der 90er Jahre, die mit dem außerordentlichen Anstieg der Aktienkurse und dem „New Economy“-Diskurs einherging.

2.1. Die nachfordistische Restrukturierung der Kapitalverwertungsbedingungen

Die Krise des Fordismus hat auf verschiedene Arten die Entwicklung der globalen Finanzmärkte und die Herausbildung einer stärkeren Kapitalmarkt-orientierung der Unternehmen begünstigt (vgl. Guttman 1994, 1996; Boyer 1999; Huffs Schmid 1999). Zum einen führte die Verschlechterung der Verwertungsmöglichkeiten des industriellen Kapitals dazu, daß die Suche nach anderen Anlageformen vor allem im Finanzsektor erheblich zunahm. Dadurch erhöhte sich der politische Druck zugunsten einer Deregulierung und Liberalisierung des Finanzsektors. Zum anderen führte die zunehmende Wettbewerbsfähigkeit der westeuropäischen und japanischen Unternehmen gegenüber den amerikanischen bei tendenziell stagnierender Nachfrage nach den typisch fordistischen Massenprodukten Anfang der 70er Jahre zum Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse mit dem Gold-Dollar-Standard. Der Übergang zum System flexibler Wechselkurse mit einem Multiwährungsstandard und verschärfter Leitwährungskonkurrenz zwischen Dollar, DM und Yen bewirkte eine enorme Expansion der Devisenmärkte. Einerseits erhöhte sich mit der zunehmenden Volatilität der Wechselkurse der Risikoabsicherungsbedarf bei internationalen Transaktionen, andererseits entstanden unter den Bedingungen flexibler Wechselkurse auch neue Spekulationsmöglichkeiten. Der Strukturwandel des Devisenmarktes wurde zur Initialzündung für den Strukturwandel der gesamten Finanzmärkte. Auf den Übergang zum System flexibler Wechselkurse folgten die schrittweise Deregulierung der nationalen Finanzmärkte und der Abbau der Kapitalverkehrskontrollen. Zahlreiche neue derivative Finanzinstrumente breiteten sich aus, wobei Risikoabsicherung und Spekulation zwei Seiten der selben Medaille bildeten. Insgesamt wurden die nationalen und internationalen Anlagemöglichkeiten für Geldkapital stark erweitert. Diese Entwicklung verschärfte einerseits die Konkurrenz zwischen produktiven Investitionen und Finanzanlagen, was zu neuen Rentabilitätsanforderungen an das industrielle Kapital führte, andererseits stellte die Deregulierung und Internationalisierung der Finanzmärkte auch ein willkommenes Ventil für die Überakkumulation im industriellen Sektor dar.

In den 70er Jahren wurde zunächst versucht, die Stagnation und aufkommende Massenarbeitslosigkeit mit keynesianischen Mitteln zu bekämpfen.

Dies konnte eine kumulative Depression aufgrund sinkender effektiver Nachfrage wie in den 30er Jahren zwar verhindern, änderte aber nichts an den „angebotsseitigen“ Krisenursachen im Produktionsprozeß selbst. Die keynesianische Politik milderte zwar die Krise, aber sie verschleppte sie auch, beraubte sie ihrer kathartischen Wirkung und brachte weitere Widersprüche hervor. Da die Verteilungsspielräume in der Produktion abnahmen, die monopolistischen Regulationsmechanismen der Lohn- und Preisbildung aber zunächst weiter bestanden, wurde der sich verschärfende Klassenkonflikt zwischen Kapital und Arbeit inflationär geschlichtet. Steigende Produktionsmittel- und Lohnkosten wurden auf die Preise übergewälzt, was zu hohen Inflationsraten führte. Angesichts der hohen Inflationsraten waren die Realzinsen niedrig, teilweise sogar negativ, was die Verschuldung sehr günstig machte. Die zunehmenden Probleme der Unternehmen wurden so jedoch nur in die Zukunft verschoben. Gleichzeitig verschärfte sich der Interessenkonflikt zwischen Geldvermögensbesitzern und dem Rest der Gesellschaft, zwischen Bankkapital und industriellem Kapital.

Die gesellschaftlichen Kräfteverhältnisse entwickelten sich im Laufe der Stagflationskrise allmählich so weit zuungunsten der Lohnabhängigen, daß sich die neoliberale Gegenbewegung Ende der 70er Jahre sukzessive durchsetzen konnte. Die durch die monetaristische Politikwende der amerikanischen Notenbank und massive Zinserhöhungen eingeleitete internationale Rezession der Jahre 1979-82 erzwang schließlich die Restrukturierung der industriellen Unternehmen, die mit einer umfangreichen Kapitalvernichtung und Freisetzung von Arbeitskräften verbunden war. Die Profitabilität des Industriekapitals verbesserte sich wieder – allerdings um den Preis einer stark steigenden Massenarbeitslosigkeit und weiterhin niedriger Wachstumsraten des Sozialprodukts. Die zunehmende Einkommensungleichheit, die in den USA besonders ausgeprägt war, führte dazu, daß der Massenkonsum eher gedämpft wurde, während die Ersparnisse der oberen sozialen Schichten stark anwuchsen. Ein großer Teil dieser Ersparnisse wurde nicht produktiv investiert, sondern in Wertpapieren angelegt.

Die Zinserhöhungen Ende der 70er/Anfang der 80er Jahre und die Rückführung der Inflationsraten lagen unmittelbar im Interesse der Gläubiger, gleichwohl wurden dadurch paradoxerweise mittelbar die Probleme des Bankkapitals verschärft (vgl. Huffschmid 1999, 66f.). Eine ihrer Konsequenzen war die internationale Schuldenkrise, durch die die „Verbriefung“ von Krediten (statt bei den Banken verschulden sich Kreditnehmer über die Ausgabe von Wertpapieren direkt am Kapitalmarkt) vorangetrieben wurde, was zu einem relativen Bedeutungsverlust des klassischen Kreditgeschäfts der Geschäftsbanken führte. Auf der anderen Seite konnten auch die Geldvermögensbesitzer durch die Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte aus einem zunehmend breiteren Spektrum von Anlageformen auswählen.

Bankdepotiten verloren dabei relativ an Bedeutung. Dieser Trend begünstigte nicht zuletzt institutionelle Kapitalanleger (Pensionsfonds³, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften). Die Erweiterung des finanziellen Handlungsspielraums galt auch für die industriellen Unternehmen. Wie Huffschmid (1999, 18ff.) anhand eines Periodenvergleichs zwischen der zweiten Hälfte der 70er und der ersten Hälfte der 90er Jahre gezeigt hat, ist der externe Finanzierungsbedarf der Unternehmen in den G7-Ländern relativ zur Finanzierung durch einbehaltene Gewinne deutlich zurückgegangen. Dies hängt damit zusammen, daß die Gewinne seit Anfang der 80er Jahre stark angestiegen sind, während andererseits die Investitionstätigkeit der Unternehmen nicht in gleichem Maße gewachsen ist. Interessant ist in diesem Zusammenhang auch, daß die Finanzierung über die Ausgabe von Aktien und die Aufnahme von Anleihen in den G7-Ländern nach wie vor eine geringe Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung hat: Die wichtigste Finanzierungsquelle sind die einbehaltenen Gewinne geblieben, gefolgt von der Kreditaufnahme (vgl. dazu auch Evans in diesem Heft). Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, daß die Finanzierung über Aktien und Anleihen für eine kleine Anzahl von Großunternehmen durchaus von Bedeutung ist. Diese haben in den letzten Jahren auch zunehmend internationale Finanzierungsmöglichkeiten wahrgenommen und sich dadurch unabhängiger von den einheimischen Banken gemacht.

Die Banken reagierten auf den relativen Bedeutungsverlust ihres Kreditgeschäfts durch die Ausweitung kapitalmarktbezogener Tätigkeiten, die sich seit den 80er Jahren zunehmend als profitabel erwiesen. Dies hing nicht zuletzt damit zusammen, daß die Restrukturierung der industriellen Großunternehmen wesentlich unter dem Druck des Kapitalmarkts vorangetrieben wurde. Insbesondere in den USA gab es in den 80er Jahren eine Welle von feindlichen Unternehmensübernahmen und -zerschlagungen, die nicht zuletzt von institutionellen Anlegern vorangetrieben wurden (vgl. Blair 1993). Die Banken beteiligten sich an der Finanzierung dieser Vorhaben durch hochriskante Anleihen (*junk bonds*). Dahinter stand das Kalkül, daß die Summe der Teile großer Konzerne oft mehr wert sei als das Ganze. Der vor allem in den 60er und 70er Jahren ausgeprägte Prozeß der Diversifizierung von Unternehmen wurde so teilweise rückgängig gemacht, indem die dabei entstandenen Konglomerate aufgekauft und zerlegt wurden. Die restrukturierten Teilunternehmen wurden dann mit Gewinn verkauft oder an die Börse gebracht, unprofitable Teile wurden geschlossen. Neben den institutionellen Anlegern und Beteiligungsgesellschaften profitierten von diesem Prozeß vor allem die Investmentbanken, die ihn vermittelten. In Europa wurde das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen vor allem durch die verschärfte Konkurrenz angetrieben, die der europäische Binnenmarkt mit sich brachte. Der Vermittlungstä-

3 Vgl. speziell zur Bedeutung der Pensionsfonds Guttman (1998), Clark (2000), Clowes (2000).

tigkeit der Investmentbanken kamen auch die zunehmende Staatsverschuldung, die zu einer Expansion des Anleihemarktes führte, sowie die umfangreichen Privatisierungen von Staatsunternehmen, die die Aktienmärkte stimulierten, zugute (vgl. Huffs Schmid 1999, 74ff.).

Durch die Einkommensumverteilung zuungunsten der Lohnabhängigen und durch die Restrukturierung der Unternehmen kam es zwar seit Anfang der 80er Jahre zu einer beträchtlichen Erhöhung der Profite, doch blieben die Wachstumsraten der Investitionen und des Sozialprodukts relativ gering. Da das Wachstum der Produktion hinter dem Wachstum der Produktivität zurückblieb, stieg nicht nur die Massenarbeitslosigkeit, sondern die Konkurrenz auf den Produktmärkten verschärfte sich weiter. In vielen Bereichen existierten weiterhin Überkapazitäten. Die verschärfte Weltmarktkonkurrenz führte dazu, daß die nationalen Oligopole, die für die fordistische Ära kennzeichnend waren, zunehmend aufgebrochen wurden. Die Unternehmen versuchten, sich gegenseitig Marktanteile abzujagen, und trieben die horizontale Konzentration voran. Daher kam es in den 90er Jahren zu einer erneuten Welle von Fusionen und Übernahmen, wobei wiederum der Kapitalmarkt als „Markt für Unternehmenskontrolle“ zentrale Bedeutung gewann. Angesichts der zunehmenden Größe der Übernahmeziele konnten Übernahmen immer weniger durch bares Geld finanziert werden. Statt dessen gewann der Aktien-tausch an Bedeutung, die Aktien fungierten zunehmend als „Übernahmewährung“. Daher wurde es für die Unternehmen doppelt wichtig, ihren Aktienkurs in die Höhe zu treiben: Zum einen, um feindliche Übernahmen abzuwehren, zum anderen, um selbst andere Unternehmen günstiger akquirieren zu können.

2.2. Die US-Konjunktur der 90er Jahre

Unter den Bedingungen der fortdauernden strukturellen Überakkumulationstendenz gewann das Verhältnis zwischen den großen Wirtschaftsblocken der Triade, das nicht zuletzt geldpolitisch mehrfach neu justiert wurde, zunehmende Bedeutung. Die Währungsrelationen und die Richtung der stark anwachsenden Kapitalströme, die auf der Suche nach den jeweils besten Verwertungsmöglichkeiten um den Globus jagten, bestimmten, welches Gewicht Binnenmärkte und Exporte an den einzelnen Polen der Triade jeweils bekamen und welcher Wirtschaftsraum sich temporär auf Kosten anderer besser stellen konnte. Dabei erwiesen sich die USA bisher als das nach wie vor dominante Zentrum der Weltwirtschaft.

Die Grundlagen für den langen Boom der amerikanischen Wirtschaft in den 90er Jahren waren bereits in den 80er Jahren mit der schrittweisen Restrukturierung der Industrie und der Erholung der Profitabilität der Unternehmen gelegt worden. Der erneute Aufschwung der amerikanischen Industrie wurde

durch das Plaza-Abkommen von 1985 unterstützt, das zur Abwertung des Dollars führte und damit die Wiederherstellung der internationalen Konkurrenzfähigkeit der US-Unternehmen begünstigte. Die Restrukturierung der industriellen Basis war mit einem langfristigen Anstieg der Aktienpreise verbunden, der nur durch den Börsencrash 1987 kurzfristig unterbrochen wurde. Damals gelang es der Federal Reserve mit Unterstützung der japanischen Regierung durch entschiedenes Eingreifen schnell, das Vertrauen der Investoren wiederherzustellen. Während der Rezession Anfang der 90er Jahre wurde der Anstieg der Aktienkurse stabilisiert, indem die US-Notenbank die kurzfristigen Realzinsen praktisch auf Null senkte und dadurch den strapazierten Unternehmen und Banken unter die Arme griff. Da die Unternehmen sich nur langsam von der Rezession erholten und die Investitionstätigkeit noch gedämpft blieb, floß ein großer Teil des von der Zentralbank bereitgestellten billigen Geldes in den Aktienmarkt und trieb die Kurse weiter nach oben (vgl. Brenner 2000, 16).

Bis 1995 reflektierte der langfristige Anstieg der Aktienkurse weitgehend die Wiederherstellung der Profitabilität der amerikanischen Unternehmen. Zwischen 1980 und 1995 stieg der Index der Aktienpreise an der New York Stock Exchange um den Faktor 4,28, während die Gewinne nach Steuern um den Faktor 4,68 stiegen (Brenner 2000, 17). Erst ab 1995 löste sich die Aktienkursentwicklung weitgehend von der Gewinnentwicklung ab. Robert Brenner sieht eine zentrale Ursache für die ab 1995 entstandene spekulative Blase in der Veränderung der internationalen Finanzverhältnisse und in der Umkehrung der Kapitalflüsse, die mit dem Abkommen zwischen den USA, Japan und Deutschland zur Aufwertung des Dollar gegenüber dem Yen und der DM 1995 einsetzte. Mit diesem Abkommen, das sozusagen eine Umkehrung des Plaza-Abkommens von 1985 darstellte, sollte eine weitere Zuspitzung der Krise in Japan verhindert werden, die seit Beginn der 90er Jahre andauerte. Denn die Abwertung des Dollar in den Jahren 1985-95 hatte den USA zwar einen in erheblichem Maße exportgetriebenen Boom beschert, gleichzeitig jedoch die Krise in Japan verschärft. Angesichts der Erfahrung der mexikanischen Pesokrise von 1994 entschloss sich die amerikanische Regierung, ihre einseitige Förderung der Wettbewerbsfähigkeit der einheimischen Exportindustrie aufzugeben. Eine Zuspitzung der japanischen Krise hätte für die Weltwirtschaft viel gravierendere Konsequenzen gehabt als die Krise Mexikos, da japanische Banken in hohem Maße US-amerikanische Staatsanleihen hielten, deren Verkauf unweigerlich Zinserhöhungen nach sich gezogen hätte, die wiederum eine Rezession auch außerhalb Japans hätten auslösen können. Dies wurde durch die Abwertung des Yen gegenüber dem Dollar nach 1995 verhindert (Brenner 2000, 14f.).

Die japanischen Zinssenkungen des Jahres 1995, die eigentlich die Binnenfrage ankurbeln sollten, kamen in erheblichem Maße dem US-amerikani-

schen Aktienmarkt zugute. Denn angesichts der weiterhin relativ niedrigen Profitraten in Japan blieben die erhofften Investitionen in neue Produktionsanlagen dort weitgehend aus. Stattdessen floß die von der japanischen Zentralbank bereitgestellte Liquidität zum großen Teil ins Ausland ab. Insbesondere US-amerikanische Investoren nutzten die Gelegenheit, sich zu niedrigen Zinsen in Yen zu verschulden, diese in Dollars zu konvertieren und in anderen Bereichen, nicht zuletzt auf dem Aktienmarkt, zu investieren.

Der in Folge der währungspolitischen Übereinkunft von 1995 und der konzertierten Dollar-Aufkäufe steigende Dollar-Kurs löste einen rasch anwachsenden Kapitalstrom in den US-amerikanischen Finanzmarkt aus und steigerte den Wert der US-amerikanischen Aktiva internationaler Investoren. Wegen der hohen Nachfrage nach US-amerikanischen Staatsanleihen fielen die langfristigen Zinssätze 1995 deutlich. Der steigende Dollar-Kurs und die sinkenden langfristigen Zinsen begünstigten den Boom des US-amerikanischen Aktienmarktes. Der marktweite S&P 500-Index, der 1994 nur um 2% gestiegen war, stieg 1995 um 17,6%, 1996 um 23% und 1997 um 30% (Brenner 2000, 19). Der Boom des Aktienmarktes wurde durch die Asienkrise und durch die mit der Dollar-Aufwertung einhergehende Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der US-amerikanischen Exportindustrie in Frage gestellt. Im Herbst 1998 hätte die Krise leicht auf die USA übergreifen können, wie der Beinahe-Zusammenbruch des Hedge-Fonds LTCM deutlich machte. Dieser wurde nicht nur durch die konzertierte Aktion der Federal Reserve und eines internationalen Bankenkonsortiums abgewendet, die Fed sorgte auch mit drei sukzessiven Zinssenkungen dafür, daß es nicht zu einer Finanzkrise in den USA kam. Diese Signale an die Investoren verfehlten nicht ihre Wirkung und führten zu einem weiteren Anstieg der Aktienpreise.

Die Marktkapitalisierung der US-amerikanischen Aktiengesellschaften (d.h. die Summe der Kurswerte sämtlicher Aktien) stieg von 6,3 Billionen US-\$ im Jahr 1994 auf 19,6 Billionen US-\$ im ersten Quartal 2000. Entsprechend die Marktkapitalisierung 1995 noch 50% des BIP, so lag sie im Frühjahr 2000 bei 150% des BIP. Der Wert des Aktienkapitals hatte sich also in nur fünf Jahren verdreifacht, während die Unternehmensgewinne nach Steuern im gleichen Zeitraum nur um 41,2% gestiegen waren. Die Beschleunigung des Kursanstiegs in den letzten Jahren wird deutlich, wenn man bedenkt, daß sich die relative Marktkapitalisierung zwischen 1982 und 1995 nur von 25% des BIP auf 50% des BIP verdoppelt hatte (Brenner 2000, 24f.). Im März 2000 lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis für die Unternehmen des S&P 500-Indexes bei 32 - das war etwa zweieinhalb mal so hoch wie der langfristige historische Durchschnitt von 13,2 (Brenner 2000, 25). Dies verdeutlicht das Ausmaß der spekulativen Blase, die sich Ende der 90er Jahre an den Aktienmärkten entwickelt hatte. Ungeachtet der hohen Kurs-Gewinn-Verhältnisse waren Aktien gekauft worden, einfach weil man einen weiteren Kursanstieg

erwartete – bis zu den euphemistisch als „Korrekturen“ bezeichneten Kurseinbrüchen, die im Frühjahr 2000 einsetzten.

Der Anstieg der Aktienpreise erwies sich in den Jahren ab 1995 selbst als wichtiges Element des Wirtschaftsbooms. War der Boom ursprünglich durch die Verbesserung der Profitabilität und Konkurrenzfähigkeit der amerikanischen Industrie und ein starkes Exportwachstum getrieben worden, so wurde nach 1995 die Binnennachfrage zum Motor des Wirtschaftswachstums. Diese wiederum wurde auch durch die Aktienpreissteigerungen begünstigt. Die Aufblähung der Vermögenswerte machte sich als Einkommenseffekt bemerkbar, rechtfertigte die Auflösung von Ersparnissen und führte zu einer Steigerung der Kreditaufnahme der Haushalte. Resultat war ein starker Anstieg des privaten Konsums in den USA, der über steigende Importe der Weltwirtschaft insgesamt zugute kam⁴. In Folge des Börsenbooms in den USA kam es schließlich auch in Europa zu einem Aufschwung der Kapitalmärkte.

Man könnte noch eine ganze Reihe von institutionellen Mechanismen und strukturellen sowie konjunkturellen Faktoren aufzählen, die den Börsenboom und den „irrationalen Überschwang“ der Investoren begünstigt und die Kapitalmarktorientierung der Unternehmen verstärkt haben – vom Ende des Kalten Kriegs über Einflüsse der demographischen Entwicklung und die Senkung der Kapitalertragssteuern bis zur Ausweitung der Wirtschaftsberichterstattung in den Massenmedien und zu den umsatzfördernden Prognosen der Analysten (vgl. dazu im einzelnen Shiller 2000). Auch der enorme Zuwachs an Zeitschriften und Magazinen, die sich mit dem Aktienmarkt beschäftigen, steht sicherlich in Verbindung mit der zunehmenden Präferenz der privaten Haushalte, ihr Vermögen in Aktien zu investieren. Wir werden weiter unten im fünften Abschnitt noch auf zwei Faktoren zu sprechen kommen, die sowohl eine Konsequenz der zunehmenden Kapitalmarktorientierung sind als auch dazu beitragen, die Aktienkurse nach oben zu treiben: Die Ausbreitung von Aktienoptionen als Form der Managementvergütung und die Praxis der Aktienrückkäufe.

3. Shareholder-Value-Konzepte: Diskursives Moment zunehmender Kapitalmarktorientierung

Die Shareholder-Value-Konzepte, auch Konzepte wertorientierter Unternehmensführung genannt, die in den 80er Jahren – parallel zu der Welle feindlicher Übernahmen – in den USA entwickelt wurden, stellen ein *diskursives* Moment der Veränderung gesellschaftlicher Kräfteverhältnisse zugunsten der Kapitaleigner dar. Sie beanspruchen, den Interessen der Aktionäre gegenüber

4 Vgl. zur Frage eines finanzgetriebenen Akkumulationsregimes und zur Einschätzung des US-Wirtschaftsbooms auch Boyer (2000), Aglietta (2000) sowie die Beiträge von Evans und Scherrer in diesem Heft.

anderen Interessengruppen, die Ansprüche an Unternehmen formulieren oder formulieren könnten, Geltung zu verschaffen. Begründet wird dies mit der wohlfahrtstheoretischen Annahme, nur der Kapitalmarkt selbst könne letztlich für eine effiziente Allokation ökonomischer Ressourcen sorgen und die konsequente Durchsetzung der Aktionärsinteressen gegenüber anderen Partialinteressen sei für das Allgemeinwohl notwendig. Dabei gehen die Shareholder-Value-Konzepte, die in dieser Hinsicht auf der Agency-Theorie (vgl. Jensen/Meckling 1976) aufbauen, davon aus, daß real oder potentiell eine Interessendivergenz zwischen Management und Aktionären existiert. Dieser Divergenz soll durch entsprechende am Shareholder-Value orientierte Steuerungsformen der Unternehmen begegnet werden. Die Aktionäre werden dabei als abstrakte Einheit aufgefaßt, ohne zwischen Groß- und Kleinaktionären, Familieneigentümern oder institutionellen Anlegern zu differenzieren.

In einer längerfristigen historischen Perspektive handelt es sich bei den Shareholder-Value-Konzepten um neue Varianten der bereits seit mehreren Jahrzehnten verbreiteten und zunehmend dominierenden, finanzorientierten Kontrollkonzepte von Unternehmen (vgl. Fligstein 1990). Finanzorientierte Kontrollkonzepte waren eine Antwort auf die zunehmende Komplexität von Großunternehmen, die aus ihrer funktionalen Differenzierung, ihrer multinationalen Expansion und ihrer Diversifizierung resultierte. Diese zunehmende Komplexität führte zu einer Arbeitsteilung innerhalb des Managements, wobei das Topmanagement die operative Steuerung der Geschäftstätigkeit den untergeordneten Managementebenen überließ und sich auf die finanzielle Kontrolle der Unternehmenstätigkeit beschränkte. Finanzorientierte Kontrollkonzepte verweisen darauf, daß die Akkumulation von Geldkapital der *nexus rerum* kapitalistischer Produktion ist. Daß sie die Vermehrung des abstrakten Reichtums, die Selbstverwertung des Werts in den Mittelpunkt rücken, macht ihre Stärke in der Immanenz kapitalistischer Produktion aus – es markiert aber zugleich auch ihre Grenze. Denn finanzorientierte Kontrollkonzepte gehen von der Steuerbarkeit von Unternehmen über finanzielle Kennziffern aus. Kapitalistische Produktion ist jedoch nicht nur Produktion von Wert, sondern auch von Gebrauchswert, ist widersprüchliche Einheit von Arbeits- und Verwertungsprozeß, von Produktion und Reproduktion, ist ein Prozeß von Auseinandersetzungen zwischen Kapitaleignern und Lohnabhängigen. Finanzorientierte Kontrollkonzepte sind daher in vieler Hinsicht unzulänglich. Dies hat auch ein Teil der Vertreter der Betriebswirtschaftslehre schon frühzeitig erkannt. Johnson und Kaplan stellten z.B. fest, daß an Finanzkennziffern orientierte Steuerungskonzepte paradoxerweise an Bedeutung gewannen, obwohl die Relevanz des betrieblichen Rechnungswesens für das Management mit zunehmender Komplexität der Unternehmen immer fragwürdiger wurde (Johnson/Kaplan 1987). Mit der zunehmenden Komplexität der Unternehmen stieg unter anderem der Anteil der Gemeinkosten, die den

einzelnen Produktionsprozessen und Produkten nicht mehr zurechenbar waren.

Verschiedene Autoren aus dem Kreis international tätiger Consultingunternehmen und bedeutender Business Schools haben konkurrierende Konzepte wertorientierter Unternehmensführung und entsprechende Steuerungsgrößen entwickelt (vgl. Rappaport 1998; Copeland u.a. 1993; Stewart 1990; Lewis 1994). Trotz einiger Unterschiede im Detail weisen alle diese Konzepte, die auf der modernen Kapitalmarkt- und Portfoliotheorie (vgl. Modigliani/Miller 1958; Markowitz 1976) aufbauen, eine Reihe von Gemeinsamkeiten auf:⁵

Sie alle beziehen sich kritisch auf gängige Steuerungsgrößen wie Gesamtkapitalrendite (*Return on Investment*) oder Eigenkapitalrendite (*Return on Equity*). Diese Gewinngrößen werden als wenig aussagekräftig kritisiert, da das betriebliche Rechnungswesen unter anderem durch die Wahrnehmung bilanzieller Wahlrechte einen großen Spielraum bei der Bestimmung von Gewinnen, Abschreibungen etc. hat. Die Praxis der Glättung von Gewinnentwicklungen, die aus der Managementperspektive sinnvoll sein mag, um die Investoren nicht zu verunsichern und Kontinuität zu wahren, ist aus der shareholder-value-orientierten Sichtweise illegitim, da sie eine Täuschung der Aktionäre über den eigentlichen Geschäftsverlauf impliziert. Hinzu kommt, daß die Gewinn- und Verlustrechnungen auch bestimmte Posten als Aufwand erfassen, denen keine tatsächlichen Auszahlungen entsprechen, bzw. andere Posten als Ertrag verbuchen, denen keine aktuellen Einzahlungen entsprechen (ausstehende Forderungen und Verbindlichkeiten, Bestandsveränderungen). Die neueren Konzepte wertorientierter Unternehmensführung fordern demgegenüber, der Unternehmensbewertung den tatsächlichen Cash-flow, also die Differenz zwischen wirklichen Einzahlungen und Auszahlungen zugrunde zu legen. Dahinter steht die Überlegung, daß der Cash-flow die Summe ist, die tatsächlich für neue (Ersatz- oder Erweiterungs-)Investitionen oder aber alternativ für Kapitalausschüttungen an die Aktionäre in Form von Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufen zur Verfügung steht.

Die Shareholder-Value-Konzepte zielen darauf, eine vergangenheitsorientierte Unternehmensbetrachtung zugunsten einer zukunftsorientierten Bewertung zu überwinden. Der Wert eines Unternehmens oder einer Investition ist daher nicht anhand der realisierten Erträge, sondern anhand der für die Zukunft erwarteten Erträge zu bestimmen. In diesem Zusammenhang wird kritisiert, daß frühere Konzepte der Unternehmensbewertung den Zeitwert des Geldes nicht berücksichtigten. Ein Dollar heute ist aus dieser Sicht mehr wert als ein Dollar in einem Jahr, da das Geld in der Zwischenzeit gewinnbringend angelegt werden kann. Daher werden die zukünftig erwarteten Cash-flows auf die Gegenwart abgezinst. Der *Discounted Cash-flow* (DCF) ist die

5 Zum Vergleich der verschiedenen Konzepte siehe Bühner (1996); Stephan (1999).

zentrale Steuerungsgröße in den Shareholder-Value-Konzepten. Es gibt unterschiedliche Varianten der Berechnung des Shareholder Value. „Im Kern wird der Unternehmungswert jedoch übereinstimmend definiert als Summe dreier Komponenten. Hierbei handelt es sich um den Barwert des betrieblichen Cash-Flows während der Prognoseperiode (z.B. 5 Jahre), den Residualwert als Barwert aller Cash-Flows nach Ende des Planungszeitraums und den Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Als Faktor für die Diskontierung der Zahlungsströme werden die Kapitalkosten herangezogen, die dem gewichteten Mittelwert aus Eigen- und Fremdkapitalkosten entsprechen“ (v. Werder 1998, 72). Die Eigenkapitalkosten werden berechnet, indem auf die Rendite einer möglichst risikofreien Anlage – in der Regel langfristige Staatsanleihen der metropolitanen Länder – eine marktspezifische Risikoprämie aufgeschlagen wird, die ihrerseits mit einem unternehmensspezifischen Risikofaktor (dem sogenannten beta-Faktor) gewichtet wird, der sich aus der Volatilität des Kurses der betreffenden Aktie im Verhältnis zur Volatilität des Gesamtmarktes ergibt (vgl. Bühner 1993, 754). Die Markttrendite wird in der Regel anhand bestimmter Aktienindizes ermittelt.

Die Berechnung der Eigenkapitalkosten und die hier zugrunde gelegten kapitalmarkttheoretischen Annahmen bergen zwei zentrale Probleme, wie v. Werder (1998, 87) ausführt. Das Prämissenproblem besteht darin, daß die Kalkulation der Eigenkapitalkosten darauf beruht, daß sich in den Aktienkursentwicklungen die rationalen Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Unternehmenswerte widerspiegeln. Diese Prämisse eines effizienten Kapitalmarktes wird aber auch unter Betriebs- und Volkswirtschaftlern als wirklichkeitsfremd angesehen. Das zweite Problem besteht darin, daß die Methode zur Berechnung der Eigenkapitalkosten zirkulär ist. „Die Eigenkapitalkosten werden aus der geforderten Risikoprämie abgeleitet, die Risikoprämie aus der Entwicklung der Aktienkurse, die Aktienkursentwicklung aus den Markterwartungen über den zukünftigen Unternehmungswert und der (vom Management zu erreichende) zukünftige Unternehmungswert aus den Eigenkapitalkosten“ (Von Werder 1998, 87f.). Auf das Problem der Zirkularität bei der Ermittlung der Kapitalkosten weisen auch Bühner und Tuschke (1999, 20f.) hin: „So sind zur Berechnung des Marktwerts des Eigenkapitals die Eigenkapitalkosten bei anteiliger Fremdfinanzierung anzusetzen. Diese Eigenkapitalkosten können jedoch nur in Abhängigkeit vom Marktwert des Eigenkapitals, der gerade erst ermittelt werden soll, bestimmt werden“ (Bühner/Tuschke 1999, 21).

Die Shareholder-Value-Konzepte erzeugen durch eine veränderte Rhetorik bzw. eine veränderte Redeweise über betriebswirtschaftliche Zusammenhänge eine Umorientierung. Die geforderte Eigenkapitalrendite fällt z.B., wie eben dargestellt wurde, ebenso wie die Zinsen für das Fremdkapital unter die Rubrik „Kapitalkosten“. Gewinne firmieren also fast vollständig als Kosten. Deckt

ein Unternehmen nicht seine Kapitalkosten, d.h. erwirtschaftet es einen unterdurchschnittlichen Gewinn, so ist von „Wertvernichtung“ die Rede. Nur wenn ein Unternehmen eine *überdurchschnittliche* Rendite erwirtschaftet, die höher als die Kapitalkosten ausfällt, wird aus der Sicht der Shareholder-Value-Apostel Wert für die Aktionäre geschaffen. Bestehende Geschäfte, die einen unterdurchschnittlichen Gewinn erwirtschaften, sollten aus der Sicht der reinen Shareholder-Value-Lehre aufgegeben werden; neue Investitionen, von denen man nicht die geforderte Mindestrendite erwarten kann, sind unzulässig. Verfügt ein Unternehmen nach diesen Maßstäben über überschüssige Liquidität, so ist diese an die Anteilseigner auszuschütten.

Die Kritik an den traditionellen Methoden der Unternehmensbewertung wird von den Verfechtern des Shareholder Value stets mit dem Pathos einer größeren Genauigkeit und Objektivität vorgetragen. Die vermeintlich größere Objektivität der Shareholder-Value-Konzepte ist natürlich – dies kann nicht genug betont werden – völlig illusionär, da es gerade bei einer zukunftsorientierten Betrachtung um Erwartungen und um Plangrößen geht, die subjektiv festgesetzt werden (vgl. Hirsch-Kreinsen 1998, 199f.). Bekanntlich sind Vorhersagen immer schwierig, besonders wenn sie sich auf die Zukunft beziehen. Da fast alle Größen, die in die shareholder-value-orientierte Unternehmensbewertung eingehen, von subjektiven Einschätzungen abhängen, stellt sich letztlich die Frage: Wer nimmt die Bewertungen vor und wer entscheidet über Unternehmensstrategien und Investitionsprojekte? Aus der Sicht der Investoren und Kapitaleigner stellt sich vor allem das Problem, Transparenz über die Bewertungsverfahren des Managements zu erlangen, um dessen Investitionsprojekte überhaupt beurteilen zu können. Die zentrale Rolle, die die Erwartungen der Investoren bei der Berechnung des Shareholder Value spielen, machen jedoch deutlich, daß das Konzept nicht nur eine Rechenmethode ist – wie häufig einseitig behauptet wird –, sondern Veränderungen der gesellschaftlichen Kräfteverhältnisse zugunsten der Kapitaleigner reflektiert und diese gleichzeitig weiter voran treibt. Die qualitativen Auswirkungen der Shareholder-Value-Konzepte auf die Veränderungen der Kräfteverhältnisse innerhalb und außerhalb der Unternehmen sind jedenfalls bedeutender als die quantitative Rechenmethodik im engeren Sinne.

Die Shareholder-Value-Konzepte gehen von einem abstrakten Aktionär aus und treffen eine Verhaltensannahme, wonach der Aktionär sich bei seinen Investitionsentscheidungen am Barwert zukünftiger Zahlungen, d.h. am diskontierten Cash-flow orientiere (vgl. Bühner 1993, 750). Es ist jedoch mehr als fraglich, ob „der“ Aktionär den notwendigen Einblick in die Planungsrechnungen der Unternehmen hat, deren Wert er nach Auffassung der Verfechter der Shareholder-Value-Lehre beurteilen soll. Dies dürfte nicht einmal für die Analysten der Investmentbanken und für die Fondsmanager der großen institutionellen Anleger gelten. Aber selbst wenn die Aktionäre die Pla-

nungen des Managements genau nachvollziehen könnten, wären diese für sie doch nur indirekt von Interesse. Die Rendite des Aktionärs besteht eben nicht aus dem Discounted Cash-flow, sondern sie setzt sich aus Dividenden und Steigerungen des Aktienkurses zusammen. Gerade diese für den Aktionär letztlich entscheidenden Marktdaten werden jedoch im Rahmen der Shareholder-Value-Konzepte nicht als „objektiver“ Vergleichsmaßstab akzeptiert. Die Kenntnis des Discounted Cash-flow kann zwar Auskunft geben über den für die Auszahlung von Dividenden (oder für die Bildung von Rücklagen bzw. für Aktienrückkäufe) voraussichtlich zur Verfügung stehenden Betrag. Insofern kann sie wie andere Informationen auch in die Preisbildung der Aktien eingehen. Wie wir gesehen haben, ist die Bewegung der Aktienpreise jedoch von einer ganzen Reihe weiterer Faktoren abhängig.

Die Shareholder-Value-Konzepte stehen in enger Verbindung mit den aktuellen Diskussionen um die „richtige“ Form der „Corporate Governance“, d.h. der Leitung und Kontrolle von Unternehmen. Corporate Governance fragt in einem engen Verständnis, das theoretisch durch die Agency-Theorie angeleitet wird, danach, wie Investoren die Unternehmensleitung kontrollieren und sicherstellen können, daß das Management in ihrem Interesse wirtschaftet und die erzielten Erträge an sie weitergibt (Shleifer/Vishny 1997). Der Begriff der Corporate Governance, der häufig mit Unternehmensverfassung gleichgesetzt wird, zielt darauf ab, „den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für das Zusammenwirken von Leitungsorganen, Überwachungsorganen und Interessengruppen (namentlich den Anteilseignern)“ zu beschreiben und zu verstehen (vgl. von Werder 2000, 2). Im folgenden sollen einige wichtige politische und institutionelle Veränderungen der Corporate Governance in Deutschland beschrieben werden, die eine zunehmende Kapitalmarktorientierung befördern.

4. Auflösung der „Deutschland AG“ zugunsten einer neuen „Aktienkultur“?

Die Globalisierung der Produkt- und der Finanzmärkte hat sich in den vergangenen Jahren zunehmend zu einer Herausforderung für das deutsche System der Corporate Governance entwickelt⁶. Die engen Bindungen zwischen den Industrieunternehmen und ihren „Hausbanken“, für die Deutschland bekannt ist, werden für beide Seiten tendenziell kontraproduktiv. Für die deutschen Großbanken entwickelt sich der industrielle Beteiligungsbesitz angesichts der abnehmenden Bedeutung des traditionellen Einlagen- und Kreditgeschäfts gegenüber den kapitalmarktbezogenen Geschäften zu einem Hindernis in der internationalen Konkurrenz des Investmentbanking. Insbe-

6 Vgl. zum deutschen System der Corporate Governance ausführlicher Jürgens u.a. (2000), Vitals (2000), Ziegler (2000).

sondere im lukrativen Geschäft mit Fusionen und Übernahmen, das weitgehend von den großen amerikanischen Investmentbanken beherrscht wird, erfordert die Vermittlerrolle eine gewisse Offenheit und Neutralität, die keine enge Bindung an bestimmte Unternehmen duldet, wie sie für die deutschen Großbanken bisher charakteristisch war. Doch nicht nur die Banken sind an einer Lockerung ihrer Beziehungen zu den industriellen Unternehmen und an einer stärker shareholder-value-orientierten Bewirtschaftung ihres Beteiligungsbesitzes interessiert. Auch die führenden Industrieunternehmen sind nicht mehr in dem Maße wie früher auf einzelne Banken angewiesen, da ihnen durch die Globalisierung der Finanzmärkte erweiterte Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen. Mehr noch: Für die Unternehmen ist es nicht nur möglich, sondern mit der wachsenden Internationalisierung der Produktion und des Handels auch notwendig geworden, ihre Finanzierung entsprechend international zu gestalten. Hinzu kommt, daß die aktive Teilnahme an der internationalen Konzentrationsbewegung es erfordert, auf ausländischen Kapitalmärkten, insbesondere in den USA, präsent zu sein. Dies macht es wiederum notwendig, internationale bzw. amerikanische Standards in Bezug auf die Rechnungslegung, die Kommunikation mit den Investoren und das Geschäftsgebaren einzuhalten. Im Zusammenhang mit der Konzentrationsbewegung erweist sich auch die im Vergleich zu den angelsächsischen Unternehmen niedrige Marktkapitalisierung der deutschen Unternehmen (d.h. ihre relativ niedrige Aktienpreisbewertung) als Problem. Die relativ geringe Marktkapitalisierung erhöht die Gefahr feindlicher Übernahmen und erschwert die eigene Übernahmetätigkeit.

Hinzu kommt, daß einheitliche Standards der Rechnungslegung, Publizität etc. auch im Interesse international tätiger Investoren liegen, da ansonsten eine internationale Vergleichbarkeit von Unternehmen im Hinblick auf Anlageentscheidungen nicht gegeben ist. Dieser Gesichtspunkt wird mit der Globalisierung der Finanzmärkte zunehmend relevanter. Gerade das bisherige deutsche System galt als besonders undurchsichtig und wenig aktionärsfreundlich. So waren die Regeln der Rechnungslegung nach dem Handelsgesetzbuch z.B. eher am Gläubigerschutz orientiert und gaben den Unternehmen umfangreiche bilanzpolitische Spielräume etwa im Hinblick auf die Bildung sogenannter stiller Reserven.

Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, daß das deutsche System der Corporate Governance seit einigen Jahren verstärkt in die Diskussion geraten ist und sich gegenwärtig in einem grundlegenden Transformationsprozeß befindet, der auch politisch durch den Umbau relevanter Institutionen auf mehreren Ebenen vorangetrieben wird. Im folgenden wollen wir einige dieser politisch-institutionellen Veränderungen darstellen, die einerseits durch die stärkere Kapitalmarktorientierung der deutschen Großbanken und Großunternehmen beeinflusst sind und andererseits selbst wiederum auf die Schaf-

fung einer sogenannten „Aktienkultur“, d.h. auf die Realisierung der Interessen international tätiger Investoren und auf die Verstärkung der Kapitalmarktorientierung in breiten Kreisen der Gesellschaft abzielen.

Erwähnenswert sind zunächst eine Reihe von Initiativen, die dem Management deutscher Aktiengesellschaften seit einiger Zeit mit unterschiedlichen Motiven empfehlen, sein Handeln zu beobachten, zu reflektieren und gegebenenfalls zu ändern (vgl. Claussen/Bröcker 2000). Zu diesem Zweck werden Regeln und Standards (Codes) entworfen, die eine „gute“ Corporate Governance ermöglichen sollen. „Gute“ Corporate Governance erfordert nach dem Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance (GCCG, vgl. <http://www.gccg.de>) die Festlegung der übergeordneten Zielsetzung des Unternehmens, Bestimmungen für die Strukturen, Prozesse und Personen der Unternehmensführung, mit denen diese Zielsetzung erreicht werden soll, regelmäßige Evaluationen der Unternehmensführung sowie eine aktive Unternehmenskommunikation der Unternehmensführung.

Ein häufig verwendetes Argument dafür, daß das Management seine gewohnten Praktiken beobachten, reflektieren und gegebenenfalls ändern sollte, ist, daß die Erwartungen der Aktionäre an die Effizienz und Transparenz der Unternehmensführung künftig noch steigen werden (vgl. von Werder 2000, 22). Das Einhalten von Regeln und Standards würde es ausländischen Investoren ermöglichen, Einblick in das deutsche System der Corporate Governance, das durch Besonderheiten wie die Mitbestimmung und die Trennung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat geprägt ist, zu erhalten. Neben dem Berliner Initiativkreis gibt es in Deutschland einen weiteren Arbeitskreis, die „Grundsatzkommission Corporate Governance“ (<http://www.corgov.de>), die ebenfalls Regeln für Corporate Governance entwickelt. Beide Initiativen werden wesentlich von Wirtschafts- und Rechtswissenschaftlern sowie hochrangigen Vertretern von Großunternehmen getragen. Auch die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA, <http://www.dvfa.de>) formuliert Codes zur effizienten Leitung und Kontrolle von deutschen Unternehmen. Internationale Organisationen wie die OECD und die Weltbank stellen ebenfalls Corporate Governance-Prinzipien auf (OECD 1999; World Bank 1999). Die Grundsatzkommission hat in ihren Corporate Governance-Grundsätzen die von der OECD 1999 entwickelten allgemeinen Prinzipien mit den deutschen Rechts- und Kulturbedingungen verglichen. Ein Ergebnis dieses Vergleiches ist, daß die von der OECD aufgestellten Prinzipien, nämlich der Schutz der Aktionärsrechte, die Gleichbehandlung der Aktionäre, die Offenlegung und Transparenz von Informationen, in Deutschland durch verschiedene Gesetze geregelt sind. Man kann sich dann mit von Werder (2000, 5) fragen, welche Funktion ein German Code of Corporate Governance haben kann, wenn das deutsche Unternehmensrecht die Normen der Governance-Codes weitgehend abdeckt und im internationalen Vergleich

keineswegs als unterentwickelt gelten kann. Die Kommunikationsfunktion eines solchen Codes, so von Werder, spiele eine wichtige Rolle, da sich „die tragenden deutschen Verfassungsregelungen über das gesamte Aktiengesetz sowie weitere Gesetze verteilen, sind sie gerade für ausländische Kapitalgeber nur wenig transparent.“ Dem weltweiten Wettbewerb um Kapital müsse kommuniziert werden, daß in Deutschland keine unzureichenden Regelungen der Unternehmensleitung und -kontrolle existieren (ebd., 8).

Eine Reihe von Anzeichen sprechen dafür, daß sich die traditionell engen Beziehungen zwischen Banken, Versicherungen und industriellen Unternehmen lockern oder auflösen. Die Privatbanken haben die Zahl ihrer Aufsichtsratsmandate in den 100 größten Aktiengesellschaften von 162 im Jahr 1974 auf 104 im Jahr 1989 reduziert. Die Zahl der Unternehmen, an denen die Privatbanken Beteiligungen von mindestens 10% hielten, sank von 129 im Jahr 1976 auf 86 im Jahr 1986. Die Zahl der Unternehmen, an denen sie eine Beteiligung von mindestens 25% hielten, sank im gleichen Zeitraum von 86 auf 45 (O’Sullivan 2000, 283). In den 90er Jahren haben die Banken ihre Unternehmensbeteiligungen weiter reduziert. 1999 haben die deutschen Großbanken ihre verbliebenen Beteiligungen in eigenständige Tochtergesellschaften ausgegliedert. Es deutet sich auf jeden Fall eine stärker renditeorientierte Bewirtschaftung des Beteiligungsbesitzes an. Die Deutsche Bank hat kürzlich gar verkündet, sich bis 2005 ganz von ihrem Beteiligungsbesitz trennen zu wollen. Ein derartig radikaler Schritt wird nun zusätzlich durch die geplante Steuerreform der rot-grünen Bundesregierung erleichtert, die mit dem Steuerjahr 2002 gültig wird. Die neue Regelung, daß Kapitalbeteiligungen an anderen Unternehmen von Kapitalgesellschaften steuerfrei veräußert werden können, wird auf die Aktionärsstrukturen in Deutschland vermutlich gravierende Auswirkungen haben (vgl. Höpner 2000).

Die Steuerreform ist in dieser Hinsicht nur eine von einer ganzen Reihe von staatlichen Maßnahmen, die sowohl Ausdruck einer verstärkten Kapitalmarktorientierung sind als auch auf die weitere Förderung des Kapitalmarktes abzielen. In dieser Hinsicht besteht Kontinuität zwischen der alten und der neuen Bundesregierung. 1995 wurde mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel als Pendant zur US-amerikanischen Securities and Exchange Commission (SEC) eingerichtet. Im Wahljahr 1998 beeilte sich die Kohl-Regierung, kurz vor dem Ende ihrer Amtszeit noch eine Reihe von wichtigen Veränderungen auf den Weg zu bringen. Mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz wurden die Regularien für Investmentgesellschaften liberalisiert. Unter anderem können Unternehmensbeteiligungsgesellschaften nunmehr Kapitalbeteiligungen schon nach einem Jahr anstatt nach sechs Jahren steuerbegünstigt veräußern. Investmentgesellschaften und Finanzberater müssen nur noch drei Jahre für ihre Beratungen haften. Kapitalanlagegesellschaften können nun auch private

Pensionsfonds – sogenannte Altersvorsorge-Sondervermögen – anbieten. Bei diesen Fonds darf der Anteil der Aktien 75% nicht übersteigen, muß aber mindestens 21% ausmachen. Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) aus dem gleichen Jahr ermöglichte es Unternehmen, ihre eigenen Aktien zurückzukaufen und Aktienoptionsprogramme für ihre Mitarbeiter einzurichten. Das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG) schließlich sah einige Änderungen im Handelsgesetzbuch (HGB) vor. Es ermöglichte Unternehmen, deren Aktien an Börsen im In- und Ausland notiert sind, ihren Konzernabschluß künftig mit befreiender Wirkung nach internationalen Regeln aufzustellen. Das heißt, die Unternehmen können auf die bisher verpflichtende Rechnungslegung nach den Regeln des HGB verzichten, wenn sie nach US-GAAP (US General Accepted Accounting Principles) oder IAS (International Accounting Standards) bilanzieren. Die Bilanzierung nach IAS oder US-GAAP erhöht die Attraktivität einer Investition für internationale Anleger und erleichtert die Kommunikation auf dem internationalen Parkett (vgl. Hassel et al. 2000, 509).

Das Gesetz zur Namensaktie ist eine weitere Maßnahme, die im Zusammenhang mit der Internationalisierung von Unternehmen zu sehen ist. Namensaktien sind in den USA üblich und Unternehmen, die in den USA an die Börse gehen wollen, müssen überlegen, ob sie ihre Aktien nicht auch auf Namensaktien umstellen. Mit diesem Gesetz wird es den Unternehmen in Deutschland auch ermöglicht, ihre Beziehungen zu den Aktionären über das Internet zu gestalten. Die elektronische Erfassung und Verwaltung von Daten über Aktionäre ermöglicht eine präzise Informationslage, kann bei Fusionen hilfreich sein – und wirft neue Fragen des Datenschutzes auf. Ungefähr ein Drittel der 30 DAX-Unternehmen führen inzwischen ihre Aktien als Namensaktien.

Gegenwärtig ist ein viertes Finanzmarktförderungsgesetz in Arbeit. Hiermit einher gehen Überlegungen für eine gesetzliche Regelung von Übernahmen, die nicht zuletzt durch die spektakuläre Übernahme von Mannesmann durch Vodafone Auftrieb bekommen haben. Es gibt in Deutschland bisher einen Übernahmekodex, der allerdings nicht gesetzlich verpflichtend ist. Er wurde von einer Börsensachverständigenkommission entworfen, die vom Bundesministerium der Finanzen berufen wurde. Auf europäischer Ebene wird schon seit längerer Zeit versucht, die Regelungen zu Übernahmen europaweit zu harmonisieren – bislang aber ohne Erfolg.

Ein zentraler Konfliktpunkt besteht darin, daß der deutsche Übernahmekodex vorsieht, daß der Vorstand der Zielgesellschaft nach der Bekanntgabe des öffentlichen Angebots und bis zur Offenlegung des Ergebnisses des Angebots keine Maßnahmen ergreift, die dem Interesse der Wertpapierinhaber zuwiderlaufen. Hierzu können die Ausgabe neuer Wertpapiere und die Änderung der Aktiva oder Passiva des Unternehmens in erheblichem Umfang gehören. Die

Frage ist dann, welche Maßnahmen der Vorstand ergreifen kann, wenn er eine Übernahme verhindern will. Eine vorbeugende Maßnahme kann sein, Namensaktien auszugeben, um damit fortlaufend die Veränderungen im eigenen Aktionärskreis zu analysieren. Auch kann versucht werden, eine risikoreiche breite Streuung des Aktienbesitzes zu vermeiden. Mit dem geplanten Übernahmegesetz wird auch beabsichtigt, den Schwellenwert für das Pflichtangebot abzusenken. Es handelt sich hier um die Beteiligungsgröße, ab der Aktionäre, die die Unternehmenskontrolle anstreben, den anderen Aktionären ein Übernahmeangebot unterbreiten müssen. Der Übernahmekodex sah 50%, der Entwurf zum Übernahmegesetz dagegen sieht 30% der Stimmrechtsanteile als Schwellenwert vor. Die von der EU entworfene Übernahmerrichtlinie sieht ebenfalls ein Stillhaltegebot für die Leitungs- und Verwaltungsorgane des Zielunternehmens vor, das kontrovers diskutiert wird. Aus gewerkschaftlicher Perspektive wird nicht nur gefordert, daß Abwehrmöglichkeiten von angegriffenen Gesellschaften erlaubt sein sollen, sondern auch, daß die Informationsrechte der Beschäftigten und ihrer Interessensvertretung sowie vorhandene Mitbestimmungsrechte gesetzlich gesichert werden müssen. Eine wichtige Rolle bei der Schaffung einer „Aktienkultur“ in breiten Kreisen der Bevölkerung spielte insbesondere der publikumswirksame Börsengang der Deutschen Telekom im Jahr 1996 (vgl. Müller 1998; Gordon 2000). Seitdem hat sich der Aktienmarkt in Deutschland deutlich verändert. Der Aktienbesitz privater Haushalte ist zwar im Vergleich zu dem von Unternehmen zurückgegangen. Private Haushalte investieren aber aus ihrem gesamten Vermögen zunehmend mehr in Aktien; vor allem Fonds sind als Anlageform beliebt. Die gesteigerte Aktiennachfrage hat die Börsenkapitalisierung stark in die Höhe getrieben, wenngleich sie im internationalen Vergleich immer noch relativ niedrig liegt. Sie stieg von 23,9% des Bruttosozialprodukts im Jahr 1995 auf 51,2% im Jahr 1998. Die Zahl der börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften stieg von 679 im Jahr 1995 auf 1035 Ende September 2000. Der Neue Markt, der 1997 von der Deutsche Börse AG mit der Absicht eröffnet wurde, jungen und innovativen Unternehmen den Gang an die Börse zu ermöglichen und den Risikokapitalmarkt in Deutschland anzuschieben, stellte in vielerlei Hinsicht eine neue Dimension der „Aktienkultur“ dar. Die Anforderungen an die Unternehmen, die am Neuen Markt notiert werden wollen, sind an das amerikanische Vorbild der Technologiebörse Nasdaq angelehnt. So müssen die Unternehmen beispielsweise ihre Rechnungslegung nach IAS oder US-GAAP anfertigen. Die Unternehmen am Neuen Markt müssen ferner vierteljährlich über ihr Geschäft berichten. Der größte politische Anschlag steht dem deutschen Kapitalmarkt noch bevor, wenn die geplante Rentenreform greift und umfangreiche Lohnbestandteile auf den Kapitalmarkt umgeleitet werden. Abgesehen von der Entlastung der Arbeitgeber von den Rentenbeiträgen und der drohenden Verschärfung

sozialer Ungleichheit und Altersarmut könnte der wahre Sinn der Rentenreform sich dann darin offenbaren, auch in Deutschland den privaten Pensionsfonds zum Durchbruch zu verhelfen.

5. Konsequenzen und Widersprüche der zunehmenden Kapitalmarktorientierung

5.1 *Aktienoptionsprogramme: Anreizsystem oder Selbstbedienung des Managements?*

Aktienoptionsprogramme sollen, so die Vertreter einer neoliberalen Gestaltung der Corporate Governance, Anreize für das Management und die Mitarbeiter darstellen, im Interesse der Aktionäre zu wirtschaften. Daneben sollen sie auch dazu dienen, neue, hochqualifizierte Mitarbeiter anzuwerben. Aktienoptionsprogramme sind ein Instrument, bei denen Mitarbeiter aufgrund von Optionsrechten Aktien des eigenen Unternehmens zu einem späteren Zeitpunkt zu einem im voraus festgelegten (Ausübungs-) Preis erwerben können. Der Preis ist in der Regel der Preis der Aktie zum Zeitpunkt der Ausgabe der Optionsrechte.

Wird versucht, die Mitarbeiter durch Aktienoptionsprogramme direkt am Unternehmenserfolg, aber auch -mißerfolg (das wird meistens verschwiegen) teilhaben zu lassen, dann wird hiermit das Ziel verfolgt, die Mitarbeiter zu Unternehmern im Unternehmen bzw. - in der Terminologie von G. Günter Voß und Hans J. Pongratz (1998) - zu „Arbeitskraftunternehmern“ werden zu lassen. Dies birgt mindestens zwei Probleme. Erstens besitzen Mitarbeiter in der Regel nicht genügend Aktien, um damit großen Einfluß auf die Unternehmensstrategien ausüben zu können. Zweitens würden Mitarbeiter im Falle eines Konkurses des Unternehmens nicht nur ihre Arbeit verlieren, sondern auch ihren Aktienbesitz (vgl. Huber 2000).

Allerdings sind die meisten Aktienoptionsprogramme (über 60%) in Deutschland ohnehin nur für den Vorstand und/oder die Führungskräfte aufgelegt (vgl. Fides Management Consultants 2000). Die Anzahl der Aktienoptionsprogramme in Deutschland wird auf ca. 200 geschätzt. Die angebliche Funktion von Aktienoptionen, die Interessen des Managements mit denen der Aktionäre kongruent zu machen, ist wissenschaftlich sehr umstritten. Winter (2000) hat Optionspläne von 43 deutschen Unternehmen analysiert. Aktienoptionsprogramme werden demnach im wesentlichen auf Initiative des Managements eingeführt. Da die Programme dann eingeführt werden, wenn das Management eine positive Entwicklung der Aktienkurse erwartet, ist die Anreizwirkung solcher Programme mehr als fraglich. Der Anstieg des Aktienkurses hat dann keine Anreizfunktion, sondern deckt vielmehr die Insiderinformationen des Managements auf (Winter 2000, 68). Winter stellt fest, daß mit den Aktienoptionsprogrammen vor allem Gehaltssteigerungen für das

Management durchgesetzt werden sollen (ebd., 254). Sind diese Überlegungen zutreffend, so stellt sich die Frage, warum die Hauptversammlungen der Unternehmen derartige Aktienoptionsprogramme in aller Regel genehmigen. Offensichtlich ist die Interessendivergenz zumindest zwischen Großaktionären und Topmanagement nicht so groß, wie von der Agency-Theorie unterstellt wird.

5.2. Die Praxis der Aktienrückkäufe

Die Ausbreitung von Aktienoptionsprogrammen ist einer der Gründe für die zunehmenden Aktienrückkäufe von Unternehmen, die sich besonders gut für kurzfristige Manipulationen der Aktienpreise eignen. Die Praxis des Aktienrückkaufs hatte sich schon in den 80er Jahren während der Welle der „leveraged buy-outs“ als Abwehrmaßnahme gegen feindliche Übernahmen verbreitet. Zwischen 1983 und 1990 wurden in den USA 72,5% der Nettokäufe von Aktien von Unternehmen getätigt. Trotz der gedämpften Investitionstätigkeit der Unternehmen in den 80er Jahren konnten die Aktienrückkäufe nur zu 87,5% aus dem Cash-flow finanziert werden, die restlichen 12,5% wurden über Kredite finanziert. Aktienrückkäufe waren für 50% der Kreditaufnahme der Unternehmen verantwortlich und beliefen sich auf umgerechnet 125% der einbehaltenen Gewinne (nach Abzug von Steuern und Dividenden) bzw. auf 25% des Cash-flows der Unternehmen (einbehaltene Gewinne plus Abschreibungen) (Brenner 2000, 23).

In der Krisenphase Anfang der 90er Jahre ließen die Unternehmen weitgehend von Aktienrückkäufen ab, aber ab 1994 knüpften sie wieder an die Praxis der 80er Jahre an und verschuldeten sich, um eigene Aktien zurückzukaufen. Dafür war zum einen die Beschleunigung der Konzentrationsbewegung verantwortlich, zum anderen wurde diese Praxis durch die niedrigeren Zinsen und durch steuerliche Regelungen begünstigt. Die 144 größten Unternehmen des S&P 500-Indexes kauften zwischen 1994 und 1998 jährlich 1,9% ihrer umlaufenden Aktien zurück, während sie nur 0,9% ihrer Aktien neu ausgaben, d.h. per Saldo wurden dem Markt Aktien entzogen (Shiller 2000, 40). Dies hat zweifellos den Kursanstieg begünstigt. 1999 lag die Verschuldung der Unternehmen des S&P 500-Indexes im Verhältnis zu ihrem Eigenkapital bei 116%, während sie Ende der 80er Jahre erst bei 84% gelegen hatte (vgl. Bogler/Silverman 2000). Von 1994 bis einschließlich 1999 belief sich die Kreditaufnahme der US-amerikanischen Unternehmen außerhalb des Finanzsektors auf 1,22 Billionen US-\$. Davon nutzten die Unternehmen nur 15,3% für Investitionen, die sie ansonsten aus ihrem Cash-flow finanzierten. 697,4 Mrd. US-\$ oder 57% der Kreditaufnahme wurden dagegen genutzt, um Aktienrückkäufe zu tätigen – ein Betrag, der ca. 75% ihrer einbehaltenen Gewinne und 18% ihres Cash-flows entsprach (Brenner 2000, 24). Die Zahlen ma-

chen deutlich, daß den Unternehmen durch die Praxis der Aktienrückkäufe in erheblichem Umfang Ressourcen entzogen werden, die dann unter Umständen für den Aufbau von Kompetenzen und für längerfristige Innovationen fehlen.

5.3. Die selbstbezügliche Renditespirale

Unternehmen, die sich an der Steigerung des Shareholder Value orientieren, geraten in eine Art Hamsterrad. Nur Unternehmen, die eine *überdurchschnittliche* Rendite erwirtschaften, schaffen Shareholder Value. Daß der Masse der Unternehmen dies gelingen könnte, ist unwahrscheinlich (vgl. Froud u.a. 2000). Ein Unternehmen, das tatsächlich in diesem Sinne Shareholder Value schafft, ist mit dem Problem konfrontiert, daß bei steigenden Aktienkursen der Eigenkapitalkostensatz, der in die Berechnung der notwendigen Mindestrendite des Unternehmens eingeht, ebenfalls steigt. Denn die kalkulatorischen Eigenkapitalkosten fallen um so höher aus, je höher die marktspezifische Risikoprämie und der unternehmensspezifische Risikofaktor sind. Die marktspezifische Risikoprämie steigt, wenn der zugrunde gelegte Aktienindex relativ zur Rendite langfristiger Staatsanleihen ansteigt. Der unternehmensspezifische Risikofaktor steigt, wenn der Aktienkurs des Unternehmens relativ zum Aktienindex steigt, insofern also volatiler ist. Ein überdurchschnittlicher Anstieg des Aktienkurses des Unternehmens wird also mit Sicherheit den unternehmensspezifischen Risikofaktor und – sofern sich sein Aktienkurs auf den Index des Gesamtmarktes auswirkt – auch die marktspezifische Risikoprämie erhöhen. Die damit ausgelöste „Renditespirale“ (vgl. v. Werder 1998, 88) führt dazu, daß Vorstände, die ihr Unternehmen besonders profitabel führen und höhere Aktienkurse bewirken, mit höheren Eigenkapitalkosten rechnen müssen und damit ihr Unternehmen noch profitabler führen müssen, und so weiter.⁷

5.4. Widerspruch zwischen kurz- und langfristiger Orientierung

Der erhöhte Rentabilitätsdruck seitens des Kapitalmarkts, der nicht zuletzt durch die Shareholder-Value-Konzepte transportiert wird, insofern diese auf überdurchschnittliche Rentabilität als Unternehmensziel abstellen, führt in der Praxis der Unternehmen zu einem Widerspruch zwischen kurzfristiger Aktienkurspflege und der notwendigerweise langfristigen Generierung von Kompetenzen, Innovationen und Wettbewerbsvorteilen, zwischen der Strategie des „retain and reinvest“ und der Strategie des „downsize and distribute“

7 Höhere kalkulatorische Eigenkosten bedeuten hier natürlich nicht, daß ein im Sinne des Shareholder-Value-Konzeptes erfolgreiches Unternehmen größere Schwierigkeiten hätte, sich zu finanzieren - das Gegenteil ist der Fall. Dieses hier nahe liegende Mißverständnis resultiert aus der Bezeichnung von Gewinnanteilen als Kapitalkosten.

(Lazonick/O'Sullivan 2000). Aktienrückkäufe oder Desinvestitionen, die durch die Verbreitung der Shareholder-Value-Orientierung enorm aufgewertet worden sind, können zwar dazu beitragen, kurzfristig die Eigenkapitalrendite zu erhöhen und den Aktienpreis zu steigern, jedoch entziehen sie dem Unternehmen Ressourcen, die langfristig fehlen. Dieser Widerspruch besteht ungeachtet dessen, daß die konzeptiven Ideologen des Shareholder Value selbst immer wieder betonen, daß ihre Konzepte auf die langfristige Steigerung des Unternehmenswerts ausgerichtet seien und daß eine kurzfristige Gewinnorientierung des Managements kontraproduktiv wäre (vgl. z.B. Rappaport 1998, 28ff., 70ff.). Der Druck zur kurzfristigen Steigerung der Rentabilität und der Aktienkurse ergibt sich aber aus den objektiven Verhältnissen auf dem Kapitalmarkt, der verschärften Konkurrenz innerhalb der Branchen und zwischen den Branchen, der damit einhergehenden Beschleunigung der Konzentrationsbewegung und dem Kampf um Unternehmenskontrolle. Es wäre verkürzt, für die kurzfristige Kapitalmarktorientierung der Unternehmen nur die institutionellen Anleger verantwortlich zu machen, die auf dem Kapitalmarkt ein zunehmendes Gewicht haben. Vielmehr durchzieht der Widerspruch zwischen kurz- und langfristiger Orientierung auch die institutionellen Anleger. Der Unterschied zwischen einer „Hausbank“ und einem Investmentfonds etwa besteht nach verbreiteter Vorstellung darin, daß der Investmentfonds nicht auf die längerfristige Rückzahlung von Krediten angewiesen ist, seine Risikodiversifizierung über eine breite Streuung des eigenen Portfolios betreibt und daher an Industrieunternehmen in der Regel nur kleinere Anteile hält, die er, wenn die betreffenden Aktien nicht die gewünschte Wertsteigerung erbringen, schnell wieder abstößt. Gegen diese Sichtweise wird zum einen eingewendet, daß gerade Pensionsfonds wegen ihrer langfristigen Verbindlichkeiten auch eher an einer langfristigen Wertsteigerung ihres Portfolios interessiert sein müssen. Zum anderen wird es für die institutionellen Anleger mit der wachsenden Größe der von ihnen verwalteten Vermögen auch zunehmend schwieriger, größere Aktienpakete kurzfristig ohne weiteren Wertverlust abzustoßen. Sie sind daher gezwungen, statt der kurzfristigen *exit*-Option längerfristige *voice*-Orientierungen zu entwickeln und sich in die Politik der Unternehmen einzumischen, deren Aktien sie halten⁸ (vgl. Guttmann 1998). Gleichwohl stehen die institutionellen Anleger durch die Konkurrenz selbst unter dem Druck, auch kurzfristig eine hohe Rentabilität vorweisen zu müssen, da ihnen ansonsten das Kapital entzogen wird. Insofern sind sie – im Rahmen eines mehr oder weniger entwickelten Risikomanagements – auch dazu gezwungen, selbst kurzfristig, spekulative Investitions-

8 Ein prominentes Beispiel für den neuen Aktivismus der institutionellen Anleger ist der Pensionsfonds der Beschäftigten des Öffentlichen Dienstes von Kalifornien, CalPERS (vgl. <http://www.calpers-governance.org>).

möglichkeiten wahrzunehmen, so weit dies irgend geht, und den kurzfristigen Performancedruck an die Unternehmen, an denen sie beteiligt sind, weiterzugeben (vgl. Hirsch-Kreinsen 1998, 219f.).

5.5. *Widerspruch von kapitalmarktorientierter und kompetenzorientierter Unternehmensführung*

Daß die Quersubventionierung von Unternehmensbereichen aus der aktionärsorientierten Sicht illegitim ist, ist kein Zufall. Argumente, daß dadurch eine größere Stabilität und Krisenfestigkeit von Unternehmen erreicht werden kann, haben aus dieser Perspektive keine Relevanz, da die Shareholder-Value-Verfechter davon ausgehen, daß Investoren durch die Umschichtung ihres Portfolios Risiken diversifizieren können und grundsätzlich nicht in dem Maße wie das Management oder die Beschäftigten an ein bestimmtes Unternehmen gebunden sind (vgl. Hirsch-Kreinsen 1998, 207). Aus dieser Sicht ist die Bindung der anderen „Stakeholder“ an ein bestimmtes Unternehmen zwar verständlich, aber aus effizienztheoretischer Sicht negativ zu beurteilen. Denn nur der (Kapital-)Markt gilt als effizienter Allokationsmechanismus; die Risikodiversifikation innerhalb eines Unternehmens steht immer im Verruf, die Aufrechterhaltung überholter Produktionsprozesse zu begünstigen und die effiziente Allokation von Kapital zu behindern. Die Beurteilung von Unternehmenskonglomeraten ist aus der shareholder-value-orientierten Sicht sozusagen a priori mit einem Malus versehen.⁹

Es ist nicht verwunderlich, daß die Shareholder-Value-Konzepte parallel zu der Welle feindlicher Unternehmensübernahmen und -zerschlagungen in den USA während der 80er Jahre aufgekommen sind. Shareholder-Value-Konzepte passen am besten zu diversifizierten Unternehmen, die divisional oder als Holding organisiert sind. Das Unternehmen wird aus der Shareholder-Value-Perspektive als ein Bündel von Geschäften betrachtet, die im Prinzip unabhängig voneinander betrieben und nach rein quantitativen, finanziellen Kriterien beurteilt und gesteuert werden können. Ignoriert werden dabei qualitative Synergien, die möglicherweise zwischen verwandten Geschäften bestehen, sich aber schlecht oder gar nicht quantifizieren lassen (vgl. Schmidt/Maßmann 1999). Die shareholder-value-orientierte Sicht des Unternehmens steht insoweit im Widerspruch zu der in der Ökonomie ebenfalls recht populären ressourcenbasierten Sicht des Unternehmens, die auf dynamische Kompetenzen als Quelle von Wettbewerbsvorteilen abstellt. Die Forderung nach einer Konzentration auf Kernkompetenzen wird zwar oft im Zusammenhang mit Shareholder-Value-Konzepten erhoben, doch lassen sich Kernkompetenzen

⁹ Daß Konglomerate gleichwohl hohe Renditen für ihre Aktionäre erzielen können, steht auf einem anderen Blatt und sagt viel über den ideologischen Charakter der Shareholder-Value-Konzepte aus.

eben gerade nicht einzelnen Geschäften oder Produktionslinien zuordnen. Kernkompetenzen zeichnen sich vielmehr dadurch aus, daß sie in verschiedenen, verwandten Geschäftszweigen genutzt werden können und Synergien produzieren, die sich schwerlich den einzelnen Endprodukten zurechnen lassen (Prahalad/Hamel 1990). Im Grunde genommen müßte man zwischen der Konzentration auf Kernkompetenzen und der Konzentration auf Kerngeschäfte unterscheiden. Die in Großunternehmen in den letzten Jahren zunehmend zu beobachtende durchgängige Geschäftssegmentierung, Dezentralisierung und Vermarktlichung, die zwar nicht nur durch die Shareholder-Value-Orientierung verursacht ist, aber eine notwendige Voraussetzung der Steuerung über quantitative, finanzielle Kenngrößen ist, mag der Konzentration auf Kerngeschäfte im Sinne überdurchschnittlich rentabler Bereiche dienen. Kernkompetenzen, die mehrere Geschäftseinheiten übergreifen, werden in diesem Prozeß aber mit einiger Wahrscheinlichkeit ausgehöhlt, denn sie implizieren Kosten, die sich der einzelnen Geschäftseinheit nur willkürlich zurechnen lassen. Die einzelne Geschäftseinheit, die unter dem Druck steht, eine überdurchschnittliche Rendite zu erwirtschaften, muß ihrerseits das Interesse haben, die Gemeinkosten so weit wie möglich zu reduzieren. Aus einer an Kernkompetenzen orientierten Sicht des Unternehmens wird die einzelne Geschäftseinheit daher zur Unterinvestition tendieren.

Die Widersprüche zwischen kurz- und langfristiger Renditeorientierung sowie zwischen der Konzentration auf Kernkompetenzen und der Fokussierung auf Kerngeschäfte können am Beispiel der Biotechnologie verdeutlicht werden, die ein bevorzugtes Objekt der Kapitalmarktspekulation darstellt. Mit der Biotechnologie verbinden sich ähnlich wie mit dem Internet Erwartungen einer glänzenden wirtschaftlichen Zukunft. Daher ist die Nachfrage nach Pharma- und Biotechnologieaktien in den letzten Jahren vergleichsweise hoch gewesen – mit entsprechenden Auswirkungen auf die Aktienkurse der betreffenden Unternehmen. Im Falle der großen, forschenden Pharmaunternehmen wird die Kursbewegung auch durch die hohen Gewinne gestützt, die sie dank ihrer auf intellektuellen Eigentumsrechten und Patenten beruhenden Monopolstellungen realisieren können. Für die meisten Biotechnologie-Start-ups dagegen gilt wie für viele Internetunternehmen, daß sie mehr Verluste als Gewinne machen. Gleichwohl gelingt es ihnen vielfach, über die Generierung von positiven Zukunftserwartungen das Kapital der Investoren anzuziehen.

Die Zukunftserwartungen bezüglich der Biotechnologie haben nicht zuletzt auch dazu beigetragen, daß eine Reihe von großen, diversifizierten und integrierten Chemiekonzernen wie Monsanto, Sandoz, Ciba Geigy, Hoechst und Rhône-Poulenc in den 90er Jahren das Konzept der „Life Sciences“, d.h. der Konzentration auf die Bereiche Pharma und Agrochemie verfolgt haben. Alle anderen Geschäftsbereiche wurden abgespalten und verkauft. Dies geschah vor dem Hintergrund von Überkapazitäten in vielen traditionellen Chemie-

bereichen, von abnehmenden Synergien zwischen den immer höher veredelten Produkten – und nicht zuletzt unter dem Druck der Shareholder-Value-Orientierung (vgl. Becker/Sablowski 1998; Menz/Becker/Sablowski 1999). Im Gegensatz zum Pharmabereich war und ist der Bereich der Agrochemie eher durch geringe Gewinnmargen geprägt. Gleichwohl schien es sinnvoll, beide Bereiche in einem Unternehmen zu integrieren, da erwartet wurde, daß die Biotechnologie beide Bereiche völlig transformieren würde und daß sich auf der Basis der Biotechnologie hohe Synergien zwischen dem Pharma- und dem Agrarbereich ergeben würden. Die Life-Sciences-Strategie war somit ein Beispiel für die Fokussierung auf eine Kernkompetenz – Biotechnologie – und für die Ausnutzung von erwarteten Synergien zwischen verwandten Geschäftsbereichen.

Es ist jedoch bald deutlich geworden, daß die Synergien zwischen dem Pharma- und dem Agrarbereich kurz- und mittelfristig gering ausfallen. Zu den seit längerem existierenden ökonomischen Problemen im Agrochemiebereich kam noch hinzu, daß der gesellschaftliche Widerstand gegen die Nutzung der „grünen“ Gentechnik, d.h. gegen gentechnisch manipulierte Lebensmittel, wesentlich stärker ist als der Widerstand gegen die Nutzung der „roten“ Gentechnik im Gesundheitsbereich. Nachdem der Widerstand gegen die „grüne“ Gentechnik bei Supermarktketten und Lebensmittelkonzernen Wirkung zu zeigen begann, gerieten auch die Hersteller von gentechnisch manipuliertem Saatgut unter Druck. So wie das Life-Sciences-Konzept unter dem Druck der Shareholder-Value-Orientierung eingeführt wurde, so wurde es wenige Jahre später wieder fallen gelassen. Investoren begannen, von den Life-Sciences-Konzernen die Abtrennung des Agrargeschäfts zu fordern. Die wird nun vollzogen bzw. ist schon realisiert worden. Dies ist ein Beispiel dafür, daß zwar langfristige Erwartungen strategisch ausschlaggebend sind, daß sich diese langfristigen Erwartungen aber sehr kurzfristig ändern können. Vielleicht hat die Shareholder-Value-Orientierung den Kritikern der „grünen“ Gentechnik an diesem Punkt in die Hände gespielt. Das Beispiel zeigt allerdings auch, daß es unter dem Druck des Kapitalmarktes sehr schwierig ist, längerfristige Forschungs- und Innovationsstrategien bei ausbleibender kurzfristiger Rentabilität durchzuhalten. Während inkrementelle Innovationen aus der Shareholder-Perspektive eher uninteressant sind, da sie wenig Stoff für Kursphantasien bieten, können die überschwenglichen Erwartungen in Bezug auf die Auswirkungen von Basisinnovationen schnell umschlagen, so daß Unternehmen, die ihre Strategien darauf ausgerichtet haben und Aktien als Akquisitionswährung oder als Instrument der Mitarbeitermotivation verwenden wollen, dann vor einem riesigen Problem stehen.

5.6. Old Economy versus New Economy: Messen mit zweierlei Maß

Der Kapitalmarkt maß in der zweiten Hälfte der 90er Jahre offenbar mit zweierlei Maß: Von Unternehmen der „Old Economy“ wurden Gesamtkapi-

talrenditen von 12-15% erwartet, die in vielen Branchen erfahrungsgemäß gar nicht erwirtschaftet werden können. Unternehmen der „New Economy“ dagegen besaßen das Wohlwollen der Investoren, auch wenn sie Verluste machten. Die überschwenglichen Zukunftserwartungen im Hinblick auf die ökonomischen Potentiale des Internet führten dazu, daß praktisch jedem, der eine halbwegs plausible Geschäftsidee in diesem Bereich hatte, Kapital hinterher geworfen wurde. Unternehmen, denen der Kapitalmarkt unter anderen Umständen ganz verschlossen geblieben wäre, wurden mit „Risikokapital“ gegründet und nach ein paar Jahren an die Börse gebracht. Mehr noch: Während der Kapitalmarkt für kleine und mittlere Unternehmen ebenso wie für die etablierten großen Aktiengesellschaften der Old Economy als Finanzierungsquelle gegenüber der internen Finanzierung durch einbehaltene Gewinne und der Fremdfinanzierung über Kredite nur eine untergeordnete Bedeutung hat, diente er den Start-ups der New Economy auch zur Finanzierung des laufenden Geschäfts, d.h. auch der auflaufenden Verluste durch die Emission weiterer Aktien und Anleihen. Auch das Wachstum der New Economy-Firmen, das vorzugsweise über Akquisitionen erfolgte, wurde über den Kapitalmarkt finanziert. Ein organisches, internes Wachstum war somit zweitrangig. Es entstanden so Unternehmen, die von mehr oder weniger regelmäßigen Kapitalspritzen des Kapitalmarkts abhängig waren (Feng u.a. 2000, 7ff.). Erst im Frühjahr 2000, als der prekäre Charakter dieser Investments in die New Economy deutlich wurde und die Aktienkurse zu fallen begannen, wurde in den Medien zunehmend auch von der „cash burn rate“ als Maßstab der Beurteilung dieser Unternehmen gesprochen: Damit wurde die Zeit bezeichnet, die ein Unternehmen überbrücken konnte, bevor es gezwungen war, neues Kapital zu akquirieren. Implizit wurde damit ausgedrückt, daß viele Unternehmen sich nicht würden refinanzieren können, wenn sich die Haltung der Investoren änderte. Die Kurskorrekturen des Jahres 2000 sind jedoch noch bemerkenswert schmerzlos verlaufen, wenn man von den Unternehmen absieht, die ihre geplanten Börsengänge in dem gewandelten Klima nicht mehr realisieren konnten.

Es ist jedoch nicht gesagt, daß nicht noch größere Probleme folgen werden. Dafür spricht der ungleichzeitige Zusammenhang von Risikokapitalinvestitionen und Aktienmarkt, der die systemische Instabilität erhöht hat. In den USA haben sich die Risikokapitalinvestitionen seit Mitte der 90er Jahre exponentiell entwickelt. Lagen sie bis 1994 noch bei ca. 3 Mrd. US-\$, so werden sie im Jahr 2000 voraussichtlich ein Volumen von über 100 Mrd. US-\$ erreichen. War Risikokapital bis vor einigen Jahren noch eine vernachlässigbare Größe, so macht es im Jahr 2000 etwa 13% der von allen US-amerikanischen Aktiengesellschaften intern generierten Fonds, 41% aller Dividenden und 61% der privaten Forschungsausgaben der Industrie aus. Dabei ist zu beachten, daß sich die Risikokapitalinvestitionen zunehmend im Inter-

netsektor konzentriert haben. Im ersten Halbjahr 2000 entfielen 47% aller Risikokapitalinvestitionen auf den Internetsektor im engeren Sinne, weitere 40% entfielen auf die Bereiche Kommunikation, Computer und Halbleiter (Feng u.a. 2000, 21, 29ff.).

Der problematische Charakter dieser Investitionen ergibt sich, wie gesagt, aus ihrem ungleichzeitigen Zusammenhang mit dem Aktienmarkt. Risikokapitalinvestitionen beruhen auf einem mehrjährigen Verwertungszyklus. Normalerweise müssen sich individuelle Investitionen nach 3 bis 5 Jahren auszahlen, Risikokapitalfonds insgesamt bestehen in der Regel auch nur für eine begrenzte Zeit. Die Profitabilität der Risikokapitalinvestitionen hängt davon ab, daß ein regulärer Ausstieg aus den finanzierten Start-ups möglich ist. Meistens werden die Unternehmensanteile verkauft, ein großer Teil der Profite der Risikokapitalgesellschaften resultiert jedoch aus einigen erfolgreichen Börsengängen von ihnen finanzierter Unternehmen. Aktienemissionen sind jedoch volatil und hängen vom Vertrauen der Investoren und vom Marktumfeld ab. Ein großer Teil der Börsengänge von Internetunternehmen entfiel auf ein einziges Jahr, vom 2. Quartal 1999 bis zum 1. Quartal 2000. Der Boom der Börsengänge endete prompt mit dem Einbruch der Aktienpreise im Frühjahr 2000. Bedenkt man, daß ein erheblicher Teil der Börsengänge auf Risikokapitalinvestitionen zurückgeht, so wären angesichts des Anstiegs der Risikokapitalinvestitionen in den letzten Jahren für die nächsten Jahre noch eine Vielzahl von Börsengängen zu erwarten, was die Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes auf eine ernsthafte Probe stellen könnte.

6. Schlußfolgerungen

Die Aktienhybris ist ein zentrales Moment der New Economy. Sie hat, wie wir sahen, verschiedene Ursachen: Für Unternehmen wird der Aktienkurs zur zentralen Waffe in den Übernahmeschlachten, die aus der verschärften Konkurrenz auf den globalisierten Produktmärkten resultieren. Banken konzentrieren sich zunehmend auf das profitable, kapitalmarktbezogene Investmentbanking, institutionelle Anleger transportieren einen verschärften Renditedruck. Consultingunternehmen verkaufen weltweit ihre Shareholder Value-Konzepte als Heilsbringer. Business Schools predigen neue Grundsätze der Corporate Governance.

Aus unserer Perspektive macht es wenig Sinn, ohne nähere empirische Untersuchung von einem tiefen Interessengegensatz zwischen dem Management von Unternehmen und den Aktionären auszugehen, wie dies im Corporate Governance-Diskurs regelmäßig geschieht. Wichtig sind die Differenzen und die komplexen Beziehungen innerhalb dieser Gruppen – zwischen Klein- und Großaktionären sowie zwischen den verschiedenen Hierarchieebenen des Managements. Will man die Ausbreitung kapitalmarktorientierter Konzepte

der Unternehmensführung begreifen, so gilt es vor allem, nicht nur das Verhältnis zwischen Managern und Aktionären, sondern die Verschiebung der gesellschaftlichen Kräfteverhältnisse zwischen Lohnabhängigen auf der einen Seite und Topmanagern sowie Kapitaleignern auf der anderen Seite in den Blick zu nehmen. So problematisch die Prämissen der Shareholder-Value-Konzepte und die mit ihnen verbundenen zirkulären Berechnungsweisen von Kapitalkosten und Unternehmenswert auch sein mögen: Sie sind funktional, da sie den Kapitaleignern im Bündnis mit den Topmanagern nicht zuletzt dazu dienen, die Kräfteverhältnisse weiter zuungunsten der Lohnabhängigen zu verschieben.

Bei der Maximierung der Aktionärsrendite und der Maximierung des Unternehmensprofits handelt es sich gleichwohl, wie wir dargestellt haben, um zwei deutlich zu unterscheidende Ziele. Da die Aktienkurse von den Erwartungen der Investoren über die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft, einzelner Länder und Branchen sowie der einzelnen Unternehmen und vor allem von Erwartungen über die Erwartungen anderer Investoren abhängen, lassen sie sich vom einzelnen Unternehmen kaum steuern. Umgekehrt hat die Kapitalmarktorientierung allerdings gravierende und widersprüchliche Konsequenzen für die Unternehmen.

Daß die Masse der Unternehmen „Shareholder Value“ schaffen – d.h. eine überdurchschnittliche Rendite erzielen – könnte, ist schon rein logisch unmöglich. Unternehmen, denen dies gelingt, geraten in eine selbstbezügliche Renditespirale, in der eine höhere Rendite höhere Eigenkapitalkosten zur Folge hat, die wiederum höhere Renditeanforderungen mit sich bringen. Die zunehmende Kapitalmarkt- und Shareholder-Value-Orientierung führt zu einem Widerspruch von kurz- und langfristigen Orientierungen, zur Aushöhlung von Kompetenzen der Unternehmen sowie zur Unterinvestition. Paradoxerweise können die gesteigerten Renditeerwartungen der Investoren allerdings auch zur Umverteilung von Kapital in die Hände von Unternehmern führen, deren Geschäftsmodell auf bloße Kapitalvernichtung hinausläuft. Aber vielleicht ist dies der tiefere Sinn der Kapitalmarktorientierung als Bewegungsform eines krisenhaften Restrukturierungsprozesses.

Literatur

- Aglietta, Michel (2000): Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. In: *Economy and Society*, Vol. 29, Nr. 1, Feb., S. 146-159.
- Altwater, Elmar/Mahnkopf, Birgit (1996): *Grenzen der Globalisierung*. Münster.
- Becker, Steffen/Sablowski, Thomas (1998): Konzentration und industrielle Organisation. In: *PROKLA* 113, 28. Jg., Nr. 4, S. 619-641.
- Blair, Margaret M. (Hg.) (1993): *The Deal Decade. What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*. Washington, D.C.
- Bogler, Daniel/Silverman, Gary (2000): US Risky Debt Threat to Banks. In: *Financial Times*, 22.2.2000.
- Boyer, Robert (1999): Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance : Le point sur

- quelques recherches régulationnistes. In : *L'Année de la régulation*, Nr. 3, Paris, S. 13-75.
- Boyer, Robert (2000): Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? In: *Economy and Society*, Vol. 29, Nr. 1, S. 111-145.
- Brenner, Robert (2000): The Boom and the Bubble. In: *New Left Review*, Nr. 6, Nov./Dez., S. 5-43.
- Bühner, Rolf (1993): Shareholder Value. Eine Analyse von 50 großen Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland. In: *Die Betriebswirtschaft*, 53. Jg., Nr. 6, S. 749-769.
- (1996): Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung. Grundidee und Varianten des Shareholder Value. In: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 25. Jg., Heft 8, August, S. 392-396.
- Bühner, Rolf/Tuschke, Anja (1999): Wertmanagement - Rechnen wie ein Unternehmer. In: Rolf Bühner/Klaus Sulzbach (Hg.), *Wertorientierte Steuerungs- und Führungssysteme. Shareholder Value in der Praxis*. Stuttgart, S. 3-41.
- Clark, Gordon L. (2000): *Pension Fund Capitalism*. Oxford.
- Claussen, Carsten P./Bröcker, Norbert (2000): Corporate-Governance-Grundsätze in Deutschland - nützliche Orientierungshilfe oder regulatorisches Übermaß? In: *Die Aktiengesellschaft*, 45. Jg., Nr. 11, S. 481-491.
- Clowes, Michael J. 2000: *The Money Flood. How Pension Funds Revolutionized Investing*. New York.
- Copeland, Tom/Koller, Tim/Murrin, Jack (1993): *Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*. Frankfurt/New York.
- Feng, Hengyi/Froud, Julie/Johal, Sukhdev/Haslam, Colin/Williams, Karel (2000): *A New Business Model?* Ms., University of Manchester/Royal Holloway, University of London.
- Fides Management Consultants (2000): *Aktienoptionsprogramme und Stock Appreciation Rights in Deutschland*, Bremen/Hamburg.
- Fligstein, Neil (1990): *The Transformation of Corporate Control*. Cambridge/London.
- Froud, Julie/Haslam, Colin/Johal, Sukhdev/Williams, Karel (2000): Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. In: *Economy and Society*, Vol. 29, Nr. 1, Feb., S. 80-110.
- Gordon, Jeffrey N. (2000): *Pathways to Corporate Convergence? Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany: Deutsche Telekom and DaimlerChrysler*. Columbia University, School of Law, Working Paper Nr. 161.
- Guttmann, Robert (1994): *How credit-money shapes the economy. The United States in a global system*. Armonk.
- (1996): Die Transformation des Finanzkapitals. In: *PROKLA* 103, 26. Jg., Nr. 2, Juni, S. 165-225.
- (1998): Die strategische Rolle der Pensionsfonds. In: *PROKLA* 113, 28. Jg., Nr. 4, Dez., 643-650.
- Hassel, Anke/Höpner, Martin/Kurdelbusch, Antje/Rehder, Britta/Zugehör, Rainer (2000): Zwei Dimensionen der Internationalisierung: Eine empirische Analyse deutscher Großunternehmen. in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, Jg. 52, Heft 3, S. 500-519.
- Hirsch-Kreinsen, Hartmut (1999): Shareholder Value. Zum Wandel von Unternehmensstrukturen und Kapitalmarktbedingungen. in: *WSI Mitteilungen* 5/1999, S. 322-330.
- (1998): Shareholder Value. Unternehmensstrategien und neue Strukturen des Kapitalmarkts. In: Hartmut Hirsch-Kreinsen/Harald Wolf (Hg.): *Arbeit, Gesellschaft, Kritik*. Berlin.
- Höpner, Martin (2000): Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG. In: *WSI-Mitteilungen*, Nr. 10, S. 655-663.
- Huber, Berthold (2000): Aktien und gewerkschaftliche Verteilungsstrategien, in: *Gewerkschaftliche Monatshefte*, Heft 8-9, S. 518-524.
- Huffschmid, Jörg (1999): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg.
- Itoh, Makoto/Lapavistas, Costas (1999): *Political Economy of Money and Finance*. Houndmills.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm. Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics*, 3, S. 305-360.
- Johnson, H. Thomas/Kaplan, Robert S. (1987): *Relevance lost. The rise and fall of management accounting*. Boston.
- Jürgens, Ulrich/Rupp, Joachim/Vitols, Katrin (2000): *Corporate Governance und Shareholder Value in Deutschland*. WZB, FS II 00-202, Berlin.
- Küting, Karlheinz/Lorson, Peter (1999): Die schleichende Amerikanisierung deutscher Unter-

- nehmen. Die Chancen und Gefahren des Shareholder Value. In: *FAZ*, 29.11.1999, S. 28.
- Lazonick, William/O'Sullivan, Mary (2000): Maximising shareholder value: a new ideology for corporate governance. In: *Economy and Society*, Vol. 29, Nr. 1, Feb., S. 13-35.
- Lewis, Thomas G. (1994): *Steigerung des Unternehmenswertes. Total-Value-Management*. Landsberg/Lech.
- Markowitz, Harry M. (1976): *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. 4. Auflage, New Haven/London.
- MEW 25: Marx, Karl (1894): Das Kapital, Band 3. In: *Marx Engels Werke*, Bd. 25, Berlin 1964.
- Menz, Wolfgang/Becker, Steffen/Sablowski, Thomas (1999): *Shareholder Value gegen Belegschaftsinteressen. Der Weg der Hoechst AG zum „Life Sciences“-Konzern*. Hamburg.
- Modigliani, Franco/Miller, Merton H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. In: *American Economic Review*, Vol. 48, S. 262-297.
- Müller, Sönke (1998): *Der Börsengang der Telekom*. München und Mering.
- OECD (1999): *Principles of Corporate Governance*. Paris.
- O'Sullivan, Mary (2000): *Contests for Corporate Control. Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany*. Oxford.
- Prahalad, C.K./Hamel, Gary (1990): The Core Competence of the Corporation. In: *Harvard Business Review*, May-June.
- Rappaport, Alfred (1998): *Creating Shareholder Value*. 2. Auflage. New York.
- Schmidt, Reinhard H./Maßmann, Jens (1999): *Drei Mißverständnisse zum Thema „Shareholder Value“*. Johann Wolfgang Goethe Universität, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Working Paper Series: Finance & Accounting, Nr. 31, Frankfurt am Main.
- Shiller, Robert J. (2000): Irrationaler Überschwang. Warum eine lange Baisse an der Börse unvermeidlich ist. Frankfurt/New York.
- Shleifer, Andrei./Vishny, Robert W. (1997): A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 60/2: 737-783.
- Stephan, Hubertus (1999): *Unternehmensbewertungsmethoden im Rahmen des Shareholder-Value-Konzeptes. Ein methodischer Vergleich*. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Betriebswirtschaftliche Reihe, Nr. 1999/7, Berlin.
- Stewart, G. Bennett (1990): *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*. New York.
- Vitols, Sigurt (2000): *The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures*. Ms., Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- Voß, G. Günter/Pongratz, Hans J. (1998): Der Arbeitskraftunternehmer. Eine neue Grundform der Ware Arbeitskraft? In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, 50, 1, S. 131-158.
- Von Werder, Axel (1998): *Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns?* In: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 27,1, S. 69-91.
- (2000): Der German Code of Corporate Governance im Kontext der internationalen Governance-Debatte: Umfeld, Funktionen und inhaltliche Ausrichtung. In: Axel v. Werder (Hrsg.): *German Code of Corporate Governance (GCCG). Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung*. Stuttgart, S. 2-27.
- Winter, Stefan (2000): *Optionspläne als Instrument wertorientierter Managementvergütung*. Frankfurt am Main.
- World Bank (1999): *International Corporate Governance - Core Principles and Best Practice*. Washington.
- Ziegler, J. Nicholas (2000): Corporate Governance and the Politics of Property Rights in Germany. In: *Politics & Society*, Vol. 28, Nr. 2, Juni, S. 195-221.