

Martin Höpner

---

# Wer beherrscht die Unternehmen?

Shareholder Value,  
Managerherrschaft und  
Mitbestimmung in Deutschland

Campus

Martin Höpner

# Wer beherrscht die Unternehmen?

Shareholder Value, Managerherrschaft  
und Mitbestimmung in Deutschland

Campus Verlag  
Frankfurt/New York

Bibliografische Informationen der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie.  
Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.  
ISBN 3-593-37266-5

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.  
Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere  
für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung  
und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Copyright © 2003 Campus Verlag GmbH, Frankfurt/Main.

DTP: Thomas Pott, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln.

Druck und Bindung: Prisma Verlagsdruckerei GmbH

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.

Printed in Germany

# Inhaltsverzeichnis

Schaubilder und Tabellen	7
Abkürzungsverzeichnis	9
Vorwort	11
Kapitel 1	
Einleitung	15
1.1 Deutschland in der Theorie über Modelle des Kapitalismus	17
1.2 Methode, Datensatz und Kontext der Arbeit	30
Kapitel 2	
Shareholder Value im Unternehmensvergleich	36
2.1 Informationsqualität der Geschäftsberichte	37
2.2 Investor Relations	45
2.3 Renditeziele	49
2.4 Anreizkompatibilität der Managervergütung	55
2.5 Konstruktion der Shareholder-Value-Rangfolge	60
2.6 Zusammenhänge mit weiteren potenziellen Shareholder-Value-Indikatoren	67
Kapitel 3	
Determinanten der Shareholder-Value-Orientierung:	
Externe Faktoren	79
3.1 Shareholder Value als Reaktion auf die Internationalisierung der Gütermärkte	82

3.2	Shareholder Value als Reaktion auf den Druck institutioneller Anleger	93
3.3	Shareholder Value als Übernahmeschutz	104
3.4	Shareholder Value wegen zunehmender Konkurrenz um knappes Eigenkapital?	115

## Kapitel 4

### Determinanten der Shareholder-Value-Orientierung:

	Shareholder Value als Managementinitiative	121
4.1	Karrieremuster deutscher Topmanager in den neunziger Jahren	123
4.2	Abnehmendes Monitoring durch Banken und Unternehmensnetzwerke	133
4.3	Die Entwicklung der Managervergütung in den späten neunziger Jahren	139

## Kapitel 5

### Shareholder Value, Gewerkschaften und Mitbestimmung

5.1	Versuchen Shareholder-Value-Unternehmen, sich von Flächentarifverträgen und Arbeitnehmermitbestimmung zu lösen?	154
5.2	Bekämpfen Gewerkschaften und Mitbestimmungsträger Shareholder-Value-Methoden?	161
5.3	Wie verändert Shareholder Value die industriellen Beziehungen?	183

## Kapitel 6

### Ergebnisse

6.1	Zusammenfassung	201
6.2	Implikationen für die Weiterentwicklung der Theorie über Modelle des Kapitalismus	210

	Literaturverzeichnis	232
--	----------------------	-----

	Anhang: Verzeichnis der unternehmensbezogenen Variablen	259
--	---	-----

# Schaubilder und Tabellen

## *Schaubilder*

3-1	Entwicklung des Marktrisikos für börsennotierte deutsche Unternehmen 1966–1996	91
3-2	Eigentümerstrukturen der 100 größten Unternehmen nach Gruppen 1978–1998	96
3-3	Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen 1984–1999	118
3-4	Motive von Unternehmen bei der Einführung von Shareholder-Value-Konzepten in der Unternehmensbefragung von Achleitner/Bassen 2000	119
4-1	Unternehmensimage und Shareholder Value von 33 Unternehmen in den späten neunziger Jahren	122
4-2	Karrierewege von Vorstandsvorsitzenden in 40 Unternehmen nach ausgewählten Indikatoren 1990–1999	126
4-3	Durchschnittliche Amtszeiten von Vorstandsvorsitzenden in 40 Unternehmen 1960–1997	131
4-4	Grade an Personalverflechtung über die Entsendung von Aufsichtsratsmitgliedern, bezogen auf die 100 größten Unternehmen, 1980–1998	137
4-5	Herkunft von Aufsichtsratsvorsitzenden in 40 Unternehmen 1990–1999	138
5-1	Drei Koalitions- und Konfliktypen zwischen Management, Aktionären und Arbeitnehmern	152
5-2	Unternehmensmitbestimmung und Shareholder-Value-Orientierung in 21 Unternehmen in den späten neunziger Jahren	163
5-3	Shareholder Value und Variabilität der Arbeitnehmervergütung in 23 Unternehmen in den späten neunziger Jahren	186

## *Tabellen*

1-1	Branchenzugehörigkeit, Wertschöpfung, Umsatz und Beschäftigte der inländischen Konzernbereiche der 40 größten börsennotierten deutschen Nichtfinanzunternehmen	33
2-1	Vier Indikatoren der Shareholder-Value-Orientierung großer deutscher Unternehmen in den späten neunziger Jahren	44
2-2	Korrelationsmatrix der Indikatoren der Shareholder-Value-Orientierung	61
2-3	Index der Shareholder-Value-Orientierung in den späten neunziger Jahren	62
2-4	Shareholder Value und verschiedene Performanz- und Verhaltensindikatoren: Zusammenhangsmaße	68
3-1	Shareholder Value und Internationalisierungs-Indikatoren: Zusammenhangsmaße	84
3-2	Charakteristika von Einzelaktionären und institutionellen Investoren	98
4-1	Die Entwicklung der Vorstandsvergütungen großer deutscher Unternehmen zwischen 1996 und 1999	142
5-1	Ausgewählte Ergebnisse der MPIfG-Betriebsrätebefragung	168

# Abkürzungsverzeichnis

AFL-CIO	American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations
AktG	Aktiengesetz
BaWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BBiG	Berufsbildungsgesetz
BDA	Bundesvereinigung der Deutschen Arbeitgeberverbände
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BMA	Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CFRoI	Cash-flow Return on Investment
DAX	Deutscher Aktien-Index
DB	Defined Benefit
DC	Defined Contribution
DGB	Deutscher Gewerkschaftsbund
DIHT	Deutscher Industrie- und Handelstag
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für den Wertpapierbesitz
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
DWS	Die Wertpapier Spezialisten (Fondsgesellschaft der Deutschen Bank)
EVATM	Economic Value Added (eingetragenes Warenzeichen)
F&E	Forschung und Entwicklung
GAAP	General Accepted Accounting Principles
HBS	Hans Böckler Stiftung
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IASC	International Accounting Standards Committee
IG Metall	Industriegewerkschaft Metall
KapAEG	Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz



KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KOM	Dokument der Europäischen Kommission
KonTraG	Gesetz zur Transparenz und Kontrolle im Unternehmensbereich
KPMG	Klynveld Peat Marwick Goerdeler
MPIfG	Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln
MVA	Market Value Added
n	Anzahl der Fälle
Nemax	Index der am Neuen Markt notierten Aktien
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
p	Signifikanz
r	Korrelationskoeffizient
RoCE	Return on Capital Employed
RoE	Return on Equity
RoI	Return on Investment
SAHZ	Schütt-aus-hol-zurück-Verfahren
SEC	Securities and Exchange Commission
WZB	Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim

# Vorwort

Die Börseneuphorie der späten neunziger Jahre ist vorbei. Shareholder Value, das Modewort jener Zeit, wird nur noch unter Vorbehalten verwendet. Dennoch ist eine Rückkehr zu den Zuständen vor den Neunzigern nicht mehr möglich. Im vergangenen Jahrzehnt hat ein nachhaltiger institutioneller Wandel des deutschen Modells der Unternehmenskontrolle stattgefunden. Das Verbot von Stimmrechtsbeschränkungen, Bilanzierung nach internationalen Regeln, feindliche Übernahmen, institutionelle Anleger, Aktienoptionsprogramme, die Aufspaltung von Konglomeraten und der flexible An- und Verkauf von Unternehmensteilen haben die »Corporate Governance« in Deutschland verändert und den angloamerikanischen Gepflogenheiten angenähert. Welche Ursachen hat dieser Wandel? Wie ging er vonstatten? Ist kapitalmarktorientierte Unternehmensführung kompatibel mit dem deutschen System der Arbeitsbeziehungen, das sich durch ein hohes Maß an Regulierung, zentrale Lohnfindung und Mitbestimmung auszeichnet?

In den Jahren 1999 bis 2001 hatte ich die Gelegenheit, mich unter hervorragenden Arbeitsbedingungen ausführlich mit diesen Fragen zu befassen. Die Ergebnisse werden in dem vorliegenden Buch vorgestellt. Es handelt sich um eine überarbeitete Fassung meiner Dissertation, die im Februar 2002 an der FernUniversität Hagen eingereicht wurde. Die Arbeit wurde von Prof. Dr. Roland Czada und Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Streeck begutachtet. Die mündliche Prüfung fand am 3. Mai 2002 in Hagen statt.

Diese Arbeit ist in einem größeren Projektzusammenhang entstanden. In den Jahren 1999 bis 2001 wurde am Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung das von Wolfgang Streeck und Anke Hassel vorbereitete und geleitete Projekt »Das deutsche Modell der industriellen Beziehungen unter dem Einfluss der Internationalisierung« durchgeführt, an dem die beiden genannten Projektleiter, Jürgen Beyer im Rahmen eines DFG-Projekts sowie Antje Kurdelbusch, Britta Rehder, Rainer Zugehör und ich, alle vier finanziert durch Promotionsstipendien der Hans-Böckler-Stiftung, sowie die

studentischen Mitarbeiter Sebastian Gröbel, Katrin Hohmeyer, Christian Loschelder und Silke Vagt beteiligt waren. Im Rahmen dieses Projekts wurde am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung eine umfangreiche Unternehmensdatenbank aufgebaut, in die neben den in dieser Arbeit ausgewerteten Daten die Variablen aus den anderen Teilprojekten eingespeist wurden. Des Weiteren stammen die in dieser Datenbank zusammengetragenen Informationen aus einer schriftlichen Befragung von Unternehmensleitungen und Betriebsräten, die im Rahmen des Projekts im Jahr 2000 durchgeführt wurde. Zwischen 1999 und 2001 wurden Teilergebnisse des Projekts auf drei Workshops am MPIfG vorgestellt und mit Fachkollegen diskutiert. Wie sich an verschiedenen Stellen dieses Buchs zeigt, sind die Arbeiten aus dem Projekt vielfach aufeinander bezogen und haben sich gegenseitig befruchtet.

Mein Dank gilt allen, die diese drei Jahre Forschungstätigkeit zu dem gemacht haben, was sie waren. Allen voran möchte ich Wolfgang Streeck und Anke Hassel für ihre vorzügliche Betreuung danken, die weit über alles hinausging, das ich mir vorher hätte vorstellen können. Ich danke der Max-Planck-Gesellschaft und den Direktoren des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung, Fritz W. Scharpf und Wolfgang Streeck, für die Bedingungen, unter denen ich dieses Buch schreiben konnte. Mein besonderer Dank gilt auch der Hans-Böckler-Stiftung, die mir ein Promotionsstipendium gewährte, und allen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des Projekts sowie den Kolleginnen und Kollegen am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, insbesondere aus Bibliothek, Redaktion, EDV und Verwaltung. Das Manuskript hat besonders von kritischen Hinweisen von Roland Czada, Anke Hassel, Hartmut Hirsch-Kreinsen und Wolfgang Streeck profitiert. Des Weiteren gilt mein Dank: Roland Köstler, Justiziar der Hans-Böckler-Stiftung, der mich in unzähligen Gesprächen unterstützt hat; Henrik Abram von der Monopolkommission, der dem Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung unveröffentlichte Daten zur Zusammensetzung der Aufsichtsräte großer deutscher Unternehmen zur Verfügung stellte; Dieter Sadowski, dessen Geschäftsberichts-Archiv an der Universität Trier ich für umfangreiche Recherchen nutzen konnte; allen Interviewpartnern aus Unternehmen und Gewerkschaften, die sich Zeit für meine Fragen genommen haben; und allen Kontaktpersonen in den Unternehmen, die unsere Fragebögen ausgefüllt und uns mit Materialien versorgt haben. Ich möchte außerdem den Hoch-

---

schullehrern am Institut für Politische Wissenschaft der Universität Heidelberg danken, die mich in den Stand versetzt haben, das Forschungsprojekt in Angriff nehmen zu können, allen voran Andreas Busch und Manfred G. Schmidt.

Für alle verbliebenen Fehler und Unklarheiten bleibt allein der Verfasser verantwortlich.

Köln, im August 2002

*Martin Höpner*



# Kapitel 1

## Einleitung

Die vorliegende Untersuchung beschäftigt sich mit Veränderungen der Regeln, nach denen Unternehmen beherrscht werden (Corporate Governance) und mit den Auswirkungen, die diese Veränderungen auf die Arbeitsbeziehungen in Deutschland haben. Ausgangspunkt ist die Beobachtung, dass sich einige der deutschen Großunternehmen in den neunziger Jahren verstärkt bemühen, ihre Unternehmenskontrollsysteme an den Interessen der Aktionäre auszurichten. In der öffentlichen Debatte wird dieser Vorgang unter dem Schlagwort »Shareholder Value« diskutiert. Hier wird der Begriff wie folgt gebraucht: Shareholder Value bezeichnet eine Unternehmenspolitik, die auf die Bedienung der Finanzinteressen der Aktionäre und damit auf die Steigerung der Aktienkurse zielt. Eine ausführliche Diskussion der Inhalte, der Messbarkeit, der Ursachen und der Implikationen von Shareholder-Value-Politik steht im Zentrum dieser Arbeit.

Die Begriffe »Shareholder-Value-Politik«, »kapitalmarktorientierte Unternehmensführung« und »aktionärsorientierte Unternehmensführung« werden in dieser Arbeit synonym gebraucht. Der insbesondere in den Wirtschaftswissenschaften verwendete Begriff der »wertorientierten Unternehmensführung« (Coopers & Lybrand 1997; Perlitz/Bufka/Specht 1997; Ryan/Trahan 2000) wird hingegen als irreführend abgelehnt. Er legt nahe, der Aktienkurs spiegle den Wert von Unternehmen wider. Mitunter wird eingewandt, der Aktienkurs sei vom tatsächlichen Unternehmenswert verschieden, weil zwischen Aktienwert und wahren Wert die Welt der Volatilitäten und spekulativen Blasen liege. Diese Kritik greift zu kurz. Der Aktienkurs spiegelt den Unternehmenswert durch die Brille der Aktionäre wider und ist blind für den Wert, den Unternehmen für alle anderen beteiligten Gruppen schaffen: für Arbeitnehmer, Banken, die Region, den Staat, die Zulieferer, Abnehmer und Endverbraucher.

Dieser Sachverhalt lässt sich durch folgendes Gedankenexperiment verdeutlichen: Angenommen, eine unvorhergesehene Verbesserung des Arbeitsklimas ( $x$ -Effizienz) eines Unternehmens führe zu einem spürbaren Produktivitätsschub. Das Management entschlösse sich, die durch diesen Produktivitätsschub ausgelöste zusätzliche Wertschöpfung komplett an die Beschäftigten auszuschütten. Der zusätzlichen Wertschöpfung stünde somit kein zusätzlich geschaffener Cash-flow gegenüber. Auf den Aktienkurs des Unternehmens hätte dieser Vorgang keinerlei Auswirkungen, denn wo weder gegenwärtige noch zukünftige, auf den Gegenwartswert diskontierte Cash-flows steigen, besteht für die Kapitalmarktteilnehmer kein Anlass, ein Unternehmen höher zu bewerten. Gleichwohl würde jeder zustimmen, dass das Unternehmen aus dem Gedankenexperiment nach dem Produktivitätsschub mehr Wert schafft (werthaltiger, wertvoller ist) als vorher. Die Beschäftigten erzielen höhere Einkommensströme und steigern ihre Lebensqualität, wovon in der Folge andere Unternehmen der Region und die Gebietskörperschaften wegen steigender Einnahmen profitieren. Das Beispiel zeigt: Der Wert eines Unternehmens besteht in seiner Wertschöpfung. Der Aktienkurs spiegelt nicht die Wertschöpfung, sondern deren Verteilung wider (de Jong 1997). Aktionärsorientierte Unternehmensführung zielt aber gerade nicht – wie im Lauf der Argumentation gezeigt werden wird – auf dauerhafte Steigerungen der Wertschöpfung (zum Beispiel durch Unternehmenswachstum), sondern auf dauerhafte Steigerungen des Aktionärsnutzens, der mit den Ansprüchen, die andere Gruppen an Unternehmen richten, durchaus in Konflikt geraten kann.

Das Shareholder-Value-Phänomen ist bemerkenswert, weil das deutsche Corporate-Governance-System als ein Stakeholder-System charakterisiert wurde, bei dem der Einfluss der Aktionäre durch zahlreiche Mitgestalter und Gegenkräfte eingeschränkt wird. Wenn Führungskräfte versuchen, die Finanzinteressen der Aktionäre verstärkt in den Vordergrund zu rücken, liegt die Vermutung nahe, dass sich in den zugrunde liegenden Spielregeln und Kräfteverhältnissen, unter denen die am Unternehmensgeschehen beteiligten Gruppen zusammentreffen (Corporate Governance), etwas verändert hat. Darüber hinaus lässt sich aus den Grundeinsichten der Theorien über unterschiedliche Spielarten des Kapitalismus die Hypothese ableiten, dass Veränderungen in der Corporate Governance Folgewirkungen auf andere Teilspähren von Produktionsregimen haben. Vor dem Hintergrund dieser Theorie werden nachfolgend die Forschungsfragen herausgearbeitet. Anschließend werden die Festlegungen hinsichtlich des Forschungsdesigns begründet.

## 1.1 Deutschland in der Theorie über Modelle des Kapitalismus

Für diese Arbeit sind zwei Aspekte der Theorie über Modelle des Kapitalismus von besonderer Bedeutung: erstens der Umstand, dass Deutschland in dieser Theorie als paradigmatischer Fall eines Produktionsregimes gilt, in dem – anders als in den angloamerikanischen Ländern – der Einfluss der finanzorientierten Streubesitzaktionäre auf die Unternehmenspolitik durch marktbeschränkende Institutionen begrenzt wird. Zweitens ist für die Argumentation wichtig, dass Vertreter dieser Theorie von weitreichenden Interdependenzen zwischen den Teilsphären politischer Ökonomien – zum Beispiel dem Corporate-Governance-System, dem System industrieller Beziehungen und dem Aus- und Weiterbildungssystem – ausgehen. Bevor diese Aspekte skizziert werden, empfehlen sich einige Hinweise zur Entstehung der Theorie über Modelle des Kapitalismus.

Der »Varieties-of-Capitalism«-Ansatz umfasst ein interdisziplinäres Forschungsfeld der neunziger Jahre und beinhaltet Fragestellungen, die für Politikwissenschaftler, Soziologen und Wirtschaftswissenschaftler gleichermaßen von Bedeutung sind. Genau genommen existiert nicht ein solcher Ansatz, sondern eine Vielzahl von zum Teil übereinstimmenden, sich zum Teil aber auch widersprechenden Veröffentlichungen über die unterschiedlichen Spielarten des Kapitalismus.<sup>1</sup> Wenn hier trotzdem von »der« Theorie über Modelle des Kapitalismus gesprochen wird, dann deshalb, weil aus der großen Vielfalt der Literatur ein bestimmter Ansatz, und zwar der von David Soskice (1990a, 1999) beziehungsweise Peter Hall und David Soskice (2001), als Referenzpunkt ausgewählt wurde. Die Entscheidung für die Theorievariante von Hall und Soskice fiel, weil diese Autoren stärker als andere mit dem programmatischen Anspruch der Konstruktion eines umfassenden Ansatzes (im Sinne eines Entwurfs, der sowohl Theorie als auch methodische Anleitung ist) auftreten und Grundannahmen und Implikationen ihres Entwurfs in besonderem Maße offen legen (Hall/Soskice 2001). Betont sei: Nicht alle Konzepte und Erkenntnisse, die in dieser Arbeit mit dem »Varieties-of-Capitalism«-Ansatz identifiziert werden – beispielsweise das Konzept der institutionellen Komplementaritäten – gehen wissenschaftshistorisch unbedingt auf diese beiden Autoren zurück. Und wo Schwach-

---

1 Albert (1993), Aoki (2001), Boyer (2001), Coffee (2000), Crouch/Streeck (1997), Gilson (2000), Hall/Soskice (2001), Jackson (2001b), Lane (2000), Rhodes/van Apeldoorn (1997), Soskice (1990a,1999), Streeck (1991, 1995), Vitols (2002), Whitley (1999).



punkte des Ansatzes identifiziert werden, bedeutet dies nicht, dass sie auf alle Entwürfe aus dem reichhaltigen Angebot an Veröffentlichungen über unterschiedliche Modelle des Kapitalismus zutreffen.

Die Theorie über Spielarten des Kapitalismus integriert eine Vielzahl von Teiltheorien, zu denen beispielsweise Innovationstheorien, Corporate-Governance-Theorien, Theorien industrieller Beziehungen und die Theorie komparativer Kostenvorteile zählen. Dem entsprechend hat die Theorie unterschiedliche Wurzeln; besonders wichtige sind international vergleichende politikwissenschaftliche Ansätze, allem voran Theorien zum Neokorporatismus, zu betonen.

*Vom Neokorporatismus zur Theorie koordinierter Ökonomien:  
Ein kurzer Überblick*

Was unterscheidet die politischen Ökonomien kontinentaleuropäischer Länder von den angloamerikanischen Ökonomien? Sind die politischen Ökonomien Kontinentaleuropas defizitär, weil sie vom marktregulierten Modell abweichen? Die Wirtschaftswissenschaften modellieren Ökonomien als Systeme, bei denen die Koordination der Akteure im Wesentlichen über den Markt zustande kommt. Diesem Idealbild kommen die angloamerikanischen Produktionsregime näher als die kontinentaleuropäischen. Aus neoklassischer Sicht betrachtet, erscheinen die marktbegrenzenden Institutionen kontinentaleuropäischer Länder deshalb erklärungsbedürftiger als die Institutionen zur Koordination wirtschaftlichen Handelns in Ländern aus der angloamerikanischen Ländergruppe.

Ähnliches galt im angloamerikanisch geprägten politikwissenschaftlichen Mainstream lange Zeit für politische Systeme. Demokratien wurden als Mehrheitsdemokratien modelliert, von deren Idealbild die kontinentaleuropäischen Demokratien stärker abwichen als die angloamerikanischen. In den sechziger und siebziger Jahren setzte in der europäischen Politikwissenschaft eine Gegenbewegung ein. Neben das Idealbild der Mehrheitsdemokratie wurde ein zweites Idealbild gestellt, das Merkmale kontinentaleuropäischer Länder wie Österreich, der Schweiz und den Niederlanden aufwies und als Konkordanzdemokratie (Lehmbruch 1969), Konsensdemokratie (Lijphart 1984) oder Verhandlungsdemokratie (Schmidt 1995: 229) bezeichnet wurde. Empirische Fälle konnten nun auf einer Achse zwischen beiden Modelltypen verortet werden, ohne dass das eine Ende der Achse für defizitärer oder vollendeter als das andere angesehen wurde. In der vergleichenden Politikwissenschaft leistete die »Entdeckung« der Verhandlungsdemokratien einen

bedeutenden Beitrag zur Emanzipation der europäischen von der amerikanischen Politikwissenschaft. Die normative Gleichstellung der Verhandlungsdemokratien mit den Mehrheitsdemokratien lief auf eine Aufwertung europäischer Demokratien hinaus. Mancherorts wurde die These aufgestellt, die Verhandlungsdemokratien seien gegenüber den Mehrheitsdemokratien nicht nur gleichrangig, sondern – zum Beispiel hinsichtlich Beteiligungsqualität und wirtschaftlicher Performanz – sogar überlegen (Lijphart 1994, 1999: 258–300).

Nach ähnlichem Muster sind in den siebziger Jahren Neokorporatismus-Theorien entstanden. Die Organisation wirtschaftlicher Interessen und die Staat-Verbände-Beziehungen einiger kontinentaleuropäischer Länder wichen von dem angloamerikanischen Idealbild pluralistischer Interessenvermittlung ab. Mit der Konstruktion des Typus der korporatistischen Interessenvermittlung wurde die Existenz eines einzelnen »best way«, der durch den amerikanischen Fall repräsentiert wurde, bestritten (Czada 1994). Ähnlich wie in der vergleichenden Demokratieforschung konnten empirisch vorgefundene Fälle nun auf einer Achse zwischen zwei prinzipiell gleichwertigen Modelltypen, der pluralistischen und der korporatistischen Interessenvermittlung, verortet werden. In den achtziger und neunziger Jahren differenzierten sich die Neokorporatismus-Theorien in verschiedene, sich unterschiedlich entwickelnde Teiltheorien aus. Der »Varieties-of-Capitalism«-Ansatz ist aus einer dieser Entwicklungslinien hervorgegangen.

In der Neokorporatismus-Forschung wurden die Wesensmerkmale kontinentaleuropäischer Ökonomien in der Ausgestaltung der Verbände, mit klarem Fokus auf die Gewerkschaften, in ihren Beziehungen untereinander und deren Beziehungen mit dem Staat gesehen. Von Anfang an entwickelte sich das Korporatismus-Konzept in zwei Bahnen, von denen eine zur Theorie über Spielarten des Kapitalismus führt. Philippe C. Schmitter's Aufsatz »Still the Century of Corporatism?« (1974) gilt als Initialzündung der Korporatismus-Forschung. Er definierte Korporatismus als ein System der Interessenrepräsentation, in dem sich die Interessenträger – im Gegensatz zur pluralistischen Vorstellung – in einer begrenzten Anzahl von einzelnen nichtkonkurrierenden, hierarchisch organisierten und funktional differenzierten Gruppen zusammenschließen (Schmitter 1974: 93–94). Gleichzeitig definierte Gerhard Lehbruch (1979: 53, erstmals 1974) Korporatismus als Partizipation sozialer Gruppen an der Politikproduktion. Im Schmitter'schen Sinne war Korporatismus also die Abwesenheit wettbewerblicher Konkurrenz zwischen (im Wesentlichen ökonomischen) Akteuren, während sich Lehbruch für den Prozess der Inkorporierung von Verbänden in den Politikprozess interessierte.

Noch stärker als in der Forschung zu den Mehrheitsdemokratien wurde in der Neokorporatismus-Forschung immer wieder darauf hingewiesen, dass die korporatistischen Länder nicht nur gleichwertige, sondern im Vergleich zu den pluralistischen Ländern sogar bessere Ergebnisse hinsichtlich Arbeitsfrieden, Inflationsraten und Arbeitslosenquoten erwirtschafteten.<sup>2</sup> Allerdings zeigten sich in den achtziger Jahren Entwicklungen, die sich mit dem korporatistischen Rüstzeug immer schwerer erklären ließen. Während korporatistische Länder wie Finnland und Schweden in Schwierigkeiten gerieten, erwies sich die japanische Ökonomie als besonders erfolgreich. Von eindeutiger Überlegenheit der korporatistischen Länder konnte keine Rede mehr sein, und der ehemals lineare Zusammenhang zwischen Grad an Korporatismus und Performanz krümmte sich zu einem Buckel (»Hump-shape«-Hypothese). Länder an den Extremen der Korporatismus-Skala erwirtschafteten vergleichbar gute Ergebnisse, die dazwischen liegenden Länder schlechtere.<sup>3</sup>

Mit dem wirtschaftspolitischen Wechsel vom keynesianischen zum neoklassischen Paradigma schien die Konzertierung im Sinne Lehnbruchs obsolet zu werden. In den achtziger Jahren löste sich der Fokus der politökonomischen Forschung von der gesamtwirtschaftlichen Makro-Ebene ab und wandte sich nichtpluralistischen Formen der Interessenrepräsentation – Korporatismus im Sinne Schmitter – auf sektoraler Ebene zu. Grundlegende Wechsel in Erscheinungsformen des Korporatismus, nachvollzogen in der politökonomischen Forschung, scheinen sich etwa alle zehn Jahre zu vollziehen: In den neunziger Jahren zeigten sich erneut Formen der makroökonomischen Konzertierung (Korporatismus im Sinne Lehnbruchs) in nahezu allen europäischen Ländern, diesmal allerdings nicht zur Stabilisierung keynesianischer Steuerungspolitik, sondern als »Angebotskorporatismen« (Streeck 1984b) auf zentraler Ebene. Als Reaktion auf diese »sozialen Pakete« sind wiederum Arbeiten entstanden, die im Lehnbruchschsen Korporatismus-Konzept wurzeln (Hassel 2000).

Die Aufmerksamkeit gilt im Folgenden der Entwicklung des Korporatismus-Konzepts Schmittercher Spielart. Schmitter (1990), Hollingsworth/

---

2 Siehe zum Beispiel Crepaz (1992), Czada (1983), Dell' Aringa/Lodovici/Samek (1992), Schmidt (1982).

3 Siehe zum Beispiel Freeman (1988), Heitger (1987), Henley/Tsakalotos (1991), Paloheimo (1990). Ursprünglich bezog sich die These eines kurvenförmigen Zusammenhangs zur wirtschaftlichen Performanz nicht auf den Korporatismus, sondern auf den Zentralisierungsgrad des Lohnaushandlungssystems (Calmfors/Driffil 1988), wurde aber auf Korporatismus im engeren Sinne übertragen.

Streeck (1994) und Lindberg/Campbell/Hollingsworth (1991) sprachen sich in den frühen neunziger Jahren für den Wirtschaftssektor als Analyseeinheit nichtliberaler Steuerungsformen aus. Es wurde beobachtet, dass die Formen der Interessenaggregation und -durchsetzung und damit die Korporatismusgrade zwischen Wirtschaftssektoren erheblich variierten. »Capitalism can no longer be studied as a whole« (Schmitter 1990: 12; Hollingsworth/Schmitter/Streeck 1994: 8), wurde zur zentralen Aussage dieses Ansatzes. Die beteiligten Autoren betonten die »korporatistischen« Wurzeln des Sektormodells und waren selbst für entscheidende Beiträge zur Korporatismus-Diskussion verantwortlich. Neben der Wahl des Sektors als Analyseeinheit zeichnete diese Arbeiten der stärkere Fokus auf die Organisation der Arbeitgeberinteressen aus, während die makro-korporatistische Forschung der siebziger und achtziger Jahre deutlich gewerkschaftszentriert war. Wo die nichtkompetitiven Beziehungen zwischen Unternehmen herausgearbeitet wurden (Streeck 1991), wurde der weitere Schritt von der Meso- zur Mikroebene bereits eingeleitet.

Gegenüber der von Schmitter, Hollingsworth und anderen betriebenen Forschung über sektorale Organisationsformen ist Soskices Ansatz der Spielarten des Kapitalismus ein Dezentralisierungs- und ein Zentralisierungsschritt zugleich. Forschungsgegenstand sind »koordinierende« Beziehungen zwischen Unternehmen, während durch die Analyse der Koordination dieser Mikroeinheiten auf die Produktionsregime von Nationalstaaten (und nicht etwa Wirtschaftssektoren) geschlossen wird. Soskice entwickelte sein Konzept explizit in Auseinandersetzung und als Weiterentwicklung des Korporatismus-Konzepts Schmitterscher Prägung sowie der Theorie sektoraler Produktionsregime von Hollingsworth, Schmitter und Streeck und machte dies in einer der ersten Darstellungen des Ansatzes bereits im Titel deutlich: »Reinterpreting Corporatism« (Soskice 1990a). Entscheidend ist an dieser Stelle, dass die Intention von Soskice nicht in der Konstruktion einer Theorie bestand, die sich ergänzend zu den makro-korporatistischen Theorieentwürfen verhält. Die Theorie wendet sich als Gegenentwurf gegen jene Makrotheorie, aus der sie selbst hervorgegangen ist: Die Kernelemente kontinentaleuropäischer koordinierter Ökonomien, so die zentrale These der Theorie über Spielarten des Kapitalismus, konnten von den Neokorporatismus-Theorien nicht präzise eingefangen werden. Die entscheidenden Akteure sind die Unternehmen und ihre Interessen und Fähigkeiten, sich untereinander zu koordinieren.

Mit dem Typus der koordinierten Ökonomie wurde dem angloamerikanischen Modell ein Alternativmodell gegenübergestellt, so dass wiederum eine

Achse entstand, auf der man die OECD-Länder eintragen konnte. Ob die korporatistischen Steuerungssysteme den liberalen tatsächlich überlegen waren, wurde in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre immer zweifelhafter. Vor dem Hintergrund der Verfestigung der Arbeitslosigkeit in einigen kontinentaleuropäischen Ländern und dem Erfolg der japanischen Ökonomie hatte sich der »buckelförmige« Zusammenhang zwischen Korporatismusgraden und Performanzindikatoren verfestigt. Die Theorie über Modelle des Kapitalismus betrachtete statt der Beziehungen zwischen Staat und Verbänden die Koordination zwischen Unternehmen. Die Rezeption dieser Theorie mag beflügelt haben, dass nun abermals ein Theorieentwurf vorgelegt wurde, mit dem sich nicht nur die Gleichrangigkeit, sondern im Zweifel sogar die Überlegenheit der kontinentaleuropäischen Systeme glaubhaft belegen ließ (Soskice 1990b, 1999: 119–122). Denn die durch die Re-Interpretation des Korporatismus-Konzepts entstandenen Koordinations-Rangfolgen waren nichts anderes als Korporatismus-Rangfolgen, bei denen die erfolgreichen Länder Japan und die Schweiz – ohnehin jene Länder, mit deren Klassifizierung sich Korporatismusforscher seit jeher besonders schwer taten<sup>4</sup> – und außerdem Deutschland von der Mitte oder von unten nach ganz oben sortiert wurden. Das hatte den Effekt, dass sich der kurvenförmige Zusammenhang nun wieder in einen linearen wandelte (Soskice 1990b). Wie vorher die Demokratiemodelle und die Systeme der Interessenvermittlung erschienen nun die koordinierten Produktionsregime, mit ihren Corporate-Governance-Systemen als strategisch besonders wichtigen Sphären, als mindestens gleichrangig, im Zweifel sogar überlegen.<sup>5</sup>

Die kurze Betrachtung von knapp dreißig Jahren politökonomischer Forschung zeigt aber, dass solche Zusammenhänge immer nur für begrenzte Zeiträume gelten. In den neunziger Jahren verfestigte sich die Arbeitslosigkeit in einigen kontinentaleuropäischen Ländern weiter, Japan geriet in eine schwere Krise, und die angloamerikanischen Länder erlebten einen beispiel-

---

4 Höpner (1997: 58–61) errechnet länderbezogene Standardabweichungen aus achtzehn Korporatismus-Skalen und zeigt, dass keine Länder so stark über die unterschiedlichen Skalen streuten wie Japan und die Schweiz, wo starker Arbeitgeberkoordination schwache Gewerkschaften gegenüberstehen.

5 Das ist allerdings insofern zu relativieren, als dass Soskice nur in zwei Texten die These von der Überlegenheit koordinierter Ökonomien vertritt (Soskice 1990b, 1999). In der »Varieties-of-Capitalism«-Literatur überwiegt die Sicht von dem qualitativ unterschiedlichen, aber prinzipiell gleichrangigen Leistungsprofil koordinierter und unkoordinierter Ökonomien. Daneben finden sich Textstellen, in denen die spezifischen Leistungsdefizite koordinierter Ökonomien besonders aufgezeigt werden (Soskice 1996).

losen Aufschwung. Ironie der Forschungsgeschichte: Die Performanzkurve krümmte sich erneut, und nun gingen auch Autoren wie Hall/Gingerich (2001: 51) von einem kurvenförmigen Zusammenhang zwischen Koordinationsgrad und Performanzindikatoren (hier: Wirtschaftswachstum) aus. Die Theorie lautet, dass besonders koordinierte und besonders unkoordinierte Systeme wegen ihrer Kohärenz besonders erfolgreich wirtschaften, während Mischsysteme mit dem Problem mangelnder Kohärenz konfrontiert sind.

### *Das deutsche Corporate-Governance-System in der Theorie über Varietäten des Kapitalismus*

David Soskice (1999) unterscheidet vier Sphären von Produktionsregimen, in denen sich die Unternehmen mehr (im Falle der koordinierten Ökonomien) oder weniger (im Falle der liberalen Ökonomien) durch Institutionen koordinieren: das Corporate-Governance-System, das Aus- und Weiterbildungssystem, das System der industriellen Beziehungen und das System der Unternehmenskooperation, zu dem beispielsweise der Technologietransfer und die Kooperation in der Standardisierung von Produkten zählen. In Hall/Soskice (2001: 50–54) wird außerdem das Wohlfahrtsregime in einer Weise beschrieben, die nahe legen würde, es als fünften Merkmalsträger in der Unterscheidung von koordinierten und liberalen Ökonomien heranzuziehen.

Es ist kein Zufall, dass Hall/Soskice (2001: 21–27) eine Beschreibung des deutschen Falls wählen, um die Merkmale koordinierter Ökonomien zu erläutern. Mit seinem machtvorteilenden System der Unternehmenskontrolle, dem dualen Ausbildungssystem, dem formal sektoralisierten, real aber zentralisierten System der Lohnfindung sowie vergleichsweise starken Arbeitgeber- und Industrieverbänden ist Deutschland der paradigmatische Fall einer koordinierten Ökonomie. Nachfolgend werden einige Merkmale des deutschen Corporate-Governance-Systems näher betrachtet. Sie zeigen, dass zunehmende Shareholder-Value-Politik einen erklärungsbedürftigen Fremdkörper im deutschen Produktionsregime darstellt. Das deutsche Corporate-Governance-System kann, bis etwa zum Anfang der neunziger Jahre, folgendermaßen gekennzeichnet werden:<sup>6</sup>

---

6 Diese Aufzählung wurde zusammengestellt aus d'Alessio/Oberbeck (1998), Baums (1996), Beyer (1998), Cable (1985), Clarke/Bostock (1996), Dyson (1986), Franks/Mayer (1998), Jackson (2001b), Lane (1992), la Porta (1998b), Schmidt et al. (1997), Shonfield (1965), Vitols (2002), Zysman (1983).

- Große deutsche Unternehmen haben häufig stabile Aktionärskreise. 1998 waren die Aktienhalter der hundert größten deutschen Unternehmen nur zu etwa einem Drittel Streubesitzaktionäre. Banken, Industrieunternehmen, Familieneigentümer, Gebietskörperschaften und bis zum Ende der achtziger Jahre auch Gewerkschaften halten große Aktienpakete. Damit werden über die Aktionärsrendite hinausgehende Interessen in die Unternehmen hineingetragen. Im Gegensatz zu den finanzorientierten Streubesitzaktionären verfolgen die Eigentümer großer Aktienpakete in der Regel strategische Ziele. Dazu zählen beispielsweise Beschäftigungsziele (Staat), die Stabilisierung von Zulieferer-Abnehmer-Beziehungen (Unternehmen), die Stabilisierung von Kreditbeziehungen (Banken) oder der Erhalt traditioneller Unternehmensstrukturen (Familienbesitz).
- Eine besondere Bedeutung kommt in Deutschland den Großbanken zu, die in ihrer multifunktionalen Stellung als Aktienhalter, Kreditgeber, Verwalter der Depotstimmrechte und Kontrollinstanzen enge Beziehungen zu Industrie- und Handelsunternehmen unterhalten. Die Überwachung durch die Hausbanken geht über die Stabilisierung von Kreditbeziehungen hinaus. Als in allen Wirtschaftssektoren vertretene Aufsicher neigen die Großbanken zur Verfolgung gesamtwirtschaftlicher, über die Einzelwirtschaften hinausgehender Ziele.
- Der Aufsichtsrat ist das höchste Organ von Aktiengesellschaften, setzt den Vorstand ein und kontrolliert ihn. Auf der Kapitaleignerbank des Aufsichtsrats dominieren neben führenden Finanzunternehmen Vertreter anderer, auch derselben Branche zugehöriger Großunternehmen. Durch die Beteiligung von Arbeitnehmern und Gewerkschaften an der Unternehmensaufsicht über den Aufsichtsrat sind das Corporate-Governance-System und das System der industriellen Beziehungen in Deutschland miteinander verschränkt.
- Demgegenüber ist die Unternehmensaufsicht durch die Kapitalmarktteilnehmer in Deutschland geringer ausgeprägt als in angloamerikanischen Ländern. Bis in die neunziger Jahre sind Stimmrechtsbeschränkungen auf Hauptversammlungen legal. Die Bilanzierungsvorschriften des Handelsgesetzbuchs (HGB) lassen den Bilanzierern relativ viele Wahlrechte offen, vermindern damit Kontrolle von außen und verschaffen Insidern Informationsvorsprünge vor Streubesitzaktionären. Die Börsenaufsicht ist schwächer als in angloamerikanischen Ländern.
- Weil feindliche Übernahmen nicht vorkommen, fehlt ein Sanktionsmittel gegen Führungskräfte, die sich nicht aktionärsorientiert verhalten. Unternehmensentscheidungen, die eine geringere als die potenziell mögliche

Profitabilität erwirtschaften, können von den Kapitalmarktteilnehmern deshalb nur schwer abgestraft werden.

- Im weiteren Sinne können auch die Ausbildungs- und Rekrutierungsmuster der Führungskräfte zum Corporate-Governance-System gerechnet werden. Deutsche Manager werden häufig aus dem Kreis der Arbeitnehmer der Unternehmen rekrutiert, wechseln als Führungskräfte nur selten »ihre« Unternehmen und sind wegen überdurchschnittlich langer Amtszeiten einem niedrigeren kurzfristigen Performanzdruck ausgesetzt als ihre amerikanischen Kollegen.

Zusammenfassend kann das deutsche System der Unternehmenskontrolle als machterteilend charakterisiert werden. Während der Einfluss der finanzorientierten Streubesitzaktionäre begrenzt ist, sind verschiedene Gruppen innerhalb und außerhalb der Unternehmen, von Arbeitnehmern und Gewerkschaften bis hin zu anderen Unternehmen und dem Staat, mit Kontrollmöglichkeiten ausgestattet. Vor diesem Hintergrund erscheinen die Bemühungen vieler Unternehmen, sich in den neunziger Jahren verstärkt an den Finanzinteressen der Aktionäre zu orientieren, als erklärungsbedürftige Pfadabweichung. Die Vermutung liegt nahe, dass dem Shareholder-Value-Phänomen nachhaltige Veränderungen der Kräfteverhältnisse und Einflusschancen der am Unternehmensgeschehen beteiligten Gruppen zugrunde liegen. Die erste von zwei Fragen, mit denen sich diese Arbeit beschäftigt, lautet deshalb: Worin liegen die Ursachen des Shareholder-Value-Phänomens in Deutschland?

### *Die Interdependenz der Sphären von Produktionsregimen*

Das eigentliche Wesensmerkmal der Theorie über Spielarten des Kapitalismus liegt in der Art und Weise, wie die Interdependenzen und Verknüpfungen der Corporate-Governance-Sphäre mit anderen Sphären aufgezeigt werden. Soskice vertritt eine Theorievariante, in der von einer starken Verknüpfung, also engen Kopplung der Teilsphären ausgegangen wird. Um diesen Sachverhalt zu kennzeichnen, greifen Soskice (1999: 109–110) beziehungsweise Hall/Soskice (2001: 17–21) das Konzept der *Komplementaritäten* zwischen den Teilbereichen von Produktionsregimen auf.

Die Eigenschaft der Komplementarität bezieht sich auf die Beziehungen zwischen den Elementen eines Systems (Hackethal/Schmidt 2000: 5–6), hier: zwischen den Teilsphären von Produktionsregimen. Komplementarität meint, dass die potenzielle Effizienz einer Konfiguration zunimmt, wenn die Teilbereiche gleichgerichtet, aufeinander abgestimmt sind. Das ist der Fall,



wenn die Wirtschaftlichkeit einer gegebenen Institution die Wirtschaftlichkeit einer anderen Institution unterstützt (Hall/Gingerich 2001: 17–18). Komplementaritäten bestehen also unabhängig davon, ob deren Potenzial genutzt wird oder nicht. Werden die Vorteile tatsächlich ausgeschöpft, wird von einem konsistenten oder kohärenten System gesprochen.

Aus einer funktionalistisch-utilitaristischen Perspektive betrachtet, besteht eine wesentliche Bestandsvoraussetzung von Institutionen in deren Effizienz. Kohärente, das Potenzial ihrer Komplementaritäten ausschöpfende Systeme sind deshalb nicht nur effizienter als inkohärente Systeme, sondern auch stabiler. In einem kohärenten System produziert ein Element die Bestandsvoraussetzungen für seinen komplementären Gegenpart. Ein konsistentes System befindet sich deshalb, in Analogie zu einem ungestörten Markt im neoklassischen Modell, im Gleichgewicht.

Dieses theoretische Konstrukt füllt sich mit Leben, wenn es anhand von Beispielen aus der Empirie von Produktionsregimen verdeutlicht wird. Für alle nachfolgenden Beispiele gilt, dass eine gegebene Institution eine Institution aus einer anderen Teilsphäre desselben Produktionsregimes stabilisiert und deren Effizienz erhöht.<sup>7</sup> Koordinierte Systeme wie das deutsche erwirtschaften komparative Vorteile in der Bedienung qualitäts- statt preis-kompetitiver Märkte und verfügen über ein Aus- und Weiterbildungssystem, das die Bereitschaft der Beschäftigten fördert, unternehmensspezifische Fähigkeiten zu erlernen. Aus Sicht des Unternehmens rechnen sich diese Investitionen nur über längere Zeiträume. Sie haben eine langfristig ausgegerichtete Unternehmensfinanzierung zur Voraussetzung, die es aber nur geben kann, wenn die Kreditgeber die kreditnehmenden Unternehmen effektiv überwachen können. Das legt ein System der internen Unternehmensaufsicht nahe. Die Bereitschaft von Unternehmen, in ein hohes Aus- und Weiterbildungsniveau zu investieren, setzt außerdem voraus, dass dem gegenseitigen Abwerben qualifizierter Arbeitnehmer Grenzen gesetzt werden. Eine koordinierte Lohnfindung trägt dazu bei, dass der Lohn für solche Abwerbungsversuche nur schwer eingesetzt werden kann. Gleichzeitig wird damit verhindert, dass Arbeitnehmer Unzufriedenheiten durch Abwanderung Ausdruck verleihen. Stattdessen werden ihnen – als Gegenleistung zur Investition in firmenspezifisches Wissen und zur Verhinderung von Abwanderung – Einflussrechte auf Unternehmensentscheidungen zugestanden (Mitbestimmung). Wegen eines vergleichsweise weitgehenden Kündigungs-

---

7 Zusammengestellt aus Hackethal/Schmidt (2000), Hall/Soskice (2001), Hall/Gingerich (2001), Soskice (1999), Streeck (1991).

schutzes müssen Arbeitnehmer nicht befürchten, gekündigt zu werden, sobald sie ihr Wissen an jüngere und produktivere Beschäftigte weitergegeben haben. Anreize für lange Unternehmenszugehörigkeiten der Fachkräfte werden auch dadurch gestärkt, dass Führungskräfte häufig aus dem Kreis der Beschäftigten hervorgehen.

Das interne Monitoring durch Kreditgeber und Unternehmensnetzwerke, Voraussetzung für ein System, das auf langfristigen Investitionen in unternehmensspezifische Qualifikationen beruht, produziert ein Informationsgefälle zwischen Insidern und Outsidern. In der Folge wird die Attraktivität der Aktien für Außenstehende vermindert. Aus diesem Grund sind die Kapitalmärkte in Outsider-Systemen entwickelter als in Insider-Systemen (Hackethal/Schmidt 2000: 10–16). Eine Reihe institutioneller Arrangements stützen Insider- und Outsider-Systeme: Bilanzierungsvorschriften, Publizitätspflichten, die Bankenregulierung und die Börsenaufsicht. In liberalen Marktsystemen schützen diese Institutionen Minderheitsaktionäre und tragen so zur Streuung der Aktien bei, während die Institutionen koordinierter Ökonomien einer starken Streuung entgegenwirken und den Bestand großer Aktienpakete begünstigen, deren Halter nicht über die Bewertung der Anteile auf dem Kapitalmarkt, sondern über interne Mechanismen Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen.

Zur Durchsetzung der Finanzinteressen von Streubesitzaktionären existiert in liberalen Marktökonomien ein Markt für feindliche Unternehmensübernahmen. Ein flexibles System der Entscheidungsfindung im Unternehmen, für das die klare Abgrenzung von Kompetenzen typisch ist, ermöglicht radikale Umschwünge der Unternehmenspolitik und macht feindliche Übernahmen dadurch attraktiv. In Deutschland hingegen sind Vorstandsvorsitzende mit zahlreichen Aushandlungszwängen konfrontiert. Vorstände tendieren zu Konsensgremien, Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte des Aufsichtsrats zwingen zu langfristigen Absprachen mit den dort vertretenen Anspruchsgruppen. Der fehlenden Möglichkeit schneller, radikaler Kurswechsel steht eine größere Verlässlichkeit gegenüber, die wiederum die Kooperation der am Unternehmen beteiligten Gruppen sowie die Kooperation der Unternehmen untereinander absichert und jenes inkrementale Innovationsmuster begünstigt, aus dem Erfolge in der diversifizierten Qualitätsproduktion hervorgehen.

Auf diese Weise ist jeder Teilbereich auf die anderen Teilbereiche angewiesen, um funktionieren zu können. Die Leistung der Theorie über Spielarten des Kapitalismus besteht in der Endogenisierung so verschiedener Teilelemente wie Unternehmensmitbestimmung, Wettbewerbsrecht, Banken-

regulierung, Kündigungsschutz, Börsenaufsicht und Führungskräfteerekrutierung in ein- und demselben Modell. Die Frage, welche Art der Börsenaufsicht, der Unternehmensfinanzierung und der Arbeitnehmermitwirkung die effizienteste ist – dies alles sind typische wirtschaftswissenschaftliche Forschungsfragen – wäre aus Sicht des »Varieties-of-Capitalism«-Ansatzes als falsch gestellt zurückzuweisen. *Per se* effizienteste Institutionen gibt es demnach nicht, Elemente von Produktionsregimen können nur in Zusammenhang mit den anderen endogenen Teilelementen bewertet werden. Nicht die Wahl einzelner Elemente, sondern deren Kombination sagt etwas über das Leistungsprofil von Produktionsregimen aus. Ein liberalisiertes Corporate-Governance-Regime, das feindliche Übernahmen ermöglicht, könnte in Deutschland ebenso fehl am Platz sein wie Mitbestimmungsrechte auf Unternehmensebene oder ein rigides Kündigungsschutzrecht in den Vereinigten Staaten.

Da die entscheidende Bestandsvoraussetzung der Teilelemente – dieser Sicht zu Folge – in ihrer Effizienz besteht und diese mit der Kohärenz des Gesamtsystems steht und fällt, ist zu erwarten, dass institutionelle Konfigurationen in der Wirklichkeit nicht zufallsverteilt sind, sondern in Clustern von jeweils kohärenten Kombinationen auftreten: »[The theory] gives a partial reason for there being only a limited number of possible constellations of institutional frameworks« (Soskice 1999: 110). Hall/Soskice (2001: 18–21) führen vor, dass diese Voraussage der Theorie tatsächlich erfüllt wird. Sechs OECD-Länder weisen demnach durchweg marktförmige Institutionen auf und werden als liberale Marktökonomien klassifiziert: die Vereinigten Staaten, Großbritannien, Australien, Kanada, Neuseeland und Irland. In zehn OECD-Ländern – Deutschland, Österreich, Japan, der Schweiz, den Niederlanden, Belgien, Schweden, Norwegen, Dänemark und Finnland – findet sich eine kohärente Kombination marktbeschränkender, koordinierender Merkmale in den jeweiligen Teilsphären. Nur in sechs Fällen zeigen sich Mischformen aus koordinierenden und liberalen Merkmalen: in Frankreich, Italien, Spanien, Portugal, Griechenland und der Türkei. Kritisch kann eingewandt werden, dass die Existenz kulturell verwandter »Families of Nations« (Castles 1993) noch nicht die Unmöglichkeit oder Inkohärenz von anderen als den empirisch vorgefundenen Kombinationen beweist.

Für diese Arbeit hat das Konzept der institutionellen Komplementaritäten zwei Implikationen. Erstens verschärft es die Frage nach den Ursachen kapitalmarktorientierter Unternehmensführung. Denn da sich die Teilelemente von Produktionsregimen gegenseitig stabilisieren, ist nicht zu erwarten, dass Unternehmen von sich aus Institutionen (wie die Übernahme internationaler

Bilanzierung oder die Unterwerfung unter die amerikanische Börsenaufsicht) wählen, die keine Kohärenz zu den anderen institutionellen Elementen des deutschen Produktionsregimes aufweisen. Hall und Soskice sind deshalb skeptisch gegenüber der Existenz interner Destabilisierungspotenziale, die Unternehmen veranlassen könnten, sich in entscheidenden Dimensionen angloamerikanischen Gepflogenheiten anzunähern. Es bleiben, der Theorie zufolge, externe Anstöße als potenzielle Destabilisatoren. Auch die Internationalisierung der Produktmärkte und die internationale Mobilität der Unternehmen sehen Hall/Soskice nicht als destabilisierende Mechanismen an (Hall/Soskice 2001: 57). Aber:

There is another side of globalization, however, with effects that some argue are more ambiguous. It lies in the pressures stemming from the internationalization of finance, where developments have recently been dramatic, if not unprecedented. ... Therefore, firms ... face pressure to revise their accounting standards, appoint independent directors, and deliver the high rates of return associated with »shareholder value«. (Hall/Soskice 2001: 60)

Die säuberliche Unterscheidung zwischen verschiedenen Pfaden, die zu Shareholder Value führen können (oder auch nicht), wirft freilich ein methodisches Problem auf: Es muss ein Zugriff gefunden werden, der in der Lage ist, diese Pfade auch tatsächlich nachzuvollziehen und voneinander zu unterscheiden. Der dritte und der vierte Abschnitt dieser Arbeit befassen sich mit der Frage der Ursachen aktionärsorientierter Unternehmensführung.

Aus der Theorie der Komplementaritäten folgt außerdem, dass institutioneller Wandel, der auf eine Teilsphäre von Produktionsregimen beschränkt bleibt, nicht zu erwarten ist. Wegen der weitreichenden Interdependenzen zwischen den Teilregimen ist zu erwarten, dass sich Wandel in einem Teilbereich in Wandel in anderen Teilsphären fortsetzt. Eine ausführliche Diskussion des Zusammenwirkens der Veränderungen im deutschen System der Unternehmenskontrolle mit den auf Arbeitnehmerbeteiligung ausgerichteten deutschen Arbeitsbeziehungen erfolgt in Kapitel 5. Der Theorie über Spielarten des Kapitalismus zufolge wären mindestens spezifische Veränderungen, im Extremfall Destabilisierungstendenzen in der institutionalisierten Arbeitnehmermitsprache zu erwarten.

## 1.2 Methode, Datensatz und Kontext der Arbeit

### *Die unternehmensvergleichende Methode*

Diese Arbeit folgt dem empirisch-analytischen Forschungsansatz. Die oben herausgearbeiteten Fragestellungen legen einen empirischen Zugang zwingend fest. Die Argumentation stützt sich deshalb auf Konzepte, die der Messung zugänglich gemacht werden können.

In der Literatur über Kapitalismusmodelle herrschen Länderstudien vor, in denen mit Aggregatdaten wie zum Beispiel Finanzierungsverhältnissen und makroökonomischen Performanzdaten gearbeitet wird. Mit dieser Methode lassen sich Veränderungstendenzen, etwa steigende Ausschüttungsquoten und Veränderungen auf dem Markt für Fusionen und Übernahmen, zutreffend beschreiben. Der entscheidende Nachteil dieses Ansatzes tritt allerdings im Übergang von deskriptiven zu analytischen Forschungszielen auf: Die Zuordnung von Ursache-Wirkungs-Zusammenhängen bleibt vage.

In der Forschungsliteratur konkurrieren unterschiedliche Ansichten über Bestimmungsründe und Konsequenzen des Wandels von Produktionsregimen. Die methodische Innovation der vorliegenden Studie liegt darin, diese Diskussion erstmals auf die Unternehmensebene herunterzubrechen und ökonomische Variablen (zum Beispiel Performanzdaten), soziologische Variablen (zum Beispiel zu den Karrierewegen der Manager) und Machtverteilungs-Variablen (zum Beispiel zur Zusammensetzung der Aufsichtsräte) für den systematischen Unternehmensvergleich zu nutzen. Nahezu alle Wesensmerkmale des »deutschen Modells« – Bankeneinfluss, Unternehmensverflechtungen, Grade der Mitbestimmung, Autonomie des Managements, Konzentrationsgrade der Eigentümerstruktur, Merkmale der Managervergütung, Managerkarrieren, Verschuldungsgrade und so weiter – sind keine Konstanten, sondern Variablen, die den Unternehmensvergleich zu einem viel versprechenden Ansatz machen. Die hohen Varianzen, die sich hinter länderbezogenen Aggregatdaten verbergen, versprechen Aufschluss über Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge.

Eine Liste der in dieser Arbeit ausgewerteten unternehmensbezogenen Daten findet sich im Anhang. Die Variablen lassen sich in folgende sieben Gruppen einteilen, die einen ersten Eindruck von der Natur der Untersuchung vermitteln:

- *Indikatoren der Kapitalmarktorientierung.* In diese Gruppe fallen beispielsweise Daten zur Implementation von Renditezielen, zur Investor-

Relations-Aktivität der Unternehmen, zu Aktienrückkaufprogrammen und zur Zusammenarbeit mit internationalen Rating-Agenturen.

- *Internationalisierungsindikatoren*. Dazu zählen zum Beispiel Daten zum Auslandsumsatz, zu den Auslandsbeschäftigten und zur Zugehörigkeit der Unternehmen zum exportierenden Sektor.
- *Finanzwirtschaftliche Indikatoren und wirtschaftliche Verhaltensindikatoren*. Dazu gehören zum Beispiel Performanzdaten wie Eigenkapitalrenditen oder Cash-flow Return on Investment, Kapitalkosten, Diversifikationsgrade und die Akquisitionstätigkeit der Unternehmen.
- *Variablen zur Aktionärsstruktur*. Mit diesen Daten lassen sich die relative Wichtigkeit unterschiedlicher Aktionärsgruppen, beispielsweise Familienaktionäre oder institutionelle Anleger, erfassen.
- *Managerbezogene Variablen*. Diese Daten beziehen sich auf den Hintergrund der Vorstandsvorsitzenden. Beispielsweise wurden die Studienfächer und die durchschnittlichen Amtszeiten von Vorstandsvorsitzenden in ihrem Ämtern erhoben. Darüber hinaus wurden Daten zur Entwicklung der Vorstandsvergütungen gesammelt.
- *Zusammensetzung der Kontrollorgane*. Daten zur Zusammensetzung der Aufsichtsräte tragen Informationen über die Wichtigkeit unterschiedlicher Einflussgruppen, wozu zum Beispiel die Gruppe der Bankenvertreter und die Gruppe der Vertreter von Großunternehmen zählen.
- *Variablen aus der MPIfG-Betriebsrätebefragung*. Diese Daten beziehen sich auf die Art und Weise, wie Mitbestimmungsträger auf das Shareholder-Value-Phänomen reagieren. Sie wurden im Rahmen einer schriftlichen Befragung erhoben, die am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung durchgeführt wurde (siehe unten).

In dieser Arbeit finden sich verschiedene Korrelations- und Regressionsrechnungen. Dabei wurde für folgende Variante der Notation entschieden: Regressionsgleichungen werden in Fußnoten komplett wiedergegeben. Bei allen Korrelationsrechnungen werden jeweils der Pearsonsche Korrelationskoeffizient, der p-Wert (Signifikanz) und die Fallzahl angegeben (zum Beispiel  $r=.46$ ,  $p=.003$ ,  $n=40$ ). Zusammenhänge werden dann als signifikant gewertet, wenn ihre statistische Irrtumswahrscheinlichkeit zehn Prozent unterschreitet. Da es sich bei dem zugrunde gelegten Unternehmenssample nicht um eine Zufallsauswahl, sondern um eine Grundgesamtheit handelt, ist die Anwendung von Signifikanztests im Grunde fragwürdig. Es hat sich in der vergleichenden Forschung aber eingespielt, auch in der Analyse von Grundgesamtheiten (zum Beispiel der Grundgesamtheit der dreiundzwanzig

westlichen OECD-Länder) mit Signifikanzen zu operieren, diese aber nicht als Wahrscheinlichkeiten zu interpretieren, mit der eine erneute Stichprobe ein Ergebnis innerhalb eines Konfidenzintervalls um den empirischen Beobachtungspunkt erzielen würde, sondern als Hinweise auf die Stärke von Zusammenhängen, so dass entschieden werden kann, ob gefundene Zusammenhänge »in signifikanter Weise« von Null verschieden sind. Wie sich im Lauf der Argumentation zeigen wird, werden in dieser Arbeit nur sehr deutliche Zusammenhänge substantiell interpretiert, so dass der Entscheidung hinsichtlich des Signifikanzniveaus nur eine geringe praktische Bedeutung zukommt.

### Sample

Als Grundgesamtheit der Untersuchung wurden die vierzig größten deutschen börsennotierten Nichtfinanzunternehmen gewählt. Bei diesem Sample handelt es sich um ein Teilsample der hundert größten deutschen Unternehmen, das im Rhythmus von zwei Jahren von der Monopolkommission nach Konzentrations- und Verflechtungstendenzen untersucht wird.<sup>8</sup> Grundlage war das Sample aus dem 1998 veröffentlichten Hauptgutachten der Monopolkommission. Daraus wurden alle nicht börsennotierten Unternehmen entfernt, weil sie in Fragen der Kapitalmarktorientierung mit den börsennotierten nicht vergleichbar sind.<sup>9</sup> Darüber hinaus wurden Banken und Versicherungen vernachlässigt, weil deren Berücksichtigung Datenbeschaffungsprobleme mit sich gebracht hätte, die im Rahmen dieser Arbeit nicht zu lösen gewesen wären.<sup>10</sup>

Eine Liste der vierzig Unternehmen findet sich in Tabelle 1-1. Daten zur Wertschöpfung, zur Zahl der Beschäftigten und zum Umsatz der inländischen Konzernteile werden auf das Jahr 1996 bezogen angegeben. Darüber hinaus informiert Tabelle 1-1 über die Branchenzugehörigkeit der Unternehmen. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass diese Darstellung den Grad

---

8 In den Gutachten der Monopolkommission wird die Wertschöpfung (Beitrag der Unternehmen zum Bruttoinlandsprodukt) als Größenkriterium verwendet. Vergleichbar mit der Anzahl der Beschäftigten, ist dieses Kriterium für Industrie-, Handels-, Dienstleistungs- und Finanzunternehmen gleichermaßen anwendbar, während Umsatzzahlen zwischen diesen Unternehmensgruppen nicht direkt vergleichbar sind.

9 Unternehmen wurden nur dann als börsennotiert gewertet, wenn sich mindestens fünf Prozent der Aktien in Streubesitz befanden.

10 Wegen Datenbeschaffungsproblemen wurden außerdem die *Berliner Elektrizitätswerke (Bewag)* aus dem Sample entfernt.

*Tabelle 1-1 Branchenzugehörigkeit, Wertschöpfung, Umsatz und Beschäftigte der inländischen Konzernbereiche der 40 größten börsennotierten deutschen Nichtfinanzunternehmen  
Bezugsjahr: 1996*

Unternehmen	Wichtigstes Betätigungsfeld	Wert- schöpfung (Mio. Euro) (Mio. Euro)	Umsatz (Mio. Euro)	Beschäf- tigte
Agiv AG	Maschinenbau	924	1.603	20.448
AVA AG	Handel	619	4.209	27.644
Axel Springer AG	Verlag	842	2.260	12.346
BASF AG	Chemie/Pharma	4.866	16.287	61.067
Bayer AG	Chemie/Pharma	5.425	12.987	67.000
Beiersdorf AG	Konsumgüter	521	1.432	6.976
Bilfinger+Berger AG	Bau	679	2.258	13.686
BMW AG	Automobil	3.849	17.586	59.865
Buderus AG	Heizungen	489	1.442	8.883
Continental AG	Reifen/Automobiltechnik	1.301	2.568	19.274
Daimler-Benz AG	Automobil	13.684	49.926	222.821
Degussa AG	Chemie/Pharma	861	4.084	14.819
Deutsche Babcock AG	Maschinen/Anlagenbau	1.139	3.535	25.612
Deutsche Lufthansa AG	Fluggesellschaft	3.217	10.910	50.853
Deutz AG	Motoren/Anlagenbau	771	1.297	7.772
Henkel KGaA	Chemie/Konsumgüter	1.039	3.604	15.182
Hoechst AG	Chemie/Pharma	4.098	9.822	54.154
Holzmann AG	Bau	1.291	4.076	22.804
Karstadt AG	Handel	2.553	11.592	97.775
Krupp AG	Stahl	2.538	8.749	46.958
Linde AG	Gase/Maschinenbau	993	2.772	17.177
MAN AG	Maschinenbau/ Nutzfahrzeuge	2.428	8.750	45.919
Mannesmann AG	Röhren/Telekommunik.	3.898	12.799	78.008
Metallgesellschaft AG	Anlagenbau	1.069	4.669	18.506
Metro AG	Handel	4.439	27.071	134.624
Preussag AG	Metall/Maschinenbau/ Touristik	2.469	9.177	53.603
Rheinmetall AG	Maschinen/Automobil- zulieferung	632	1.660	12.118
RWE AG	Energieversorgung	6.846	25.225	122.805
SAP AG	Software	549	902	4.345



Forts. Tabelle 1-1

Unternehmen	Wichtigstes Betätigungsfeld	Wert- schöpfung (Mio. Euro)	Umsatz (Mio. Euro)	Beschäf- tigte
Schering AG	Pharma	630	1.534	9.750
Siemens AG	Elektronik	12.350	34.058	203.000
Spar AG	Handel	790	6.685	23.776
Strabag AG	Bau	629	1.634	11.157
Südzucker AG	Lebensmittel	599	2.588	11.055
Telekom AG	Telekommunikation	14.773	31.282	200.902
Thyssen AG	Stahl	4.390	14.528	93.629
Veba AG	Energieversorgung	5.891	31.014	94.989
VEW AG	Energieversorgung	1.128	4.296	13.460
Viag AG	Energieversorgung	3.224	13.669	42.322
Volkswagen AG	Automobil	7.980	37.316	137.769

Datenquelle: Monopolkommission (1998: 164–169).

der Diversifizierung unberücksichtigt lässt. Stark diversifizierte Unternehmen wie *Veba*, *Mannesmann* und *Daimler-Benz* waren im Bezugsjahr 1996 in bis zu neun unterschiedlichen Industriebranchen tätig. Die Angabe zur Branchenzugehörigkeit informiert also nur über das Hauptgeschäftsfeld der Unternehmen. Insgesamt waren 1996 2,18 Millionen Personen bei den inländischen Segmenten der betrachteten Unternehmen beschäftigt.

### Untersuchungszeitraum

Das Shareholder-Value-Phänomen wird in den späten neunziger Jahren (1996–1999) betrachtet. Bei der Untersuchung handelt es sich um eine Querschnittsanalyse. Die Beschaffung von Zeitreihendaten, die kombinierte Längs- und Querschnittsanalysen erlaubt hätte, war im Rahmen dieser Arbeit nicht möglich. Für wenige (aber entscheidende) Variablen wie dem Aktienanteil institutioneller Anleger war nicht einmal die Fixierung auf ein einheitliches Jahr möglich. Deshalb beziehen sich manche der ausgewerteten Variablen auf unterschiedliche Bezugszeitpunkte in den späten neunziger Jahren. Wo möglich, wurden Durchschnittswerte über die gesamten vier Jahre zwischen 1996 und 1999 gebildet.

In dieser Arbeit wird die These vertreten, dass idealtypische Beschreibungen des »deutschen Modells« auf die späten neunziger Jahre nicht mehr

passen, weil im deutschen Produktionsregime nicht-triviale, pfadabweichende Veränderungen stattgefunden haben. Die Entscheidung für einen Querschnittsvergleich in den späten neunziger Jahren – und damit eine, zumindest in der quantitativen Analyse, weitgehende Vernachlässigung der Zeitachse – soll aber nicht von der Pflicht entbinden, die Phase des Wandels abzugrenzen. Veränderungen in den hier betrachteten Dimensionen haben zu unterschiedlichen Zeitpunkten stattgefunden. Soll gleichwohl ein Zeitpunkt genannt werden, an dem viele der beobachteten Veränderungen einsetzen, scheint das Stichjahr 1990 ein guter Vorschlag zu sein. Verschiedene für die Argumentation dieser Arbeit relevante Ereignisse fanden zum Anfang der neunziger Jahre statt. Die erste von drei europäischen Richtlinien zur Entlassung der Energie- und Telekommunikationsunternehmen in den internationalen Wettbewerb datiert von 1990 (S. Schmidt 1998: 183–272). Im darauf folgenden Jahr wurde der Vertrag von Maastricht ausgehandelt, dessen Kernstück die Vorbereitung der gemeinsamen Währung war und der Maßnahmen europäischer Unternehmen zur Vorbereitung auf die damit einhergehende Wettbewerbsverschärfung auslöste. In das Jahr 1990 fällt auch der erste feindliche Übernahmeveruch auf ein großes deutsches Industrieunternehmen (*Continental*). Das paradigmatische Beispiel für ein deutsches Unternehmen, das mit Shareholder-Value-Methoden experimentierte, war *Veba* in den frühen neunziger Jahren. Zur Abgrenzung der Phase des Wandels scheint das Jahr 1990 deshalb geeigneter als etwa das Jahr 1995.

Die Argumentation dieser Arbeit ist wie folgt organisiert: In Abschnitt 2 wird ein Verfahren zur Messung der Shareholder-Value-Orientierung deutscher Großunternehmen entworfen. In den Abschnitten 3 und 4 werden die Ursachen des Shareholder-Value-Phänomens diskutiert, wobei es in Abschnitt 3 um Disziplinierungsmechanismen der Märkte, und in Abschnitt 4 um managerbezogene Variablen und Entwicklungen der internen Kontrolle über die Unternehmen geht. Eine ausführliche Diskussion des Zusammenwirkens von Shareholder Value und Mitbestimmung folgt in Abschnitt 5. Abschließend werden in Abschnitt 6 die empirischen Ergebnisse zusammengefasst und Implikationen für die Theorie über Spielarten des Kapitalismus diskutiert.

## Kapitel 2

### Shareholder Value im Unternehmensvergleich

In diesem Abschnitt wird ein Verfahren vorgestellt, mit dem das Ausmaß an Shareholder-Value-Orientierung der vierzig betrachteten Unternehmen in den späten neunziger Jahren erfasst werden soll. Dabei werden vier Einzel-skalen zu einem Index zusammengefasst. Wo möglich, wurden Daten für die vier Jahre zwischen 1996 und 1999 gesammelt. Die späten neunziger Jahre werden dabei nicht als Zeitraum mit mehreren Beobachtungspunkten, sondern als ein Zeitpunkt interpretiert. Einige der erhobenen Daten, etwa Angaben zu den Aktionärsstrukturen, werden von den Unternehmen nur in unregelmäßigen Abständen erhoben und veröffentlicht, so dass die Fixierung auf ein einheitliches Bezugsjahr in dieser Studie nicht möglich ist. Dasselbe gilt beispielsweise für die Daten zur Anreizkompatibilität der Managervergütung. Die nachfolgend vorgestellte Shareholder-Value-Rangfolge dient deshalb als Hilfsmittel im statischen Unternehmensvergleich und bildet keine Unterschiede auf der Zeitachse ab.

Zur begrifflichen Abgrenzung der Kapitalmarktorientierung ist vor allem die Unterscheidung von »policy«, »polity« und »policy outcomes« von Bedeutung. In dieser Arbeit wird Kapitalmarktorientierung als eine spezifische Ausprägung der Unternehmensstrategie verstanden. Unternehmensstrategien gehören zunächst zur »Policy«-Dimension der Unternehmenspolitik, gehen aber über das operative Tagesgeschäft hinaus, weil sie auf die mittel- bis langfristigen Handlungsparameter des Unternehmens zielen (Reckendrees 2000: 39; Müller-Stewens 2000b: 3174) und sich als eingefahrene, im Gegensatz zum Tagesgeschäft nur schwer revidierbare Handlungsmuster der »Polity«-Dimension annähern. Unternehmensstrategien sollen die großen Linien des Unternehmensgeschehens mittel- bis langfristig bestimmen und benennen Kriterien, auf deren Grundlage zwischen Alternativen im zukünftigen Tagesgeschäft entschieden werden kann.

Unternehmensstrategien gibt es in unterschiedlichsten Dimensionen; dazu zählen Strategien hinsichtlich der Entwicklung der Produktpalette ebenso wie Grundentscheidungen über die Arbeitsorganisation, Internationalisierungs- beziehungsweise Regionalisierungsstrategien oder die Wahl der Marketingstrategie. Was im Folgenden mit Hilfe von Indikatoren eingeschätzt werden soll, betrifft den Teil der Unternehmenspolitik, bei dem Grundentscheidungen über das Verhältnis der Unternehmensleitungen zu den Anspruchsgruppen (Stakeholdern) getroffen werden. Dazu zählt das Verhältnis zu den (tatsächlichen oder potenziellen) Aktionären. Kapitalmarktorientierung begünstigt Entscheidungen des Tagesgeschäfts, die sich am Interesse der Anteilseigner orientieren, gegenüber Handlungsalternativen. Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung zielt somit auf eine Weichenstellung in jenem Teil der »Corporate Governance«, den Unternehmen (im Gegensatz zum gesetzlichen Regelwerk) prinzipiell frei wählen können. In Kapitel 3 wird gezeigt, dass diese Entscheidungen nicht zufällig getroffen werden, sondern in überzufälligem Maß mit Mechanismen zusammenhängen, die in der Umwelt der Unternehmen angesiedelt sind.

Demgegenüber sind »policy outcomes« die den Unternehmensentscheidungen zuzurechnenden Ergebnisse. Dazu gehören beispielsweise Gewinnmargen, Rentabilitätsgrade, die Aktienkursperformanz, Verschuldungsgrade, das Unternehmenswachstum, die Beschäftigungsentwicklung oder Änderungen in der Verteilungsrelation der vom Unternehmen erwirtschafteten Wertschöpfung. Diese »outcomes« sind, wie gezeigt wird, systematisch mit Strategien im oben beschriebenen Sinne verknüpft, analytisch aber von ihnen zu trennen.

## 2.1 Informationsqualität der Geschäftsberichte

Als erster von vier Indikatoren, die eine Differenzierung der betrachteten Unternehmen hinsichtlich ihrer Aktionärsorientierung erlauben, wird die Informationsqualität der Geschäftsberichte verwendet. Authentische und zeitnahe Informationen eröffnen den Kapitalmarktteilnehmern die Möglichkeit, Unternehmen für nicht renditeorientierte Maßnahmen abzustrafen.

Die Versorgung der Aktionäre mit Informationen wird in der Fachliteratur als Bestandteil von Shareholder-Value-Strategien angesehen.<sup>1</sup> Aus Sicht

---

1 Bühner/Sulzbach (2000), Glaum (1998b), Graf/Lenke/Schießer (1997), Jens (2000:

der Anteilseigner verringern hochwertige Geschäftsberichte die Informationsasymmetrie zwischen Investoren und Managern und mindern damit einen Teil der Kontrollkosten (»agency costs«), die aus Beobachtungskosten, Opportunitätskosten und Risikoprämien bestehen. Es wäre verfehlt, Informationspolitik und Transparenz von Unternehmen als symbolische Politik ohne Auswirkungen auf die Machtverhältnisse der am Unternehmensgeschehen interessierten Gruppen anzusehen. Zum Beispiel dienen Kapitalmarktteilnehmern Segmentberichterstattungen als Hebel, um schwache, aus Shareholder-Value-Sicht »wertvernichtende« Unternehmenssegmente zu identifizieren und deren Reorganisation oder Abspaltung zu fordern (Rappaport 1999: 93). Weitreichende Unternehmenstransparenz erhöht damit die Fähigkeit der Kapitalmarktteilnehmer, in ihrem Sinne Einfluss zu nehmen.<sup>2</sup> Wie stark die Informationsqualität der Geschäftsberichte in den vergangenen Jahrzehnten zugenommen und die Informationsasymmetrie zwischen Managern und Anlegern damit abgenommen hat, zeigt der historische Vergleich von Geschäftsberichten: Der Bericht von *Bayer* über das Geschäftsjahr 1952 kam mit der Nennung von 660 Zahlen<sup>3</sup> aus. Im Geschäftsbericht 1999 finden sich 3.950 Zahlen, die über die wirtschaftliche Tätigkeit dieses Unternehmens berichten.

In einem ersten Schritt können die Bilanzierungspraktiken danach unterschieden werden, ob sie nach den Regeln des Handelsgesetzbuchs (HGB) oder nach internationalen Regeln – den International Accounting Standards (IAS) oder den General Accepted Accounting Principles (US-GAAP) – erfolgen, wobei gilt, dass die internationalen Regeln anlegerorientierter sind als die HGB-Regeln.<sup>4</sup> Das gilt sowohl für die Regelungstiefe als auch für

---

296), Pellens/Thomaszewski/Weber (2000), Prangenberg (1999), von Rosen (1997), Volkart/Labhart (2000). Pellens/Thomaszewski/Weber (2000: 46) kommen in ihrer Umfrage unter den Managements großer deutscher Unternehmen zu dem Ergebnis, dass 80 Prozent (im Fall von US-GAAP) beziehungsweise 76 Prozent (im Fall von IAS) der international bilanzierenden Unternehmen eigenen Angaben zufolge eine am Unternehmenswert orientierte Zielsetzung verfolgen, während dies nur für 38 Prozent der nach HGB bilanzierenden Unternehmen der Fall ist.

- 2 Rolf Drees von der Fondsgesellschaft Union Investment wird im Handelsblatt vom 25./26. August 2000, Beilage Investor, Seite 11 wie folgt zitiert: »Bei Unternehmen, die keine Segmentberichterstattung bieten, fällt bei genauerem Hinsehen auf, dass die Geschäftsbereiche oft nicht sauber definiert sind.«
- 3 Ohne Datumsangaben, Jahreszahlen, Seitenzahlen und Kapitelnummerierungen.
- 4 Die IAS sind die vom International Accounting Standards Committee (IASC) festgelegten internationalen Rechnungslegungsgrundsätze. Das IASC ist ein weltweiter Zusammenschluss von Berufsorganisations der Wirtschaftsprüfer. Bis Mitte 2000 wurden 40 IAS verabschiedet, die Bestimmungen zu Teilbereichen der Bilanzierung enthalten.

die Regelungsdichte. Die Bilanzierungstypen können mit unterschiedlichen Brillen verglichen werden, mit denen die operative Tätigkeit von Unternehmen betrachtet wird.

Die Regelungstiefe der internationalen Regeln zeigt sich darin, dass dem Ersteller der Bilanz weniger Wahlrechte verbleiben, während nach HGB-Regeln größerer Gestaltungsspielraum vorliegt. Die Vielzahl von Wahlrechten im HGB macht diese Bilanzen gestaltbar. Aktivierungs-, Passivierungs- und Bewertungswahlrechte bestehen beispielsweise bei der Aktivierung von Herstellungskosten, bei dem Wechsel von degressiven und linearen Abschreibungsmethoden zur Feststellung des Sachanlagevermögens, bei der Zuordnung von Wertpapieren zum Finanzanlage- oder alternativ zum Umlaufvermögen, bei der Bewertung von Vorräten, bei Aufwandsrückstellungen, der Behandlung von Altzusagen bei Pensionsrückstellungen und der Aktivierung latenter Steuern aus bestehenden Verlustvorträgen. Die Nutzung dieser Wahlrechte, also die willentliche Einflussnahme des Bilanzerstellers auf das Bild, das von der wirtschaftlichen Lage des Unternehmens entsteht, wird als Bilanzpolitik bezeichnet. Wird aktive Bilanzpolitik betrieben, gilt in der Tendenz: Eine gute Bilanz ist in Wahrheit besser, als sie aussieht, weil stille Reserven gebildet werden. Ein schlechtes Ergebnis ist noch schlechter, als aus der Bilanz ersichtlich, weil Verluste durch die Auflösung

---

Ziel des IASC ist die weltweite Harmonisierung der Rechnungslegungsvorschriften, um Bilanzen international vergleichbar zu machen. Nach Beschluss des EU-Ministerrats soll die Bilanzierung nach IAS ab 2005 für alle börsennotierten EU-Unternehmen zur Pflicht werden. – Die US-GAAP werden im Auftrag der amerikanischen Börsenaufsicht von dem Financial Accounting Standards Board erlassen. Für die US-GAAP und die IAS gilt, dass die Möglichkeit zur Bildung stiller Reserven stark eingeschränkt ist und die Dichte der Bestimmungen höher ist als die der HGB-Regeln. Welches beider Regelwerke den größeren Anlegerschutz bietet, ist umstritten. Während die Wahlmöglichkeiten bei den US-GAAP stärker eingeschränkt zu sein scheinen als bei den IAS, ist das (für das HGB typische) Vorsichtsprinzip bei den GAAP ausgeprägter als bei den IAS. Siehe zur ausführlichen Darstellung der Bilanzierung nach HGB, IAS und US-GAAP zum Beispiel Prangenberg (2000), Graumann (1998). Im Ergebnis werden die IAS und die GAAP meist als gleichwertig aktionärsorientiert eingeschätzt (Schäfer 2000: 111; Graf/Lenke/Schießer 1997: 11). Im Gegensatz zu den GAAP eröffnen die IAS nicht den Zugang zur New Yorker Börse. Allerdings ist denkbar, dass die zunehmende Konkurrenz unter den Weltbörsen zur Anerkennung der IAS durch die amerikanische Börsenaufsicht führen könnte (FAZ vom 14.9.1998, 36; FAZ vom 11.11.1998, 28). In der Folge Aufsehen erregender Unternehmenskrisen zum Beispiel bei *Enron* und *Worldcom* wurde über vermehrtes Interesse von US-Investoren an den IAS berichtet, so zum Beispiel Financial Times Deutschland vom 9.7.2002, 14. – Zur historischen Genese der HGB-Rechnungslegungsvorschriften siehe Wöhe (1999).

stiller Reserven verschleiert werden. Im Zeitverlauf sind internationale Abschlüsse deshalb volatiler als HGB-Abschlüsse.<sup>5</sup>

Neben der hohen Gestaltbarkeit deutscher Bilanzen ist für die HGB-Regeln das Imparitätsprinzip kennzeichnend, dem zufolge Verluste grundsätzlich bereits dann zu berücksichtigen sind, wenn sie noch nicht realisiert sind, während für Gewinne das Realisationsprinzip gilt. Unterschiede zeigen sich auch hinsichtlich der Regelungsdichte. Im Gegensatz zu den HGB-Grundsätzen schreiben IAS und US-GAAP eine Kapitalflussrechnung und, für börsennotierte Gesellschaften, eine Segmentberichterstattung als zwingende Bestandteile des Jahresabschlusses vor. Wegen der höheren Informationsdichte der internationalen Regeln und der geringeren Anzahl an Wahlrechten wird den IAS- und GAAP-Regeln ein höherer Anlegerschutz zugesprochen als den HGB-Regeln. Neben der grundsätzlichen Entscheidung der Bilanzierung nach HGB, IAS oder US-GAAP können Geschäftsberichte nach darüber hinausgehenden, freiwilligen Angaben beurteilt werden.

Während die Anlegerorientierung der internationalen Bilanzierungsvorschriften außer Zweifel steht, fällt ein Urteil darüber, an wessen Interessen sich die HGB-Regeln orientieren, schwerer. In der Fachliteratur wird die HGB-Bilanzierung als gläubigerorientiert klassifiziert.<sup>6</sup> Für die Bankenorientierung der HGB-Regeln – anstelle von Aktionärsorientierung – spricht das Imparitätsprinzip, durch das der Gewinnausweis im Zweifel eher niedrig als hoch ausfällt. Da sich die Bemessung von Dividenden in der Regel an dem bilanziell ermittelten Gewinn orientiert, haben die Anteilseigner kein Interesse an zu niedrigen Gewinnausweisen. Gläubigern, insbesondere Banken, kann hingegen ein Interesse an einer vorsichtigen Ermittlung des Gewinns unterstellt werden, um keine Ausschüttungsbegehrliehkeiten zu wecken, die an der Substanz der Unternehmen zehren könnten (Prangenberg 2000: 17). In Unternehmen, in denen Hausbanken als Aufseher vertreten sind, könnte die niedrige Regelungsdichte der HGB-Grundsätze den Kreditgebern außerdem einen Informationsvorsprung vor Außenstehenden verschaffen. In diesem Sinne könnte man die HGB-Bilanzierung als *insiderorientiert* bezeichnen.

Gleichwohl ist die These von der Gläubigerorientierung der HGB-Regeln kritisch zu bewerten, denn ihr Hauptmerkmal besteht weniger in der grund-

---

5 Der internationale Jahresabschluss »atmet«, umschreibt dies das Vorstandsmitglied der HypoVereinsbank Wolfgang Sprießler (FAZ vom 19.10.1998, 23).

6 Glaum (1998b: 28), Graf/Lenke/Schießer (1997: 10), Graumann (1998: 356), Maret/Welper (1999: 41), Prangenberg (2000: 17), Schmidl (1997: 111), Wöhe (1999: 66).

sätzlich vorsichtigen Bewertung, als vielmehr in den Wahlrechten bei der Erstellung von Bilanzen, die den Aufbau und die Auflösung stiller Reserven erlauben. Bei guter Gewinnsituation werden stille Reserven aufgebaut und damit niedrige Gewinne ausgewiesen, was in schlechten Zeiten vor der Veröffentlichung negativer Gewinnausweise bewahrt. Auf den Gewinnausweis in der Gewinn- und Verlustrechnung und damit auf die Außenwirkung der Unternehmen hat diese Praxis einen nivellierenden Effekt und ist deshalb im Interesse der Managements, deren Arbeitsplatzsicherheit durch die Vermeidung negativer Schlagzeilen steigt. Der Substanzerhaltung und damit dem Interesse der Gläubiger dient Bilanzpolitik allerdings nicht unbedingt. Denn in Krisenzeiten führen die HGB-Regeln nicht zu konservativer, sondern zu progressiver Bilanzierung – was wiederum Ausschüttungsbegehrligkeiten nach sich zieht, die im Interesse des Gläubigerschutzes besser vor dem Hintergrund schwarzer Zahlen hätten bedient werden sollen. Das legt die These nahe, dass die HGB-Regeln hinsichtlich der eingeräumten Wahlrechte in Wahrheit nicht dem Gläubigerschutz dienen (Scheibe-Lange/Prangenberg 1997) und sich wesentlich an den Interessen der Manager orientieren.<sup>7</sup>

Es ließe sich einwenden, durch geglättete Bilanzen werde Führungskräften die Möglichkeit eröffnet, Krisentendenzen frühzeitig entgegenzusteuern, noch bevor sie an die Öffentlichkeit gelangen, und das diene im Ergebnis dem Bestandsschutz. Die Unternehmenskrisen der neunziger Jahre legen allerdings den Verdacht nahe, dass die Verschleierung der wahren operativen Situation das Gegensteuern eher verzögert als beschleunigt (Scheibe-Lange/Prangenberg 1997; Weber 1996: 124). Das Vorsichtsprinzip und die Einräumung von Wahlrechten, beides Merkmale der HGB-Bilanzierung, wirken also durchaus in unterschiedliche Richtungen.

In der öffentlichen Diskussion wurde das Problem der progressiven Bilanzierung debattiert, als Ende 1999 publik wurde, dass *Holzmann* bereits seit Jahren rote Zahlen schrieb, dies aber unter Ausnutzung der Wahlmöglichkeiten des HGB-Bilanzrechts verdeckte. Nach Schätzung des Bilanzexperten Karlheinz Küting machte das Milliardenloch bei *Holzmann* 27 Prozent der Bilanzsumme aus (Küting 1999). Offenbar war es durch eine besonders aktive Bilanzpolitik möglich, den Verlust von einem Viertel der Bilanzsumme so zu überdecken, dass die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

---

7 Glaum (1998a: 339ff.) zeigt anhand von Umfragedaten, dass deutsche Manager die HGB-Regeln wesentlich positiver beurteilen als externe Experten, und führt dies auf die Präferenz der Manager für stille Reserven zurück. Er bezeichnet die HGB-Bilanzierung als »managerfreundlich«.



KPMG eine ordnungsgemäß zustande gekommene Bilanz bescheinigen konnte (Enzweiler/Hinkelmann 1999: 73–78).<sup>8</sup> Auch den schweren Unternehmenskrisen der *Bremer Vulkan* und der *Metallgesellschaft* waren Phasen progressiver Bilanzierung vorausgegangen, die zur Verschleierung der wahren operativen Situation der Unternehmen geführt hatten (Enzweiler/Hinkelmann 1999: 11–32; Knipp 1998: 83–90). Zu den Unternehmen, die von Analysten immer wieder wegen der Ausschöpfung bilanzpolitischer Spielräume kritisiert wurden, zählt auch *Volkswagen*, wo während der späten neunziger Jahre an der Bilanzierung nach den HGB-Regeln festgehalten wurde.<sup>9</sup>

*Daimler-Benz* war 1994 das erste deutsche Unternehmen, das – als Voraussetzung zur Erlangung der Börsenreife an der New York Stock Exchange (NYSE) – einen Abschluss nach den US-GAAP vorlegte (Schmidl 1997: 110–130). Die Verpflichtung, einen Abschluss nach HGB-Regeln vorzulegen, wurde durch diese Maßnahme nicht außer Kraft gesetzt, so dass *Daimler-Benz* doppelt bilanzierte. Die deutsche Bilanz ergab einen Gewinn von 314 Mio. Euro, während nach den US-GAAP ein Verlust von 941 Mio. Euro ausgewiesen wurde (Schmidl 1997: 112; Maret/Welper 1999: 40) – was erneut zeigt, dass die HGB-Bilanzierung nicht nur ins konservative, sondern auch ins progressive tendieren kann. Der erhebliche Unterschied zwischen diesen beiden Gewinnausweisen wurde als abschreckendes Beispiel angesehen und die Pflicht, auch bei internationaler Bilanzierung zusätzlich einen HGB-Abschluss vorlegen zu müssen, als restringierend empfunden. Bereits Ende 1994 kündigte das Bundesfinanzministerium eine Gesetzesinitiative an, die international bilanzierende Konzerne von der Verpflichtung befreien sollte, zusätzlich eine Bilanz nach HGB-Vorschriften vorlegen zu müssen. 1996 legte das Ministerium einen Entwurf vor, der 1998 in Kraft trat. Das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG)<sup>10</sup> sieht den Ein-

- 
- 8 Noch vier Monate vor Bekanntwerden der milliardenschweren Verluste bei *Holzmann* sprach das Unternehmen noch von einem »operativ ausgeglichenen Ergebnis«. Siehe dazu zum Beispiel *Financial Times Deutschland* vom 21.2.2000, 14, *Handelsblatt* vom 28./29.4.2000, Beilage Investor 4.
- 9 In der 1998er Bilanz von *Volkswagen* beliefen sich die Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen bei VW auf 800 Mio. Euro (*Financial Times Deutschland* vom 21.2.2000, 1 und 10; Enzweiler [1999: 88–94]). Erst 2000 kündigte *Volkswagen* die Umstellung der Bilanzierung auf IAS an, »um das Verhältnis zu den Kapitalanlegern zu verbessern und auch intern das Bewusstsein für deren Interessen zu schärfen« (*Handelsblatt* vom 6.11.2000, 15).
- 10 Gesetz zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Konzerne an Kapitalmärkten und zur Erleichterung der Aufnahme von Gesellschafterdarlehen (Kapitalauf-

schub eines neuen § 292a HGB vor, der eine Befreiungsklausel für Unternehmen enthält, die nach den IAS oder den US-GAAP bilanzieren. Damit war die Bilanzierungsmethode für deutsche Aktiengesellschaften ab Anfang 1998 frei wählbar, was sie zu einem guten Unterscheidungskriterium für deren Anlegerorientierung macht. 1998 legten siebzehn deutsche Unternehmen internationale Abschlüsse vor, im Herbst 1999 bilanzierten bereits dreiunddreißig der hundert größten deutschen Unternehmen nach internationalen Regeln (Hassel et al. 2000).

Zur vergleichenden Bewertung der Informationshaltigkeit von Geschäftsberichten liegen Daten vor, die im Auftrag der Zeitschrift *Capital* jährlich von einer Arbeitsgruppe um den Bilanzexperten Karlheinz Küting erhoben werden (Enzweiler/Friese/Nitschke 1997; Enzweiler/Friese/Nitschke 1998; Luber/Nitschke 1999; Fockenbrock 2000). Dabei werden der Lagebericht, Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung, Sonderrechnungen und freiwillige Informationen beurteilt<sup>11</sup> und zu einer Rangfolge der Informationshaltigkeit von Geschäftsberichten zusammengefasst. Insgesamt wird beobachtet, dass mit dem Übergang vieler Unternehmen zur Bilanzierung nach internationalen Standards eine Ausweitung der allgemeinen Informationsqualität der Geschäftsberichte einhergeht, allerdings von Unternehmen zu Unternehmen in unterschiedlichem Ausmaß (Kirchhoff 2000: 44).<sup>12</sup> Diese Daten werden als erster Indikator zur vergleichenden Einschätzung der Shareholder-Value-Orientierung der vierzig betrachteten Unternehmen verwendet.<sup>13</sup> Die Angaben für die Geschäftsberichte der Jahre 1996, 1997, 1998 und 1999 wurden z-transformiert, mittels Durchschnittsbildung zusammengefasst und anschließend erneut z-transformiert. Die so entstandenen Daten sind in der ersten Spalte der Tabelle 2-1 wiedergegeben.

---

nahmeerleichterungsgesetz – KapAEG).

- 11 Im Einzelnen werden bewertet: (1) Lagebericht: Branchendaten, Angaben zu Forschung und Entwicklung, Prognose; (2) Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung: Währungsumrechnung, Bewertung von Pensionsrückstellungen, sonstige Rückstellungen sowie sonstige betriebliche Aufwendungen und Erträge, Abschreibungsmethode, Anteilsübersicht, Kapitalkonsolidierung, Behandlung von Goodwill, Eigenkapital und Rücklagen, Änderungen im Konsolidierungskreis; (3) Sonderrechnungen, freiwillige Informationen: Kapitalflussrechnung, traditionelle Cash-flow-Rechnung, Segmentberichterstattung, Ergebnis nach DVFA/SG, Eigenkapital- und Umsatzrendite, Mehrjahresübersicht, Angaben zur Aktie (Luber/Nitschke 1999: 66).
- 12 Siehe auch Handelsblatt vom 5.4.2000, B1, Handelsblatt vom 28./29.4.2000, Beilage Investor, 4.
- 13 Neben der Informationsqualität wird im Auftrag von *Capital* auch die Präsentationsqualität der Geschäftsberichte bewertet. Diese Angaben werden zur Einschätzung der Shareholder-Value-Orientierung nicht berücksichtigt.

*Tabelle 2-1 Vier Indikatoren der Shareholder-Value-Orientierung großer deutscher Unternehmen in den späten neunziger Jahren*

Unternehmen	Informationsqualität der Geschäftsberichte	Investor Relations	Anreiz- kompati- bilität der Manager- vergütung	Implemen- tation von Rendite- zielen
Agiv AG	-0,63	-0,67	60	1
AVA AG	-0,40	-0,82	40	0
Axel Springer Verlag AG	-0,99	-2,24	-	0
BASF AG	0,50	0,96	80	1
Bayer AG	1,29	0,80	100	1
Beiersdorf AG	-0,39	-0,05	70	0
Bilfinger + Berger AG	-0,83	-1,37	30	0
BMW AG	-0,53	0,10	50	0
Buderus AG	0,68	0,37	50	0
Continental AG	0,52	0,63	60	0
Daimler-Benz AG	0,67	1,23	60	1
Degussa AG	0,24	-0,25	70	1
Deutsche Babcock AG	-0,69	-0,98	30	0
Deutsche Lufthansa AG	-0,07	1,04	70	0
Deutsche Telekom AG	0,61	0,82	50	0
Deutz AG	-1,40	-0,61	-	0
Henkel KGaA	1,02	0,68	70	1
Hoechst AG	1,24	0,39	80	1
Holzmann AG	-2,10	-1,59	-	0
Karstadt AG	-0,69	-1,44	30	0
Krupp AG	-0,22	0,64	30	1
Linde AG	-0,16	-0,46	60	1
MAN AG	0,47	0,16	40	1
Mannesmann AG	0,61	1,17	70	1
Metallgesellschaft AG	0,16	0,38	70	1
Metro AG	-0,25	0,18	20	0
Preussag AG	0,14	0,39	50	1
Rheinmetall AG	-1,18	-0,29	40	1
RWE AG	0,34	0,78	70	1
SAP AG	0,85	1,21	80	1

Forts. Tabelle 2-1

Unternehmen	Informationsqualität der Geschäftsberichte	Investor Relations	Anreiz- kompati- bilität der Manager- vergütung	Implemen- tation von Rendite- zielen
Schering AG	1,34	0,66	80	0
Siemens AG	0,11	0,44	80	1
Spar AG	-1,02	-0,45	10	0
Strabag AG	-2,79	-2,27	20	0
Südzucker AG	-0,62	-0,91	10	0
Thyssen AG	0,54	-0,09	30	1
VEBA AG	1,43	1,09	80	1
VEW AG	-0,02	-0,51	50	0
Viag AG	0,57	0,27	50	1
Volkswagen AG	0,48	-0,38	50	0

Informationsqualität der Geschäftsberichte und Investor Relations: z-Transformierte Daten. Durchschnittswerte für die Jahre 1996, 1997, 1998 und 1999. Anreizkompatibilität der Managervergütung: Analysteneinschätzung (100 = maximal anreizkompatibel, 0 = minimal anreizkompatibel). Daten für 1997. Implementation von Renditezielen: 1 = ja, 0 = nein. Bezugsjahr 1999.

Datenquellen: Enzweiler/Friese/Nitschke (1997), Jahn/Prandl (1998), Enzweiler/Friese/Nitschke (1998), Luber/Nitschke (1999), Luber (2000), Fockenbrock (2000), Geschäftsberichte, Homepages. Eigene Berechnungen.

## 2.2 Investor Relations

Als zweiter Indikator zur Unterscheidung der betrachteten Unternehmen hinsichtlich ihrer Shareholder-Value-Orientierung dienen die Investor-Relations-Aktivitäten, die – wie auch die Wahl der Bilanzierungsmethode und die allgemeine Informationsqualität der Geschäftsberichte – Hinweise auf die Intensität der Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt liefern. In der Fachdebatte wird die Zugehörigkeit von aktiver Investor-Relations-Arbeit zu aktionärsorientierten Unternehmensstrategien betont.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Achleitner/Bassen (2000: 13–14), Baden/Wilhelm (1996: 156), Ganz (1999), Glaum (1998b: 43–39), Graf/Lenke/Schießer (1997: 11–13), Hansen (1999: 82), Hubmann/Lipphardt (2000: 303), Kirchoff (2000: 33), KPMG (2000: 38–40), Reichardt (1999: 133), von Rosen (1997: 5), Volkart/Labhart (2000: 146–148).

Der Begriff Investor Relations zielt auf die Vermittlung von Unternehmens-, insbesondere Finanzinformationen an die Kapitalmarktteilnehmer. Es lassen sich unpersönliche und persönliche Investor-Relations-Maßnahmen unterscheiden (Kirchhoff 2000: 44–49; Günther/Otterbein 1996: 404–411; Graf/Lenke/Schießer 1997: 11–13). Zu den unpersönlichen Maßnahmen gehören über den jährlichen Geschäftsbericht hinausgehende Quartalsberichterstattungen. Während sich manche Unternehmen auf die gesetzlich vorgeschriebenen Halbjahresberichte beschränken, informieren andere Unternehmen vierteljährlich über die Unternehmenspolitik. Weitere unpersönliche Investor-Relations-Maßnahmen sind Aktionärsbriefe und -zeitungen, Finanzanzeigen, Pressemitteilungen, Hotlines und Homepages. Den persönlichen Maßnahmen wird in der Regel die größere Bedeutung zugeschrieben, wobei gezielte Einzel- und Gruppengespräche mit Investoren und Analysten entscheidend sind. Das gilt insbesondere aus Sicht der institutionellen Investoren. Im Gegensatz zu den unpersönlichen Investor-Relations-Aktivitäten bieten Investorengespräche die Möglichkeit eines gezielten Dialogs. Ähnliches gilt für Analystenkonferenzen. Als Indikatoren für eine intensive Investor-Relations-Arbeit werden darüber hinaus die Qualität von Hauptversammlungen und weltweite Präsentationen der Unternehmensstrategie vor institutionellen Investoren (Roadshows) angesehen.

Ebenso wie die Bilanzierungspraktiken laufen die Investor Relations Gefahr, als symbolische Politik missverstanden zu werden, die nur wenig über die tatsächliche Aktionärsorientierung aussagen. Um dem vorzubeugen, ist die Verknüpfung von kommunikativer und operativer Unternehmenspolitik zu betonen. Aktive Investor-Relations-Arbeit bedeutet, die operative Unternehmenspolitik für die ständige Beobachtung durch die Kapitalmarktteilnehmer zu öffnen. Damit werden operative Maßnahmen einer ständigen Prüfung hinsichtlich ihrer Rentabilität unterzogen. Aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer »wertvernichtende« Maßnahmen wie die dauerhafte Quersubventionierung zwischen Unternehmenssegmenten geraten damit schneller in die Kritik. Deshalb müssen weitreichende Investor-Relations-Aktivitäten und Unternehmenstransparenz als Maßnahmen zur Selbstverpflichtung der Unternehmensleitungen auf eine rentabilitätsorientierte operative Politik interpretiert werden. Wegen dieses Zusammenhangs wird die kommunikative Seite der Shareholder-Value-Politik als eigenständige, aus Aktionärssicht wertsteigernde Maßnahme interpretiert (Kirchhoff 2000: 33; Volkart/Labhart 2000; Piwinger 2000: 14). Investor-Relations-Aktivitäten haben, wie auch der Übergang zu internationaler Bilanzierung, eine dämpfende Wirkung

auf die Kontrollkosten: Aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer sinkt das Risiko, dass die Führungskräfte ihre Unternehmenspolitik im Schatten der Intransparenz an anderen Interessen als denen der Eigentümer ausrichten. Transparenz und Investor-Relations-Politik können deshalb zu eigenständigen Kriterien bei der Abwägung der Anlageentscheidungen von Investoren werden. Großzügige Schätzungen gehen davon aus, dass bis zu einem Drittel des Börsenwerts von Unternehmen – unter Annahme einer sonst gleichen operativen Politik – durch kommunikative Faktoren geprägt wird (Enzweiler/Friese/Nitschke 1998: 42).

In deutschen Unternehmen gibt es keine Tradition aktiver Investor-Relations-Politik. Im Gegensatz zur Praxis amerikanischer und britischer Unternehmen galt »Finanzwerbung« für Aktien in Deutschland lange als Stilllosigkeit (Günther/Otterbein 1996: 391). Eine Aufwertung der Investor-Relations-Arbeit ist seit den späten achtziger, insbesondere und mit zunehmender Geschwindigkeit aber im Laufe der neunziger Jahre zu beobachten. Günther/Otterbein (1996) untersuchen in einer unternehmensvergleichenden Studie siebenundzwanzig deutsche Unternehmen mit besonders intensiver Investor-Relations-Arbeit und stellen fest, dass 1985 noch keines dieser Unternehmen über eine eigenständige Investor-Relations-Abteilung verfügte. Zwischen 1986 und 1990 entstanden Investor-Relations-Abteilungen in neun Unternehmen, die restlichen zwei Drittel der untersuchten Unternehmen gründeten die entsprechenden Abteilungen in den neunziger Jahren. Eine deutliche Zunahme an Gründungen von Investor-Relations-Abteilungen hat zu Beginn der zweiten Hälfte der neunziger Jahre, mit gewissem Vorlauf zu anderen Maßnahmen aktionärsorientierter Unternehmensführung, stattgefunden (KPMG 2000: 39). Die Qualität der Investor Relations ist also eher ein Früh- als ein Spätindikator von Shareholder-Value-Politik.

Glaum (1998b: 28) stellt fest, dass die Aufwertung der Investor-Relations-Arbeit in deutschen Großunternehmen in recht unterschiedlichem Ausmaß stattgefunden hat und beobachtet zum Beispiel regelmäßige intensive Investorengespräche bei etwa 50 Prozent der von ihm untersuchten Großunternehmen, während bei 8 Prozent der Unternehmen überhaupt keine Investorengespräche geführt werden. Varianz zeigt sich auch hinsichtlich der Zuordnung der Investor-Relations-Abteilungen zu den Vorstandsbereichen. Investor-Relations-Abteilungen, die direkt dem Vorstand oder der Finanzabteilung unterstellt sind, indizieren intensive Finanzkommunikation. Hingegen finden sich auch Unternehmen, bei denen die Investor Relations der Öffentlichkeitsarbeit unterstellt sind (Glaum 1998b: 49). In diesem Fall wird

Investor Relations mit hoher Wahrscheinlichkeit mit Public Relations vermischt, deren Ziel es ist, das Unternehmen in der Öffentlichkeit allgemein in einem positiven Licht erscheinen zu lassen.

Bei *DaimlerChrysler*<sup>15</sup> fand die Investor-Relations-Arbeit gerade in schlechten Zeiten Anerkennung von Aktionären und Analysten, als unvoreilhaftige Finanzinformationen offen transportiert und damit Risiken transparent gemacht wurden (Luber 2000: 94). Als besonders aktionärsorientiert bewertet wird auch die Investor-Relations-Arbeit von *SAP* und *Mannesmann*, während andere Unternehmen wie der *Axel Springer Verlag* oder *Strabag* regelmäßig wegen aus Aktionärssicht mangelhafter Informationspolitik kritisiert werden.<sup>16</sup> Große Unterschiede in der Intensität der Kommunikation mit den Anteilseignern zeigen sich auch bei der teilnehmenden Beobachtung von Hauptversammlungen, wobei zum Beispiel *Bayer* und *RWE* als besonders offene Unternehmen, *Holzmann* hingegen als ein besonders verschlossenes Unternehmen erscheint. Unternehmensvergleichende Daten zu diesem Shareholder-Value-Kriterium liefert der jährlich verliehene Investor-Relations-Preis (Enzweiler/Friese/Nitschke 1997; Enzweiler/Friese/Nitschke 1998; Luber/Nitschke 1999; Luber 2000). Diese Daten beruhen auf Fragebögen, die von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Finanzberatung an um die 1.000 Analysten<sup>17</sup> von Banken, Fondsgesellschaften und Versicherungen verschickt und mit denen Urteile über die Qualität der Investor-Relations-Arbeit deutscher Großunternehmen in der jeweiligen Vorperiode erhoben werden. Dabei werden die Erreichbarkeit der Unternehmen, die Offenheit im Dialog, die Zuverlässigkeit der Informationen und die Qualität der Kommunikation bewertet.<sup>18</sup> Um diese Daten als Indikatoren der Shareholder-Value-Orientierung verwenden zu können, wurden die In-

- 
- 15 Die Investor-Relations-Arbeit von *DaimlerChrysler* wird als besonders aktionärsorientiert bewertet. Die entsprechende Abteilung besteht aus einundzwanzig Führungskräften, die Kommunikation zwischen Investor-Relations-Abteilung und Vorstand gilt als besonders ausgeprägt (Luber 2000: 95). Die durchschnittliche Mitarbeiterzahl der Investor-Relations-Abteilungen von vierzig Unternehmen aus dem DAX 100 beträgt, der Studie von Achleitner/Bassen (2000: 13f.) zufolge, drei Personen. Zu diesem (späten) Zeitpunkt verfügen alle vierzig von Achleitner/Bassen betrachteten Unternehmen über Investor-Relations-Abteilungen.
  - 16 Im Rahmen des Investor-Relations-Preises 1998 wurde die Informationspolitik von *Springer*, *Holzmann* und anderen als indiskutabel bezeichnet. Ein Jahr später lautete das Urteil über dieselben Unternehmen: »Sie finden keinen Draht zu Investoren« (Enzweiler/Friese/Nitschke 1998; Luber/Nitschke 1999; Luber 2000).
  - 17 1997 und 1998 wurden 900, 1999 1.100 und im Jahr 2000 1.500 Analysten befragt.
  - 18 Die Auswertung wird von dem Finanzexperten Otto Loistl, Wirtschaftsuniversität Wien, geleitet.

dexwerte für die Jahre 1996, 1997, 1998 und 1999 z-transformiert, mittels Durchschnittsbildung zusammengefasst und erneut z-transformiert. Das Ergebnis ist in der zweiten Spalte von Tabelle 2-1 einsehbar.

## 2.3 Renditeziele

Als dritter Anhaltspunkt für die Aktionärsorientierung von Unternehmen dienen Zielrenditen auf das eingesetzte Kapital. Mit diesem Indikator soll, näherungsweise, die operative Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts erfasst werden. Die operative Seite von Shareholder-Value-Strategien steht im Zentrum des Shareholder-Value-Konzepts (Rappaport 1999) und der meisten unternehmensvergleichenden Studien zur kapitalmarktorientierten Unternehmensführung. Während Transparenz, Kommunikation und Vergütung als Hilfsmittel zur Senkung der Kontrollkosten bezeichnet werden können, die jeweils auf die operative Unternehmenspolitik verweisen, steht die operative Seite des Shareholder Value für sich selbst und verweist nicht auf einen anderen Bereich der Unternehmensführung.

Alfred Rappaports erstmals 1986 erschienenes Buch »Creating Shareholder Value«<sup>19</sup> kann als Initialzündung der Shareholder-Value-Debatte angesehen werden. Das Konzept zielt auf eine Unternehmensstrategie, bei der Führungskräfte ihre Entscheidung allein an der Steigerung des Aktionärsvermögens orientieren sollen.<sup>20</sup> Rappaport (1999: 15–38) diskutiert die Fra-

---

19 Dieser Arbeit liegt die deutsche Übersetzung in der zweiten Auflage zugrunde (Rappaport 1999).

20 »In einer Marktwirtschaft, die die Rechte des Privateigentums hochhält, besteht die einzige soziale Verantwortung des Wirtschaftens darin, Shareholder Value zu schaffen ...« (Rappaport 1999: 6). Die kontroverse Debatte um Shareholder-Value-Strategien bezieht sich weniger auf die Vor- und Nachteile des »Discounted-Cash-flow«-Ansatzes, sondern auf die gesellschaftlichen Implikationen der Forderung, Unternehmensentscheidungen allein an den Interessen der Aktionäre auszurichten. Mit dieser Forderung scheint die Legitimität von Mitbestimmungsrechten ebenso in Frage gestellt zu werden wie die Berechtigung von Kündigungsschutz und anderen arbeitsmarktregulierenden Maßnahmen. Rappaport zieht in der Tat diese Konsequenz und thematisiert die Diskrepanz zwischen dem europäischen Produktionsregime und der von ihm eingeforderten Aktionärsdominanz: »Gesetzliche Regulierungen, die vorgeben, sie würden Unternehmen ›helfen‹, im besten sozialen Interesse zu agieren, verursachen eine noch größere Unsicherheit der Arbeitnehmer. Viele europäische Regierungen und Gewerkschaften versuchen, Arbeitsplätze zu schützen, indem Personalfreisetzungen mit hohen Kosten verbunden werden. Diese Einmischung in die Marktkräfte führt zu einer geringeren Wettbewerbsfähigkeit, sehr



ge, an welchen unternehmerischen Kennzahlen sich eine Unternehmenspolitik orientieren muss, mit der die Steigerung der Aktionärsrendite erreicht werden soll – und kommt zu dem Schluss, dass mit der »zwanghafte[n] Beschäftigung mit Gewinnen« (Rappaport 1999: 15) eine falsche Kenngröße im Vordergrund der Unternehmenspolitik steht. Kennziffern, die sich aus dem Buchgewinn ableiten, sind Rappaport zufolge in dreierlei Hinsicht problematisch. Erstens ist die Höhe des Unternehmensgewinns von zahlreichen, letztlich willkürlichen Buchungsentscheidungen abhängig, die den »wahren« Unternehmenswert nicht tangieren. Zweitens kritisiert Rappaport die Behandlung von Investitionen in das Umlauf- und Sachanlagevermögen, die für die Substanzerhaltung des Unternehmens notwendig sind, bei der Gewinnermittlung. Einen dritten Grund, warum Gewinne und die aus ihnen abgeleiteten Kennziffern den ökonomischen Wert von Unternehmen nur unzureichend abbilden, sieht Rappaport in der Vernachlässigung des Zeitwerts des Geldes. Dem Shareholder-Value-Ansatz zufolge sind Gewinne eine derart irreführende Steuerungsgröße, dass die Orientierung der Unternehmenspolitik an gewinnorientierten Kennziffern zwangsläufig zu Fehlallokationen und zu Vermögensverlusten der Anteilseigner führen muss.

Auf dieser Kritik klassischer Renditekennziffern aufbauend, präsentiert Rappaport (1999: 39–70) sein »Discounted-Cash-flow«-Konzept. Ziel dieses Ansatzes ist, Kennziffern zu benennen, deren gezielte Beeinflussung den Shareholder Value – also die Eigentümerrendite, die sich aus Aktienkurssteigerungen plus Dividenden zusammensetzt (ebd.: 39, 211) – maximal zu steigern.

Der Shareholder-Value-Ansatz schätzt den ökonomischen Wert einer Investition durch die Diskontierung prognostizierter zukünftiger Cash-flows auf ihren Gegenwartswert. Der Cash-flow ist die Differenz zwischen zu erwartenden einzahlungswirksamen Erträgen (zum Beispiel von Kunden) und zu erwartenden auszahlungswirksamen Aufwendungen (zum Beispiel an Mitarbeiter oder Lieferanten). Um den Zeitwert des Geldes zu berücksichtigen, sind diese Cash-flows auf ihren gegenwärtigen Wert zu diskontieren, wobei der Diskontierungssatz den Kapitalkosten entspricht. Die Berücksichtigung der Kapitalkosten präsentiert Rappaport (1999: 44–47) als eigentliche Innovation des Shareholder-Value-Ansatzes. Mit der Höhe der Kapitalkosten wird ein Grenzsatz angegeben, mit dem sich eine geplante Investition mindestens verzinsen muss, um ihre eigenen Kosten zu erwirt-

---

kostenintensiven Unternehmen und zu einer Arbeitslosigkeit, die mehr als doppelt so hoch ist wie in den Vereinigten Staaten« (Rappaport 1999: 11).

schaften. Erwirtschaften Investitionen eine Rendite, die über den Kapitalkosten liegt, wird Shareholder Value geschaffen; übersteigen die Kapitalkosten die erzielte Rendite, wird aus Sicht der Aktionäre Wert vernichtet.

Der Satz, mit dem Cash-flow-Ströme im Shareholder-Value-Ansatz diskontiert werden, ist das (je nach Finanzierungsstruktur) gewichtete Mittel aus Fremd- und Eigenkapitalkosten. Die Fremdkapitalkosten entsprechen den gegenwärtigen Kreditkosten. Im Vergleich dazu ist die Schätzung der Eigenkapitalkosten aufwändiger, denn im Gegensatz zur Fremdfinanzierung wird bei der Eigenfinanzierung mit den Kapitalgebern keine feste Verzinsung vereinbart. Gleichwohl existiert – Rappaport zufolge – eine Hürde, ab der Eigenkapitalgeber bereit sind, in ein Unternehmen zu investieren beziehungsweise dessen Anteilsscheine zu halten. Diese Hürde besteht aus einem risikofreien Zinssatz plus einer unternehmensspezifischen Risikoprämie. Als Annäherung an den risikofreien Zinssatz dienen die (quasi risikolosen) Renditen auf langfristige Bundesanleihen. Es bleibt der unternehmensspezifische Risikozuschlag zu bestimmen. Rappaport (1999: 47f.) schlägt vor, zur Annäherung an diese Risikoprämie das systematische Risiko eines Wertpapiers heranzuziehen, das sich aus dessen Kursvolatilität ergibt. Damit wird jene zusätzliche Vergütung abgebildet, die ein Investor mindestens verlangt, wenn er Aktien anstelle von risikolosen Staatsanleihen erwerben soll. Das Risiko einer Aktie wird durch den Beta-Wert gemessen, der sich aus dem Grad an Übereinstimmung der Volatilität der Aktienrendite mit der Volatilität des Marktportfolios ergibt.

Seit den späten achtziger Jahren sind weitere Konzepte aktionärsorientierter Unternehmensführung entstanden, die ebenfalls auf der Konstruktion von Steuerungsgrößen basieren und unter dem Schlagwort »Shareholder Value« firmieren.<sup>21</sup> Dazu zählen vor allem der »Cash-flow-Return-on-Investment«-Ansatz (CFRoI), der »Return-on-Invested-Capital«-Ansatz (RoIC) und der »Economic-Value-Added«- beziehungsweise »Market-Value-Added«-Ansatz (EVA<sup>TM</sup> beziehungsweise MVA). Die Bewertung der jeweiligen Konzepte ist in der Fachliteratur höchst umstritten, zumal von den jeweiligen Konzepten die verschiedensten Varianten existieren. Mitunter sprechen Verfechter eines der genannten Konzepte einigen oder allen anderen als aktionärsorientiert geltenden Konzepten ab, tatsächlich auf die Aktionärsrendite zu zielen.<sup>22</sup>

---

21 Siehe zum einführenden Vergleich kapitalmarktorientierter Ansätze: Becker (2000), Bühner (1993: 750–752), Bühner (1996), Crasselt (2000a, 2000b), Ryan/Trahan (2000: 1–2).

22 Uneinigkeit besteht nicht nur in der Auswahl der »besten« Kennziffer, sondern vor allem

Der Streit dieser Schulen wird durch die Tatsache angeheizt, dass die verschiedenen Rentabilitätskennziffern nicht nur akademische Konstrukte sind, sondern Güter, mit denen Unternehmensberatungsfirmen konkurrieren. Die CFROI-Methode wird von der *Boston Consulting Group* vermarktet, die RoIC-Methode von *McKinsey*, und EVA<sup>TM</sup> ist sogar ein geschütztes, von *Stern Steward & Co.* eingetragenes Warenzeichen. Es besteht Anlass zu der Annahme, dass die praktischen Unterschiede zwischen den jeweiligen Konzepten wegen des ökonomischen Wettbewerbs zwischen ihnen überbetont werden.

Die Unternehmensberatungsgesellschaft *Price Waterhouse* hat eine Studie vorgelegt, in der die Übereinstimmung verschiedener Renditekennziffern – neben CFROI und EVA<sup>TM</sup> auch »klassische« Kennziffern wie RoI (Return on Investment) und RoE (Return on Equity) – *ex post* anhand von Daten zu einundsiebzig deutschen Unternehmen getestet wurde. Die Autoren der Studie kommen zu folgendem Ergebnis:

Das Verhältnis der Renditekennzahlen untereinander zeichnet sich trotz der unterschiedlichen Definitionen durch eine hohe Übereinstimmung zwischen den verschiedenen Kennzahlen aus. Insbesondere zeigt sich bei einer detaillierteren Kennzahlenanalyse der gesamten Unternehmensstichprobe, dass auch die komplexeren Maße CFROI und EVA<sup>TM</sup> eine hohe Korrelation zu herkömmlichen Größen wie ROI, ROE und RoCE aufweisen. Ob diese modernen Kennzahlen im Vergleich zu den herkömmlichen einen zusätzlichen Informationsgehalt liefern, scheint aufgrund dieser Betrachtung zumindest fragwürdig.

(Price Waterhouse/ZEW 1998: 33)

Daraus lässt sich die These ableiten, dass der Einführung einer zu steigern den Spitzenkennzahl möglicherweise eine größere Bedeutung zukommt als der Natur dieser Kennzahl.

Die Implementation von Shareholder-Value-Steuerungsgrößen wurde in den späten neunziger Jahren von einer großen Anzahl unternehmensverglei-

---

auch in der Abgrenzung zwischen »klassischen« und aktionärsorientierten Kennziffern. Beispiele: Der CFROI-Ansatz wird in der Studie der KPMG (2000) negativ, bei Graf/Lenke/Schießer (1997) positiv im Sinne weitgehender Aktionärsorientierung bewertet. In Price Waterhouse/ZEW (1998) wird EVA<sup>TM</sup> aufgrund der mangelnden Zukunftsorientierung als nicht aktionärsorientiert klassifiziert, während bei Bühner/Sulzbach (2000: 3) die von Rappaport (1999) kritisierten Eigen- und Gesamtkapitalrenditen als wertorientierte Kennziffern betrachtet werden. Einige der hier ausgewerteten Shareholder-Value-Studien wurden im Auftrag von Firmen erstellt, die selbst im Beratungsgeschäft tätig sind (Arthur Andersen, Coopers&Lybrand, KPMG, Price Waterhouse) und deshalb ein ökonomisches Interesse an der Aufwertung der von ihnen verwendeten Konzepte haben.

chender betriebswirtschaftlicher Studien analysiert.<sup>23</sup> Wegen der unterschiedlichen Auffassungen zur Qualität der einzelnen Kennziffern variiert auch die Einschätzung über das Ausmaß an Kapitalmarktorientierung großer deutscher Unternehmen. Unter den Autoren besteht Einigkeit darin, dass in den neunziger Jahren ein deutlicher Trend in Richtung operativer Kapitalmarktorientierung großer deutscher Unternehmen stattfindet, von dem die untersuchten Unternehmen aber in unterschiedlichem Ausmaß betroffen sind. Auch innerhalb der Gruppe der Unternehmen mit zunehmender operativer Shareholder-Value-Orientierung zeigen sich deutliche Unterschiede in Bezug auf angewandte Konzepte und Implementationstiefe.

Die KPMG (2000: 15) kommt in ihrer Shareholder-Value-Studie zu dem Ergebnis, dass sich in den neunziger Jahren kein einheitlicher Standard der operativen Kapitalmarktorientierung durchgesetzt hat, und dass mit unterschiedlichen Kennzahlen experimentiert wird. Der Beginn der Einführung solcher Steuerungsgrößen wird etwa auf das Jahr 1992 datiert. Pellens/Thomaszewski/Weber (2000) zufolge hat insbesondere in den letzten zwei Jahren der neunziger Jahre ein »Ruck« in Richtung operativem Shareholder Value stattgefunden. In den Studien von Achleitner/Bassen (2000: 14) und der KPMG (2000) wird gezeigt, dass die verschiedenen Varianten des EVA<sup>TM</sup> in großen deutschen Unternehmen häufiger genutzt werden als konkurrierende Kennziffern,<sup>24</sup> während in der Mitte der neunziger Jahre noch das CFROI-Konzept dominierte. Pellens/Thomaszewski/Weber (2000: 45) stellen eine deutliche Tendenz zur kapitalmarktorientierten Ermittlung der Kapitalkosten fest.

Um den Problemen der Unterscheidung von kapitalmarktorientierten und »klassischen« Kennziffern Rechnung zu tragen,<sup>25</sup> wird in der vorliegenden Untersuchung auf eine Hilfsvariable zurückgegriffen, die eine näherungsweise Messung der operativen Kapitalmarktorientierung leisten soll (Bühner/Sulzbach 2000: 2; Glaum 1998b: 56–57 und 73; KPMG 2000: 10 und 30):

---

23 Achleitner/Bassen (2000), Bassen/Schulz (2000), Bühner/Sulzbach (2000), Coopers & Lybrand (1997), Glaum (1998b), Graf/Lenke/Schießer (1997), KPMG (2000), Pellens/Rockholtz/Stienemann (1997), Pellens/Thomaszewski/Weber (2000), Perlitz/Bufka/Specht (1997), Price Waterhouse/ZEW (1998).

24 Siehe zur praktischen Bedeutung des EVA-Konzepts auch FAZ vom 3.6.1998, 31.

25 Ein weiteres Problem der Bewertung aktionärsorientierter Steuerungsgrößen besteht darin, dass ihre tatsächliche unternehmensinterne Bedeutung von außen nur schwer einzuschätzen ist. Aktionärsorientierte und »klassische« Steuerungsgrößen werden oft nebeneinander und ergänzend verwendet, ohne dass die relative Bedeutung der jeweiligen Größen gewichtet werden kann (Achleitner/Bassen 2000: 15).

die Vorgabe von Zielrenditen für die Unternehmenssegmente oder das Unternehmen als Ganzes. Zielrenditen sind zukunftsgerichtete Verzinsungsvorgaben, die von Unternehmensleitungen als Zielgrößen der Mindestverwertung des eingesetzten Kapitals vorgegeben werden. Sie zielen auf die Effizienz der unternehmensinternen Kapitalallokation und damit letztlich auf die Erhöhung der Rentabilität. Insbesondere im Zusammenspiel mit einem hohen Informationswert der Segmentberichterstattung wirken Zielrenditen der Quersubventionierung entgegen, weil Unternehmenssegmente, deren Rentabilität dauerhaft unterhalb der unternehmensweit oder segmentspezifisch vorgegebenen Mindestverzinsung liegt, unter den Druck der Restrukturierung oder gar des Verkaufs geraten und deshalb verstärktem Leistungsdruck ausgesetzt werden.<sup>26</sup>

Anhand von Geschäftsberichten<sup>27</sup> der Jahre 1998 und 1999 wurde recherchiert, ob die vierzig untersuchten Unternehmen über Zielrenditen verfügen. Zwischen unternehmenseinheitlichen und segmentspezifischen Zielrenditen wurde dabei nicht unterschieden. Zielgrößen wurden als Zielrenditen gewertet, wenn sich die entsprechenden Ziffern auf die Verzinsung des Eigenkapitals oder des Gesamtkapitals (Eigenkapital plus Fremdkapital) beziehen oder eine sonstige gängige Kennziffer (zum Beispiel CFROI) verwendet wird.<sup>28</sup> Ziele, die sich auf die Ausweitung des Umsatzes um einen vorgegebenen Prozentsatz beziehen, wurden nicht gewertet, weil sie keine Informationen über die Rentabilität enthalten. Ein Grenzfall ist die Verwendung der Umsatzrendite, die bei *Volkswagen* üblich ist. Da die Umsatzrendite weder Informationen über die Rentabilität des eingesetzten Kapitals enthält, noch zum Unternehmensvergleich (aufgrund der von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlichen Fertigungstiefe) oder zur Bewertung von Investitionsalternativen nutzbar ist (Bassen/Schulz 2000: 69), wurde entschieden, Ziele zur Ausweitung der Umsatzrendite nicht als Zielrenditen im oben beschriebenen Sinne zu werten. Die dritte Spalte in Tabelle 2-1 zeigt, dass zwanzig der vierzig betrachteten Unternehmen in den späten neunziger Jahren Zielrenditen implementiert haben (1=Zielrenditen vorhanden, 0=Zielrenditen nicht vorhanden).<sup>29</sup>

---

26 Siehe auch Karlheinz Küting und Peter Lorson in der FAZ vom 4.10.1999, 33.

27 Ergänzend wurden Online-Broschüren zu Unternehmens- beziehungsweise Konzernstrategien für die Recherche genutzt.

28 Renditeziele wurden auch dort gepunktet, wo in den Geschäftsberichten angegeben wurde, dass bereichsspezifische Renditevorgaben errechnet und vorgegeben werden. In diesen Fällen wird die Höhe der Renditeziele im Geschäftsbericht nicht immer genannt.

29 In den zwanzig mit »1« gepunkteten Fällen beziehen sich die Zielrenditen auf folgende

## 2.4 Anreizkompatibilität der Managervergütung

Als vierter Indikator für die Kapitalmarktorientierung wird die Anreizkompatibilität der Managervergütung herangezogen. Für Deutschland traditionell untypisch, ist in den neunziger Jahren ein deutlicher Bedeutungszuwachs der kontingenten, vom finanziellen Unternehmenserfolg abhängigen Bestandteile der Führungskräftevergütung zu beobachten. Die Kopplung der Managergehälter an den Aktienkurs oder an operative Erfolgskennziffern wird als Bestandteil von Shareholder-Value-Strategien angesehen.<sup>30</sup>

Alfred Rappaport (1999: 133–158) widmet der Leistungsbewertung und Entlohnung von Führungskräften ein eigenes Kapitel und bezeichnet sie als »Achillesferse der Umsetzung von Shareholder-Value-Konzepten« (ebd.: 133). Ausgangspunkt der Diskussion um die Anreizkompatibilität der Managervergütung ist die Principal-Agent-Theorie, der zufolge wegen der Trennung von Eigentum und Kontrolle unterschiedliche Nutzenfunktionen von Managern und Eigentümern angenommen werden müssen. Wegen der Informationsasymmetrien zwischen Managern und Eigentümern und nur unzureichend spezifizierbaren Verträgen bleiben Managern Spielräume, opportunistische Ziele zu verfolgen, Risiken aus dem Weg zu gehen und dem Unternehmenswachstum einen höheren Stellenwert als der Steigerung des Aktionärsnutzens zuzuweisen (Fama 1980). Die Neigung von Managern, im Zielkonflikt zwischen Größenwachstum und Wertwachstum für das Größenwachstum zu entscheiden, wurde in unternehmensvergleichenden Studien empirisch nachgewiesen (Blanchard/Lopez-de-Silanes/Shleifer 1994; Jensen

---

Kennzahlen (in der von den Unternehmen genannten Terminologie): *Agiv*: Return on Equity; *BASF*: Gesamtkapitalrendite; *Bayer*: Cash-flow Return on Investment; *Daimler-Benz*: Return on Capital Employed; *Degussa*: Return on Capital Employed; *Henkel*: Betriebliche Kapitalrendite und Eigenkapitalrendite; *Hoechst*: Eigenkapitalrendite und Nettovermögensrendite; *Krupp*: Gesamtkapitalrendite; *Linde*: Return on Capital Employed; *MAN*: Return on Capital Employed; *Mannesmann*: Rendite auf das Brutto-Betriebs-Vermögen; *Preussag*: Eigenkapitalrendite und Cash-flow-Rendite; *Rheinmetall*: Eigenkapitalrendite und Gesamtkapitalrendite; *RWE*: Return on Invested Capital; *SAP*: Eigenkapitalrendite; *Siemens*: Geschäftswertbeitrag und Eigenkapitalrendite; *Spar*: Eigenkapitalrendite; *Thyssen*: Rendite auf das verzinsliche Kapital; *Veba*: Return on Capital Employed; *Viag*: Return on Capital Employed. In einigen Fällen werden Renditeziele ergänzend auch in Form von Umsatzrenditen vorgegeben. Ein Vergleich der Höhe der Mindestverzinsungen ist wegen der Unterschiedlichkeit der verwendeten Referenzgrößen nicht sinnvoll; siehe dazu auch Glaum (1998b: 58).

30 Achleitner/Bassen (2000: 19–20), Aleweld/Hölscher (1999), Buchner (1994: 514), Glaum (1998b: 58–62), Graf/Lenke/Schießer (1997: 15–17), Jensen/Murphy (1990), KPMG (2000: 31–37), Pellens/Thomaszewski/Weber (2000: 33, 46), Rappaport (1999: 133–158), von Rosen (1997: 5), Schwetzler (1999), Weißenberger/Weber (1999: 685–687).

1986).<sup>31</sup> Die »natürliche« Präferenz von Managern für das Wachstum der von ihnen geleiteten Unternehmen wird durch die Tatsache verschärft, dass die Unternehmensgröße einen steigenden Effekt auf die Managervergütung zu haben scheint (Schwalbach/Graßhoff 1997; Kraft/Niederprüm 1999).<sup>32</sup> Ein entscheidender Bestandteil von Shareholder-Value-Konzepten besteht deshalb darin, die Managervergütung dahingehend zu variabilisieren, dass die Verfolgung der Aktionärsinteressen steigende Auswirkungen auf die Entgelte haben und die Interessen der Führungskräfte damit an die Interessen der Aktionäre gekoppelt werden.

Ähnlich wie in der kommunikativen und der operativen Dimension weisen deutsche Unternehmen auch in der Dimension der Managervergütung traditionell eine geringe Kapitalmarktorientierung auf, wobei in den neunziger Jahren aber deutliche Veränderungen zu verzeichnen sind. International vergleichende Daten zu Höhe und Variabilität der Managervergütungen in Großunternehmen werden jährlich von der Unternehmensberatungsgesellschaft *Towers Perrin* zur Verfügung gestellt, die sich auf die Beratung in Vergütungsfragen spezialisiert hat. Diesen Angaben zufolge erhielten Vorstandsvorsitzende großer deutscher Aktiengesellschaften im Jahr 1996 variable Vergütungsanteile von durchschnittlich 25 Prozent des Fixgehalts (nicht: des gesamten Gehalts), verglichen mit 21 Prozent in Japan, 50 Prozent in Frankreich und 105 Prozent in den USA. Im Jahr 2000 machte der variable Anteil in Deutschland bereits 55 Prozent des fixen Bestandteils aus (Towers Perrin 2000: Table 5).

Über die unterschiedlichen Methoden zur Variabilisierung der Managervergütung existiert eine intensive wissenschaftliche Debatte. Es lassen sich drei Wege zur aus Aktionärssicht anreizkompatiblen Gestaltung der Managervergütung unterscheiden, die in der Praxis ergänzend genutzt werden: erstens Modelle, bei denen Boni bei der Erreichung vorher vereinbarter qualitativer oder quantitativer Ziele gewährt werden. Zweitens existieren Vergütungssysteme, bei denen Bestandteile des Entgelts an finanzielle Erfolgskennziffern gekoppelt werden, wobei Cash-flow-Größen, Gewinngrößen oder auch die Dividende als Bezugsgrößen verwendet werden können. Eine dritte Möglichkeit zur Variabilisierung der Entgelte ist die Abstrahierung von der finanziellen Situation des Unternehmens und die direkte Kopplung variabler Bestandteile an den Aktienkurs.

---

31 Zu einem abweichenden Ergebnis gelangen Mikkelson/Partch (im Erscheinen).

32 Zu diesem Ergebnis gelangt, anhand eines Samples deutscher Aktiengesellschaften, auch Schmid (1997: 78) unter statistischer Kontrolle für zahlreiche weitere Variablen.

Zur zuletzt genannten Möglichkeit der Steigerung der Anreizkompatibilität der Managervergütung gehören Aktienoptionsprogramme, deren Ausgestaltung in den späten neunziger Jahren<sup>33</sup> besondere Aufmerksamkeit zukam. Bei Aktienoptionsprogrammen werden Manager bei der Erreichung vorab festgelegter Ziele (zum Beispiel Kurssteigerungen um 30 Prozent in drei Jahren) berechtigt, Aktien des eigenen Unternehmens zum Preis des Ausgangszeitpunkts zu erwerben. So lange die Option läuft, besteht für das Management ein Anreiz, das Kursniveau so weit wie möglich nach oben zu treiben. In der Regel werden bei Aktienoptionsplänen relative anstelle von absoluten Zielen definiert, die sich auf einen Bezugswert (»benchmark«), zum Beispiel die durchschnittliche Kursentwicklung der wichtigsten Wettbewerber, beziehen (Pellens/Crasselt/Rockholtz 1998). Die Ausübung der Optionsrechte kann anstelle von Kurszielen auch an Rentabilitätskennziffern gekoppelt werden. Für die Zeit nach der Ausübung der Option werden häufig Haltefristen vereinbart, während derer die Aktien nicht verkauft werden dürfen. Damit soll erreicht werden, dass sich die Anreizwirkungen des Aktienoptionsplans nicht nur auf einen isolierten Zeitpunkt (der Ausübung der Option), sondern auf einen längeren Zeitraum erstrecken.

Die überwiegende Mehrheit der großen deutschen Aktiengesellschaften scheint in den späten neunziger Jahren mit Aktienoptionsprogrammen zu experimentieren. Allerdings sind einige dieser Programme in die Kritik von Aktionärsaktivisten und Betriebswirten geraten, die den betroffenen Aktienoptionsplänen jegliche Anreizwirkung absprechen (Wenger/Knoll 1999). Stattdessen seien, so die Kritik, Aktienoptionsprogramme zu Selbstbedienungsläden für Führungskräfte geworden. Besonders hart kritisiert worden ist das im Jahr 2000 bei *DaimlerChrysler* aufgelegte Aktienoptionsprogramm, bei dem auf die Kopplung des Kursziels an einen Vergleichswert als Referenzpunkt verzichtet wurde.<sup>34</sup> Dasselbe gilt für das im Jahr 2000 bei

---

33 Erst das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) von 1998 ermöglichte deutschen Unternehmen Aktienoptionsprogramme nach amerikanischem Vorbild (neu gefasster §192 Abs. 2 Nr. 3 des Aktiengesetzes) (Weißberger/Weber 1999: 673). Schon vorher wurde allerdings die Möglichkeit wahrgenommen, Aktienoptionsprogramme durch Wandelschuldverschreibungen zu simulieren. Dabei zeichnen Manager Anleihen, die dem Inhaber das Recht einräumen, die Schuldverschreibung in Aktien des Unternehmens einzutauschen. Der Anreiz zum Tausch in Aktien hängt dann vom Kurs der Aktie ab, so dass im Ergebnis der Effekt von Aktienoptionsprogrammen erzielt wird; siehe Handelsblatt vom 3./4.3.2000, K3.

34 Handelsblatt vom 3./4.3.2000, 1, Handelsblatt vom 27.11.2000, 18. Bereits die 1996 bei *Daimler-Benz* begebene Wandelanleihe war in die Kritik geraten, siehe zum Beispiel Schwetzler (1999: 346), Weißberger/Weber (1999: 676–678).



der Deutschen Post aufgelegte Aktienoptionsprogramm.<sup>35</sup> Es wäre allerdings verfehlt, aus der von Aktionärsschützern sicherlich zu Recht vorgetragenen Kritik zu folgern, die Variabilisierung der Managergehälter und Aktienoptionsprogramme im Besonderen seien generell ohne Anreizwirkungen. *Towers Perrin* kam in einer Untersuchung von hundert Aktienoptionsplänen deutscher Unternehmen zu dem Ergebnis, dass die Ausübungshürden allgemein sogar eher hoch als niedrig lagen (Eichstädt/Scharrer 2000: 120; so auch Handelsblatt vom 3./4.3.2000, K1). Die Beispiele *DaimlerChrysler* und *Deutsche Post* zeigen allerdings, dass das bloße Vorhandensein von Aktienoptionsprogrammen kein Maßstab zur Beurteilung der Anreizkompatibilität der Managervergütung sein kann. Auch Angaben über die Höhe der variablen Anteile der Managergehälter im internationalen Vergleich oder im Unternehmensvergleich können nur erste Anhaltspunkte zur Beurteilung der vom Entgelt ausgehenden Anreizwirkungen sein.

Die Zunahme an variablen Vergütungsbestandteilen deutscher Führungskräfte wurde in einigen unternehmensvergleichenden Studien nachgezeichnet und im Zusammenhang mit weiteren Indikatoren der Kapitalmarktorientierung diskutiert. Übereinstimmend mit den Angaben von *Towers Perrin* wird der durchschnittliche Anteil der variablen Vergütungsbestandteile bei Topmanagern der Unternehmen aus dem DAX 100 mit etwa einem Drittel angegeben (KPMG 2000: 33).<sup>36</sup> Hinter diesem Durchschnitt verbirgt sich allerdings offenbar eine enorme Varianz, wie eine Studie von Martin Glaum (1998b: 58–62), ebenfalls mit Bezug auf Unternehmen aus dem DAX 100, zeigt. In 65 Prozent der untersuchten Unternehmen fanden sich variable Einkommensbestandteile zwischen 25 Prozent und 50 Prozent des Gesamteinkommens, in 15 Prozent der Unternehmen betrug der variable Anteil weniger als ein Viertel, und in immerhin 20 Prozent der Unternehmen mehr als 50 Prozent. Bei *Siemens* macht der Anteil des fixen Gehalts nur noch ein Drittel aus, der Rest ist erfolgs- und kursabhängig.

---

35 Handelsblatt vom 20.4.2000, 17, Handelsblatt vom 7.11.2000, 15. Ein anderes Beispiel für ein stark kritisiertes Aktienoptionsprogramm ist der Optionsplan der Deutschen Bank, siehe zum Beispiel Handelsblatt vom 3./4.3.2000. Weitere Fallbeschreibungen finden sich in Eichstädt/Scharrer (2000); siehe auch Brandhoff (1999: 223), Balzer (1998).

36 Ähnlich Bassen/Koch/Wichels (2000), allerdings ausgehend von 64 der 500 umsatzstärksten deutschen Unternehmen. Die variablen Vergütungssysteme erstrecken sich, dieser Studie zufolge, überwiegend auf die ersten drei Führungsebenen.

Varianz zeigt sich auch hinsichtlich der zur Variabilisierung eingesetzten Instrumente. Pellens/Weber/Thomaszewski (1998) schätzen den Anteil der Unternehmen aus dem DAX 100, die variable Vergütungsbestandteile an aktionärsorientierte Spitzenkennzahlen koppeln (zu denen die Autoren zum Beispiel EVA<sup>TM</sup>, CFROI und RoCE zählen), auf 25 Prozent. Die KPMG (2000: 11) gibt für denselben Sachverhalt (und dasselbe Sample) zwei Jahre später die Größenordnung von einem Drittel an. Als Bezugsgrößen der Variabilisierung dominieren traditionelle Größen wie Gewinnentwicklung und Dividende (Glaum 1998b: 58; Graf/Lenke/Schießer 1997: 10; Pellens/Crasselt/Rockholtz 1998: 46). In mindestens drei Viertel der Großunternehmen existieren darüber hinaus individuell vereinbarte Bonussysteme.

Die Angaben zur Verbreitung von Aktienoptionsprogrammen schwanken stark in Abhängigkeit vom Erhebungszeitpunkt der Studie. Während sich in der Untersuchung von Graf/Lenke/Schießer (1997: 22) nur wenige Unternehmen fanden, die die Einführung von Aktienoptionsprogrammen planten, haben sich diese im Jahr 2000 in großen deutschen Aktiengesellschaften nahezu vollständig durchgesetzt (Eichstädt/Scharrer 2000: 121 f.; siehe auch Handelsblatt vom 1.8.2000, 7). Es kann also festgestellt werden, dass in den späten neunziger Jahren verschiedene Variabilisierungsinstrumente nebeneinander existieren, die einander ergänzend eingesetzt werden. Ein einheitlicher Standard hat sich nicht durchgesetzt, was sowohl für die Wahl der Instrumente als auch deren konkrete Ausgestaltung (etwa die Definition der Erfolgsziele bei Aktienoptionsprogrammen) gilt. Allerdings zeigt sich ein deutlicher Trend zu aktienkursbasierten Vergütungsprogrammen bei Managern der obersten Führungsebenen.

Um die Variabilität der Managervergütung in den vierzig betrachteten Unternehmen vergleichen zu können, wird auf eine Analysteneinschätzung zur Anreizkompatibilität der Vergütungsstrukturen zurückgegriffen, die sich auf das Jahr 1997 bezieht (Jahn/Prandl 1997). Ein niedriger Indexwert indiziert eine minimale, ein hoher Indexwert eine maximale aktionärsorientierte Anreizwirkung der Managervergütung (siehe Tabelle 2-1).<sup>37</sup>

---

37 Für drei der vierzig betrachteten Unternehmen liegt keine entsprechende Analysteneinschätzung vor: Axel Springer Verlag, Deutz und Holzmann.

## 2.5 Konstruktion der Shareholder-Value-Rangfolge

In diesem Abschnitt werden die vier Indikatoren der Kapitalmarktorientierung von Unternehmen zu einem kombinierten Index zusammengefasst. Anschließend wird die Plausibilität der damit entstehenden Sortierung der Unternehmen anhand von Beispielen diskutiert.

Es wurde argumentiert, dass den diskutierten vier Indikatoren – Informationsqualität des Geschäftsberichts, Investor Relations, Renditeziele, Anreizkompatibilität der Managervergütung – ein gemeinsames theoretisches Konstrukt zugrunde liegt, nämlich das Ausmaß der Ausrichtung der Unternehmenspolitik an den Interessen der Aktionäre. Die Annahme eines gemeinsamen Hintergrundfaktors setzt voraus, dass die einzelnen Variablen untereinander hinreichend stark korreliert sind (Bortz 1993: 473; Brosius 1998: 642). Tabelle 2-2 zeigt, dass dies tatsächlich der Fall ist. Für alle möglichen Kombinationen der Einzelvariablen kommen auf dem 0.01-Niveau signifikante Korrelationen zustande, wobei die Pearsonschen Korrelationskoeffizienten zwischen  $r=.47$  und  $r=.81$  liegen. Wegen der Höhe der Korrelationen führt auch eine faktorenanalytische Überprüfung zur Sortierung der vier Indikatoren in eine einzige, gemeinsame Komponente, was die Annahme eines gemeinsamen Hintergrundfaktors stützt (siehe auch Bellgard 1997: 206; Bühl/Zöfel 1999: 405).

Das zeigt, dass die Bündelung der Indikatoren zu einem kombinierten Index der Kapitalmarktorientierung nicht nur theoretisch, sondern auch empirisch gerechtfertigt werden kann. Prinzipiell kann zwischen zwei Methoden der Indexbildung unterschieden werden. Bei einem definitorisch gebildeten Index wird *ex ante* festgelegt, mit welchem relativen Gewicht die Ausgangsvariablen in den Index einfließen sollen. Bei der faktorenanalytischen Indexbildung fließen die untereinander am stärksten korrelierten Indikatoren mit überproportionalem Gewicht in den Index ein. Wegen der im Zweifel höheren intuitiven Plausibilität wurde entschieden, den definitorischen Weg zu wählen und die vier Ausgangsindikatoren gleichwertig, mit jeweils 25 Prozent, zu gewichten. Diese Entscheidung fiel allein aufgrund der höheren Anschaulichkeit des Verfahrens. Da der auf definitorischem Wege gebildete Index und ein probetalber faktorenanalytisch<sup>38</sup> gebildeter Index mit  $r=.995$  ( $p=.000$ ,  $n=40$ ) korrelieren, hat die Entscheidung für oder gegen eine der beiden Alternativen *de facto* keine Auswirkung auf den wei-

---

38 Rotierte Lösung, Varimax-Methode. Software: SPSS.

Tabelle 2-2 Korrelationsmatrix der Indikatoren der Shareholder-Value-Orientierung

	Geschäfts- berichte	Investor Relations	Manager- vergütung	Rendite- ziele
Geschäftsberichte	1,00***	0,81***	0,69***	0,47***
Investor Relations	0,81***	1,00***	0,67***	0,51***
Managervergütung	0,69***	0,67***	1,00***	0,48***
Renditeziele	0,47***	0,51***	0,48***	1,00***

Pearsons r. \*\*\* = signifikant auf dem 1%-Niveau.

teren Gang der Argumentation. Dasselbe gilt für die Möglichkeit, den defitorischen Weg zu wählen, die einzelnen Indikatoren aber unterschiedlich zu gewichten. Wegen der hohen Korrelationen zwischen den Indikatoren würden sich hieraus keine Abweichungen ergeben, die in der weiteren Argumentation relevant wären.

Der Index wurde gebildet, indem Durchschnitte aus den vier<sup>39</sup> z-transformierten (um den Nullpunkt gespiegelten) Einzelskalen gebildet wurden. Die damit entstandene Skala wurde erneut z-transformiert. Die entstandenen Indexwerte geben die relative Position der Unternehmen in Form von Standardabweichungen vom Mittelwert wieder. Kritisch kann eingewandt werden, dass alle Einzelskalen metrisch interpretiert wurden, obwohl es sich bei der Variable »Renditeziele« um eine binär codierte Variable handelt. Diese Entscheidung fiel, weil der operativen Dimension der Kapitalmarktorientierung ein hoher Stellenwert einzuräumen ist und eine differenzierte unternehmensbezogene Messung dieser Dimension bei dem momentanen Forschungsstand nicht zur Verfügung steht.

Das Ergebnis wird in Tabelle 2-3 wiedergegeben, wobei die Unternehmen in absteigender Reihenfolge sortiert wurden. Wegen der vorgenommenen Standardisierung betragen Summe und Durchschnitt der Indexwerte 0, Varianz und Standardabweichung 1. Demzufolge weisen alle Unternehmen mit positiven Indexwerten eine überdurchschnittliche, *Agiv* (mit einem Indexwert von 0.00) eine durchschnittliche und die unterhalb von *Agiv* positionierten Unternehmen eine unterdurchschnittliche Kapitalmarktorientierung

39 Bei den drei Unternehmen, für die kein Analystenrating zur Anreizkompatibilität der Managervergütung vorliegt, wurden Durchschnittswerte aus den verbliebenen drei Skalen gebildet, die in diesen Fällen zu jeweils einem Drittel in den entstehenden Index eingehen.

Tabelle 2-3 *Index der Shareholder-Value-Orientierung in den späten neunziger Jahren*

Unternehmen	Index	Unternehmen	Index
Bayer AG	1,61	Deutsche Telekom AG	0,16
VEBA AG	1,48	Krupp AG	0,16
SAP AG	1,33	Buderus AG	0,04
Hoechst AG	1,20	Agiv AG	0,00
BASF AG	1,14	Beiersdorf AG	-0,17
Mannesmann AG	1,11	Volkswagen AG	-0,26
Henkel KGaA	1,09	Rheinmetall AG	-0,31
Daimler-Benz AG	1,02	BMW AG	-0,43
RWE AG	0,90	VEW AG	-0,46
Siemens AG	0,86	Metro AG	-0,70
Schering AG	0,74	AVA AG	-0,81
Metallgesellschaft AG	0,72	Deutsche Babcock AG	-1,08
Degussa AG	0,55	Deutz AG	-1,18
Viag AG	0,55	Karstadt AG	-1,23
Preussag AG	0,45	Bilfinger + Berger AG	-1,25
MAN AG	0,36	Spar AG	-1,28
Deutsche Lufthansa AG	0,28	Südzucker AG	-1,30
Linde AG	0,22	Axel Springer Verlag AG	-1,70
Continental AG	0,21	Holzmann AG	-1,90
Thyssen AG	0,17	Strabag AG	-2,29

Zusammengefasste, z-transformierte Skala aus den vier Einzelskalen in Tabelle 2-1.

auf. Die hier entstandene Skala soll helfen, Kovarianzen mit anderen Indikatoren der Unternehmenspolitik aufzudecken. Nachfolgend soll die Rangfolge der Aktionärsorientierung einem Plausibilitätstest unterzogen werden. Steht die Positionierung der Unternehmen im Einklang mit dem, was aus der Wirtschaftspresse über deren Kapitalmarktorientierung bekannt ist?

Zunächst fällt auf, dass sich einige Wirtschaftssektoren mehr oder weniger zu Gruppen sortieren und der Grad der Kapitalmarktorientierung also von der Sektorzugehörigkeit abhängig zu sein scheint. Im Einklang mit den Vermutungen, die durch Wirtschaftsmedien nahe gelegt werden, weisen beispielsweise Automobilunternehmen eine höhere Kapitalmarktorientierung auf als Bauunternehmen. Sechs Wirtschaftssektoren sind in dem Sample mit jeweils mindestens drei Unternehmen vertreten. Die Unternehmen

aus dem Chemie/Pharma-Sektor<sup>40</sup> haben einen durchschnittlichen Indexwert von +1,06; der durchschnittliche Indexwert für die Energieversorger<sup>41</sup> beträgt +0,62; für den Automobilsektor<sup>42</sup> kommt ein Durchschnitt von +0,11 zustande; die Unternehmen, die im weiteren Sinne dem Maschinen- und Anlagenbau<sup>43</sup> zugerechnet werden können, kommen auf einen durchschnittlichen Indexwert von -0,15; die Indexwerte der Handelsunternehmen<sup>44</sup> fallen mit durchschnittlich -1,01 niedrig aus, gefolgt von den Bauunternehmen<sup>45</sup>, die mit -1,81 den niedrigsten Durchschnittswert aufweisen. Während sich die Chemie- und Pharmaunternehmen auffallend am oberen Ende der Skala positionieren – was in schwächerem Ausmaß (und unter Ausnahme der VEW) auch für die Energieversorgungsunternehmen gilt –, sind die Bau- und Handelsunternehmen eindeutig am unteren Ende der Rangfolge angesiedelt. Die Automobil- und Maschinenbauunternehmen sind hingegen stärker über die gesamte Rangfolge verteilt. In Kapitel 3 wird argumentiert, dass die Branchenzugehörigkeit der Unternehmen vor allem im Hinblick auf die realwirtschaftliche Internationalisierung relevant ist und deshalb mit dem Grad der Investorenorientierung in Zusammenhang steht.

Als Vorreiter kapitalmarktorientierter Unternehmensführung gilt in Deutschland *Veba*, wo bereits 1992 mit der Implementation solcher Konzepte begonnen wurde. Als Initialzündler des Umbaus des *Veba*-Konzerns gilt eine Studie der britischen Beratungsgesellschaft *S.G. Warburg*, in der vorgerechnet wurde, dass in dem diversifizierten Unternehmen Quersubventionierung in großem Stil stattfand und in rund 30 Prozent der Geschäftsfelder die eigenen Kapitalkosten nicht erwirtschaftet wurden. Die Berater zeigten, dass eine Teilung des Konzerns einem Übernehmer eine enorme Zerschlagungsprämie einbringen müsste (Baden/Wilhelm 1996: 148). Gleichzeitig setzten Bestrebungen der Europäischen Kommission ein, den Energiemarkt auf europäischer Ebene zu liberalisieren (Monopolkommission 1996: 29).<sup>46</sup>

---

40 *Bayer, Hoechst, BASF, Henkel, Schering, Degussa.*

41 *Veba, RWE, Viag, VEW.*

42 *Daimler-Benz, Volkswagen, BMW.*

43 *Mannesmann* (Maschinenbau/Telekommunikation), *MAN* (Maschinenbau/Nutzfahrzeuge), *Linde* (Gase/Maschinenbau), *Rheinmetall* (Maschinenbau/Rüstung), *Deutsche Babcock* (Maschinen- und Anlagenbau), *Deutz* (Motoren/Anlagenbau).

44 *Metro, AVA, Karstadt, Spar.*

45 *Bilfinger+Berger, Holzmann, Strabag.*

46 Bereits 1988 legte die Europäische Kommission ein Arbeitspapier »Der Binnenmarkt für Energie« vor (KOM(88)238) und kündigte Maßnahmen zur Liberalisierung dieses Sektors an. Die Richtlinie zur Liberalisierung des Energiemarktes trat 1996 in Kraft. Bis dahin war der Energiebereich dem Wettbewerbsprinzip entzogen. Der bevorstehende Wett-

*Veba* kombiniert mehrere Merkmale, die eine hohe Shareholder-Value-Orientierung vermuten lassen und die in den nachfolgenden Kapiteln anhand des Datenmaterials diskutiert werden: die (in diesem Fall schockartige) Zunahme von Wettbewerbsdruck, die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme, die spezifischen Probleme von Konglomeraten, deren Aktionärsstrukturen durch institutionelle Anleger geprägt sind. Möglicherweise war es Übernahmepressure, der zur radikalen Umstrukturierung zwang; möglicherweise nutzten die Führungskräfte um den Vorstandsvorsitzenden Hartmann die *S. G. Warburg-Studie*, um mit Blick auf die bevorstehende Liberalisierung des Energiesektors Umstrukturierungen durchzusetzen, die in einem ehemaligen Staatsunternehmen sonst nicht denkbar gewesen wären. Bereits 1995 notierte sich *Veba* an der New Yorker Börse. Bis in die zweite Hälfte der neunziger Jahre hinein galt *Veba* als Börsenliebling und konnte beachtliche Aktienkurssteigerungen verzeichnen. In der hier konstruierten Rangfolge befindet sich *Veba* auf Rang 2.

In den Jahren 1996–1999, auf die sich der Shareholder-Value-Index bezieht, hat der Chemie- und Pharmakonzern *Bayer* hinsichtlich seiner Kapitalmarktorientierung mit *Veba* gleichgezogen beziehungsweise, mit Blick auf den höheren Indexwert, *Veba* sogar überholt. *Bayer* gilt nicht, wie *Veba*, als »Erfinder« der Anwendung von Shareholder-Value-Strategien in deutschen Unternehmen, gehört aber gleichwohl zu den Vorreitern. Die Implementation von Shareholder-Value-Strategien erfolgte bei *Bayer* in der Mitte der neunziger Jahre. Vor allem war *Bayer* eines der ersten Unternehmen, bei dem Managergehälter aus Investorensicht erfolgreich an den Aktienkurs gekoppelt wurden (Graf/Lenke/Schießer 1997: 22). Auch die Transparenz bei *Bayer* wird von Aktionären und Analysten als vorbildlich angesehen.

Ein Unternehmen, bei dem man möglicherweise einen höheren Rangplatz als in Tabelle 2-3 angegeben erwartet hätte, ist *Daimler-Benz* beziehungsweise *DaimlerChrysler* (Rang 8 mit einem Indexwert von +1,02). Als besonders aktionärsorientiert gilt das Unternehmen hinsichtlich seiner Investor-Relations-Arbeit (Enzweiler/Friese/Nitschke 1998: 42; Luber/Nitschke 1999: 42). Der Grund für die relativ niedrige Positionierung von *Daimler-Benz* in der Shareholder-Value-Rangfolge liegt in der aus Investorensicht mangelhaften Anreizkompatibilität der Managervergütung. Zwar hatte *Daimler-Benz* schon vor dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unterneh-

---

bewerbsschock war seit 1988, spätestens seit den frühen neunziger Jahren antizipierbar. Siehe zur Deregulierung des Energiemarkts durch die Europäische Kommission: Monopolkommission (2000: 66–79), Scharpf (1999: 60–63), S. Schmidt (1998).

mensbereich (KonTraG) damit begonnen, durch eine Wandelschuldverschreibung ein Aktienoptionsprogramm zu simulieren. Dieses Programm geriet allerdings in die Kritik von Aktionärsschützern, weil es weder eine Kopplung an einen Marktindex noch Haltefristen nach Ausübung der Option vorsah (Schwetzler 1999: 346). Für das Aktienoptionsprogramm von 2000 wurde der Konzern von Aktionären sogar verklagt (Handelsblatt vom 27.11.2000, 18).

Auch bei *Siemens* wäre möglicherweise eine höhere Positionierung zu erwarten gewesen (Rang 10, Indexwert von +0,86). Gegenwärtig gehört *Siemens* zweifellos zu den Unternehmen mit besonders weitreichender Kapitalmarktorientierung. Allerdings zählt *Siemens* zu den Nachzüglern, was sich in der auf die vier Jahre zwischen 1996 und 1999 bezogenen Rangfolge bemerkbar macht. Bis in das Jahr 1998 waren bei *Siemens* keinerlei Aktivitäten in Richtung Kapitalmarktorientierung bemerkbar. Das änderte sich im Juli 1998, als der Vorstandsvorsitzende Heinrich von Pierer das Zehn-Punkte-Programm zur Umstrukturierung des *Siemens*-Konzerns verkündete.<sup>47</sup> Unter anderem sah das Programm die Neuausrichtung und den Verkauf zahlreicher Geschäftsfelder, den Börsengang der Tochterunternehmen *Epcos* und *Infineon*, den Wechsel von Vorzugs- auf Namensaktien, die Umstellung der Bilanzierung auf US-GAAP und die Notierung an der New Yorker Börse vor. Im Folgejahr konnte die *Siemens*-Aktie um etwa 40 Prozent zulegen. Im Dezember 2000 folgte auf das Zehn-Punkte-Programm ein Sechs-Punkte-Plan, der vor allem die Veröffentlichung konkreter Rentabilitätsziele für alle dreizehn Geschäftsbereiche vorsah. Dabei formulierte von Pierer explizit das Ziel, Quersubventionierungen offen zu Tage treten zu lassen. »Kein Geschäftsgebiet wird auf Kosten der anderen künstlich am Leben erhalten«, erläuterte Pierer das Programm (Handelsblatt vom 15./16.12.2000, 2). Auch der Variabilität der Vergütung der Topmanager von *Siemens* wird mittlerweile Modellcharakter attestiert (Handelsblatt vom 19./20.11.999, K2; siehe auch Neubürger 2000: 194–195). Hinsichtlich seiner Kapitalmarktorientierung bewegt sich *Siemens* – allerdings erst nach dem in der Rangfolge betrachteten Zeitraum – bereits nahe an angloamerikanischen Standards. Als Reaktion auf den Sechs-Punkte-Plan äußerte ein Analyst, *Siemens* erinnere ihn mittlerweile stark an *General Electric* (Handelsblatt vom 15./16.12.2000, 15), das ebenfalls ein diversifizierter Elektronikkonzern mit hohen Standards der Investorenorientierung ist.

---

47 Zum Controllingsystem bei *Siemens*, insbesondere zu Zielrenditen siehe Neubürger (2000).



Eine bemerkenswerte Positionierung auf der Shareholder-Value-Rangfolge nimmt auch der *Volkswagen*-Konzern ein (Rang 26, Indexwert von – 0,26), den man unter Umständen noch weiter am unteren Rand der Liste erwartet hätte, weil er – im Gegensatz zu *Daimler-Benz* beziehungsweise *DaimlerChrysler* – als eher kapitalmarktgewandt gilt. *Volkswagen* bilanzierte noch 1999 nach HGB-Regeln. Analysten zufolge ist für den Konzern insbesondere die Bildung und Auflösung hoher stiller Reserven typisch (Financial Times Deutschland vom 21.2.2000, 1 und 10; Handelsblatt vom 6.11.2000, 15). Das Beispiel *Volkswagen* wirke negativ auf die gesamte deutsche Automobilbranche, äußerte beispielsweise ein Investmentbanker bei *Goldman Sachs* (Handelsblatt vom 27./28.10.2000, 17). Allerdings sollte daraus nicht gefolgert werden, die Kapitalmarktorientierung von *Volkswagen* befände sich auf dem Niveau der Bau- oder Handelsunternehmen. In der Frage der Zielrenditen wurde *Volkswagen* als Zweifelsfall diskutiert: Dort existieren Renditeziele, die aber als Umsatzrenditen vorgegeben werden; bei VW und *Audi* sollen als kurzfristiges Ziel 6,5 Prozent, langfristig 8 Prozent Umsatzrendite erwirtschaftet werden. Wäre entschieden worden, auch Ziele zur Steigerung der Umsatzrenditen als kapitalmarktorientierte Renditeziele zu werten, dann hätte sich *Volkswagen* noch wesentlich höher auf der Rangfolge befunden. Prototypen kapitalmarktgewandter deutscher Automobilkonzerne sind möglicherweise eher *BMW* und, vor allem, *Porsche*<sup>48</sup>. Für eine niedrige Aktionärsorientierung von *Volkswagen* spricht allerdings das Volkswagenengesetz des Landes Niedersachsen, mit dem das Unternehmen vor unerwünschter Einflussnahme geschützt wird. Koordiniertem Aktivismus von Minderheitsaktionären sind damit ebenso hohe Hürden gesetzt wie der Möglichkeit einer feindlichen Übernahme.

Unmittelbar plausible Positionierungen erreichen die Unternehmen, die am unteren Rand der Rangfolge angesiedelt sind. Unternehmen wie der *Axel Springer Verlag*, *Holzmann* oder *Strabag* stehen in dem Ruf, sich den Kapitalmarktteilnehmern besonders zu verschließen (Baden/Wilhelm 1996: 147; Enzweiler/Friese/Nitschke 1998: 46; Luber/Nitschke 1999: 46), was von Aktionärsaktivisten als provinziell kritisiert wird. Auch für das obere Ende gilt, dass die hohen Werte für Unternehmen wie *SAP*<sup>49</sup>, *Hoechst*<sup>50</sup>,

48 Siehe zum Beispiel das Interview mit dem Vorstandsvorsitzenden Wendelin Wiedeking in der ZEIT vom 12.7.2001, 19.

49 Bei *SAP* ist insbesondere die an den Aktienkurs gekoppelte Vergütung bemerkenswert, die sich auf den besonders großen Kreis von 9.600 Personen erstreckt. Das 1998 aufgelegte Mitarbeiterbeteiligungsprogramm »Star« basiert auf virtuellen Aktien. Ausgehend von einem Basiskurs erhalten die berechtigten Personen jeweils den Betrag ausgezahlt,

BASF<sup>51</sup>, RWE<sup>52</sup> oder Henkel<sup>53</sup> unmittelbar einleuchten. Insgesamt kann konstatiert werden, dass die Positionierung ausgewählter Schlüsselunternehmen in der in Tabelle 2-3 wiedergegebenen Rangfolge mit Ad-hoc-Einschätzungen im Wesentlichen übereinstimmt.

## 2.6 Zusammenhänge mit weiteren potenziellen Shareholder-Value-Indikatoren

In diesem Abschnitt wird der Shareholder-Value-Index von potenziellen Indikatoren der Kapitalmarktorientierung abgegrenzt, die – aus unterschiedlichen Gründen – nicht zur Konstruktion der Rangfolge herangezogen wurden. Es werden statistische Zusammenhänge zwischen dem Index der Kapitalmarktorientierung und verwandten Indikatoren aufgezeigt und damit weitere Merkmale von Shareholder-Value-Strategien herausgearbeitet. Es wird gezeigt, dass Shareholder-Value-Unternehmen in den späten neunziger Jahren eine günstigere operative Performanz vorzuweisen hatten und eine höhere Aktionärsrendite erwirtschaften konnten, mit höherer Wahrscheinlichkeit als »traditionelle« Unternehmen eigene Aktien zurückkauften, sich an der New Yorker Börse notierten, mit internationalen Rating-Agenturen zusammenarbeiteten und den Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission akzeptierten.

### Aktienkursperformanz

In den vergangenen Jahren sind in einer Vielzahl von Wirtschaftsmagazinen »Shareholder-Value-Rangfolgen« erschienen, die allerdings nicht auf die

---

um den die Vorzugsaktien innerhalb eines Jahres gestiegen sind. Wegen der enormen Aktienkurssteigerungen belief sich die durchschnittliche Ausschüttung pro Berechtigtem im Jahr 1999 auf 56.250 Euro (Handelsblatt vom 18.1.2000, 19). Für die oberen Führungskräfte existiert ein Aktienoptionsprogramm, das wegen seiner Transparenz in Deutschland einzigartig ist. Auf Seite 91 des Geschäftsberichts über das Jahr 2000 werden die zugeteilten, ausgeübten und noch ausstehenden Aktienoptionen für alle Vorstandsmitglieder namentlich ausgewiesen.

50 Siehe Menz/Becker/Sablowski (1999: 91–144).

51 Siehe zum Beispiel Handelsblatt vom 19./20.5.2000, K4.

52 Zur operativen Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts, insbesondere zu Zielrenditen bei RWE siehe Börsig (2000).

53 Zur Managervergütung bei Henkel siehe Handelsblatt vom 5./6.5.2000, K4.

»Policy«-Dimension zielen, sondern »outcomes«-orientiert sind und sich an potenzielle Anleger wenden. In diesen Rangfolgen wird mit unterschiedlichen Methoden der Frage nachgegangen, welche Unternehmen in einem abgrenzbaren Zeitraum (zum Beispiel in den vergangenen drei Jahren) die größte Aktionärsrendite, gemessen zum Beispiel anhand von Aktienkurssteigerungen plus Dividenden, erwirtschaftet haben. Der unbestreitbare Vorteil dieses Verfahrens liegt darin, dass angegeben werden kann, wo tatsächlich »Shareholder Value« im Sinne von zusätzlichem Aktionärsvermögen geschaffen wurde und wo nicht. Wie viel diese Rangfolgen allerdings – wie implizit angenommen – über die Managemententscheidungen der Unternehmen aussagen, ist schwer zu beurteilen. Bekanntlich werden Aktienkurse durch viele weitere Determinanten beeinflusst, die von der Entwicklung bei den Wettbewerbern über die Neubewertung ganzer Branchen bis hin zu spekulativen Blasen (in den späten neunziger Jahren vor allem am Neuen Markt) reichen.

*Tabelle 2-4 Shareholder Value und verschiedene Performanz- und Verhaltensindikatoren: Zusammenhangsmaße*

Variable	Pearsons r, p-Wert und Fallzahl		
Aktienkursentwicklung 1996–1999	r = .46	p = .003	n = 40
Durchschnittliche Ausschüttungsquoten 1996–1999	r = .38	p = .027	n = 34
Prozentuale Dividendensteigerungen 1995–1999	r = .34	p = .059	n = 31
Durchschnittliche Eigenkapitalrenditen 1996–1999	r = .47	p = .005	n = 35
Durchschnittliches CFRol 1996–1998	r = .57	p = .001	n = 33
Durchschnittliche Kapitalkosten 1996–1998	r = .40	p = .011	n = 40
Notierungen an der NYSE 1999	r = .40	p = .011	n = 40
Aktienrückkäufe bis Ende 1999	r = .43	p = .006	n = 40
Ratings Standard & Poor's 2000	r = .46	p = .003	n = 40
Ratings Moody's 2000	r = .59	p = .000	n = 40
Akzeptanz des Übernahmekodex 1999	r = .55	p = .000	n = 38

Datenquellen. Shareholder Value: siehe Tabellen 2-1 und 2-3. Aktienkursentwicklung: B&W Investment, Handelsblatt, Wirtschaftswoche (diverse Ausgaben). Ausschüttungsquoten, Dividenden, Eigenkapitalrenditen: Wright Investors' Service. Cash-flow Return on Investment: OnVista-Finanzdatenbank. Kapitalkosten: Capital (diverse Ausgaben). Notierungen an der New York Stock Exchange (Dummy-Variable): Eigene Recherchen. Aktienrückkäufe: 2 = Aktien wurden zurückgekauft; 1 = Es wurde ein Ermächtigungsbeschluss zum Aktienrückkauf auf einer Hauptversammlung herbeigeführt; 0 = Keine Aktivitäten in Richtung Aktienrückkäufe. Eigene Recherchen. Ratings bei Standard & Poor's und Moody's (Dummy-Variablen): Eigene Recherchen. Akzeptanz des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission (Dummy-Variable): Angaben der Börsensachverständigenkommission.

Als Indikatoren der Unternehmenspolitik im Sinne von »policy« sind Performanzindikatoren deshalb nicht geeignet. Gleichwohl darf angenommen werden, dass Zusammenhänge zwischen Kapitalmarktorientierung und Performanzindikatoren bestehen. Wo die Kapitalmarktorientierung das operative Geschäft beeinflusst, sollte angenommen werden, dass sich die Rentabilitätsorientierung von Shareholder-Value-Unternehmen tatsächlich in einer höheren Rentabilität und, in der Folge, in einer günstigeren Entwicklung der Aktie niederschlägt. Bestünden überhaupt keine Zusammenhänge zwischen Unternehmensstrategie- und Performanzindikatoren, wäre eine Unternehmensstrategie wie etwa die kapitalmarktorientierte Unternehmensführung entweder in den Bereich der symbolischen Politik zu verweisen oder das gewählte Messkonzept zu verwerfen.

In Tabelle 2-4 sind Zusammenhangsmaße zwischen verschiedenen Performanz- und Verhaltensindikatoren und dem Shareholder-Value-Index dargestellt. Kapitalmarktorientierung zielt auf die Steigerung des Aktionärsnutzens. Innerhalb des betrachteten Zeitraums, zwischen dem 2. Januar 1996 und dem 3. Januar 2000<sup>54</sup>, konnten die vierzig Unternehmen aus dem Sample Aktienkurssteigerungen von nominal<sup>55</sup> durchschnittlich 102,9 Prozent erzielen. Wie sich zeigt, besteht erwartungsgemäß ein starker Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und Aktienkursentwicklung (Pearsons  $r = .46$ ,  $p = .003$ ,  $n = 40$ ).<sup>56</sup> Allerdings existieren bemerkenswerte Ausnahmen vom Trend. Die Kurssteigerungen bei *Veba* fallen in den vier betrachteten Jahren beispielsweise mit nominal 53,8 Prozent unterdurchschnittlich aus, wobei aber zu beachten ist, dass *Veba* als Shareholder-Value-Vorreiter bereits in der Mitte der neunziger Jahre hohe Kurssteigerungen verbuchen konnte. Vor allem aber gab es in den späten neunziger Jahren an der Börse erfolgreiche Unternehmen, die sich nicht durch eine besonders ausgeprägte Kapitalmarktorientierung auszeichnen. Der Kurs der *Springer*-Aktie legte im betrachteten Zeitraum um 139,7 Prozent, der Kurs der *BMW*-Aktie um 148,7 Prozent und der Börsenkurs von *Beiersdorf* um 162,6 Prozent zu.

---

54 Für *Thyssen* und *Krupp* wurde der Kurs am 23. März 1999, dem letzten Börsentag vor der Fusion der beiden Unternehmen zu *ThyssenKrupp*, verwendet. Bei *Daimler-Benz* beziehungsweise *DaimlerChrysler* wurde um den Aktiensplit (um den Faktor 10) bereinigt. Bei *Karstadt*, *Deutsche Babcock*, *Spar*, *Strabag* und *Südzucker* wurden Kurssteigerungen bis zum 23. August 1999 berücksichtigt. Datenquellen: B&W Investment, Handelsblatt, Wirtschaftswoche (diverse Ausgaben).

55 Ohne Korrektur um die Inflationsrate.

56 Deutliche Zusammenhänge zwischen den Corporate-Governance-Standards 1.500 amerikanischer Firmen und deren Aktienkursperformanz in den neunziger Jahren finden Gompers/Ishii/Metrick (2001: 30).

### *Dividenden*

Die Eigentümerrendite setzt sich aus Kurssteigerungen und Dividenden zusammen. Die Berücksichtigung von Dividenden bietet sich deshalb vor allem bei der Erstellung von performanzorientierten Shareholder-Value-Rangfolgen an.<sup>57</sup> Im Gegensatz zu Kurssteigerungen sind Dividendenzahlungen allerdings direkt durch die Unternehmenspolitik steuerbar, so dass von »Dividendenpolitik« gesprochen werden kann. In den späten neunziger Jahren ist ein Trend zu steigenden Ausschüttungen an die Aktionäre zu beobachten. Die Deutsche Bundesbank (1999a) sieht den Grund für Veränderungen der Dividendenpolitik explizit in dem zunehmenden Shareholder-Value-Denken. In einer Fallstudie zur Entwicklung der Kapitalmarktorientierung bei *Hoechst* zeigt Stefan Eckert (2000: 111–112) den Zusammenhang von Shareholder-Value-Orientierung und Ausschüttungspolitik auf (siehe auch Papke 1998: 1788; Hirsch-Kreinsen 1999).

Zweifellos zeugt es von niedriger Kapitalmarktorientierung, wenn Unternehmen die Erhöhung von Dividenden von vornherein ausschließen und freie Mittel routinemäßig den stillen Reserven zuführen, um einen Dividendenstrom auf gleich bleibend niedrigem Niveau auch in schlechten Zeiten beizubehalten (>dividend smoothing«). Empirische Studien zum Ausschüttungsverhalten deutscher Aktiengesellschaften zeigen, dass genau dies die traditionell vorherrschende Dividendenstrategie war (Augustin 1994; Behm/Zimmermann 1993; König 1990; siehe auch Sherman/Kaen 1997: 16–17). Man ginge allerdings fehl, würde man von der Ausschüttungsquote (Quotient aus Dividendenbetrag und Gewinn je Aktie) direkt auf die Kapitalmarktorientierung von Unternehmen schließen. Erstens steigen Dividendenquoten auch dann, wenn vor dem Hintergrund geglätteter Dividendenströme rückläufige Gewinne zu verzeichnen sind (zum Beispiel Handelsblatt vom 24.4.2001, 46). Vor allem aber, zweitens, ist eine abschließende Beurteilung von Dividendenstrategien nur unter Berücksichtigung der alternativen Anlagestrategien sinnvoll. »Investiere nur in Chancen mit einem glaubhaften Wertsteigerungspotenzial und zahle den Investoren dann Cash zurück, wenn wertsteigernde Investitionschancen nicht verfügbar sind«, bezeichnet Rappaport (1999: 112) als einen Leitsatz des Shareholder Value. Unabhängig von der Gewinnsituation kann also auch eine Nulldividende von hoher Kapital-

---

57 Vergleiche aber Graf/Lenke/Schießer (1997: 22), die eine Rangfolge der Kapitalmarktorientierung von siebenundzwanzig DAX-Unternehmen erstellen, indem sie Performanz- und Verhaltensvariablen mischen.

marktorientierung zeugen, wenn sich dem Unternehmen hoch profitable Investitionschancen bieten. Als direkter Indikator der Kapitalmarktorientierung sind Ausschüttungsquoten deshalb nicht geeignet.

Ein empirischer Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und Dividendenpolitik ist gleichwohl nachweisbar. Die durchschnittliche Ausschüttungsquote für den Zeitraum 1996 bis 1999 konnte für vierunddreißig Unternehmen erhoben werden.<sup>58</sup> Es ergibt sich ein statistischer Zusammenhang von  $r=.38$  ( $p=.027$ ,  $n=34$ ). Zusätzlich wurden die Steigerungen der Dividenden zwischen 1995 und 1999 erhoben.<sup>59</sup> Es zeigt sich, dass die Dividenden im betrachteten Unternehmenssample in diesem Zeitraum um durchschnittlich nominal 56 Prozent gestiegen sind. In Unternehmen mit hoher Kapitalmarktorientierung fiel diese Steigerung überdurchschnittlich aus ( $r=.34$ ,  $p=.059$ ,  $n=31$ <sup>60</sup>). Auch Jürgen Beyer und Anke Hassel kommen in ihrer Analyse der Verteilung der Nettowertschöpfung großer deutscher Unternehmen zu dem Ergebnis, dass sich die Verteilungsposition der Anteilseigner in den neunziger Jahren in kapitalmarktorientierten Unternehmen überdurchschnittlich verbessert hat (Beyer/Hassel 2002; siehe dazu auch Abschnitt 5.3).

### *Operative Performanz*

Der bisherigen Argumentation folgend, eignen sich auch operative Performanzdaten nicht zur direkten Messung der Kapitalmarktorientierung von Unternehmen. Da die operative Dimension der Kapitalmarktorientierung auf die Konzentration auf profitable Geschäfte und die Verhinderung von Quersubventionierung zielt, ist ein positiver Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und Rentabilität zu erwarten. Gleichwohl gibt es viele weitere Faktoren, die – neben der operativen Shareholder-Value-Strategie – auf die operative Performanz einwirken.

---

58 Datenquelle: Wright Investors' Service.

59 Datenquelle: Wright Investors' Service.

60 Neben den Fusionsfällen wurden bei dieser Berechnung auch jene Unternehmen vernachlässigt, die 1995 keine Dividende auszahlten, weil sich vom Basiswert Null aus keine Steigerungsrate angeben lässt. Die hohen Ausschüttungen bei der Agiv AG im Jahr 1999 (dort wurden Mittel aus der Auflösung des Unternehmens an die Aktionäre zurückgezahlt, was zu einer rechnerischen Dividendenrendite von 32 Prozent führt) wurden als Sonderfall gewertet und nicht berücksichtigt; siehe dazu zum Beispiel Handelsblatt vom 28./29.4.2001, Investor 1. Ein weiterer nicht berücksichtigter Sonderfall ist die Sonderausschüttung mit anschließender Kapitalerhöhung (Schütt-aus-hol-zurück, SAHZ), die Daimler-Benz im Jahr 1998 durchführte; siehe dazu Papke (1998).

Zur Einschätzung der Profitabilität der betrachteten Unternehmen kann, als gängigste aller Renditekennziffern, die Eigenkapitalrendite betrachtet werden. Für fünfunddreißig Unternehmen konnte ein Mittelwert für die Jahre 1996 bis 1999 berechnet werden.<sup>61</sup> Es zeigt sich eine deutliche Korrelation zwischen Kapitalmarktorientierung und Eigenkapitalrendite von  $r=.47$  ( $p=.005$ ,  $n=35$ ). Allerdings gehört die Eigenkapitalrendite gerade zu jenen Kennziffern, die Rappaport (1999: 15–38) wegen ihrer Gewinnbezogenheit als irrelevant kritisiert. Ersetzt man die Eigenkapitalrendite durch die Rentabilitätskennziffer Cash-flow Return on Investment (CFRoI)<sup>62</sup>, dann nimmt die Stärke des Zusammenhangs zu ( $r=.57$ ,  $p=.001$ ,  $n=33$ ). Dieses Ergebnis deutet darauf hin, dass kapitalmarktorientierte Unternehmen tatsächlich dazu tendieren, ihre operative Orientierung von der Gewinngenerierung auf die Generierung von Cash-flows umzustellen.

Der deutliche Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und CFRoI ist allerdings zu relativieren. Shareholder Value wird – Rappaport zufolge – nur produziert, wo Unternehmen mindestens ihre eigenen Kapitalkosten erwirtschaften. Es ist deshalb zu prüfen, ob die höhere Profitabilität kapitalmarktorientierter Unternehmen unter Umständen um höhere Kapitalkosten zu bereinigen ist. Wie sich zeigt, besteht tatsächlich ein positiver Zusammenhang zwischen dem Index der Kapitalmarktorientierung und einem Durchschnitt aus dem in den Jahren 1996, 1997 und 1998 jeweils von der Zeitschrift *Capital* zur Verfügung gestellten Kapitalkosten-Index ( $r=.40$ ,  $p=.011$ ,  $n=40$ ). Aber auch unter statistischer Kontrolle für die Kapitalkosten zeigt sich in der multiplen Regression ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und CFRoI,<sup>63</sup> wenngleich das auf den ersten Blick überraschend hohe bivariate Zusammenhangsmaß zwischen Kapitalmarktorientierung und CFRoI nach unten korrigiert werden muss.

### *Notierungen an der New Yorker Börse*

Ein potenzieller Indikator der Kapitalmarktorientierung, bei dem die Abgrenzung zu den verwendeten Indikatoren schwer fällt, ist das Vorliegen einer Notierung an der New Yorker Börse (NYSE). Präsenzen an der NYSE kön-

61 Datenquelle: Wright Investors' Service.

62 Datenquelle: OnVista-Finanzdatenbank. Es lagen Daten für die Jahre 1996–1998 vor. Für diesen Zeitraum wurde für jedes Unternehmen ein Durchschnittswert gebildet.

63 Die Schätzgleichung lautet ( $n=33$ ):  $CFRoI = -8.896$  (t-Wert:  $-0.866$ ,  $p=.393$ ) +  $2.343$  \* Kapitalkosten-Index (t-Wert:  $1.921$ ,  $p=.064$ ) +  $2.116$  \* Shareholder-Value-Index (t-Wert:  $2.068$ ,  $p=.047$ ). Korrigiertes  $R^2$ :  $354$ .

nen einerseits als Maßnahmen der Investor Relations gewertet werden, die die Aktie bei internationalen Investoren bekannter machen und damit letztlich die Nachfrage erhöhen und den Aktienkurs steigern sollen (Glaum 1998b: 41).

Neben diesem Motiv der Finanzwerbung gibt es einen tiefer liegenden Grund, wegen dem Notierungen an der NYSE Kapitalmarktorientierung indizieren könnten. Wie La Porta et al. (1999) im internationalen Vergleich zeigen, ist der Schutz der Kleinanleger in den USA wesentlich ausgeprägter als in den kontinentaleuropäischen Ländern. Unternehmen, die sich an der New Yorker Börse notieren, unterwerfen sich der Börsenaufsicht durch die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde (Securities and Exchange Commission, SEC). Die SEC ist eine Bundesbehörde mit über 2.500 Beschäftigten und sowohl hinsichtlich ihrer Kompetenzen als auch ihrer Mittelausstattung wesentlich mächtiger als ihr deutsches Pendant, das seit 1994 bestehende Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BaWe)<sup>64</sup> (Schneck 2000: 837; Jahn/Müller 1999). Vor allem verfügt die amerikanische Börsenaufsicht über judikative Befugnisse und kann beim Verdacht auf Regelverstöße selbst ermitteln,<sup>65</sup> während dem BaWe solche Kompetenzen fehlen<sup>66</sup> und Verdachtsmomente in langwierigen Prozeduren an die Staatsanwaltschaft weitergegeben werden müssen.

Börsenaufsichtsbehörden dienen der Offenlegung kapitalmarktrelevanter Informationen und der Bekämpfung illegalen Insiderhandels. Solche illegalen Geschäfte liegen vor, wenn am Unternehmensgeschehen Beteiligte, vor allem Führungskräfte, aufgrund von Insider-Informationen Aktien des eigenen Unternehmens aufkaufen oder abstoßen. Typischerweise liegt ein Verdacht auf Insiderhandel vor, wenn kurz vor überraschenden Gewinnwarnungen auffällige Kursrückgänge zu verzeichnen sind.<sup>67</sup> Solche Vorgänge benachteiligen Minderheitsaktionäre gegenüber Insidern. Wegen der im Vergleich zum BaWe ungleich größeren Fähigkeit der SEC, Insiderhandel aufzudecken, liegt bei in New York notierten Unternehmen ein größerer Schutz der Kleinaktionäre vor. Wegen des Verdachts der Irreführung der Anleger ermit-

---

64 Seit 2002: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

65 Die SEC wird deshalb auch als »Börsenpolizei« bezeichnet; siehe zum Beispiel Handelsblatt vom 8./9.12.2000, 14.

66 Siehe Jahn/Müller (1999), Schneck (2000: 174), Handelsblatt vom 8./9.12.2000, 14. Laut Wirtschaftswoche vom 24.8.2000, 122–124 kam es in den fünf Jahren zwischen 1995 und 2000 nur dreizehn Mal zur Verhängung von Strafbefehlen wegen Insiderverfahren, die das BaWe an die Bundesanwaltschaft weitergegeben hat.

67 Dieser Verdacht bestand beispielsweise bei *SAP*, *Debitel*, *MB Software*, *EM.TV*; siehe Handelsblatt vom 26.10.2000, 20, Handelsblatt vom 8./9.12.2000, 14.



telte die SEC zum Beispiel gegen *Veba*,<sup>68</sup> wegen des Verdachts auf Insiderhandel wurde gegen *SAP* ermittelt. Von der *Deutschen Telekom* verlangte die SEC eine Änderung der ihrer Ansicht nach unkorrekten Bilanzierung des Immobilienvermögens.<sup>69</sup> Auch in den USA wird immer wieder, vor allem im Zusammenhang mit Unternehmenskrisen wie bei *Enron*, *Xerox* und *Worldcom*, Kritik am Schutz der Kleinanleger geäußert.<sup>70</sup> Zu bedenken gilt auch, dass den USA einige der für Deutschland typischen Mechanismen zur Kontrolle der Führungskräfte, von der Mitbestimmung bis zur starken Stellung von Hausbanken, fehlen. Spektakuläre Fälle haben gezeigt, dass kein Anlass zur Idealisierung des amerikanischen Systems besteht. Gleichwohl steht außer Frage, dass deutsche Unternehmen, die sich zusätzlich zu bestehenden Kontrollmechanismen durch eine US-Notierung der Aufsicht der SEC unterwerfen, im Ergebnis den Kleinanlegerschutz vergrößern.

Trotz dieses Zusammenhangs wurde entschieden, Notierungen an der NYSE nicht als Indikatoren der Kapitalmarktorientierung zu verwenden. Denn es zeigt sich, dass der gesteigerte Schutz der Minderheitsaktionäre allenfalls ein untergeordnetes Motiv für US-Börsengänge ist. In den Fällen der (vergleichsweise späten) NYSE-Notierungen von *Schering*<sup>71</sup>, *BASF*<sup>72</sup>, *Siemens*<sup>73</sup>, der *Allianz*<sup>74</sup>, der *Deutschen Bank* und im Fall des geplanten US-Börsengangs von *Bayer*<sup>75</sup> stand jeweils ein anderes Motiv im Vordergrund: die Möglichkeit, Aktien als Akquisitionswährung in Übersee nutzen zu können. Kommen Akquisitionen über einen Aktientausch zustande, dann ist es vorteilhaft, Anlegern im Tausch ein Wertpapier anbieten zu können, das

---

68 Einige Wochen vor Bekanntgabe der Fusion mit *Viag*, am 19. August 2000, hatte ein *Veba*-Unternehmenssprecher geäußert, eine Fusion sei nicht geplant. Am 27. September wurden die Fusionspläne offiziell bekannt gegeben. Daraufhin informierte die SEC *Veba* über die Aufnahme von Untersuchungen. Nach SEC-Regeln darf ein börsennotiertes Unternehmen auf Anfragen zu Fusionsplänen schweigen, aber nicht lügen, wenn es sich zu einem Kommentar entschließt (Handelsblatt vom 2.5.2000, 15). Die Annahme, das BaWe könnte wegen eines solchen Vorfalls aktiv werden, wäre abwegig.

69 Siehe Wirtschaftswoche heute (online) vom 2.5.2001 und vom 8.5.2001.

70 Zum Beispiel *Financial Times Deutschland* vom 8.7.2002, 25, *Financial Times Deutschland* vom 9.7.2002, 14.

71 Handelsblatt vom 5.6.2000, 17, Handelsblatt vom 12.10.2000, 33.

72 Strube (2000), Handelsblatt vom 8.6.2000, 14.

73 Handelsblatt vom 12.3.2001, 15, Handelsblatt vom 13.3.2001, 14 und 15.

74 1999 hatte die *Allianz* bereits zwei amerikanische Vermögensverwalter übernommen, wegen der fehlenden Präsenz an der New Yorker Börse aber auf den Einsatz der Aktie als Akquisitionswährung verzichtet; siehe Handelsblatt vom 2.11.2000, 1 und 28, Handelsblatt vom 3./4.11.2000, 28, Handelsblatt vom 6.11.2000, 22.

75 Handelsblatt vom 17./18.11.2000, 21, Handelsblatt vom 16.8.2001, 12.

an inländischen Finanzplätzen gehandelt wird. Darüber hinaus erleichtern US-Notierungen Kapitalbeteiligungsprogramme in amerikanischen Töchterfirmen, denn auch für Aktienoptionsprogramme und Belegschaftsaktien gilt, dass sie attraktiver sind, wenn sie an heimischen Börsen gehandelt werden. Im Fall von *Allianz* und der *Schering* wurde dies explizit als ein Grund für die Notierung in den USA angegeben.<sup>76</sup> Der gestiegene Minderheitsaktionärsschutz scheint in keinem dieser Fälle ein entscheidendes Motiv gewesen zu sein. Auch Patrick Schmidl (1997: 110–130) kommt in einer Fallstudie zum 1993 durchgeführten Börsengang von *Daimler-Benz* in New York zu dem Ergebnis, dass operative Interessen am amerikanischen Markt als die entscheidenden Motive angesehen werden müssen.<sup>77</sup>

Der Variable »Notierungen an der NYSE« unterliegt deshalb eine Verzerrung (»bias«). Unternehmen, die sich wesentlich auf den europäischen Markt beschränken, liegt ein US-Börsengang ferner als Unternehmen, deren Internationalisierung sich auf den amerikanischen Markt erstreckt.<sup>78</sup> Von einer Berücksichtigung dieser Variable im Shareholder-Value-Index wurde deshalb abgesehen. Gleichwohl ist zu erwarten, dass ein statistischer Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und Präsenz an der New Yorker Börse besteht. Bis Ende 1999 haben sich fünf Unternehmen aus dem betrachteten Sample an der NYSE notiert, die sich erwartungsgemäß durchweg am oberen Rand der Shareholder-Value-Rangfolge befinden: *Veba*,

---

76 In einem Interview mit der Wirtschaftswoche aus Anlass des US-Börsengangs nannte der *Schering*-Vorstandsvorsitzende Giuseppe Vita genau die in diesem Abschnitt beschriebenen Beweggründe als Motive: »Vor allem muss [der nächste Vorstandsvorsitzende] für ein schnelleres Wachstum von *Schering* auf dem US-Markt sorgen, denn dort sind wir mit 21 Prozent unseres Umsatzes unterrepräsentiert. In Amerika macht die gesamte, weltweite Pharmaindustrie 40 Prozent ihres Umsatzes und 60 Prozent ihrer Bruttomarge. *Schering* hat deshalb drei Prioritäten: USA, USA, USA. ... Wir wollten in der Vergangenheit eine Firma kaufen, doch es ist uns nicht gelungen. Es fehlte nicht am Geld, aber unser Konkurrent konnte dem Eigentümer einen Aktientausch anbieten, was steuerlich für den Verkäufer vorteilhafter ist. Zudem bekommen Sie in den USA nur die Topleute, wenn Sie Aktienoptionen anbieten können« (Wirtschaftswoche vom 5.10.2000, 81–82).

77 Darüber hinaus ist anzumerken, dass die Aktienumsätze deutscher Unternehmen an der NYSE verschwindend gering sind und die Präsenz an der New Yorker Börse offensichtlich nicht viel zur gewünschten Verbreiterung der Aktionärsbasis beiträgt. »Dessen Rolle an der Wall Street treibt einem die Tränen in die Augen«, kommentiert beispielsweise ein Analyst die Umsätze der *Veba*-Aktie in New York (Handelsblatt vom 8.6.2000, 14; Handelsblatt vom 9./10.6.2000, 11); siehe auch Handelsblatt vom 8.5.2001, 55.

78 In einem FAZ-Interview antwortet Wolfgang Spießler vom Vorstand der *HypoVereinsbank* auf die Frage nach einer Notierung an der NYSE: »Gestatten Sie, wir wollen keine amerikanische Investmentbank kaufen, also brauchen wir auch keine Notiz in New York« (FAZ vom 19.10.1998, 23).

*Hoechst, SAP, Daimler-Benz* und die *Deutsche Telekom*. Eine Korrelation beider Variablen ergibt ein Pearsonsches Zusammenhangsmaß von  $r = .40$  ( $p = .011$ ,  $n = 40$ ).

### *Aktienrückkaufprogramme*

Auch der Rückkauf eigener Aktien gehört zur Gruppe der Indikatoren, die potenziell auf eine hohe Kapitalmarktorientierung hindeuten.<sup>79</sup> Mit Aktienrückkäufen können Unternehmen überschüssige Liquidität abbauen und an ihre Anteilseigner zurückgeben. Im Ergebnis steigt die Eigenkapitalrendite, weil sich bei gleich bleibender Gewinnsituation das Eigenkapital verringert. Weil Aktienrückkäufe das Aktienangebot am Kapitalmarkt verknappen, wirken sie in Richtung steigender Aktienkurse. Aus Sicht der Anteilseigner sind Aktienrückkäufe steuerfreie Sonderausschüttungen. Darüber hinaus wird dem Rückkauf eigener Aktien ein kommunikatives Element (»signalling«) zugesprochen. Unternehmensleitungen können den Kapitalmarktteilnehmern mittels Aktienrückkaufprogrammen signalisieren, dass der Aktienkurs der zukünftigen Ertragslage des Unternehmens aus ihrer Sicht nicht gerecht wird (Graf/Lenke/Schießer 1997: 17–18; Pellens/Schremper 1999).

Hinsichtlich der Eignung als Indikator der Kapitalmarktorientierung ergibt sich allerdings dieselbe Problematik wie bei der Dividendenpolitik. Sicherlich zeugt es von Kapitalmarktorientierung, wenn Unternehmen grundsätzlich Interesse an Aktienrückkäufen zeigen. Aus Shareholder-Value-Sicht sind Rückkäufe aber nur sinnvoll, wenn tatsächlich überschüssige Liquidität vorliegt, die nicht rentabel investiert werden kann. Ist diese Bedingung nicht gegeben, könnten Rückkäufe eigener Aktien die Aktionärsrendite sogar senken. Im Fall knapper Liquidität kann es also durchaus von Kapitalmarktorientierung zeugen, auf Aktienrückkäufe zu verzichten (Ehrer 1997: 142; Graf/Lenke/Schießer 1997: 17–18).<sup>80</sup>

Bis das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) in Kraft trat, waren Aktienrückkäufe nur unter sehr restriktiven Bedingungen möglich (Castan 1997).<sup>81</sup> Seitdem erlaubt das Aktiengesetz

---

79 In der FAZ vom 4.10.1999, 33 bezeichnen Karlheinz Küting und Peter Lorson den Aktienrückkauf als ein »Paradestück im Shareholder-Value-Management«.

80 Das gilt zum Beispiel für *Siemens*, wo ein Ermächtigungsbeschluss zum Rückkauf herbeigeführt wurde, aber wegen mangelnder Liquidität gegen den Rückkauf entschieden wurde. Für einen Rückkauf hätten neue Kredite aufgenommen werden müssen; siehe FAZ vom 17.7.1998, 25, FAZ vom 8.1.1999, 17.

81 In der alten Fassung erlaubte §71 des Aktiengesetzes Aktienrückkäufe, um schweren

den Rückkauf von zehn Prozent des Grundkapitals, wenn der Vorstand durch einen Beschluss der Hauptversammlung spätestens achtzehn Monate vorher dazu ermächtigt hat. *Schering* war im November 1998 das erste deutsche Unternehmen, das von dieser Möglichkeit Gebrauch machte. Anhand von Presserecherchen wurde erhoben, welche Unternehmen des Samples bis Ende 1999 entsprechende Hauptversammlungsbeschlüsse herbeiführten, und wo tatsächlich Aktien zurückgekauft wurden. Bis zu diesem Zeitpunkt fanden, der Recherche zufolge, Aktienkäufe in vier der betrachteten Unternehmen statt: bei *Hoechst* (Handelsblatt vom 16.8.1999, 13), *BASF* (FAZ vom 14.1.1999, 16), *Schering* (FAZ vom 12.11.1998, 24; Süddeutsche Zeitung vom 22.1.1999, 26) und *Agiv* (FAZ vom 20.2.1999, 17). In elf weiteren Unternehmen wurden Ermächtigungsbeschlüsse herbeigeführt. In den verbleibenden Fällen waren keine Aktivitäten in Richtung Aktienrückkäufe zu erkennen. Codiert man diese Fälle mit »0«, die Ermächtigungsbeschlüsse mit »1« und die tatsächlichen Rückkäufe mit »2«, zeigt sich erwartungsgemäß ein signifikanter Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und Aktienrückkäufen (Pearsons  $r = .43$ ,  $p = .006$ ,  $n = 40$ ).

#### *Ratings durch internationale Agenturen*

Abschließend werden zwei Indikatoren angesprochen, die weitere Informationen über kapitalmarktorientierte Unternehmen vermitteln, in ihrer Wichtigkeit aber nicht an die oben diskutierten Indikatoren heranreichen und deshalb nicht zur Messung der Kapitalmarktorientierung herangezogen wurden.

In den neunziger Jahren nahm die Bedeutung von internationalen Rating-Agenturen zu. Die zwei wichtigsten privaten Rating-Agenturen sind die amerikanischen Gesellschaften *Standard and Poor's* sowie *Moody's*. Kostspielige Ratings von einer dieser beiden auf den internationalen Kapitalmärkten anerkannten Agenturen erhöhen die Unternehmenstransparenz (Kerwer 2001: 4–5) und gehören deshalb zur kommunikativen Dimension der Kapitalmarktorientierung. Rating-Agenturen schätzen auf Grundlage der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage die Bonität von Unternehmen ein und transportieren damit Informationen über die Entwicklung des Unternehmensrisikos. Mitunter wird den Rating-Agenturen vorgeworfen, weltweit Unternehmen auf der Grundlage angloamerikanischer Standards zu prüfen.<sup>82</sup>

---

Schaden von der Gesellschaft abzuwenden, zur Abfindung ausscheidender Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages und zur Ausgabe von Belegschaftsaktien.

82 Als zum Beispiel *Standard and Poor's* im Jahr 2000 das Rating der *Deutschen Bank* zu-

Entscheidet sich ein Unternehmen für ein internationales Rating, beauftragt es in der Regel beide großen Rating-Agenturen. In den Jahren 1996 bis 1999 haben sich sechzehn der vierzig betrachteten Großunternehmen für ein Rating von *Standard and Poor's*, und zwanzig für ein Rating von *Moody's* entschieden.<sup>83</sup> Es ergeben sich deutliche Zusammenhänge zwischen Kapitalmarktorientierung und der Zusammenarbeit mit Rating-Agenturen. Im Fall des *Standard&Poor's*-Ratings ergibt sich ein Pearsonsches Zusammenhangsmaß von  $r=.46$  ( $p=0.03$ ,  $n=40$ ), die Korrelation zum Vorliegen des *Moody's*-Ratings fällt sogar noch etwas deutlicher aus ( $r=.59$ ,  $p=.000$ ,  $n=40$ ).

### *Akzeptanz des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission*

Die letzte Variable, deren Zusammenhang zum Shareholder-Value-Index aufgezeigt werden soll, ist die Akzeptanz des seit 1995 existierenden Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission. In den späten neunziger Jahren fehlte in Deutschland eine gesetzliche Übernahmeregulierung. Die Idee, anstelle eines Übernahmegesetzes einen freiwilligen Kodex zu installieren, auf dessen Beachtung sich alle Großunternehmen verpflichten, ist aber wegen mangelnder Akzeptanz durch die Unternehmen gescheitert. Der Kodex zielte wesentlich auf den Schutz der Minderheitsaktionäre (Börsensachverständigenkommission 1998)<sup>84</sup> und kann deshalb als (wenn auch in seiner Bedeutung zweitrangig einzuschätzender) Indikator für Kapitalmarktorientierung angesehen werden, zumal die Akzeptanz oder Ignorierung des Kodex im Prinzip frei wählbar war. Der Kodex wurde von zweiundzwanzig der betrachteten Unternehmen anerkannt.<sup>85</sup> Die Korrelation zwischen Kapitalmarktorientierung und der Anerkennung des Kodex ist erwartungsgemäß hoch ( $r=.55$ ,  $p=.000$ ,  $n=38$ ).

---

rückstufte, wurde dies nicht nur mit Argumenten wie dem steigenden Unternehmensrisiko aufgrund der wachsenden Abhängigkeit vom volatilen Investmentbanking, sondern auch mit den Strukturen der deutschen Wirtschaft begründet, die nach Ansicht der in New York ansässigen Agentur verkrustet sei. Insbesondere seien die Arbeitszeitgesetze zu inflexibel. All dies »verhindert, dass die Deutsche Bank, so wie viele andere Banken auch, den Gewinn ihrer Inlandsgeschäfte signifikant erhöhen kann«. Der Berichterstatter der *Financial Times* Deutschland hält fest, diese Begründung laufe darauf hinaus, alle Unternehmen sollten nach US-Standards wirtschaften (Stefan-Götz Richter in der *Financial Times* Deutschland vom 16.3.2000, 30). Vergleiche dazu aber Kerwer (2001: 5–6).

83 Alle sechzehn Unternehmen mit *Standard&Poor's*-Rating hatten auch ein *Moody's*-Rating; zusätzlich gab es vier Unternehmen, die nur über ein *Moody's*-Rating, aber über kein *Standard&Poor's*-Rating verfügten. Datenquellen: Homepages der Rating-Agenturen.

84 Siehe auch FAZ vom 18.11.1999, 23, Handelsblatt vom 3./4.12.1999, 16.

85 Datenquelle: Angaben der Börsensachverständigenkommission.

## Kapitel 3

### Determinanten der Shareholder-Value-Orientierung: Externe Faktoren

In den folgenden zwei Kapiteln wird die Frage nach den Ursachen aktionärsorientierter Unternehmensstrategien diskutiert. Dabei werden zwei Gruppen an Erklärungsfaktoren unterschieden. In diesem Abschnitt werden Mechanismen diskutiert, die in der Umwelt der Unternehmen zu lokalisieren sind:

- Shareholder Value als Antwort auf den zunehmenden Wettbewerbsdruck, der mit der Internationalisierung der Gütermärkte einhergeht;
- Shareholder Value als Resultat des Drucks institutioneller Anleger und
- Shareholder Value als Schutz vor feindlichen Übernahmen.
- Im Unterschied dazu wird die These, Shareholder Value resultiere in Veränderungen der Unternehmensfinanzierung, kritisch bewertet.

Keiner dieser externen Mechanismen erscheint stark genug, um für sich allein das Phänomen aktionärsorientierter Unternehmensführung in Deutschland erklären zu können. Investoren-, Konkurrenz- und Übernahmedruck wirkten gleichzeitig und koppelten sich außerdem mit internen Mechanismen, die den Übergang zu verstärkter Aktionärsorientierung beförderten.

Warum liegt grundsätzlich die Annahme nahe, es seien externe Mechanismen vonnöten, um Unternehmensleitungen zu investorenorientiertem Handeln anzuhalten? Externe Mechanismen wären überflüssig, könnte man *a priori* von einer Interessenkongruenz zwischen Aktionären und Unternehmensleitungen ausgehen. In der wirtschaftswissenschaftlichen Theoriebildung ist herausgearbeitet worden, dass die Annahme einer solchen Interessenkongruenz nicht realistisch ist. Führungskräfte haben eigene Interessen und verfolgen diese, wenn ihr Handlungsspielraum es zulässt. Diese These der Interessendivergenz zwischen den Finanzinteressen der Aktionäre und davon abweichenden Managerinteressen wurde von Verfechtern der Managerherrschaftstheorie aufgestellt und durch Vertreter moderner Principal-

Agent-Ansätze ausgebaut und formalisiert. Interessengegensätze zwischen Eigentümern und Managern wurden in verschiedenen Feldern der Unternehmenspolitik lokalisiert:<sup>1</sup>

- *Risikoaversion*. Den oben genannten Ansätzen zufolge nutzen Investoren die Möglichkeit, durch die Streuung ihrer Investitionen eine Minderung der von ihnen eingegangenen Risiken vorzunehmen. Die Arbeitsplätze der Führungskräfte sind hingegen mit der Existenz der Unternehmen verknüpft. Aus diesem Grund wird Managern eine aus Sicht der Anteilseigner suboptimale Risikoaversion – und, spiegelbildlich, eine Präferenz für risikoarme, dafür aber nicht maximal profitable Investitionsentscheidungen – zugesprochen.
- *Diversifizierung*. Dieser Punkt hängt direkt mit der Risikoaversion zusammen: Vertretern der Managerherrschaftstheorie zufolge neigen Manager zur profitmindernden Überdiversifizierung, um ihrerseits das Unternehmensrisiko auf viele Bereiche zu verteilen.<sup>2</sup>
- *Technologie*. Wie insbesondere John Kenneth Galbraith (1967) darlegte, neigen Spezialisten dazu, ihre – insbesondere technischen – Kompetenzen als Selbstzweck zu betrachten und sie auch dann anzuwenden, wenn sie damit keinen Aktionärsnutzen schaffen. In der Terminologie von Galbraith werden Unternehmen von der »Technostruktur« (und nicht von den Eigentümern) regiert.<sup>3</sup>

---

1 Vertreter der These von der Managerherrschaft sind Berle/Means (1932: 112–116), Burnham (1941: 82–88), Galbraith (1967: 188–201), Larner (1970: 25–32), Williamson (1964: 28–37). Principal-agent-Theoretiker: Denis/Denis/Sarin (1997b), Jensen/Meckling (1976: insbesondere 312–313), Jensen (1993), Fama (1980: 290–292), Shleifer/Vishny (1996: 9–12).

2 Nicht nur die Diversifizierung über Geschäftsfelder, sondern auch die geographische Diversifizierung ist mit der Präferenz der Manager für Risikostreuung und für große, mächtige, schwer durchschaubare Organisationen in Verbindung gebracht worden. Siehe zur Principal-Agent-Theorie der Internationalisierung von Unternehmen zusammenfassend Glaum (1996: 76–94).

3 Eine frühe Formulierung dieses Gedankens findet sich bereits bei Hilferding (1923: 143): »Für die Leiter der Aktiengesellschaft können bis zu einem gewissen Grade die Interessen des Eigentümers auf Erzielung eines möglichst großen und raschen Profits, der Drang zum Raubbau, der in jeder Kapitalistenseele schlummert, zurücktreten hinter die rein technischen Erfordernisse, die der Betrieb stellt. Sie werden in energischerer Art, als es der Privatunternehmer tut, die Ausgestaltung des Betriebes, die Modernisierung veralteter Einrichtungen, auch die Führung des Konkurrenzkampfes um Eroberung neuer Gebiete betreiben, trotz der Opfer, die die Befriedigungen ihrer Forderungen die Aktionäre kostet.«

- *Unternehmenswachstum*. Weil das Prestige und in der Regel auch die Gehälter der Manager mit wachsender Unternehmensgröße zunehmen, bestehen Anreize, Umsatz und Bilanzsumme auch dann auszuweiten, wenn sich dies auf die Profitabilität nicht oder sogar negativ auswirkt.
- *Finanzierung*. Um sich der Abhängigkeit von Banken zu entziehen, können Manager eine Aversion gegen Fremdfinanzierung entwickeln und die Kreditfinanzierung deshalb unterhalb des optimalen Niveaus halten.
- *Konsum*. In den Theorien der Managerherrschaft und der Principal-Agent-Theorie wird Managern insbesondere der Drang zugesprochen, freie Mittel für eigene Bedürfnisse auszugeben. Neben hohen Gehältern und Pensionen kann es dabei um prestigeträchtige Räumlichkeiten, Dienstwagen, die Vergrößerung des eigenen Stabs oder die Vergabe lukrativer Arbeitsplätze oder Aufträge an Personen aus dem Umfeld der Manager gehen.

In der Agency-Perspektive werden Interessengegensätze zwischen Führungskräften und Aktionären analysiert und, als konsequente Schlussfolgerung, nach Mechanismen zur Minimierung der Kontrollkosten (Agency-Kosten) gesucht. Agency-Theoretiker arbeiten bewusst mit einem simplifizierten Modell von Unternehmen, weil sie es auf das Zusammenspiel zweier Gruppen mit spezifischen Interessen reduzieren: Eigentümer und Manager. Es verwundert nicht, dass diese Ansätze im angloamerikanischen Raum entwickelt wurden, wo die Bedeutung anderer Einflussgruppen wie Gewerkschaften und Mitbestimmungsträger, Unternehmensnetzwerke und Banken kleiner ist als in koordinierten Ökonomien wie Deutschland. Während aktionärsorientiertes Handeln im angloamerikanischen Kontext als effizient angesehen wird, stellt sich in koordinierten, »machtverteilenden« Ökonomien die Frage, ob eine Aufwertung der Aktionärsinteressen mit einem Einflussverlust anderer am Unternehmensgeschehen beteiligter Gruppen einhergeht – und damit, in letzter Konsequenz, ein Systemwechsel von koordinierten Ökonomien zu Marktökonomien stattfindet.

Die Implikationen kapitalmarktorientierter Unternehmensführung unterscheiden sich zwischen koordinierten und liberalen Ökonomien deshalb erheblich. John Coffee (1990: 1501) hat vorgeschlagen, die Präferenzen von Managern für Unternehmenswachstum und Sicherheit nicht als Ausfluss ihrer eigenen Interessen, sondern stattdessen als Ergebnis (möglicherweise impliziter) Aushandlungen mit anderen Interessengruppen, insbesondere Arbeitnehmern, anzusehen. An dieser Stelle soll aber explizit nicht vorausgesetzt werden, Konflikte zwischen Aktionären und Unternehmensleitungen



seien im Wesentlichen Eigentümer-Arbeitnehmer-Konflikte (Klassenkonflikte), in denen Manager als Mediatoren fungieren. Die Stellung von Betriebsräten und Gewerkschaften in der Auseinandersetzung um aktionärsorientierte Unternehmensführung wird in Kapitel 5 diskutiert. Dort wird gezeigt, dass Shareholder Value unterschiedliche Konflikttypen berührt, nicht zuletzt und vielleicht überraschend solche, bei denen sich Aktionäre und Arbeitnehmer einerseits und Manager andererseits gegenüberstehen (Konflikttyp: Konflikt um Managerherrschaft). An dieser Stelle der Argumentation soll die begründete Annahme genügen, dass Führungskräfte – gleichgültig ob aufgrund eigener Präferenzen oder wegen ihrer Übereinkünfte mit anderen Einflussgruppen – nicht automatisch im Finanzinteresse der Aktionäre agieren. Shareholder Value ist also keine Selbstverständlichkeit, und die Beobachtung zunehmender Aktionärsorientierung legt die Vermutung nahe, dass ein Teil von dessen Ursachen in den Umweltbedingungen zu suchen ist, in deren Kontext die Unternehmensleitungen agieren.

### 3.1 Shareholder Value als Reaktion auf die Internationalisierung der Gütermärkte

Die Wettbewerbszunahme, die in den neunziger Jahren mit der fortschreitenden Internationalisierung der Absatzmärkte einherging, ist die erste von drei externen Ursachen für Shareholder Value. In Unternehmen, die sich verschärftem Wettbewerb ausgesetzt sahen, wurde das Shareholder-Value-Konzept als Instrument zur Ausweitung der Rentabilitätsorientierung eingesetzt. Der Zusammenhang zwischen realwirtschaftlicher Internationalisierung und Investorenorientierung wurde in einer Reihe von Studien herausgestellt.<sup>4</sup>

---

4 Einige dieser Studien seien stichwortartig genannt. Alfred Rappaport stellt in seinem Buch »Creating shareholder value« (Rappaport 1999: 210) die Frage, wie Manager zu kapitalmarktorientierter Unternehmensführung angehalten werden können und nennt als Antwort neben dem Druck institutioneller Anteilseigner den Wettbewerbsdruck auf den Produktmärkten. Sigurt Vitols (2000) argumentiert in kritischer Auseinandersetzung mit der Kapitalmarkthypothese, Shareholder-Value-Politik – in seiner Definition: Konzentration auf Kerngeschäfte, Rentabilitätsziele, erfolgsabhängige Managervergütung, Bilanzierung nach internationalen Regeln und cash-flow-orientierte Controllingsysteme – sei als Reaktion auf Veränderungen auf den Produkt-, und weniger auf den Kapitalmärkten zu interpretieren. Auch Michael Faust (1999: 70) diskutiert Shareholder Value als ein Strategiekonzept,

Peter Hall und David Soskice (2001: 54–60), die zu den Hauptvertretern der Theorie über Spielarten des Kapitalismus zählen, zeigen sich skeptisch gegenüber der Annahme, die Internationalisierung der Güter- und Produktionsmärkte werde zur Übernahme angloamerikanischer Standards führen. Da gerade die Intensivierung des internationalen Wettbewerbs zu einer Orientierung der Ökonomien an ihren jeweiligen komparativen Vorteilen führen müsse, sei in Folge der Internationalisierung eher eine noch deutlichere Herausbildung der Unterschiede als eine Annäherung des kontinentaleuropäischen an das angloamerikanische Modell zu erwarten. Als Einfallstor für Shareholder-Value-Methoden sehen Hall und Soskice die finanzwirtschaftliche, nicht die realwirtschaftliche Internationalisierung.

Hassel et al. (2000) haben verschiedene Internationalisierungsindikatoren für die hundert größten deutschen Unternehmen abgeglichen und gezeigt, dass sich empirisch und theoretisch zwei Dimensionen der Internationalisierung unterscheiden lassen: eine realwirtschaftliche Dimension, die die Internationalität und Streuung von Produktion und Absatz abbildet, und eine kapitalmarktbezogene Dimension, bei der unter anderem die Internationalität der Eigentümerstruktur berücksichtigt wird. Der hier diskutierte Mechanismus fällt in die erste, realwirtschaftliche Dimension. Hassel et al. (2000) fassen die Indikatoren der jeweiligen Dimensionen zu kombinierten Internationalisierungsindizes<sup>5</sup> zusammen.

---

das – weil es Manager aller Ebenen und Beschäftigte zu permanenter Renditeorientierung anhält – im Wesentlichen bei den Konkurrenzschlachten auf den Produktmärkten hilfreich erscheint. In einem Gutachten der Monopolkommission (1998b: 77) wird die internationale Produktmarktkonkurrenz als Disziplinierungsinstrument für anlegerorientierte Politik bezeichnet. Für Franco Amatori (1999) sind es die Offenheit der Produktmärkte und die zunehmende Integration der nationalen Volkswirtschaften, die zur Übernahme angloamerikanischer Managementpraktiken führen. Stefan Eckert (2000) sieht einen engen Zusammenhang zwischen Shareholder Value und realwirtschaftlicher Internationalisierung, wobei seiner Argumentation zufolge die Kausalität allerdings in beide Richtungen verläuft: Kapitalmarktorientierte Manager sind dem zufolge eher bereit, wichtige Unternehmensbereiche ins Ausland zu verlagern. In einer Fallstudie zu *Siemens* argumentiert Henry B. Loewendahl (1999: 100), die börsenorientierte Unternehmensstrategie habe auf die Wettbewerbsfähigkeit auf den internationalen Produktmärkten gezielt, auf die *Siemens* expandierte. Einen hoch signifikanten Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und Internationalisierungsgrad finden Perlitiz/Bufka/Specht (1997: 19) in ihrer Umfrage unter Unternehmen des DAX 100.

- 5 Der Vorteil zusammengesetzter Internationalisierungsindizes liegt in der Verdichtung von Informationen. Germann/Rürup/Setzer (1996) unterscheiden allein dreißig unternehmensbezogene Möglichkeiten der Messung von Internationalisierung. Wegen der Vielzahl denkbarer Messkonzepte wurde in der Internationalisierungsdebatte die Frage diskutiert, ob sich besonders wichtige Indikatoren zu Indizes verdichten lassen, die einen direkten

*Tabelle 3-1 Shareholder Value und Internationalisierungs-Indikatoren: Zusammenhangsmaße*

Variable	Pearsons r, p-Wert und Fallzahl		
Index der realwirtschaftlichen Internationalisierung nach Hassel et al.	r = .49	p = .002	n = 39
Internationalisierung der Produktion	r = .23	p = .156	n = 40
Grad an internationaler Streuung der Unternehmensaktivitäten	r = .52	p = .001	n = 38
Internationalisierung des Absatzes	r = .53	p = .000	n = 39
Zugehörigkeit zum Exportsektor	r = .71	p = .000	n = 40

Index nach Hassel et al.: Zusammengesetzter Index aus der Internationalisierung der Produktion, dem Grad an internationaler Streuung der Produktion und der Internationalisierung des Absatzes. Bezugsjahr: 1996. Vergleiche dazu Hassel et al. (2000). Internationalisierung der Produktion: Quotient aus Auslandsbeschäftigten und der Gesamtzahl der Beschäftigten. Durchschnitt für 1996–1999. Grad an internationaler Streuung der Produktion: 3=starke Streuung, 2=mittlere Streuung, 1=schwache Streuung der Produktion. Bezugsjahr 1996. Internationalisierung des Absatzes: Quotient aus Auslandsumsatz und Gesamtumsatz. Durchschnitt für 1996–1999. Zugehörigkeit zum Exportsektor: Dummy-Variable. Bezugszeitraum: späte neunziger Jahre.

Datenquelle für alle Internationalisierungs-Indikatoren: Unternehmensdatenbank des MPIfG.

Es zeigt sich ein deutlicher, signifikant von Null verschiedener Zusammenhang zwischen dem Ausmaß an Kapitalmarktorientierung und dem Hassel et al.-Index der realwirtschaftlichen Internationalisierung ( $r = .49$ ,  $p = .002$ ,  $n = 39$ ). Da dieses Ergebnis verschiedene Interpretationsmöglichkeiten offen lässt, erscheint es geboten, neben diesem zusammengesetzten Index einzelne Internationalisierungsindikatoren und deren Korrelationen zum Shareholder-Value-Indikator zu betrachten.<sup>6</sup> Es werden vier Indikatoren der realwirtschaftlichen Internationalisierung unterschieden:

Vergleich der Intensität der Internationalisierung von Unternehmen erlauben. Der Hassel et al.-Index der realwirtschaftlichen Internationalisierung besteht aus drei Ausgangsvariablen: dem Anteil der Auslandsbeschäftigten an allen Beschäftigten des Unternehmens, dem Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz und dem Grad der internationalen Streuung der Auslandsaktivitäten (Hassel et al. 2000). Drei weitere Messkonzepte werden in der Internationalisierungsdebatte diskutiert: der Transnationalitätsindex der UNCTAD (1997), der Internationalisierungsindex von Daniel Sullivan (1994) und das Messkonzept von Grazia Ietto-Gillies (1998). Darstellungen und kritische Würdigungen der Messkonzepte finden sich in Hassel et al. (2000) und Dörrenbächer (2000).

<sup>6</sup> Hier wird der Argumentation von Antje Kurdelbusch (2002) gefolgt, die verschiedene Internationalisierungsindikatoren mit ihrem Index der Variabilisierung der Entgeltstrukturen

- die Internationalisierung der Produktion;
- die internationale Streuung der Unternehmensaktivitäten;
- die Internationalität des Absatzes und
- die Zugehörigkeit zum Exportsektor (Tabelle 3-1).

Den Indikatoren können unterschiedliche Hypothesen über die Mechanismen, die für den Zusammenhang zwischen realwirtschaftlicher Internationalisierung und Aktionärsorientierung verantwortlich sind, zugeordnet werden.

Zwei der Indikatoren beziehen sich auf die produktionsbezogene Seite der Internationalisierung: der Prozentsatz an Auslandsbeschäftigten und der Grad an internationaler Streuung der Produktion. Hassel et al. (2000: 11) zeigen, dass – bezogen auf die hundert größten deutschen Unternehmen – der durchschnittliche Anteil der Auslandsbeschäftigung an der Gesamtbeschäftigung zwischen 1986 und 1996 von 17,8 Prozent auf 27,3 Prozent gestiegen ist.<sup>7</sup> Die Deutsche Bundesbank (1999a: 59) weist darauf hin, dass sich diese Entwicklung in den späten neunziger Jahren beschleunigt hat. Den Daten der Bundesbank zufolge haben deutsche Investoren ihre Unternehmensvermögen im Ausland zwischen Ende 1995 und Ende 1997 um mehr als ein Drittel ausgeweitet. Die Internationalisierung der Produktion kann durch die Errichtung neuer Betriebsstätten im Ausland oder durch Akquisition einer im Zielland bereits operierenden Unternehmung erfolgen (Glaum 1996: 26). Die zweite dieser Möglichkeiten, die Internationalisierung durch den Kauf von Unternehmen, hat in den neunziger Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen (Belitz 1997: 450; siehe auch FAZ vom 22.9.1997, 15.).

Die Internationalisierung der Produktion ist ein Spätindikator der realwirtschaftlichen Internationalisierung. Zum gesicherten Forschungsstand der Internationalisierungsdiskussion gehört die Beobachtung, dass die Internationalisierung von Unternehmen häufig mit der Internationalisierung des Absatzes beginnt, die über Zwischenstufen wie die Errichtung von Vertriebs-, Lager- und Serviceeinrichtungen mit zeitlicher Verzögerung zur Errichtung eigener ausländischer Produktionsstätten führt (Johanson/Vahlne 1977: 24). Auch verschiedene empirische Internationalisierungsstudien zeigen, dass die Internationalisierung der Produktion wesentlich der Internationalisierung des Absatzes folgt (siehe auch Handelsblatt vom 25.11.1999, 8). Köddermann/Wilhelm (1996) zeigen anhand von Investitionsflüssen zwi-

---

deutscher Großunternehmen abgleicht, um zwischen unterschiedlichen Internationalisierungshypothesen differenzieren zu können.

7 Siehe zur quantitativen Erfassung der fortschreitenden produktionsbezogenen Internationalisierung deutscher Großunternehmen auch Belitz (1997: 450) und Döhrn (1997: 12).

schen zwanzig Industrienationen, dass der wichtigste Prädiktor für den Umfang von Direktinvestitionen der Güterhandel ist. In einer ökonometrischen Studie der Deutschen Bundesbank (1997b) zu den Motiven von Auslandsinvestitionen zeigt sich ebenfalls, dass Errichtung oder Aufkauf von ausländischen Produktionsstätten dem Absatz folgen. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass eine Zunahme der deutschen Exporte um ein Prozent auf lange Sicht mit einem Anstieg der Direktinvestitionen um knapp zwei Prozent verbunden ist (ebd.: 78).<sup>8</sup>

Der Grund für den starken Zusammenhang zwischen internationalem Absatz und der Präsenz in den jeweiligen Ländern liegt in dem Bestreben, den Auslandsabsatz zu sichern und auszuweiten. Insbesondere bei hoher Produktdifferenzierung sind Kenntnisse der lokalen Konsumpräferenzen und Anstrengungen bei Marketing, Vertrieb und Serviceleistungen nötig, um ausländische Absatzmärkte dauerhaft sichern zu können. Sind die Nachfrager industrielle Produzenten, folgt – insbesondere bei bedarfsorientierter Produktion – der Internationalisierung der Großkonzerne auch die Internationalisierung der Zulieferer. Dieses Phänomen ist besonders deutlich im Bereich der Automobilzulieferung zu beobachten. Weitere Gründe für die Produktion im Zielland sind Transportkosten, Lagerprobleme und, beispielsweise in der Pharmaindustrie, länderspezifische Einfuhrbestimmungen. Der Ausweitung der Internationalisierung der Produktion in den achtziger und neunziger Jahren liegt wesentlich das Motiv zugrunde, neben den direkten Konkurrenten auf den Absatzmärkten präsent zu sein (Deutsche Bundesbank 1997b: 66).

Neben dem Umfang der Internationalisierung der Produktion, operationalisiert als Anteil der Auslandsbeschäftigten an allen Beschäftigten der jeweiligen Unternehmen, lässt sich auch der Grad der internationalen Streuung der Produktion in einer Variable erfassen. Dieser Indikator wurde von Grazia Ietto-Gillies (1998: 23) in die Internationalisierungsdiskussion eingebracht und mit weiteren Indikatoren verknüpft (siehe auch Döhrn 1997). Die Autorin argumentiert, dass diese Variable besonders für politisch und wirtschaftssoziologisch motivierte Arbeiten interessant ist: Mit einer hohen Streuung der Unternehmensaktivitäten steigt die Möglichkeit, Wettbewerbsvorteile auszunutzen. Aufgrund einer fragmentierten Arbeitnehmerschaft steigt – Ietto-Gillies zufolge

---

8 Bei Dülfer (1999: 88–95) findet sich eine Übersicht zu Unternehmensbefragungen, die zu den Motiven von ausländischen Direktinvestitionen durchgeführt wurden. Nahezu ausnahmslos und branchenunabhängig werden absatzorientierte Motive für grenzüberschreitende Auslandsinvestitionen genannt.

ge – die Fähigkeit der Konzernleitungen, Konzessionen der Beschäftigten zu erzwingen. Dasselbe gilt für Verhandlungen mit den Regierungen.

Anthony Ferner und Matthias Z. Varul (1999) betonen im Rahmen einer Studie zum Personalmanagement multinationaler Unternehmen mit deutscher Basis die Fähigkeit international diversifizierter Unternehmen, von den Standards ihrer ausländischen Tochterunternehmen zu lernen und ausländische Gepflogenheiten zu übernehmen. Der von Ferner/Varul beschriebene Mechanismus bezieht sich somit auf die Produktionsseite der realwirtschaftlichen Internationalisierung. Wäre dieser Mechanismus bei der Adaption von Shareholder-Value-Methoden am Werk, wären hohe Zusammenhangsmaße zwischen Aktionärsorientierung und den produktionsbezogenen Indikatoren der realwirtschaftlichen Internationalisierung zu erwarten. Während für die Internationalisierung der Produktion ein insignifikantes Ergebnis zustande kommt ( $r=.23$ ,  $p=.156$ ,  $n=40$ ),<sup>9</sup> zeigt sich eine deutliche Korrelation zwischen Shareholder-Value-Index und dem Grad an internationaler Streuung der Produktion ( $r=.52$ ,  $p=.001$ ,  $n=38$ ).

Die anderen beiden Internationalisierungsindikatoren, deren Zusammenhang zum Index der Kapitalmarktorientierung geprüft werden soll, beziehen sich auf den internationalen Wettbewerb auf den Absatzmärkten. Aus Unternehmensperspektive lassen sich zwei Dimensionen der Internationalisierung des Absatzes unterscheiden: die aktive Internationalisierung des eigenen Absatzes, die sich durch den internationalen Anteil am gesamten Absatz operationalisieren lässt; und die (passive) Zugehörigkeit zu einem der Sektoren, die dem internationalen Produktwettbewerb auf ausländischen wie auch heimischen Märkten ausgesetzt sind.

Die Internationalisierung des Absatzes ist die am weitesten fortgeschrittene Internationalisierungsdimension. Hassel et al. (2000: 10) zufolge ist der Auslandsumsatz der hundert größten deutschen Unternehmen zwischen 1986 und 1996 im Durchschnitt doppelt so stark gestiegen wie der Inlandsumsatz. Sein Anteil am Gesamtumsatz wurde in diesem Zeitraum von 37,4 Prozent auf 47,2 Prozent gesteigert. Dies allein spricht zunächst nicht für zunehmenden Wettbewerbsdruck, sondern für Erfolge deutscher Unternehmen (und deren ausländischen Tochterunternehmen) auf ausländischen Märkten. Da sektorale Import- und Exportquoten allerdings hoch miteinander korreliert sind,<sup>10</sup> kann angenommen werden, dass mit der Expansion auf

---

9 Dies, obwohl die Internationalisierung der Produktion und des Absatzes untereinander erwartungsgemäß hoch korreliert sind ( $r=.68$ ,  $p=.000$ ,  $n=39$ ).

10 Für siebzehn bei Beyfuß et al. (1998: 41) angegebene sektorbezogene Export- und Im-

ausländische Märkte auch zunehmender Wettbewerb auf den heimischen Märkten einhergeht und dass – näherungsweise – hoher Auslandsumsatz auch für hohen Wettbewerbsdruck auf heimischen Märkten spricht.

Ein Versuch, das passive »Ausgesetztsein« auf dem internationalen Produktwettbewerb empirisch zu erfassen, ist die Unterscheidung von heimisch orientierten und dem internationalen Produktwettbewerb ausgesetzten Unternehmen mit Hilfe einer Dummy-Variablen. In die jüngere politikwissenschaftliche Debatte über Wohlfahrtsstaaten wurde die Unterscheidung zwischen Wettbewerbssektoren (»exposed sectors«) und vor dem internationalen Wettbewerb geschützten Sektoren (»sheltered sectors«) eingeführt.<sup>11</sup> Diese Unterscheidung bezieht sich ausschließlich auf den Produktwettbewerb, nicht etwa auf den internationalen Wettbewerb um Arbeitskräfte, Kredite oder ähnliches. Das Unterscheidungskriterium ist, ob ein Unternehmen ein Produkt herstellt, das international gehandelt wird. Ein solches Unternehmen ist dem internationalen Wettbewerb auch dann ausgesetzt, wenn es selbst nicht exportiert. Unternehmen aus den geschützten (»sheltered«) Sektoren bieten hingegen ortsgebundene Waren und Dienstleistungen an, die dem internationalen Wettbewerb nicht ausgesetzt sind.

Infrastrukturunternehmen aus den staatsnahen Sektoren, Unternehmen aus dem Handelssektor, Kommunikations- und Bauunternehmen werden zum geschützten Sektor gezählt. Auch alle personenbezogenen Dienstleis-

---

portquoten ergibt sich ein Pearsonscher Korrelationskoeffizient von  $r = .62$  ( $p = .008$ ,  $n = 17$ ). Fälle, bei denen Export- und Importquoten deutlich auseinander fallen, sind der Maschinenbau, wo die Importquote (26 Prozent) durch die Exportquote (52 Prozent) bei weitem übertroffen wird, sowie die Bekleidungsindustrie (Exportquote: 43 Prozent, Importquote: 67 Prozent) und der Sektor bergbaulicher Erzeugnisse (Exportquote: 19 Prozent, Importquote: 69 Prozent), wo der inländische Absatz ausländischer Produkte den Export bei weitem übersteigt.

- 11 Siehe Franzese/Hall (2000), Swenson (1991a, 1992), Swenson/Pontusson (2000). Es konnte gezeigt werden, dass die Zugehörigkeit zu einem der beiden Sektoren das Verhalten der Unternehmen gegenüber wohlfahrtsstaatlichen Reformen und deren tarifpolitische Strategien in hohem Maße prägen. Demnach können Unternehmen aus den geschützten Sektoren Lohndruck durch Preiserhöhungen an die Abnehmer, zu denen auch nicht zuletzt Unternehmen des Exportsektors gehören, mehr oder weniger konkurrenzneutral weitergeben. Für Unternehmen des Exportsektors schlagen standortspezifische Kosten hingegen direkt auf die Wettbewerbssituation durch. Insbesondere Peter Swenson (1991a, 1991b, 1992) hat anhand skandinavischer Länder argumentiert, dass aus diesem Grund ein Interesse der Exportunternehmen an einer intersektoral kontrollierbaren Lohnstruktur und damit an zentralisierten Tarifverhandlungen entstand. Verschiedene Autoren haben dieses Argument als Erklärung für unter Billigung von Unternehmen zustande gekommene wohlfahrtsstaatliche Programme ausgebaut (Mares 1996a, 1996b; Manow 2000; Pierson 2000c: 794).

tungen gehören zum geschützten Sektor.<sup>12</sup> Die Prüffrage bei dieser Unterscheidung lautet, ob ein Unternehmen, das inländische Nachfrage absorbieren möchte, dies vor Ort tun muss. Wer beim deutschen Nachfrager durch Bauleistungen oder durch die Distribution von Waren verdienen will, muss einen inländischen Betrieb errichten. Ob diese Waren oder Dienstleistungen im Ausland billiger produziert werden können, ist wegen der Ortsgebundenheit dieser Geschäfte irrelevant. In hier betrachteten Sample vierzig großer Aktiengesellschaften sind eine Minderheit von acht Unternehmen dem geschützten Sektor zuzuordnen: die Bauunternehmen<sup>13</sup> *Bilfinger + Berger*, *Holzmann* und *Strabag*, die Handelsunternehmen<sup>14</sup> *AVA*, *Karstadt*, *Metro* und *Spar* sowie der *Axel Springer Verlag*. Alle anderen im Sample vertretenen Unternehmen stellen Güter her, die international gehandelt werden, und sind deshalb der internationalen Konkurrenz, unabhängig von ihrer eigenen Exporttätigkeit, ausgesetzt.<sup>15</sup> Eine Dummy-Variable zur Zugehörigkeit zum Exportsektor wurde gebildet, indem den acht genannten Unternehmen eine »0«, allen anderen eine »1« zugeordnet wurde.

Die Vergabe von dichotomen Werten suggeriert eine eindeutige Unterscheidbarkeit der Unternehmen. In Wahrheit sind viele Unternehmen in geschützten und ungeschützten Sektoren gleichzeitig tätig, weil auch Unternehmen des ungeschützten Sektors zum Teil mit ortsgebundenen Dienstleistungen handeln. Entgegen dem allgemeinen Trend zur De-Diversifizierung hat die Diversifizierung von Industrieunternehmen in Dienstleistungsbereiche in den späten neunziger Jahren zugenommen. Beispiele hierfür sind die *DaimlerChrysler Service AG*, die mittlerweile einen Umsatz von 17 Milliarden Euro erwirtschaftet; *Siemens* und *Thyssen Krupp*, die in hohem Maße industriennahe Dienstleistungen anbieten; und der *Preussag*-Konzern<sup>16</sup>, der sich vom Stahl- und Rohstoffanbieter zum Touristikkonzern (*TUI*, *Hapag-Lloyd*) gewandelt hat.<sup>17</sup> Leider liegen hier keine metrischen Daten zum Um-

---

12 Siehe zur Unterscheidung zwischen geschützten (»sheltered«) und ungeschützten (»exposed«) Sektoren auch Crouch (1990: 69), Golden (1992: 308).

13 Zum Charakter des Bausektors als geschütztem Sektor siehe Deutsche Bank Research (1994: 79), Rußig/Deutsch/Spillner (1996: 24), Syben (1998: 79).

14 Zum Handelssektor als geschütztem Wirtschaftszweig siehe Deutsche Bank Research (1994: 91), George (1992: 165), Träger (1998: 5).

15 Ich möchte Fritz W. Scharpf danken, der mich bei der Zuordnung der Unternehmen zu geschützten beziehungsweise exponierten Sektor beraten hat.

16 In dieser Untersuchung wird *Preussag* noch als Industrieunternehmen klassifiziert. Im Geschäftsjahr 1996/97 entfielen noch mehr als 90 Prozent des Umsatzes auf die Industriesparte.

17 Diese und weitere Beispiele in FAZ vom 3.7.2001, U1; zu *DaimlerChrysler* Handelsblatt vom 20.4.2000, 17.



satzanteil ortsgebundener Dienstleistungen der betrachteten Unternehmen vor, so dass auf die oben beschriebene Dummy-Variable zurückgegriffen werden muss, die sich auf die für die Unternehmen jeweils bedeutsamste Tätigkeit bezieht.

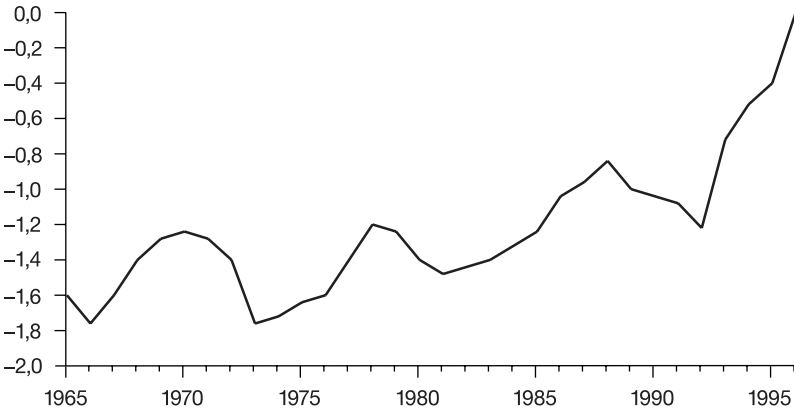
Unternehmen, die dem internationalen Produktwettbewerb ausgesetzt sind, waren – im Gegensatz zu den Binnensektoren – in den neunziger Jahren von den Wettbewerbseffekten der zunehmenden Integration auf den internationalen Gütermärkten betroffen. Das steigerte das Marktrisiko (als einem Teilrisiko, dem Unternehmen neben Produktionsrisiko und finanzwirtschaftlichen Risiken ausgesetzt sind). Auf Grundlage der Operationalisierung der Unternehmensrisiken von Bruse (1984) haben Albach et al. (1999: 514–517) die Entwicklung des Marktrisikos deutscher Unternehmen zwischen 1965 und 1996 durch Auswertung der Bilanzen von hundertzehn Industrieunternehmen nachgezeichnet. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die Intensivierung des internationalen Produktwettbewerbs in den neunziger Jahren zu einer erheblichen Steigerung des Marktrisikos deutscher Unternehmen geführt hat (ebd.: 514).<sup>18</sup> Wie Schaubild 3-1 zeigt, hat insbesondere seit 1993 eine deutliche Steigerung des Marktrisikos stattgefunden.<sup>19</sup> Entscheidend ist, dass diese Zunahme des Unternehmensrisikos explizit auf die Zunahme des Wettbewerbs mit internationalen Konkurrenten zurückgeführt wird.

Tabelle 3-1 zeigt, dass für die absatzseitigen Internationalisierungsindikatoren höhere Zusammenhangsmaße zustande kommen als für die produktionsbezogenen. Die Internationalisierung des Absatzes ( $r=.53$ ,  $p=.000$ ,  $n=39$ ), insbesondere aber die Zugehörigkeit zu den Sektoren, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind ( $r=.71$ ,  $p=.000$ ,  $n=40$ ), korrelieren hoch mit der Aktionärsorientierung der Unternehmen. Diese Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass vor allem die Internationalisierung der Produktmärkte im sachlichen Zusammenhang mit der Kapitalmarktorientierung von Unternehmen steht und dass Shareholder Value vor allem als Reaktion auf äußeren Wettbewerbsdruck, auf das passive »Ausgesetztsein« auf hochkompetitiven Märkten interpretiert werden kann. Im Vorgriff auf die noch folgende Argumentation sei bereits darauf hingewiesen, dass dieses Ergebnis

18 Ich danke Jürgen Beyer, der mich auf diese Studie zum Marktrisiko deutscher Unternehmen aufmerksam gemacht hat.

19 Diesem Schaubild von Albach et al. liegt folgende Berechnungsformel zugrunde:  $\text{Marktrisiko} = -\mu / [(\sigma^2/2) + (MW^2/8)]$ , wobei  $\mu$  = Mittelwert des Umsatzes der jeweiligen Firma über den gesamten Zeitraum,  $\sigma^2$  = Varianz des Umsatzes und  $MW$  = Mittelwert der gesamten Stichprobe. Ich danke Thomas Brandt, der mir freundliche Auskünfte zu dieser Studie und Berechnungsweise gegeben hat.

Schaubild 3-1 Entwicklung des Marktrisikos für börsennotierte deutsche Unternehmen 1966–1996



2 = geringes Risiko, 0 = hohes Risiko (Albach/Brandt/Fleischer/Yang-Index des Marktrisikos).

Quelle: Albach et al. (1999: 515).

auch in der multiplen Regression unter statistischer Kontrolle für den Anteil institutioneller Anleger an den Aktienhaltern sowie für die Unternehmensgröße (operationalisiert anhand der Wertschöpfung) stabil bleibt. Es soll deshalb davon ausgegangen werden, dass hier tatsächlich ein kausaler Effekt vorliegt.

Der Mechanismus über Wettbewerbsdruck wirkt auf den ersten Blick kontraintuitiv, denn die Aktionäre, auf die investorenorientierte Unternehmenspolitik zielt, sind am *Zustandekommen* dieses Mechanismus nicht beteiligt und erweisen sich vielmehr als »lachende Dritte«. Franklin Allen und Douglas Gale (1999) haben in einem theoretischen Modell ausformuliert, warum ein hohes Maß an Konkurrenz als Governance-Mechanismus im Sinne der Aktionäre agiert: »Verschwenden« Manager Ressourcen, wird sich dies in höheren Preisen der Güter und Dienstleistungen niederschlagen. Stehen diese Produkte in direkter Konkurrenz zu Produkten anderer Unternehmen, ergibt sich für einen konkurrierenden Anbieter die Möglichkeit, die Nachfrage dieses Unternehmens zu übernehmen. Dem Unternehmen droht der Bankrott (das Marktrisiko explodiert), und den Führungskräften der

Verlust von Posten und Renommee. In hochkompetitiven Produktmärkten können Manager ihre Arbeitsplätze demnach nur bei hoher Rentabilitätsorientierung sichern (siehe auch Januszewski/Köke/Winter 1999). Im Ergebnis präsentieren Allen/Gale ein Modell, das analog zu den Mechanismen des Markts für Unternehmenskontrolle funktioniert, den die Autoren allerdings aufgrund zahlreicher Blockaden für nur eingeschränkt funktionsfähig halten.

Besonders deutlich ist der Zusammenhang zwischen Wettbewerbsdruck und Aktionärsorientierung bei den Energieunternehmen, die sich fast ausschließlich in der oberen Hälfte der Shareholder-Value-Rangfolge befinden. Zwar blieben Auslandsumsätze und Internationalisierung der Produktion bei diesen Unternehmen in den Neunzigern niedrig. Gleichwohl waren sie, stärker noch als hochgradig internationalisierte Unternehmen, einem Wettbewerbsschock ausgeliefert. Durch die Deregulierungspolitik der Europäischen Kommission wurden diese Unternehmen in den neunziger Jahren in den europäischen Wettbewerb entlassen, so dass sich diese ehemaligen natürlichen Monopole erstmals dem Markrisiko ausgesetzt sahen.<sup>20</sup> Energieunternehmen, allen voran VEBA, nutzten das Shareholder-Value-Konzept zur internen Durchsetzung und Legitimierung verstärkter Rentabilitätsorientierung, von der letztlich die Aktionäre profitierten. So erklärt sich der zunächst paradox wirkende Befund, dass das erste deutsche Unternehmen, das mit Shareholder-Value-Instrumenten experimentierte, ein ehemals vor dem Wettbewerb geschütztes Staatsunternehmen war.

Es kann also, zusammenfassend, davon ausgegangen werden, dass sich hinter den hohen Korrelationen zwischen Kapitalmarktorientierung und Auslandsumsatz sowie zwischen Kapitalmarktorientierung und der Zugehörigkeit zu den Sektoren, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind, tatsächlich ein kausaler Mechanismus verbirgt. Die Unternehmen aus dem Exportsektor waren in den neunziger Jahren verstärkter internationaler Konkurrenz ausgesetzt. Darauf haben sie mit einer Ausweitung ihrer Rentabilitätsorientierung reagiert. Als Instrument, mit dem sich dies durchsetzen ließ, haben sie die operative Seite des Shareholder-Value-Konzepts genutzt.

---

20 Bis in die neunziger Jahre hinein gehörte der Energiebereich zu den »staatsnahen Sektoren«, die vor dem internationalen Wettbewerb geschützt waren (Mayntz/Scharpf 1995; Scharpf 1999: 60–63). Susanne K. Schmidt (1998) und Fritz W. Scharpf (1999) zeigen, dass die Anwendung von Wettbewerbsrecht im Energiebereich durch die Europäische Kommission angestoßen und auf der politischen Ebene der Mitgliedsstaaten nicht durchsetzbar gewesen wäre. Scharpf spricht von der »Kampfansage« der Kommission gegen die kontinentaleuropäischen gemischten Wirtschaftsordnungen. Die erste von drei Stufen der Liberalisierung erfolgte 1990 (S. Schmidt 1998: 183–272).

Die kommunikative Dimension des Shareholder Value eignete sich zur Stützung dieser Strategie, weil sie die Anstrengungen zur Erhöhung der Rentabilität sichtbar macht und insbesondere die Lokalisierung schwacher Unternehmensteile erleichtert. Die Dimension der Managervergütung schaffte und schafft zusätzliche Anreize, den wettbewerbsgerechten Umbau der Unternehmen konsequent zu verfolgen. Im Ergebnis zeigt sich ein Einfallstor aktionärsorientierter Unternehmensführung, für das die Eigentümerstrukturen der Unternehmen nicht relevant sind.

Kritisch ist allerdings anzumerken, dass der Wettbewerbs-Mechanismus nur als einer von mehreren Einflussfaktoren angesehen werden kann. Für sich genommen kann der Wettbewerbsmechanismus insbesondere nicht erklären, warum das Shareholder-Value-Phänomen gerade in den späten neunziger Jahren auftrat. Denn Wettbewerb und Phasen der Wettbewerbsintensivierung hat es auf kapitalistischen Märkten auch vor den neunziger Jahren gegeben, ohne dass deutsche Unternehmen deshalb die Interessen der Aktionäre besonders in den Vordergrund ihrer Politik gerückt hätten. Das Wettbewerbsargument ist deshalb durch weitere, insbesondere kapitalmarktbezogene Argumente zu ergänzen.

### 3.2 Shareholder Value als Reaktion auf den Druck institutioneller Anleger

In diesem Abschnitt wird gezeigt, dass ein weiterer Prädiktor der Kapitalmarktorientierung in der Eigentümerstruktur der Unternehmen liegt. Die Kapitalmarktorientierung kovariiert mit dem Aktienanteil, der von institutionellen Anlegern gehalten wird. In den neunziger Jahren hat sich die Zusammensetzung des Streubesitzes dahingehend verändert, dass Privataktionäre ihre Ersparnisse an professionelle Anleger delegiert haben, die ihrerseits als Aktionäre von Großunternehmen auftreten, miteinander konkurrieren und den Performanzdruck, dem sie ausgesetzt sind, an die Unternehmen weitergeben. Wegen des Wachstums und der internationalen Diversifizierung der Investitionen amerikanischer Fonds sind in den neunziger Jahren darüber hinaus ausländische institutionelle Anleger zunehmend unter den Eigentümern deutscher Streubesitzunternehmen vertreten. Der Druck der handlungsfähiger gewordenen Kapitalmarktteilnehmer ist, neben dem Ausmaß, in dem die Unternehmen der internationalen Konkurrenz ausgesetzt sind, als eigenständiger Prädiktor der Shareholder-Value-Orientierung anzusehen.

Im Vergleich zu dem im vorigen Abschnitt diskutierten Konkurrenzdruck-Mechanismus ist der Investorendruck-Mechanismus der näher liegende, unmittelbar plausible Zusammenhang. Denn dieser Annahme zufolge ist der Kreis der Begünstigten aktionärsorientierter Unternehmensführung gleichzeitig der, der sie durchsetzt. Der Mechanismus über Investorendruck zeigt sich auch im Licht der für diese Studie gesammelten Daten. Alfred Rappaport nannte neben dem Wettbewerbsdruck den Anlegerdruck als Triebkraft der Kapitalmarktorientierung: »Shareholder Value ist ›das richtige Ding‹ und der Druck des Wettbewerbs sowie institutioneller Anteilseigner, die maximale Renditen anstreben, wird sicherstellen, dass dies so bleibt« (Rappaport 1999: 210).

Adolf A. Berle, der vor allem als Urheber der Managerherrschafts-These bekannt ist, hat in einem weniger bekannten Aufsatz<sup>21</sup> bereits frühzeitig den Einfluss thematisiert, den Kapitalsammelstellen auf Unternehmen ausüben können, und prognostizierte Jahrzehnte vor der Shareholder-Value-Diskussion eine »überragende und praktisch unangreifbare Machtstellung« der Fonds:

Anstelle der nicht organisierten Aktionäre, von denen keiner die Energie oder das Geld hat, ihre Mitaktionäre zu mobilisieren, treten jetzt Machtzentren auf, die bereits solche Mobilisierungen durchführen können. ... Das Eigentum, in seinem eigentlichen Sinn, ist zersplittert. Das Machtelement wurde davon getrennt und in verhältnismäßig wenigen Händen konzentriert. Das Endergebnis bedeutet mehr als einen Wechsel von Papieren, es ist viel bedeutsamer als ein bloßer Wechsel von Aktienbesitz. Es ist die Entwicklung einer neuen sozial-ökonomischen Struktur. (Berle 1967: 46–47)<sup>22</sup>

Eine Besonderheit des Mechanismus über Investorendruck ist, dass er auch in der Öffentlichkeit, insbesondere der Wirtschaftspresse mit großem Inte-

---

21 Jürgen Beyer hat mich dankenswerterweise auf diese frühzeitige Formulierung der Investorendruck-Hypothese aufmerksam gemacht.

22 Beispiele für jüngere Studien, die den Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und dem Druck institutioneller Anleger aufzeigen, sind die regelmäßigen Umfragen unter institutionellen Investoren der Beratungsfirma Russell Reynolds (1999, 2000), die weiter unten noch eingehender zu besprechende Studie von McKinsey (2000), eine in Zusammenarbeit zwischen dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) und der Beratungsgesellschaft Price Waterhouse entstandene empirische Kapitalmarktstudie (Price Waterhouse/ZEW 1998) sowie die Studien von Graf/Lenke/Schießer (1997) und Perlitz/Bufka/Spocht (1997) zur Shareholder-Value-Orientierung der DAX 30- beziehungsweise DAX 100-Unternehmen. Weitere Hinweise auf den Zusammenhang zwischen institutionellen Anlegern und Kapitalmarktorientierung finden sich bei Jens (2000: 297), Clarke/Bostock (1996: 172), Deeg (2001), Eckert (2000: 114) und vielen anderen.

resse diskutiert wird. Beiträge über amerikanische institutionelle Investoren, die heimische, vor den neuen Machthabern zitternde Unternehmensvorstände zur Umorientierung in Richtung Shareholder-Value-Politik zwingen, erscheinen regelmäßig in deutschen Wirtschaftsmagazinen. In diesen Beiträgen wird beispielsweise berichtet, wie Führungskräften Telefonkonferenzen mit Vertretern amerikanischer institutioneller Investoren außer Kontrolle geraten und anschließend der Aktienkurs sinkt (Antrecht/Enzweiler 1995: 48); oder wie deutsche Manager wie Schuljungen bei Gesprächen mit institutionellen Investoren versuchen müssen, deren Anforderungen gerecht zu werden: »Diese Gespräche sind wie einstündiges, scharfes Grillen« (Balzer/Nölting 1997). In diesen Beiträgen wird häufig eine radikale Amerikanisierung der deutschen Wirtschaft, bis hin zur Entmachtung von Mitbestimmungsträgern und Gewerkschaften, prognostiziert (siehe dazu zum Beispiel Spiegel vom 15.2.1999).

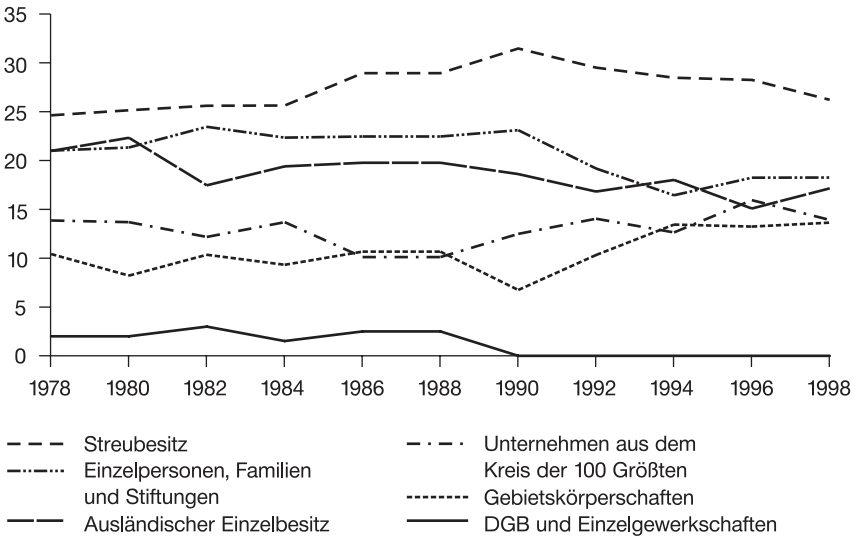
Zum Verständnis des Investorendruck-Mechanismus sind zwei Unterscheidungen hilfreich, die sich auf die Eigentümerstrukturen der Unternehmen beziehen. Zu unterscheiden ist, erstens, zwischen strategisch orientierten und finanziell orientierten Aktienhaltern (Jackson 2001b). Grundsätzlich ist jedem Aktionär ein gewisses Finanzinteresse an seiner Investition zu unterstellen. Dieses Interesse wird bei strategischen Aktionären allerdings durch weitere Motive ergänzt und unter Umständen sogar überlagert. Im Vergleich zu anderen Ländern ist der Aktienbesitz in Deutschland stark konzentriert (Beyer 1998; Deutsche Bundesbank 1999b: 105; Monopolkommission 2000: 259–264). Ein erheblicher Teil der großen Aktienpakete deutscher Unternehmen befindet sich in Händen von strategischen Aktionären, deren Anlagemotive über das Ziel von Aktienkurssteigerungen hinausgehen: Industrieunternehmen sichern über ihre Investitionen Zuliefer-, Abnehmer- oder andere Kooperationsbeziehungen ab; Banken dienen Aktienpakete zur Unterstützung eines langfristigen Monitorings über die Kreditnehmer; öffentliche Gebietskörperschaften verfolgen Interessen wie den Erhalt von Arbeitsplätzen in den jeweiligen Regionen; für Familienbesitz ist das Interesse an der langfristigen Erhaltung traditioneller Besitzstrukturen und dem Bestand des Unternehmens typisch.<sup>23</sup> Für Anleger, die mit ihren

---

23 Eine trennscharfe Unterscheidung zwischen finanzorientierten und strategischen Aktionären ist nicht immer leicht durchführbar. Beispielsweise waren die iranischen und kuwaitischen Investitionen bei *Krupp* und bei *Daimler-Benz* ursprünglich strategische Investitionen, die sich seit den siebziger Jahren aber zu reinen Finanzanlagen gewandelt haben. Der 25-prozentige Anteilsbesitz der *Allianz* an der *Münchener Rück* ist als strategisch zu klas-

Schaubild 3-2 Eigentümerstrukturen der 100 größten Unternehmen nach Gruppen 1978–1998

Durchschnittliche Aktienanteile in Prozent



Datenquelle: Diverse Hauptgutachten der Monopolkommission.

Investitionen lediglich Finanzinteressen verfolgen, haben die Erhaltung von Kooperationsbeziehungen, Arbeitsplätze oder prinzipielle Vorbehalte gegenüber Zerschlagungen hingegen keinen eigenständigen Wert.

Schaubild 3-2 bildet die Entwicklung der Eigentümerstrukturen der jeweils hundert größten deutschen Unternehmen nach Gruppen von Anteilseignern zwischen 1978 und 1998 ab. Wie sich zeigt, erweisen sich die relativen Positionen der jeweiligen Gruppen bis auf zwei Ausnahmen als recht stabil. Die gemeinwirtschaftlichen Experimente der Gewerkschaften sind beendet (Hassel 2002), und der Familienbesitz an Aktien ist leicht rückläufig.<sup>24</sup> Anders als vielleicht zu erwarten, haben die potenziell als finanzori-

sifizieren, während bei den Anlagen der Allianz bei BASF und anderen großen Industrieunternehmen finanzorientierte Motive dominieren.

24. Schaubild 3-2 zeigt außerdem eine ab 1990 einsetzende zunehmende Bedeutung der öffentlichen Hand als Aktienhalterin. Der Grund dafür ist, dass in den neunziger Jahren

entiert zu klassifizierenden Streubesitzaktionäre gegenüber den Haltern von Aktienpaketen zwischen 1978 und 1998 nicht nennenswert aufgeholt. Der durchschnittliche Anteil des gestreuten Aktienbesitzes an den hundert größten deutschen Unternehmen liegt 1998 nicht einmal zwei Prozentpunkte höher als 1978.<sup>25</sup> Die Erklärung für das Shareholder-Value-Phänomen ist deshalb weniger in einer Zunahme des finanziell motivierten Streubesitzes, als vielmehr in Veränderungen der Natur des Streubesitzes zu suchen. Erwartungsgemäß besteht ein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Grad an Shareholder-Value-Orientierung und dem Ausmaß, in dem die Aktien gestreut sind<sup>26</sup> ( $r=.40$ ,  $p=.011$ ,  $n=40$ ). Im Hinblick auf die Gruppe der (in der Regel strategisch motivierten) Eigentümer größerer Aktienpakete lässt sich kein Aktionärstyp identifizieren, der das Ausmaß an Shareholder-Value-Orientierung besonders stark bremst. Es ergibt sich ein schwach signifikanter negativer Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und Familieneigentum ( $r=-.28$ ,  $p=.078$ ,  $n=40$ ). Für alle anderen in Schaubild 3-2 unterschiedenen Gruppen ergeben sich insignifikante Korrelationen.<sup>27</sup> Auch dies legt nahe, dass die Erklärung für das Shareholder-Value-Phänomen in Veränderungen *innerhalb* der Gruppe der finanzorientierten Streubesitzaktionäre zu suchen ist.

---

Unternehmen erstmals in der Gruppe der hundert größten Unternehmen auftauchen, die vorher Behörden waren: die *Deutsche Post*, die *Deutsche Telekom* und die *Postbank* (ehemals *Deutsche Bundespost*) sowie die *Deutsche Bahn* (ehemals *Deutsche Bundesbahn*). Die Umwandlung von Behörden in Unternehmen und die anschließende schrittweise Privatisierung sind allerdings als Rückzug des Staats aus der Wirtschaft und nicht, wie das Schaubild missverständlich nahe legt, im Sinne einer zunehmenden Präsenz des Staats in der Wirtschaft zu interpretieren.

25 Das Gegenteil vermutet zum Beispiel Coffee (2000: 12–15).

26 Daten für das Jahr 1996; Datenquelle: Monopolkommission (1998b: 228–233).

27 Für den ausländischen Einzelbesitz, der ausländische Aktienpakete und nicht den Aktienanteil ausländischer institutioneller Anleger abbildet, ergibt sich ein Pearsonsches  $r$  von  $.20$  ( $p=.217$ ,  $n=40$ ). Für die Korrelation mit dem Aktienanteil öffentlicher Gebietskörperschaften ergibt sich  $r=.06$  ( $p=.705$ ,  $n=40$ ). Interessant ist, dass sich auch für den Anteilsbesitz von Großunternehmen (inklusive Finanzunternehmen), also das Maß für die passive Verflochtenheit in das deutsche Industrienetzwerk, eine insignifikante Korrelation ergibt ( $r=.10$ ,  $p=.529$ ,  $n=40$ ). Kapitalmarktorientierung entsteht also sowohl innerhalb wie auch außerhalb des »Deutschland AG« genannten Industrienetzwerks. Zur wissenschaftlichen Kontroverse um die Funktion der Unternehmensnetzwerke als Abschottungsinstrumente vor Kapitalmarkteinflüssen oder als Informations- und Steuerungsinstrumente vergleiche Adams (1994) mit Beyer (1998) sowie Windolf/Beyer (1995). Auch für den Anteilsbesitz der Banken ( $r=-.223$ ,  $p=.166$ ,  $n=40$ ) oder aller Finanzunternehmen ( $r=-.06$ ,  $p=.692$ ,  $n=40$ ) kommen keine signifikanten Korrelationen zur Kapitalmarktorientierung zustande. Zur These, dass vor allem Banken der Investorenorientierung entgegenwirken, siehe zum Beispiel Sherman/Kaen (1997), Monopolkommission (1998b: 77–115).



*Tabelle 3-2 Charakteristika von Einzelaktionären und institutionellen Investoren*

	Einzelaktionäre	Institutionelle Investoren
Umfang der Investitionen	niedrig	hoch
Rentabilitätsorientierung	niedrig	hoch
Informationsverarbeitung	nicht professionell	professionell
Loyalität	möglich	gering
Umschlaghäufigkeit	niedrig	hoch

Quelle: Kirchhoff (2000: 42).

Die zweite zum Verständnis des Investorendruck-Mechanismus wichtige Unterscheidung ist die zwischen institutionellen Investoren und Privatanlegern. In Tabelle 3-2 werden Merkmale beider Aktionärstypen stichwortartig verglichen. Privatanleger investieren einen begrenzten Finanzbetrag in Aktien und verfügen nur über eine begrenzte Kapazität zur Beschaffung von Informationen und zur häufigen Umschichtung ihrer Portfolios. Üblicherweise besteht kein direkter Kontakt zwischen Privataktionären und Unternehmensleitungen. Mit dem Wachstum institutioneller Anleger wird die Verwaltung des Streubesitzes in professionelle Hände gegeben. Hinsichtlich der finanziellen Performanz ihrer Anlagen stehen sie, im Gegensatz zu Privatanlegern, in direkter Konkurrenz zueinander.<sup>28</sup> Ihre Fähigkeit, sich Informationen über ihre Anlageobjekte zu beschaffen und ihre Portfolios auf dieser Grundlage laufend umzuschichten, ist ungleich höher als bei Privatanlegern. Dasselbe gilt für die Fähigkeit institutioneller Anleger, die Interessen der Anleger auf Hauptversammlungen oder, insbesondere, in Investorengesprächen zu artikulieren (Günther/Otterbein 1996: 400; Kirchhoff 2000: 41–42).

Zeitreihendaten zum Aktienanteil, der in den vierzig betrachteten Unternehmen von institutionellen Anlegern gehalten wird, liegen leider nicht vor. Aggregatdaten deuten darauf hin, dass die Verwaltung von Aktien deutscher Großunternehmen durch institutionelle Anleger in den neunziger Jahren stark zugenommen hat. Die zunehmende Bedeutung institutioneller Investoren für deutsche Aktiengesellschaften hat zwei Ursachen: erstens das

<sup>28</sup> Die Konkurrenz zwischen institutionellen Anlegern wird durch die Entstehung von Fondssupermärkten und Dachfonds (Fonds, die in Fonds investieren) zusätzlich verschärft. Siehe zu Fondssupermärkten: Handelsblatt vom 18.10.2000, 47.

Wachstum amerikanischer Fonds, insbesondere Pensionsfonds, die in den neunziger Jahren dazu übergegangen sind, ihre Portfolios international zu diversifizieren.<sup>29</sup> Bei Unternehmen wie *Bayer*, *Veba*, der *Deutschen Telekom* oder *Mannesmann* lag allein der Aktienanteil amerikanischer und britischer institutioneller Anleger in den späten neunziger Jahren bei über 20 Prozent.<sup>30</sup> Zweitens sind institutionelle Anleger auch im Inland entstanden, was mit einer abnehmenden Bedeutung von Einzelaktionären korrespondiert (Deutsche Bundesbank 2001b: 46).<sup>31</sup> Das von deutschen Aktienfonds verwaltete Vermögen ist im Laufe der neunziger Jahre von 7,8 Mrd. Euro auf 212,6 Mrd. Euro angewachsen, wobei das stärkste Wachstum in den späten neunziger Jahren zu verzeichnen war (Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V. 2001: 68). Gleichzeitig wurde die Verwaltung des Streubesitzes durch Institutionelle in den neunziger Jahren dahingehend »verschärft«, dass Banken und Versicherungen ihre Aktienanlagen in eigenständige Spezialfonds ausgliederten und damit zu institutionellen Anlegern im engeren Sinne wurden (Deutsche Bundesbank 2001b: 46).

Einige empirische Studien haben sich mit dem Ausmaß beschäftigt, in dem institutionelle Anleger versuchen, Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen. In Anlehnung an die Terminologie von Hirschman (1970) lässt sich direkte Einflussnahme (»voice«) von der Abstrafung durch Untergewichtung oder gänzliche Abwanderung beziehungsweise Belohnung durch Übergewichtung in den Portfolios (»exit«) unterscheiden; Loyalität, die dritte bei Hirschman diskutierte Reaktion bei Unzufriedenheit mit Organisationen, ist eine Eigenschaft von Privat-, Familien- und staatlichen Aktionären, nicht aber von finanzorientierten institutionellen Anlegern. Im Widerspruch zu den oben erwähnten wirtschaftsjournalistischen Beiträgen kommen Investorenbefragungen zu dem Ergebnis, dass aktives Engagement in- und ausländischer institutioneller Anleger für deutsche Unternehmen – vor allem im Vergleich zum Aktionärsaktivismus in den USA – eher selten

---

29 Zum Wachstum amerikanischer Fonds und deren Investitionen in Europa siehe Guttman (1998), OECD (1998), Russell Reynolds Associates (1999: 4), Handelsblatt vom 2.8.2000, 25.

30 Daten, die auf Angaben der Carson Group beruhen, finden sich im Handelsblatt vom 8.11.1999, 22.

31 Den Daten der Deutschen Bundesbank (2001b: 46) zufolge entfielen Anfang der neunziger Jahre auf institutionelle Investoren (in der dort benutzten Definition inklusive Kreditinstituten) 26 Prozent des Aktienumsatzes, Ende der neunziger Jahre bereits 43 Prozent. Im selben Zeitraum ging der Aktienanteil, der von Privataktionären gehalten wurde, von 26 Prozent auf 21 Prozent zurück. Siehe zum Wachstum institutioneller Anleger auch Handelsblatt vom 2.8.2000, 37.

ist. Er dürfte durch das Wachstum der Anlagesummen aber zunehmen (Engelhard/Eckert/Kössler 1998; Price Waterhouse/ZEW 1998: 8; Steiger 2000: 266).

Die gestiegene Handlungsfähigkeit der Streubesitzanleger liegt – zumindest bisher – weniger in ihrer Bereitschaft zur direkten Einflussnahme, als vielmehr in der Fähigkeit institutioneller Anleger begründet, die Unternehmenspolitik professionell zu beobachten und ihre Portfolios laufend umzuschichten. Eine Umfrage der Deutschen Bundesbank (2001b: 52) hat ergeben, dass der durchschnittliche Anlagehorizont bei den Investitionen deutscher Fondsmanager bei etwa einem Jahr liegt.<sup>32</sup> Wegen der genaueren Beobachtung der Manager, des häufigeren An- und Verkaufs von Anteilen und des häufig gleichgerichteten »Herdenverhaltens« (Deutsche Bundesbank 2001b: 55–57) werden Aktienkurse volatiler. Aktienbesitz institutioneller Anleger erleichtert die Abstrafung von nicht kapitalmarktorientierter Unternehmenspolitik.

Entscheidend für das hier vertretene Argument ist der Nachweis, dass institutionelle Anleger neben der Tagespolitik auch die grundsätzliche mittel- bis langfristige Entscheidung für das Ausmaß an Kapitalmarktorientierung und damit die Corporate Governance der jeweiligen Unternehmen in ihre An- und Verkaufsentscheidungen einfließen lassen. Dass dies tatsächlich der Fall ist, hat am eindrucksvollsten eine Studie von *McKinsey* (2000) gezeigt. Diese Beratungsfirma befragte zweihundert internationale institutionelle Investoren, ob sie bereit seien, bei identischer finanzieller Performanz für die Aktien eines im Hinblick auf die Standards der Unternehmenskontrolle gut geführten Unternehmens mehr zu zahlen als für die Anteile eines schlecht geführten Unternehmens. Dabei sollten für »gute« Corporate Governance folgende Merkmale gelten: Bereitschaft zur Kommunikation mit Investoren, Unabhängigkeit der Direktoren sowie finanzielle Abhängigkeit der Manager vom Unternehmenserfolg. 80 Prozent der befragten Investoren gaben an, Firmen unabhängig von deren finanziellem Erfolg auch nach ihren Corporate-Governance-Standards zu bewerten.<sup>33</sup> Die von den Investoren angegebene Prämie für Unternehmen mit hohen Corporate-Governance-

---

32 Demnach unterscheidet sich der Anlagehorizont deutscher Institutioneller nicht von der durchschnittlichen Anlagedauer amerikanischer Fonds, für die ebenfalls ein Jahr angegeben wird (Handelsblatt vom 31.8.2000, 16).

33 Fonds, die ihre Anlageobjekte ausschließlich nach Corporate-Governance-Gesichtspunkten auswählen, wie zum Beispiel ein Spezialfonds von Hermes, dem Pensionsfonds der British Telecom (siehe Strenger 2002: 17), sind hingegen die Ausnahme.

Standards ist gleich bedeutend mit einem Aktienpreis-Abschlag (Discount) für kapitalmarktgewandte Unternehmen.

*McKinsey* kam zu dem Ergebnis, dass die Höhe des Abschlags von Land zu Land verschieden ist. Innerhalb der Gruppe der westlichen Industrienationen erwies sich der Abschlag für italienische Unternehmen als am höchsten. Für deutsche und japanische Unternehmen wurde (mit 20,3 Prozent) der zweithöchste Abschlag errechnet. Mit amerikanischen, britischen, schweizerischen und schwedischen Unternehmen sind, der Studie zufolge, die Investoren am zufriedensten. Die von *McKinsey* erfragten Corporate-Governance-Abschläge sind damit gleichzeitig Indikatoren für die Nähe beziehungsweise Ferne von Unternehmen unterschiedlicher Länder vom Idealtyp eines kapitalmarktorientierten Unternehmens.<sup>34</sup> Im Rahmen einer Investorenbefragung von *Russell Reynolds Associates* (2000: 5) gaben 61 Prozent der befragten amerikanischen und etwa die Hälfte der europäischen Investoren an, dass sie ihre Investitionsentscheidungen auch von Fragen der Corporate Governance abhängig machen.<sup>35</sup>

Es gibt somit einige Evidenz für die Vermutung, dass institutionelle Investoren jener Teil der finanzorientierten Streubesitzaktionäre sind, die durch die Zusammenstellung und regelmäßige Umschichtung ihrer Portfolios Ein-

---

34 Es überrascht nicht, dass die Höhe des Corporate-Governance-Abschlags trotz der niedrigen Fallzahl signifikant negativ mit der Reichweite der Aktionärsrechte in den jeweiligen Ländern korreliert ist ( $r = -.54$ ,  $p = .086$ ,  $n = 11$ ). Datenquellen: *McKinsey* (2000: 18), la Porta et al. (1998b). Des Weiteren zeigen sich hohe Korrelationen zum Grad der Streuung der Aktien ( $r = -.71$ ,  $p = .014$ ,  $n = 11$ ), zur Fusions- und Übernahmeaktivität in den jeweiligen Ländern ( $r = -.80$ ,  $p = .003$ ,  $n = 11$ ) und zur Börsenkapitalisierung in Prozent des Bruttoinlandsprodukts ( $r = -.84$ ,  $p = .001$ ,  $n = 11$ ). Datenquellen: la Porta et al. (1998a), Pagano/Volpin (1999: 29), Maher/Andersson (1999: 24).

35 Hinsichtlich der Investitionsstrategien amerikanischer Fonds unterscheidet Goyer (2001) Fonds mit festgelegten Beiträgen (Defined Contribution – DC) und Fonds mit festgelegten Mindestauszahlungen (Defined Benefit – DB). Während DB-Fonds wie CalPERS in eine große Zahl von Unternehmen investieren und ihre Corporate-Governance-Aktivitäten eher auf nationale Institutionen als auf ausgesuchte Unternehmen richten (siehe zum Beispiel die Corporate Governance-Empfehlungen für Deutschland, CalPERS 1999), investieren DC-Fonds größere Summen in eine kleinere Anzahl von Unternehmen, schichten ihre Anlagen häufiger um und versuchen häufiger, Unternehmensstrategien zu beeinflussen. Zu Investitionsstrategien deutscher institutioneller Anleger siehe Krämer (2000) und Deutsche Bundesbank (2001b). – Ein bemerkenswertes Beispiel für die Abstraktion der produktionstechnischen Seite der Unternehmenstätigkeit und die Fokussierung auf Corporate-Governance-Fragen durch institutionelle Anleger findet sich im Handelsblatt vom 27./28.10.2000, 17: Gary Lapidus, Analyst bei *Goldman Sachs*, kritisiert die Kapitalmarktferne von *Volkswagen*; von VW ginge ein Negativveffekt auf die gesamte Branche aus, und die Anstrengungen anderer Unternehmen würden durch *Volkswagen* konterkariert. Als Nachsatz fügt der Analyst ein Lob an VW hinzu: »Die Autos sind wirklich gut.«

fluss auf die Unternehmenspolitik nehmen. Sie verfügen damit über einen Kontrollmechanismus und begünstigen kapitalmarktorientierte Strategien. Im Rahmen dieser Studie wurden Daten über die Aktienanteile, der bei den vierzig betrachteten Unternehmen in den späten neunziger Jahren von institutionellen Anlegern gehalten wurden, gesammelt.<sup>36</sup> Der von institutionellen Anlegern gehaltene Aktienanteil ist mit der Kapitalmarktorientierung der Unternehmen hoch korreliert ( $r = .67$ ,  $p = .000$ ,  $n = 31$ ).<sup>37</sup> Auch unter statistischer Kontrolle für die Zugehörigkeit zum Exportsektor zeigt sich ein hoch signifikanter Einfluss institutioneller Anleger auf die Shareholder-Value-Orientierung der betrachteten Unternehmen. Mit der Intensität des internationalen Wettbewerbs und dem Auftreten institutioneller Anleger als Aktienbesitzern wurden zwei voneinander unabhängige Antriebskräfte der Kapitalmarktorientierung identifiziert. In der multiplen Regression werden 66 Prozent der Gesamtvarianz der abhängigen Variable durch beide Prädiktoren erklärt.<sup>38</sup>

- 
- 36 Datenquellen: Geschäftsberichte, Zeitungs- und Internetrecherchen, Anfragen bei Investor-Relations-Abteilungen der Unternehmen. Da Unternehmen nur in unregelmäßigen Abständen Aktionärshebungen durchführen, beziehen sich die Daten auf unterschiedliche Zeitpunkte in den späten neunziger Jahren. Lagen Ergebnisse mehrerer Aktionärshebungen vor, wurden die jeweils späteren Quellen (aber nicht später als 1999) verwendet. Für neun Unternehmen konnten keine Daten zu institutionellen Anlegern erhoben werden.
- 37 Ein Großteil der institutionellen Anleger entfällt auf internationale Investoren. Aus diesem Grund ist auch die Internationalisierung des Aktienbesitzes (hier: Streubesitz plus Paketbesitz), bei dem es sich – nicht definitionsgemäß, aber bei allen im Sample vertretenen Fällen – um finanzorientierte Aktienpakete handelt, hoch mit der Kapitalmarktorientierung der Unternehmen korreliert ( $r = .55$ ,  $p = .001$ ,  $n = 35$ ). Datenquellen: Geschäftsberichte, Zeitungs- und Internetrecherchen, Anfragen bei Investor-Relations-Abteilungen.
- 38 Die Regressionsgleichung lautet ( $n = 31$ ): Kapitalmarktorientierung =  $-1.853$  (t-Wert:  $-6.495$ ,  $p = .000$ ) +  $0.0199 * \text{Aktienanteil institutioneller Anleger (in Prozent)}$  (t-Wert:  $3.715$ ,  $p = .001$ ) +  $1.435 * \text{Zugehörigkeit zum Exportsektor}$  (t =  $4.528$ ,  $p = .000$ ). Fügt man außerdem die Unternehmensgröße als Kontrollvariable ein, wird das oben genannte Ergebnis nur minimal verändert; die Unternehmensgröße, operationalisiert anhand der Wertschöpfung im Jahr 1996 (Datenquelle: Monopolkommission (1998a: 164–168)), erweist sich nicht als signifikanter Prädiktor. – Ein Abgleich der standardisierten Regressionskoeffizienten (Beta-Koeffizienten) legt die Vermutung nahe, dass der Zugehörigkeit zum Exportsektor ein etwas höherer Erklärungswert zukommt als dem Aktienanteil im Besitz institutioneller Anleger (institutionelle Anleger: Beta =  $.439$ ; Zugehörigkeit zum Exportsektor: Beta =  $.535$ ). Es ist allerdings umstritten, ob standardisierte Regressionskoeffizienten bei Dummy-Variablen interpretierbar sind. Interpretiert man eine Regressionsgleichung aus einer metrischen Variablen und einer Dummy-Variablen als zwei parallel verlaufende Regressionsgeraden, deren Abstand durch den unstandardisierten Regressionskoeffizienten der Dummy-Variablen beschrieben wird, ist ein Vergleich der standardisierten Regressionskoeffizienten hinfällig. – Toleranzwerte und Varianzinflationsfaktor zeigen, dass Multikollinearität ausgeschlossen werden kann. Auch ein Interaktionseffekt liegt nicht vor. Eine

Es gibt Hinweise darauf, dass der Investorendruck auf stark diversifizierte Unternehmen (Konglomerate) besonders groß ist. Mit der Zahl der Geschäftsfelder steigt die Wahrscheinlichkeit von rentabilitätsmindernder Quersubventionierung von hoch rentablen Unternehmensteilen zu Geschäftsfeldern, die ihre eigenen Kapitalkosten nicht erwirtschaften. Finanzorientierte Streubesitzaktionäre haben deshalb eine hohe Präferenz für fokussierte Unternehmen. Während der Diversifizierung der Geschäftsfelder aus Sicht von Managern, Arbeitnehmern und Kreditgebern eine risikobegrenzende Funktion zukommt, haben Streubesitzaktionäre kein Interesse an einer entsprechenden Risikostreuung durch die Unternehmensleitungen. Mit moderner Investitionstechnologie haben sie selbst die Fähigkeit, ihr Portfolio zu diversifizieren und laufend zu modifizieren. Da die Handlungsfähigkeit der Streubesitzaktionäre zugenommen hat, liegt es nahe, den eindeutigen De-Diversifizierungstrend der neunziger Jahre auf den Druck institutioneller Anleger zurückzuführen (Zuehlke 2001).

In der Tat ist gezeigt worden, dass diversifizierte Unternehmen besonders der Gefahr ausgesetzt sind, an der Börse unterhalb der Summe ihrer Teile gehandelt zu werden. Die Differenz zwischen tatsächlichem Börsenwert und aufsummiertem potenziellem Börsenwert der Unternehmensteile ergibt den Konglomeratsabschlag (Conglomerate Discount).<sup>39</sup> Da ein wesentliches Ziel kapitalmarktorientierter Unternehmensführung in der durch die Kapitalmarktteilnehmer überprüfbareren Abstimmung von Quersubventionierung besteht, kann vermutet werden, dass insbesondere Konglomerate zu Shareholder-Value-Strategien greifen, um den Börsenabschlag für Mischkonzerne zu minimieren. Auch diese Vermutung bestätigt sich im Licht der gesammelten Daten: Der Diversifizierungsgrad<sup>40</sup> der Unternehmen und deren Kapitalmarktorientierung sind signifikant positiv korreliert ( $r = .43$ ,  $p = .006$ ,  $n = 40$ ).

Es ist allerdings festzustellen, dass der hier diskutierte Investorendruck-Mechanismus, für sich allein genommen, keine hinreichende Erklärung für

---

Produkttermvariable aus dem Aktienanteil institutioneller Anleger und der Zugehörigkeit zum Exportsektor erwirtschaftet kein signifikantes Ergebnis. Der Kurvenverlauf für den bivariaten Zusammenhang zwischen Shareholder Value und dem Aktienanteil institutioneller Anleger legt einen leicht logarithmischen Zusammenhang nahe, der aber unter statistischer Kontrolle für die Zugehörigkeit zum Exportsektor verschwindet. Auch die Nichtlinearitäts-Hypothese kann deshalb verworfen werden. Für Anleitung bei der Durchführung dieser Tests möchte ich Bernhard Kittel herzlich danken.

39 Siehe Amelung (1999), Denis/Denis/Sarin (1997b), Morck/Shleifer/Vishny (1990), Rajan/Servaes/Zingales (1998)

40 Operationalisiert anhand der Anzahl der im Hauptgutachten der Monopolkommission (1998a) genannten Geschäftsfelder.

das Shareholder-Value-Phänomen bietet und der Ergänzung durch weitere Mechanismen bedarf. Denn die gestiegene Fähigkeit der finanzorientierten Streubesitzaktionäre, ihren Interessen Geltung zu verschaffen, wurde mit ihrer Fähigkeit begründet, sich in der »Abstimmung mit den Füßen« aus nicht kapitalmarktorientierten Unternehmen teilweise oder ganz zurückzuziehen und die Unternehmensführung damit über einen sinkenden Aktienkurs unter Druck zu setzen. Das erklärt allerdings nicht, *warum* Börsenkursabschläge für Führungskräfte relevante Größen im Sinne von Sanktionsmechanismen darstellen. Das Argument bedarf deshalb der Ergänzung durch den Übernahmepressur-Mechanismus und interne Mechanismen.

### 3.3 Shareholder Value als Übernahmeschutz

In diesem Abschnitt wird gezeigt, dass sich einige deutsche Unternehmen in den späten neunziger Jahren erstmals der Gefahr feindlicher Übernahmen ausgesetzt sahen. Die Möglichkeit feindlicher Übernahmen liefert eine Erklärung dafür, warum Führungskräfte auf Aktienpreisabschläge *avers* reagieren. Hohe Aktienkurse mindern nicht nur die Gefahr einer feindlichen Übernahme, sondern erhöhen auch die Fähigkeit, andere Unternehmen durch Aktientausch zu übernehmen.

Es ist nicht zwingend, Kapitalmarkt und Markt für Unternehmenskontrolle als unterschiedliche Märkte, und damit Investorendruck und Übernahmefahr als unterscheidbare Mechanismen anzusehen. Folgende Gründe sprechen für diese Entscheidung:

- Obwohl sowohl auf dem Aktienmarkt (als Teil des Kapitalmarkts) als auch auf dem Übernahmemarkt Aktien gekauft und verkauft werden, sind die gehandelten Güter verschieden: Auf dem Markt für Unternehmenskontrolle werden, im Gegensatz zum Aktienmarkt, Verfügungsrechte gehandelt (Manne 1965).
- Mit dem Markt für Unternehmenskontrolle hat sich ein Markt mit eigenständigen Konjunkturzyklen ausdifferenziert (Windolf 1994: 81). Damit lassen sich fünf zu unterschiedlichen Zeitpunkten entstandene kapitalistische Märkte unterscheiden: Gütermärkte, Märkte für Grund und Boden, Arbeitsmärkte, Kapitalmärkte und Märkte für Unternehmenskontrolle. Auf dem Markt für Unternehmenskontrolle werden Firmen, die Waren produzieren, selbst zur Ware (Windolf 1994).

- Nicht jedes Unternehmen, das Kapitalmarktmechanismen ausgesetzt ist, ist gleichzeitig dem Übernahmemarkt ausgesetzt. Unternehmen mit loyalen Mehrheitsaktionären können vor feindlichen Übernahmen geschützt, gleichzeitig aber dem Druck der Minderheitsaktionäre ausgesetzt sein.

Warum der Markt für Unternehmenskontrolle Wirkungen in Richtung Aktionärsorientierung entfaltet, wurde erstmals durch Henry Manne (1965: 112) beschrieben: »The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently.« Manne ging von einer engen Übereinstimmung zwischen der Rentabilität von Unternehmen und der Entwicklung von deren Marktkapitalisierung aus. Führungskräfte, die ihre Entscheidungen nicht an der maximalen Rentabilität orientieren, können im Zuge von Übernahmen ausgetauscht werden und verlieren ihre Arbeitsplätze. Um dies zu verhindern, bleibt Unternehmensleitungen nichts anderes übrig, als die Interessen der Aktionäre zu berücksichtigen. Bereits die Möglichkeit feindlicher Übernahmen stellt demnach ein Instrument zur Kopplung der Managerinteressen an die Interessen der Aktionäre dar.

Den Zusammenhang zwischen dem Markt für Unternehmenskontrolle und der Unternehmenspolitik der Führungskräfte zeigt Henk de Jong (1997) in einer international vergleichenden Studie. Er führt vor, dass die Existenz oder Abwesenheit eines Markts für Unternehmenskontrolle Verteilungssequenzen nach sich zieht. De Jong unterscheidet angelsächsische, westeuropäische (in der Terminologie des Autors: germanische) und südeuropäische (latinische) Unternehmen, wobei sich angelsächsische Unternehmen mit entwickelten Übernahmemarkten konfrontiert sehen, während feindliche Übernahmen in westeuropäischen Ländern in dem untersuchten Zeitraum (1991–1994) nicht oder kaum vorkommen. Anhand einer Analyse von Bilanzdaten zeigt de Jong, dass Unternehmen der westeuropäischen Ländergruppe einen überdurchschnittlichen Teil der erwirtschafteten Nettowertschöpfung zur Finanzierung des Unternehmenswachstums einbehalten oder als Löhne an die Beschäftigten auszahlen, während die Ausschüttungen an die Anteilseigner unterdurchschnittlich ausfallen. Spiegelbildlich dazu sind für die Verteilungsrelationen angelsächsischer Unternehmen niedrige Rückstellungen, niedrige Personalkosten und hohe Dividenden typisch (de Jong 1997: 17). Führungskräfte entscheiden sich im Zielkonflikt zwischen Unternehmenswachstum und Eigentümerinteressen dann für die Bedienung der



Aktionärsinteressen, wenn ein Markt für Unternehmenskontrolle feindliche Übernahmen erlaubt.<sup>41</sup>

Die Shareholder-Value-Strategien einiger deutscher Unternehmen werden in der Fachliteratur mit dem in Deutschland entstehenden Markt für Unternehmenskontrolle in Verbindung gebracht.<sup>42</sup> Stefan Eckert (2000: 113–116) diskutiert im Rahmen einer Fallstudie Ursachen der Shareholder-Value-Politik bei *Hoechst* und kommt zu dem Schluss, dass die wesentliche Ursache des Umbaus des *Hoechst*-Konzerns die Gefahr einer feindlichen Übernahme war. Alfred Rappaport (1999: 4) nennt in der Einleitung zu seinem Bestseller »Creating Shareholder Value« drohende Übernahmen durch andere Organisationen als Triebkraft kapitalmarktorientierter Unternehmenspolitik.

Nicht latente Übernahmegefahr, sondern das Fehlen feindlicher Übernahmen war bis in die neunziger Jahre hinein für das deutsche Corporate-Governance-System typisch. In der Literatur über unterschiedliche Modelle des Kapitalismus wurde die Abwesenheit feindlicher Übernahmen als eine institutionelle Voraussetzung des machverteilenden, »organisierten« Kapitalismus angesehen.<sup>43</sup> Im Zuge der feindlichen Übernahme von *Mannesmann* durch *Vodafone* wurde in Deutschland erstmals ein Angebot zum Aufkauf von Aktien direkt an die Aktionäre der Zielgesellschaft gerichtet. Neben der Abwesenheit feindlicher Übernahmen war Deutschland, ebenfalls bis zur Mitte der neunziger Jahre, durch eine niedrige Aktivität auf dem Markt für Fusionen und Übernahmen gekennzeichnet (Dietrich 1994; Pagano/Volpin 1999: 29).<sup>44</sup> Das Argument dieses Abschnitts lautet, dass

41 Hohe Dividenden müssen nicht immer im Investoreninteresse, und Rückstellungen zur Finanzierung des Unternehmenswachstums nicht immer gegen das Interesse der Investoren gerichtet sein. Übersteigt der auf den Gegenwartswert abgezinste und mit den Kapitalkosten verrechnete Cash-flow die Investitionssumme, wird – Rappaport zufolge – Shareholder Value geschaffen, und in dieser Situation sind Investitionen aus Anlegersicht Ausschüttungen vorzuziehen. De Jong nutzt Daten zu Rückstellungen und Ausschüttungen, um beobachten zu können, wie sich Unternehmen verhalten, die über überschüssige, nicht rentabel investierbare Cash-flows verfügen. Dauerhaft niedrige Ausschüttungen und hohe Rückstellungen deutscher Unternehmen haben dazu geführt, dass deutsche im Vergleich zu britischen Unternehmen wesentlich größer, zugleich aber weniger profitabel und hinsichtlich ihres Börsenwerts niedriger bewertet sind (Höpner/Jackson/Leiber 2001).

42 Siehe zum Beispiel Baums (1996: 10), Härtel (1998: 131), Kirchhoff (2000: 37–38), Monopolkommission (1998b: 61), Speckbacher (1998: 96).

43 Siehe Albert (1993), Hall/Soskice (2001), Jackson (2001b), de Jong (1992, 1997), Soskice (1999).

44 Jenkinson/Ljungvist (1999) interpretieren den ohne Konsens mit den Vorständen erfolgenden Eigentümerwechsel von Aktienpaketen als »weiche« Form feindlicher Übernahmen. Sie zählen in Deutschland zwischen 1988 und 1996 siebzehn Fälle des Aufbaus »unfreundlicher« Aktienpakete.

die Möglichkeit feindlicher Übernahmen erstmals in den neunziger Jahren für deutsche Unternehmen relevant wurde. Der Fall *Mannesmann* zeigt, dass institutionelle Hürden, die feindliche Übernahmen bis in die neunziger Jahre hinein verunmöglichten – Hausbanken, die Mitbestimmung und Merkmale des deutschen Aktien- und Wirtschaftsrechts – in den späten neunziger Jahren keine Sicherheit mehr vor unerwünschten Übernahmen versprachen (Höpner/Jackson 2001a; Höpner/Jackson 2001b).

Wie viele deutsche Großunternehmen sind feindlich übernehmbar? In Schaubild 3-2 wurde gezeigt, dass die Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen durch eine hohe Konzentration des Aktienbesitzes gekennzeichnet sind. Da die Besitzer von Aktienpaketen in der Regel als strategische und deshalb mit dem Management in einem loyalen Verhältnis stehende Aktionäre zu klassifizieren sind, ist der Streubesitz das wesentliche Einfallstor für feindliche Übernahmen (Adams 1994: 153; Windolf 1994: 82). 1998 befanden sich nur vierundzwanzig der hundert größten deutschen Unternehmen zu 50 Prozent und mehr in Streubesitz. So gerechnet, liegt der Anteil feindlich übernehmbarer Großunternehmen bei nicht mehr als 24 Prozent. Diese 24 Prozent der Unternehmen beschäftigen allerdings 37 Prozent aller bei den hundert größten Beschäftigten, und erwirtschaften 44 Prozent der Wertschöpfung.<sup>45</sup>

Durch die Internationalisierung des Aktienbesitzes und die Verwaltung des Streubesitzes durch institutionelle Anleger hat die Bereitschaft, Aktien an feindliche Übernehmer zu verkaufen, zugenommen. Institutionelle sind wegen des höheren Performanzdrucks schneller als Privataktionäre bereit, ihre Anteile an einen feindlichen Übernehmer weiterzugeben. Im Fall von *Mannesmann* war die Unterstützung des Übernahmeangebots durch ausländische Institutionelle größer als bei inländischen Institutionellen (Handelsblatt vom 20.1.2000, 27; FAZ vom 23.11.1999). Der Anteil der Aktien großer deutscher Unternehmen, der sich in Streubesitz befindet, weist in den Jahren 1978 bis 1998 keine deutlich steigende Tendenz auf (Tabelle 2-1). Das bedeutet allerdings nicht, dass der Anteil der strategischen Aktionäre an allen Aktionären in den neunziger Jahren konstant war. Wegen der strategischen Neuausrichtung der deutschen Großbanken (siehe unten) befanden sich die Aktienpakete, die von kreditgebenden und anderen Banken gehalten wurden, im Übergang von strategischen zu finanzorientierten Aktienpaketen. Solche Aktienpakete sind bei der Abschätzung des Anteils feindlich

---

45 Berechnet auf Grundlage der Daten der Monopolkommission (1998a: 235–239).

übernehmbarer Unternehmen zu berücksichtigen. Die Finanzunternehmen des deutschen Verflechtungszentrums (Beyer 1998: 158), insbesondere *Deutsche Bank*, *Dresdner Bank*, *Allianz* und *Münchener Rück*, haben angekündigt, sich von vielen ihrer Beteiligungen an deutschen Industrieunternehmen trennen zu wollen.<sup>46</sup> Da ein Teil dieser Aktien sicherlich an der Börse platziert werden wird, ist für die Zukunft nicht nur mit einem steigenden Anteil finanzorientierter Aktionäre, sondern auch mit einem steigenden Anteil gestreuten Aktienbesitzes zu rechnen.<sup>47</sup>

Als entscheidender Faktor bei der Entstehung eines Markts für feindliche Unternehmensübernahmen muss der Strategiewechsel deutscher Großbanken gewertet werden. In ihrer multifunktionalen Stellung als Kreditgeber, Aktienhalter, Verwalter der Depotstimmen und Unternehmensaufseher nahmen sie über mehrere Jahrzehnte für sich in Anspruch, Industriepolitik zu gestalten.<sup>48</sup> Auch wo Großbanken nicht als Aktienhalter auftreten, sind sie als Verwalter der Depotstimmen präsent und erlangen in Aktiengesellschaften mit gestreuter Besitzstruktur häufig die mittelbare Stimmenmehrheit auf Hauptversammlungen (Baums/Fraune 1995; Fraune 1996: 162).<sup>49</sup> Bei der Überwachung von Industrie- und Handelsunternehmen haben Finanzunternehmen eine entscheidende Stellung eingenommen, was sich in ihrer zentralen Position im Personalverflechtungsnetzwerk niederschlägt (Beyer 1998). Die multifunktionale Stellung der Banken kann zu Interessenkonflikten führen. Mit dem Übergang vom Hausbank- zum Investmentbankparadigma haben sie ihre vor feindlichen Übernahmen beschützende Funktion aufgegeben.

Als das italienische Reifenunternehmen *Pirelli* in den Jahren 1990 bis 1993 versuchte, *Continental* zu übernehmen, verwickelte sich die *Deutsche Bank* als Hausbank von *Continental* in massive Widersprüche, unterstützte zunächst den Übernahmeversuch, schwenkte dann aber um und organisierte den Aufbau eines gegen den Übernahmeversuch gerichteten strategischen Aktienpakets (ausführlich: Erker 1996, Franks/Mayer 1998: 1393–1395).

---

46 Siehe zum Beispiel Handelsblatt vom 15.11.2000, 22; Handelsblatt vom 20.11.2000, 27; Handelsblatt vom 28./29.1.2000, 8.

47 Bastiaan van Apeldoorn (2000) argumentiert anhand eines Vergleichs der Eigentümerstrukturen der hundert größten europäischen Unternehmen, dass sich auch strategische Aktionäre wie Familien und Stiftungen in ihrem Verhalten zunehmend finanzorientierten Aktionären annähern.

48 Siehe Dyson (1986: 118–126), de Jong (1992: 153), Shonfield (1965: 261), Streeck/Höpner (2003), Zysman (1983). Beispiele für die Bedeutung der Banken bei der Umstrukturierung von Industriesektoren finden sich in Monopolkommission (1998b: 102–104).

49 Siehe zum Beispiel zum Einfluss der Finanzunternehmen bei dem Streubesitzunternehmen *Bayer* Handelsblatt vom 30.12.1999, 13.

Während der Übernahmeauseinandersetzung zwischen *Krupp* und *Thyssen* im Jahr 1997 hatte sich die Fraktion der Investmentbanker im Vorstand der *Deutschen Bank* erstmals durchgesetzt. Obwohl die *Deutsche Bank* im Aufsichtsrat des Zielunternehmens *Thyssen* vertreten war, unterstützte sie den feindlichen Übernahmeveruch. »Mir liegt sehr daran, dass dieser erste große Fall am Finanzplatz Deutschland ein Exempel setzt« (Der Spiegel 13/1997, 94), äußerte das für das Investmentbanking zuständige Vorstandsmitglied Rolf Breuer damals. Man wolle »Investmentbanking am Hochreck« (Der Spiegel 14/1997, 91) betreiben. Erneut hatte sich die *Deutsche Bank* in Widersprüche verstrickt, die zur Folge hatten, dass sich der öffentliche Protest gegen die Übernahmepläne zu einem Großteil gegen die *Deutsche Bank* entlud. Im Übernahmekampf zwischen dem britischen Telekommunikationsunternehmen *Vodafone* und *Mannesmann* war es wiederum die *Deutsche Bank*, die enge Verbindungen zu dem Zielunternehmen unterhielt. Im Gegensatz zu den beiden früheren Übernahmeauseinandersetzungen hielt sich die *Deutsche Bank* allerdings im Hintergrund.<sup>50</sup>

Der Schlüssel zum Verständnis dieses Vorgangs liegt in der internationalen Ausrichtung des Investmentbankings. Zu den Kerngeschäften von Investmentbanken gehört die Beratung bei Fusionen und Übernahmen, die zu engen, loyalen Beziehungen zu deutschen Industrieunternehmen im Widerspruch steht. Um internationale Aufträge akquirieren zu können, wollen deutsche Großbanken demonstrieren, dass sie in ihren Tätigkeiten durch besondere Beziehungen zu heimischen Industrieunternehmen nicht behindert werden. Logische Konsequenz ist der Rückzug aus der Überwachung von Industrieunternehmen (vgl. dazu Abschnitt 4.2) und mithin aus ihrer Beschützerrolle vor feindlichen Übernahmen. Neben der *Deutschen Bank*<sup>51</sup> haben sich auch die anderen beiden Großbanken, die *Dresdner Bank*<sup>52</sup> und die *Commerzbank* (siehe zum Beispiel Handelsblatt vom 5.1.2001, 1), in den neunziger Jahren auf das Investmentbanking umorientiert (Kopper 1998: 48). Wie Jürgen Beyer (2002) zeigt, haben bei der *Allianz* in den neunziger Jahren mit der Internationalisierung ihres Beteiligungs-Portfolios, der Orientierung auf das Allfinanz-Konzept und der Hinwendung zum aktiven Asset-Management parallele Entwicklungen stattgefunden. Entschei-

---

50 Eine ausführliche Dokumentation des Übernahmekampfs bieten Höpner/Jackson (2001a).

51 Siehe zum Beispiel Handelsblatt vom 14.8.2000, Handelsblatt vom 5.12.2000, 30, Financial Times Deutschland vom 13.6.2000, 27.

52 Siehe zum Beispiel FAZ vom 18.9.2000, 22, Handelsblatt vom 8./9.9.2000, K1, Handelsblatt vom 27.11.2000, 22.

dend ist, dass diese Entwicklungen in den späten neunziger Jahren so weit fortgeschritten waren, dass Führungskräfte von Industrieunternehmen nicht mehr mit Finanzunternehmen als Beschützern vor feindlichen Übernahmen rechnen konnten. Spätestens im Mai 1997, während des Machtkampfs zwischen Krupp und Thyssen, konnte daran kein Zweifel mehr bestehen.

Als institutionelle Hürde gegen die Entstehung eines Markts für Unternehmenskontrolle wird in einigen Beiträgen auch die Mitbestimmung genannt (Monopolkommission 1998b; Schmidt et al. 1997: 128). Mitbestimmungsträger und Gewerkschaften, die feindliche Übernahmen ablehnen, können Übernahmeprozesse durch die Mobilisierung von Politik und Öffentlichkeit erschweren. Vor allem aber schränkt eine starke Mitbestimmung die Handlungsfreiheit des Übernehmers gegenüber »seinem« Übernahmobjekt ein und kann anschließende Restrukturierungen wenn nicht gänzlich verhindern, so doch zumindest verlangsamen. Besteht auf der Anteilseignerbank von Aufsichtsräten Uneinigkeit gegenüber Fusionsplänen, der Entlassung beziehungsweise Einsetzung von Vorständen oder gegenüber Restrukturierungsmaßnahmen, kann die Arbeitnehmerbank, die sonst wegen des Doppelstimmrechts des Aufsichtsratsvorsitzenden überstimmt werden kann, starken Einfluss gewinnen. Eine besonders starke Variante der Unternehmensmitbestimmung besteht im Geltungsbereich des Montanmitbestimmungsgesetzes. Dort kann ein feindlicher Übernehmer gegen den Willen des neutralen, von beiden Seiten bestimmten Aufsichtsratsvorsitzenden keinen neuen Vorstand einsetzen. Aus diesen Gründen können Mitbestimmungsregeln abschreckend auf potenzielle feindliche Bieter wirken.

Die Haltung von Gewerkschaften und Mitbestimmungsträgern wird in Kapitel 5 ausführlich diskutiert. Dort wird argumentiert, dass die Mitbestimmung in den späten neunziger Jahren wegen ihrer zunehmend konsens- und produktivitätsorientierten Ausrichtung keine Hürde mehr gegen feindliche Übernahmen darstellte.

Barrieren gegen feindliche Übernahmen sind, schließlich, auch innerhalb des deutschen Aktien- und Wirtschaftsrechts erodiert. Bei der Bilanzierung nach den Regeln des Handelsgesetzbuchs (HGB) ist der Wert eines Unternehmens durch Außenstehende nur schwer einzuschätzen (Schmidt et al. 1997: 128). Der durch das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz ermöglichte Übergang zur Bilanzierung nach internationalen Regeln, der inzwischen bei allen großen Streubesitzunternehmen erfolgt ist, hat diese Hürde beseitigt.<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Bilanzierung nach internationalen Standards macht Übernahmekandidaten für potenzielle Übernehmer transparent. Hinsichtlich der Wirkung auf den Aktienkurs wirkt aktionärsori-

Ein entscheidenderes Hindernis für potenzielle feindliche Übernehmer bestand in Stimmrechtsbeschränkungen, die die Ausübung von Stimmrechten auf Hauptversammlungen ab einer definierten Schwelle – häufig 5 Prozent – verhinderten und damit große Aktienpakete »unerwünschter« Anteilseigner zu reinen Finanzanlagen statt zu Instrumenten der Ausübung von Macht über Unternehmen werden ließen. Durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) wurden solche Stimmrechtsbeschränkungen verboten. »Goldene Aktien«, mit denen öffentliche Gebietskörperschaften ihren Einfluss auf ehemalige Staatsunternehmen sichern, existieren in Deutschland – anders als bei manchen europäischen Nachbarn – nur bei *Volkswagen*.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass sich das deutsche System der Unternehmenskontrolle in den neunziger Jahren in einer Weise verändert hat, dass Unternehmen, die aufgrund ihrer Eigentümerstruktur prinzipiell feindlich übernehmbar waren, mittlerweile tatsächlich die Möglichkeit feindlicher Übernahmen bei der Abwägung ihrer Handlungsalternativen bedenken müssen. Es liegt deshalb nahe, die Anwendung kapitalmarktorientierter Führungskonzepte als Schutz vor feindlichen Übernahmen zu interpretieren. Die Gleichzeitigkeit der skizzierten Veränderungen mit den Umorientierungen zu aktionärsorientierter Unternehmensführung macht diese These sehr plausibel. Darüber hinaus wäre zu erwarten, dass die Intensität der Kapitalmarktorientierung mit der Wahrscheinlichkeit feindlicher Übernahmen, der sich die einzelnen Unternehmen gegenübersehen, kovariiert. Namentlich *Vebe*<sup>54</sup>, *Bayer*<sup>55</sup>, *Hoechst*<sup>56</sup>, *Schering*<sup>57</sup>, *Siemens*<sup>58</sup>, *Daimler-Benz* beziehungsweise *DaimlerChrysler*<sup>59</sup>, *BMW*<sup>60</sup> und *Continental*<sup>61</sup> sahen sich in den späten neunziger Jahren – neben anderen – immer wieder Übernahmegehrüchten ausgesetzt.

Eine quantitative Überprüfung dieser These setzt die Unterscheidung von gegenüber »ihren« Unternehmensleitungen unbedingt loyalen, strategisch motivierten Aktionären und solchen, die keine über das reine Finanzinteresse

---

enterte Bilanzierung der Übernahmegefahr aber gleichzeitig entgegen, weil sie als Shareholder-Value-Bestandteil in Richtung steigender Aktienkurse wirkt.

54 Wirtschaftswoche Nr. 50 vom 9.12.1999, 66.

55 FAZ vom 17.11.1999, 22; FAZ vom 9.12.2000, 17.

56 FAZ vom 19.3.1999, 26; Eckert (2000: 113–116).

57 Handelsblatt vom 11./12.2.2000, Investor 1; Handelsblatt vom 12./13.1.2001, 20.

58 Süddeutsche Zeitung vom 15.2.1999, 21.

59 FAZ vom 23.11.2000, 21; Handelsblatt vom 2./3.2.2001, 14.

60 FAZ vom 21.1.1999, 27; FAZ vom 29.1.1999, 28.

61 FAZ vom 12.11.1999, 27; FAZ vom 21.7.2000, 22; FAZ vom 31.7.2000, 20.

hinausgehenden Motive verfolgen, voraus. Eine solche Klassifizierung der Eigentümer der vierzig betrachteten Unternehmen wäre allerdings spekulativ. Die Wahrscheinlichkeit, mit der industrielle Anteilseigner, Banken und Versicherungen bereit wären, ihre Anteile an feindliche Übernehmer zu veräußern, ist von außen nicht einschätzbar. Außerhalb der Gruppe der Familienaktionäre und der öffentlichen Gebietskörperschaften kann die Bereitschaft zur Weitergabe von Aktienpaketen nirgends ausgeschlossen, aber auch keineswegs pauschal vorausgesetzt werden.

Als Annäherung an die relative Bedeutung ausschließlich finanziell motivierter Anteilseigner der vierzig betrachteten Unternehmen kann nur auf die im vorigen Abschnitt diskutierte Messung des Anteils institutioneller Anleger zurückgegriffen werden. Wie dort gezeigt, sind Kapitalmarktorientierung und der Aktienanteil institutioneller Anleger hoch korreliert ( $r = .67$ ,  $p = .000$ ,  $n = 31$ ). Darüber hinaus steigt die Übernahmegefahr mit zunehmender Zahl internationaler Konkurrenten. Es wurde gezeigt, dass ein deutlicher statistischer Zusammenhang zwischen der Zugehörigkeit zu den Sektoren, die dem internationalen Produktwettbewerb ausgesetzt sind, und der Kapitalmarktorientierung existiert ( $r = .71$ ,  $p = .000$ ,  $n = 40$ ). Das Argument lautet deshalb, dass der Effekt des Übernahmedrucks in den beiden genannten Variablen bereits enthalten ist und der durch diese beiden Variablen erklärte Varianzanteil von 67 Prozent zum Teil auch auf die Übernahmepressur-Hypothese entfällt.

Der Grund für die Schwierigkeit, Kapitalmarktdruck und Übernahmepressur in separaten Variablen zu operationalisieren, liegt in der starken Überlappung der Kapital- und Übernahmepressurmärkte (Windolf 1994). Gleichwohl wird hier dafür plädiert, Investorendruck- und Übernahmepressurmechanismus in der Diskussion um Shareholder Value analytisch sauber zu trennen. Die Gefahr feindlicher Übernahmen verstärkt den Druck, den institutionelle Anleger auf die Managements von Unternehmen ausüben können, weil sie den Kapitalmarktteilnehmern ein Sanktionspotenzial an die Hand geben. Gleichwohl kommt Shareholder-Aktivismus auch bei Unternehmen vor, die dem feindlichen Übernahmepressurmarkt nicht ausgesetzt sind.

Die These von Shareholder Value als Reaktion auf die Gefahr feindlicher Übernahmen ist allerdings nicht für alle aufgrund ihrer Aktionärsstruktur prinzipiell feindlich übernehmbaren Unternehmen gleich plausibel. Bei Unternehmen wie *Veba* und *Bayer* hat sich das Bewusstsein, Übernahmepressurkandidat zu sein, spätestens in den neunziger Jahren durchgesetzt. Mitarbeiter der Investor-Relations-Abteilung von *Mannesmann* geben im Interview die Auskunft, dass eine mögliche feindliche Übernahme des Konzerns

vor 1999 kein Thema war. Schritte in Richtung verstärkter Aktionärsorientierung haben bei *Mannesmann* bereits vor 1999, noch unter dem Vorstandsvorsitzenden Joachim Funk, stattgefunden (Höpner/Jackson 2001a) und können also nicht mit Übernahmepressur erklärt werden.

Auch die »freundliche« Aktivität auf dem Markt für Fusionen und Übernahmen (Mergers and Acquisitions – M&A) wird in der Literatur mit der Shareholder-Value-Orientierung von Unternehmen in Verbindung gebracht. Während die M&A-Aktivität in Deutschland wie auch anderen kontinental-europäischen Ländern traditionell gering war, erfolgte in den späten neunziger Jahren ein weltweiter Boom von Unternehmenstransaktionen, in dessen Rahmen kontinentaleuropäische Länder hinsichtlich ihrer M&A-Aktivität mit angloamerikanischen Ländern gleichzogen.<sup>62</sup> Nach Transaktionsvolumina berechnet, hat sich die weltweite Fusionsaktivität zwischen 1990 und 1999 etwa versechsfacht.<sup>63</sup> Aufgrund der Vertiefung der Europäischen Integration, der damit einhergehenden Deregulierung der bis dahin »staatsnahen« Sektoren und als Reaktion auf die bevorstehende Einführung der einheitlichen europäischen Währung entfiel ein großer Teil der europäischen Fusionen und Übernahmen auf grenzüberschreitende Transaktionen (Holmes 1997: 13; Holmes 1999: 16). Neben dem Trend zum unfreundlichen Übernahmeangebot brachte diese Fusions- und Übernahmewelle erstmals den Einsatz von Aktien als Akquisitionswährung mit sich. Nach Angaben von *Thomson Financial Securities* ist allein zwischen 1995 und 1999 das ganz oder teilweise über den Austausch von Aktien zustande gekommene grenzüberschreitende europäische M&A-Transaktionsvolumen um den Faktor 25 (von 20 Mrd. Dollar auf ungefähr 540 Mrd. Dollar) gestiegen.<sup>64</sup>

Bei solchen Transaktionen erhalten die Aktionäre der Zielgesellschaft kein Bargeld, sondern tauschen zu einem vorher vereinbarten Kurs Aktien des Bieterunternehmens gegen Aktien des Zielunternehmens. Die Fähigkeit, die Übernahme von Unternehmen durch Austausch von Aktien zu finanzieren, hängt von der Höhe des eigenen Aktienkurses ab. Je höher der Kurs, desto mehr kann durch die »Akquisitionswährung« erworben werden (Müller-Stewens 2000a: 15). Aus diesem Grund liegt es nahe, neben der Gefahr der Übernahme durch andere auch die eigene Akquisitionstätigkeit (und die Notwendigkeit ihrer Finanzierung) als Triebkraft kapitalmarktorientierter Unternehmensführung anzusehen (Pellens/Thomaszewski/Weber 2000: 39).

---

62 Handelsblatt vom 3.1.2000, 11.

63 Daten in Handelsblatt vom 3./4.1999, 16.

64 Daten in Handelsblatt vom 21.9.2000, B5.



Für die vierzig Unternehmen des betrachteten Samples liegen Daten zur Akquisitionstätigkeit<sup>65</sup> vor. In der Tat zeigt sich, dass Kapitalmarktorientierung und Akquisitionstätigkeit positiv korreliert sind ( $r=.36$ ,  $p=.021$ ,  $n=40$ ). Anders als bei den anderen bisher diskutierten Zusammenhängen zwischen Kapitalmarktorientierung und erklärenden Variablen verbleibt allerdings kein signifikanter Effekt, wenn in der Regressionsanalyse für die Unternehmensgröße, operationalisiert anhand der Wertschöpfung im Inland,<sup>66</sup> kontrolliert wird. Die Erklärung für dieses Ergebnis liegt in der starken Branchenabhängigkeit der Akquisitionstätigkeit, die im betrachteten Zeitraum für alle Energieunternehmen extrem hoch ausfiel, während beispielsweise für als kapitalmarktorientiert klassifizierte Unternehmen wie *SAP*, *Deutsche Telekom* oder *Bayer* nur sehr wenige Unternehmensakquisitionen angegeben werden. Auch bei einem robusteren Zusammenhang zwischen Akquisitionstätigkeit und Shareholder Value wäre allerdings kritisch anzumerken, dass die Richtung von Ursache und Wirkung hier undeutlich ist: Da das Shareholder-Value-Konzept ein aktives Portfoliomanagement der Konzernspitzen vorsieht, wäre eine starke Aktivität beim An- und Verkauf von Unternehmensteilen eher als Wirkung denn als Ursache kapitalmarktorientierter Unternehmensführung anzusehen. Als Fazit ist deshalb festzuhalten, dass Shareholder-Value-Politik den Einsatz der Aktie als Akquisitionswährung sicherlich unterstützt. Die Anzeichen für einen ursächlichen Zusammenhang in dem Sinne, dass eine ausgeprägte Akquisitionstätigkeit zu Kapitalmarktorientierung führt (und nicht umgekehrt), sind aber eher schwach. Im Gegensatz dazu erweist sich die These von kapitalmarktorientierter Unternehmensführung als Schutz vor feindlichen Übernahmen sowohl theoretisch als auch empirisch als plausibel.

---

65 Es wurde die absolute Anzahl der 1996/1997 dem Bundeskartellamt angezeigten Unternehmenszusammenschlüsse verwendet. Diese Anzahl variiert von Null (*Beiersdorf*, *BMW*, *Deutz*) bis 89 (*Veba*). Datenquelle: Monopolkommission (1998a: 266–269).

66 Datenquelle: Monopolkommission (1998a: 164–168).

### 3.4 Shareholder Value wegen zunehmender Konkurrenz um knappes Eigenkapital?

In den vorangegangenen Abschnitten wurden drei Triebkräfte der Aktionärsorientierung herausgearbeitet: der Grad an internationaler Konkurrenz auf den Absatzmärkten, der Anteil institutioneller Investoren und der Zugriff des Markts für Unternehmenskontrolle. Die gefundenen Zusammenhänge gewinnen ihre Schärfe erst durch Abgrenzung gegenüber zu verwerfenden Hypothesen. Nachfolgend soll gezeigt werden, dass die Shareholder-Value-Orientierung deutscher Unternehmen in den späten neunziger Jahren nicht auf veränderte Finanzungsverhältnisse zurückzuführen ist.

Die Finanzierungshypothese lautet wie folgt: In den neunziger Jahren überstieg der mit der internationalen Expansion einhergehende Finanzbedarf deutscher Großunternehmen die Finanzierungsfähigkeit deutscher Banken, die sich zudem vom Kreditgeschäft zum Investmentbanking umorientierten. Aus diesem Grund verschärfte sich der Wettbewerb um knappes Eigenkapital. Shareholder Value ist als Instrument im Wettbewerb um Teilnehmer an Kapitalerhöhungen, somit als Begleiterscheinung der Ausweitung der Eigenfinanzierung über Aktien, zu interpretieren. So wird in mehreren Forschungsbeiträgen, gänzlich oder in Teilen, argumentiert.<sup>67</sup>

Für die Finanzierungshypothese spricht zunächst, dass Aktionärsorientierung und Eigenkapitalquoten der späten neunziger Jahre tatsächlich positiv korreliert sind. Für das Jahr 1996 ergibt sich ein Pearsonscher Korrelationskoeffizient von  $r = .32$  ( $p = .048$ ,  $n = 39$ ), für die beiden Folgejahre fallen die Korrelationen zwischen Eigenkapitalquoten<sup>68</sup> und Shareholder-Value-Orientierung allerdings in den insignifikanten Bereich.<sup>69</sup> Die Ursache für den positiven Zusammenhang zwischen Shareholder-Value-Orientierung und Eigenkapitalquoten liegt in den traditionell niedrigen Eigenkapitalquoten der binnenorientierten Bau- und Handelsunternehmen (Deutsche Bundesbank 2001a: 32).<sup>70</sup>

Dieser Befund verdeckt allerdings, dass die als besonders kapitalmarktorientiert klassifizierten Unternehmen ihre Eigenkapitalquoten in den späten neunziger Jahren nicht besonders stark ausgebaut, sondern sogar überdurch-

---

67 Bühner (1996: 334), Deutsche Bundesbank (1997a: 36), Glaum (1998b: 68), Günther/Otterbein (1996: 391).

68 Datenquelle: Hoppenstedt Bilanzdatenbank. Angaben zu den Eigenkapitalquoten der betrachteten Unternehmen lagen für die Jahre 1986–1998 vor.

69 Für 1997:  $r = .21$  ( $p = .204$ ,  $n = 38$ ); für 1998:  $r = .18$  ( $p = .290$ ,  $r = .38$ )?

70 Siehe dazu auch Handelsblatt vom 15.11.1999, 58.

schnittlich zurückgefahren haben. Der (branchenbedingte) Zusammenhang zwischen Shareholder-Value-Orientierung und Eigenkapitalquoten erweist sich für die frühen neunziger Jahre – vor Shareholder Value – stärker als für die späten neunziger Jahre.<sup>71</sup> Im Verlauf dieses Jahrzehnts schwächt sich der Zusammenhang zunehmend ab. Für die These, Shareholder Value werde als Instrument zur Ausweitung der Eigenkapitalquoten genutzt, gibt es also keinen Beleg. Der Befund überdurchschnittlich zunehmender Fremdfinanzierung bei Shareholder-Value-Unternehmen mag auf den ersten Blick paradox erscheinen, ist es aber nicht, weil Aktionärsaktivisten Kapitalerhöhungen regelmäßig kritisch gegenüberstehen: Frische Aktien »verwässern« den Gewinn und führen unter sonst gleichbleibenden Bedingungen zu einem tendenziell sinkenden Gewinn pro Aktie. Die Vorteile der Fremdfinanzierung wurden auch aus Principal-Agent-Perspektive wiederholt aufgezeigt, und Managern eine Aversion gegen diesen Finanzierungstyp zugesprochen (Jensen/Meckling 1976; Ramb 1998).

Das entscheidende Problem der Finanzierungshypothese ist allerdings anders gelagert – in der Annahme nämlich, die Konkurrenz um die Eigenkapitalgeber sei für das Finanzierungsverhalten deutscher Unternehmen von zunehmender Bedeutung. Es ist aber nicht die externe Eigenfinanzierung über die Ausgabe neuer Aktien, sondern die interne Eigenfinanzierung über eigens erwirtschaftete Mittel, die die Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen prägt. Schaubild 3-3 gibt Auskunft über das Finanzierungsverhalten westdeutscher Unternehmen zwischen 1984 und 1999.<sup>72</sup> Zunächst fällt auf, dass sich das Niveau der Finanzierung über die Ausgabe neuer Aktien in den neunziger Jahren nicht verändert. Während sich Kredite und Innenfinanzierung im Konjunkturzyklus substituieren, bleibt die Kapitalzuführung durch Eigenkapitalgeber auf gleich bleibendem Niveau. Auffällig ist aber vor allem die sehr geringe Bedeutung der Finanzierung über Kapitalerhöhungen.

Den Daten der Deutschen Bundesbank (2001a: 29) zufolge hatten deutsche Unternehmen im Jahr 1999 einen Finanzierungsbedarf von 204 Mrd. Euro, von denen 113 Mrd. Euro auf Investitionen in ihr Sachvermögen und 91 Mrd. Euro auf Investitionen in die Geldvermögensbildung entfielen. Wie

---

71 Die Zusammenhangsmaße lauten: Für 1991:  $r = .44$  ( $p = .006$ ,  $n = 38$ ); für 1992:  $r = .38$  ( $p = .020$ ,  $n = 38$ ); für 1993:  $r = .38$  ( $p = .021$ ,  $n = 37$ ); für 1994:  $r = .28$  ( $p = .091$ ,  $n = 39$ ); für 1995:  $r = .32$  ( $p = .048$ ,  $n = 39$ ).

72 Die zugrunde gelegten Daten finden sich in Deutsche Bundesbank (1999c: 139) sowie Deutsche Bundesbank (2001a: 29).

wurden diese Investitionen finanziert? Die wichtigste Finanzierungsquelle waren mit 105 Mrd. Euro (51,9 Prozent) die verdienten Abschreibungen auf die Sachanlagen. Auf weitere, der Innenfinanzierung zuzurechnende Posten entfielen 30 Mrd. Euro (14,8 Prozent). Auf die Veränderung von Verbindlichkeiten<sup>73</sup> entfielen 58 Mrd. Euro (28,7 Prozent). Demgegenüber belief sich der Beitrag des Aktienmarkts über die Kapitalzuführung (beziehungsweise die Erhöhung des Nominalkapitals durch Ausgabe von GmbH-Anteilen sowie Zuführungen zur Kapitalrücklage) auf lediglich 9,5 Mrd. Euro, was gerade einmal 4,6 Prozent des gesamten Finanzierungsbedarfs ausmachte. Dieser Anteil ist zu gering (und, anders als auf Grundlage der Finanzierungshypothese zu erwarten, im Zeitverlauf konstant), um als Ursache für die Umorientierung der Unternehmenspolitik in Richtung Shareholder Value angesehen werden zu können.

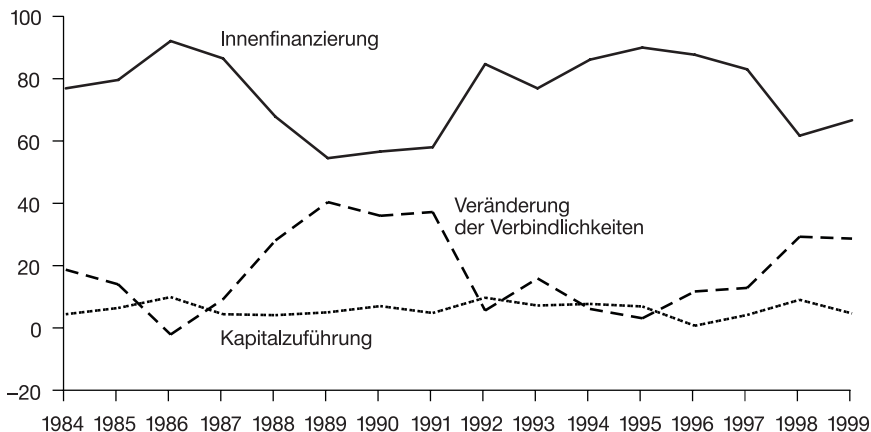
Schaubild 3-3 zeigt des Weiteren: Nicht die Kreditfinanzierung, sondern die Innenfinanzierung dominiert das Finanzierungsverhalten deutscher Unternehmen (Deutsche Bundesbank 1997a: 32). Ob die relative Bedeutung der Kreditfinanzierung bei deutschen Unternehmen höher ist als bei anderen, wird in der Finanzierungsliteratur kontrovers diskutiert (Mayer 1988; Hackethal/Schmidt 1999). In den späten neunziger Jahren wird vermehrt darauf hingewiesen, dass die vergleichsweise niedrigen Eigenkapitalausweise deut-

---

73 Neben Bankkrediten zählt auch die Begebung von Anleihen zu den Verbindlichkeiten. Die Bedeutung von Unternehmensanleihen nahm in den späten neunziger sowie den Folgejahren zu. Daraus ließe sich die These ableiten, Shareholder Value könne ein Instrument zur Platzierung von Unternehmensanleihen, und damit ein Hilfsmittel bei der Substitution von inländischen Bankkrediten durch internationale Anleihen sein. Die Emission von Schultiteln ist bei deutschen Großunternehmen in den späten neunziger Jahren aber noch nicht so weit fortgeschritten, als dass diese Annahme gerechtfertigt werden könnte. Die Deutsche Bundesbank (2000a: 33) bezeichnet die Bedeutung von Unternehmensanleihen in Deutschland als »verschwindend gering«. Anleihen waren in den späten neunziger Jahren lediglich insofern ein Thema, als dass viele Unternehmen erstmals mit diesem Finanzierungsinstrument experimentierten und die Prognose aufgestellt wurde, dass Bankkredite in der Zukunft vermehrt durch Bonds ersetzt werden könnten (Deutsche Bundesbank 2000a; siehe dazu auch ZEIT vom 19.8.1999, 24; Handelsblatt vom 20.4.1999, 61; Handelsblatt vom 18.5.2000, 38). Allerdings ist auch die theoretische Grundlage der Vermutung, Shareholder Value bediene das Interesse der Anleihehalter, fragwürdig. Sicherlich haben Anleihehalter als Außenstehende ein Interesse an Unternehmenstransparenz und insbesondere an Ratings durch internationale Agenturen. Wegen ihrer Zugehörigkeit zu den Fremdkapitalgebern teilen Anleihehalter aber mit kreditgebenden Banken und Führungskräften ein Sicherheitsbedürfnis, das im Widerspruch zu den Renditeansprüchen der Aktienhalter steht. Sollte dem »Shareholder Value« tatsächlich der »Bondholder Value« (Handelsblatt vom 20./21.10.2000, 33) folgen (worauf nichts hindeutet), würde es sich dabei um eine Mischung aus Risikoaversion und Informationsbedürfnis handeln – und damit, interessanterweise, den Präferenzen von Arbeitnehmern und Mitbestimmungsträgern nahe kommen.

Schaubild 3-3 Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen 1984–1999

Prozentualer Anteil der Finanzierungsquellen



Quelle: Deutsche Bundesbank (1999c und 2001a).

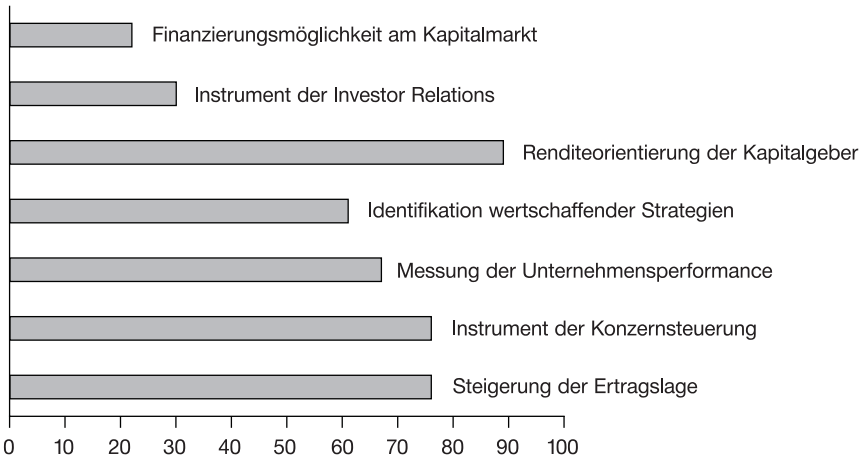
scher Unternehmen wesentlich bilanzielle Ursachen haben. Die Indizien für eine besondere Kreditlastigkeit deutscher Unternehmen sind nicht eindeutig. Im historischen Vergleich zeigt sich vor allem ein langfristiger Trend zur Stärkung der Innenfinanzierung.<sup>74</sup> Die besondere Stellung deutscher Banken beruht auf ihrer Funktion als Unternehmensaufseher und offenbar weniger in Besonderheiten des Finanzierungsverhaltens der inländischen Unternehmen.

Die These von zunehmender Konkurrenz um knappes Eigenkapital in den späten neunziger Jahren ist auch insofern zurückzuweisen, als dass in diesem Zeitraum ungewöhnliche Liquiditätszuflüsse auf dem deutschen Aktienmarkt stattfanden.<sup>75</sup> Sowohl die stetig steigende Anzahl von Aktien- und Fondsanteilsbesitzern als auch die Nachfrage angloamerikanischer Fonds nach europäischen Aktien lassen die Annahme, es habe eine ver-

74 d'Alessio/Oberbeck (1998: 102–103), Deutsche Bundesbank (2000b: 43), Huffschmid (1999), Monopolkommission (1998b: 35), Price Waterhouse/ZEW (1998: 7).

75 Siehe dazu zum Beispiel FAZ vom 1.4.1997, 10, Financial Times Deutschland vom 6.3.2000, 22, Handelsblatt vom 2.8.2000, 28, Deutsches Aktieninstitut (2000: 07.1–3-a).

Schaubild 3-4 Motive von Unternehmen bei der Einführung von Shareholder-Value-Konzepten in der Unternehmensbefragung von Achleitner/Bassen 2000



Prozentsatz der Befragten, bei denen die jeweiligen Motive genannt werden (Mehrfachnennungen möglich).

Quelle: Achleitner/Bassen (2000: 12).

schärfte Konkurrenz der Aktienanbieter um knappes Eigenkapital gegeben, abwegig erscheinen.

Insgesamt spricht also kaum ein triftiger Grund für die populäre Annahme,<sup>76</sup> Kapitalmarktorientierung sei ein Instrument im Kampf um knappes Eigenkapital. Die Zurückweisung der Finanzierungshypothese wird von dem Ergebnis einer Unternehmensbefragung gestützt, die Ann-Christin Achleitner und Alexander Bassen (2000: 12) durchgeführt haben. Diese Autoren haben Unternehmensleitungen aus dem Kreis der DAX 100-Unternehmen

76 Die selten hinterfragte Finanzierungs/Kapitalknappheitshypothese taucht in der wissenschaftlichen wie auch der öffentlichen Diskussion häufig auf. Ein anschauliches Beispiel dafür ist das 1996 in Kraft getretene Bundesgesetz, das international bilanzierenden Unternehmen die zusätzliche Veröffentlichung einer HGB-Bilanz ersparte – und von den Beamten des Finanzministeriums »Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz« genannt wurde, obwohl es sich zunächst einmal um ein »Bilanzierungsgesetz« und mittelbar um ein »Aktienkurssteigerungsgesetz« handelt, während dem tatsächlich gewählten Titel die in diesem Abschnitt diskutierten Wirkungszusammenhänge zugrunde liegen.

nach ihren Motiven bei der Einführung von Shareholder-Value-Konzepten befragt. Nur eine geringe Minderheit der Befragten brachte Shareholder-Value-Konzepte mit der Möglichkeit zur Finanzierung über den Kapitalmarkt in Verbindung (Schaubild 3-4). Anstelle dessen wurden die in den vorigen Abschnitten diskutierten Alternativhypothesen bestätigt. Die Motive »Steigerung der Ertragslage« und »Instrument der Konzernsteuerung« sind kompatibel mit der These von Shareholder Value als Antwort auf zunehmende internationale Konkurrenz, und das von den Befragten am häufigsten genannte Motiv »Renditeorientierung der Kapitalgeber« verweist direkt auf Investorendruck. Die zunehmende Berücksichtigung der Aktionärsinteressen in der Unternehmenspolitik resultiert nicht aus ihrer vermeintlich gestiegenen Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung.

## Kapitel 4

# Determinanten der Shareholder-Value-Orientierung: Shareholder Value als Managementinitiative

Die bisher als Triebkräfte des Shareholder Value identifizierten Mechanismen haben gemeinsam, dass sie in den Umwelten der Unternehmen angesiedelt sind, den Handlungsspielraum von Führungskräften einschränken und von Agency-Theoretikern als Instrumente zur Disziplinierung opportunistischer Manager diskutiert wurden (Jensen/Meckling 1976: 328–330; Jensen 1993: 850–854; Shleifer/Vishny 1996). Das suggeriert, Shareholder-Value-Politik entstehe nur unter Zwang und würde von Managern abgelehnt, würden sie nicht durch entsprechende Mechanismen zur Aktionärsorientierung angehalten. Wie gezeigt wurde, kann tatsächlich ein erheblicher Anteil der Varianz bei der Aktionärsorientierung der untersuchten Unternehmen auf den Druck der Produkt-, Kapital- und Übernahmемärkte zurückgeführt werden.

Nachfolgend wird die Entstehung von Shareholder-Value-Politik aus einer anderen Perspektive diskutiert: Gibt es neben den externen Mechanismen interne Entwicklungen, die die Übernahme angloamerikanischer Managementkonzepte begünstigen? Warum fallen die externen Anstöße intern auf fruchtbaren Boden? Die Diskussion über Shareholder Value erweckt nicht den Eindruck, Führungskräfte sähen sich als Opfer von Entwicklungen, die ihre Handlungsfreiheit einengen. Aktionärsorientierte Unternehmensführung ist ein Managementkonzept, das in den späten neunziger Jahren als innovativ und modern angesehen und von Unternehmensleitungen offensiv nach außen vertreten wurde.<sup>1</sup> In diesem Sinne hat Shareholder Value den Charakter einer, im neutralen Wortsinn, Managerideologie (Faust 1999: 99; Vitols 2000: 2).

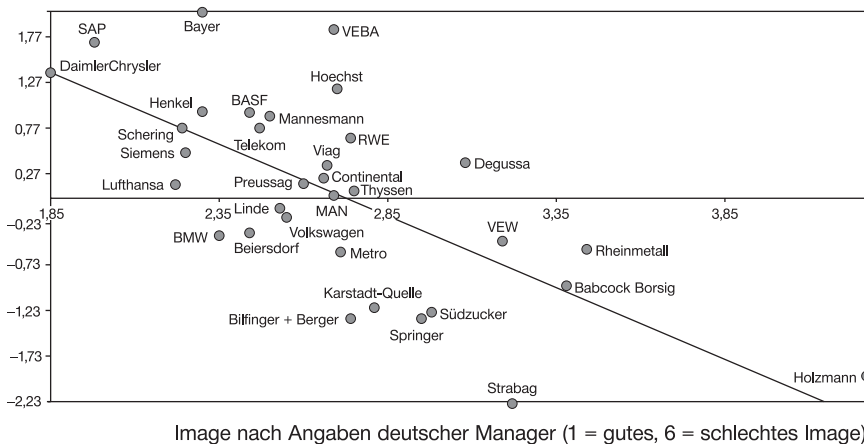
---

1 Freilich gibt es auch Gegenbeispiele. Öffentlich gegen kapitalmarktorientierte Unternehmensführung gewendet haben sich zum Beispiel Nikolaus Schweickart, der Vorstandsvorsitzende von *Altana*, und Wendelin Wiedeking, Vorstandsvorsitzender von *Porsche*. Ins-



Schaubild 4-1 Unternehmensimage und Shareholder Value von 33 Unternehmen in den späten neunziger Jahren

Shareholder-Value-Orientierung



Quellen: Shareholder Value: siehe Tabellen 2 und 4; Image: Wirtschaftswoche vom 1.6.2000: 96ff.

Dass das Shareholder-Value-Konzept bei deutschen Managern in den späten neunziger Jahren in hohem Ansehen stand, lässt sich mit Daten aus unternehmensvergleichenden Imagestudien veranschaulichen. In Schaubild 4-1 wurde auf der Waagerechten das Ergebnis einer Managerbefragung im Auftrag der Wirtschaftswoche abgetragen, in deren Rahmen 1.400 inländische Führungskräfte gebeten wurden, Großunternehmen hinsichtlich ihres Innovationsimages – im Sinne von neu, zukunftsfruchtig, wachstumsfördernd – einzustufen (Wirtschaftswoche vom 1.6.2000, 96–107). Niedrige Werte bedeuten eine positive Benotung des Innovationsimages, bei hohen Werten verteilen die Befragten schlechte Noten. Auf der Senkrechten wurde der

---

gesamt muss aber konstatiert werden, dass die mit kapitalmarktorientierter Unternehmensführung verbundenen Inhalte grundsätzlich positiv diskutiert wurden. Das zeigt sich beispielsweise anhand der offensiven Darstellung von Elementen kapitalmarktorientierter Unternehmensführung in den Geschäftsberichten der späten neunziger Jahren – selbst bei den Unternehmen, die im Unternehmensvergleich nicht als besonders kapitalmarktorientiert zu klassifizieren sind.

Shareholder-Value-Index abgetragen. Es zeigt sich ein beachtlicher Grad an Übereinstimmung beider Rangfolgen ( $r = -.66$ ,  $p = .000$ ,  $n = 33$ ): Je ausgeprägter die Kapitalmarktorientierung, umso besser war das Image, das den Unternehmen von den befragten Managern zugesprochen wurde.

Warum steht Shareholder-Value-Politik bei Managern in den späten neunziger Jahren in hohem Ansehen? Warum besteht die prinzipielle Bereitschaft, auf externe Anstöße tatsächlich mit einer Ausweitung der Aktionärsorientierung zu reagieren – obwohl Aktionärsorientierung doch, den Principal-Agent-Ansätzen zufolge, den Präferenzen der Manager zuwiderlaufen müsste? In den folgenden Abschnitten werden drei Thesen zu diesen Fragen präsentiert. Erstens haben sich die Karrieremuster deutscher Topmanager in den neunziger Jahren in einer Weise verändert, die die Übernahme des Shareholder-Value-Denkens begünstigt. Zweitens wurde der Handlungsspielraum der Führungskräfte durch die verstärkte Überwachung durch den Kapitalmarkt zwar eingeengt. Hinsichtlich der Überwachung durch Insider ist im gleichen Zeitraum aber eine Vergrößerung des unkontrollierten Handlungsspielraums zu beobachten. Drittens wird gezeigt, dass sich das Zusammenspiel von abnehmendem internen und zunehmendem externen Monitoring positiv auf die Managergehälter auswirkt und deshalb dort, wo die Interessen der Manager direkt berührt werden, in deren Interesse ist.

#### 4.1 Karrieremuster deutscher Topmanager in den neunziger Jahren

Nachfolgend werden Veränderungen in den Karrieremustern deutscher Topmanager aufgezeigt und deren Implikationen für die Unternehmenspolitik diskutiert. In der international vergleichenden Managementliteratur wurden Ausbildungs- und Rekrutierungsmuster deutscher Topmanager insbesondere den Karrieremustern von Führungskräften aus angloamerikanischen Ländern gegenübergestellt. Dabei zeigten sich für Deutschland folgende Charakteristika:

- Im Unterschied zu angloamerikanischen Ländern existieren in Deutschland keine Elitehochschulen, die auf die Integration der Studenten in die Eliten der jeweiligen Länder ausgerichtet sind und wo Fertigkeiten wie Kommunikationsfähigkeit, Belastbarkeit und auch Elitebewusstsein trainiert werden (Hartmann 1997a: 29; Lane 1989: 93). Eine spezielle Elite-

bildung findet in Deutschland kaum statt. Studienabschlüsse deutscher Manager dokumentieren Fachwissen statt Führungsfähigkeiten.

- In der soziologischen Managementforschung wurde den typischen Ausbildungs- und Studiengängen von Topmanagern ein entscheidender Beitrag für die Konstituierung der deutschen konsensorientierten und techniklastigen Produktionsweise zugesprochen. In Deutschland wurde ein vergleichsweise hoher Anteil an Managern festgestellt, die ein juristisches, technisches oder naturwissenschaftliches Studium oder eine Fachausbildung absolviert haben. Deutsche Manager gelten als Fachleute auf dem Gebiet der Produktion.<sup>2</sup> Eine viel zitierte Untersuchung der Ausbildungswege von Vorstandsmitgliedern großer und mittlerer Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes hat für die sechziger und siebziger Jahre ergeben, dass nur etwas über die Hälfte von ihnen ein Studium absolviert hatte. Davon waren knapp 60 Prozent Ingenieure und Naturwissenschaftler, 30 Prozent Wirtschaftswissenschaftler und 10 Prozent Juristen (Poensgen 1982: 17). Für angloamerikanische Führungskräfte ist hingegen eine Ausbildung im Rechnungswesen typisch (Lane 1992: 71).
- Das Berufsbild amerikanischer Führungskräfte ist von starker Konkurrenz geprägt. Das zeigt deren im Vergleich zu Deutschland (und, insbesondere, Japan) kürzere Verweildauer in ihren Ämtern. Die Bereitschaft, Führungskräfte bei unbefriedigender Performanz gegen einen Konkurrenten auszutauschen, ist in Deutschland geringer ausgeprägt.
- Viele deutsche Vorstandsmitglieder haben eine Hauskarriere hinter sich, ihre Stellung also durch unternehmensinternen Aufstieg erreicht. Spiegelbildlich dazu erweist sich der unternehmensexterne Arbeitsmarkt für Führungskräfte weniger entwickelt als in englischsprachigen Ländern, wo es für Topmanager typisch ist, die Unternehmen mehrfach zu wechseln. Das führt zur Emanzipation von unternehmensspezifischen Bindungen (Bleicher 1983: 140).

Diese Besonderheiten in Ausbildung, Rekrutierung und Verweildauer verdichten sich zu einer spezifischen »sozialen Welt« von Topmanagern (Jackson 2001a), die auch Grundentscheidungen über Weichenstellungen der Unternehmenspolitik beeinflussen. Solche Verknüpfungen zwischen Biographie- und Verhaltensvariablen sind in der soziologischen Management-

---

2 Byrkjeflot (1996: 5), Egan (1997: 6), Faust (2000:67–68), Lane (1989: 92, 1992: 71), Sorge (1999), Steward et al. (1994: 21), Walgenbach/Kieser (1995: 278–279).

literatur häufig diskutiert worden.<sup>3</sup> Dominante Karrieremuster prägen nicht nur die Fachkompetenzen von Führungskräften, sondern auch deren Identitäten und Wertorientierungen. Technische Ausbildungs- und Studiengänge verschaffen Facharbeitern und Führungskräften eine gemeinsame fachliche Basis, begünstigen die Kommunikation zwischen beiden Gruppen und wirken damit als integrierender Mechanismus (Sorge 1999: 25). Autoritäten gelten in deutschen Unternehmen als fachlich anstelle von personal begründet (Lane 1989: 99). Die Techniklastigkeit der deutschen Managementausbildung begünstigt zudem Managementphilosophien, bei denen technische Erfolge und Wachstumserfolge anstelle von finanzieller Performanz und betriebswirtschaftlichem Denken im Vordergrund stehen (Bleicher 1983: 143; Sorge 1999). Es ist nahe liegend, dass auch die lange Verweildauer deutscher Führungskräfte in ihren Ämtern mit dem für Deutschland typischen langfristigen Horizont der Unternehmenspolitik in Verbindung gebracht wurde. Bei amerikanischen Managern können bereits Schwankungen in den Quartalszahlen Rückwirkungen auf die Arbeitsplatzsicherheit haben.

Gilt dieser Forschungsstand auch für die neunziger Jahre? Welche Entwicklungen haben sich in diesem Jahrzehnt vollzogen? Um dies herauszufinden, wurden die Biographien der neunzig Führungskräfte erhoben, die in den neunziger Jahren Vorstandsvorsitzende der vierzig Unternehmen des betrachteten Samples waren.<sup>4</sup> Die Biographien wurden nach verschiedenen

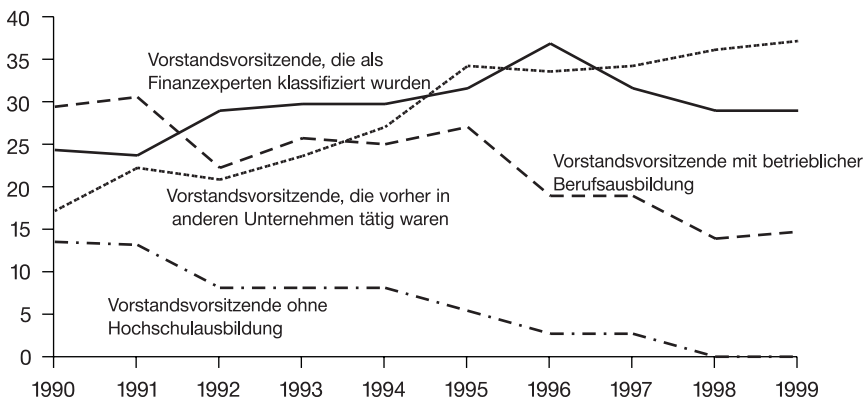
---

3 Bleicher (1983), Byrkjeflot (1996), Egan (1997), Hartmann (1995), Lane (1989, 1992), Marr (1996).

4 Die Informationen stammen aus Geschäftsberichten, dem Munzinger Archiv und Zeitungsberichten. Die 90 Vorstandsvorsitzenden sind (in der Reihenfolge ihrer Zugehörigkeit zu den Unternehmen nach ihrer Sortierung in Tabelle 2-1): Frank Niethammer, Udo G. Stark, Klaus Daudel, Kurt Lindemann, Jürgen Strube, Hermann J. Strenger, Manfred Schneider, Hans-Otto Wöbcke, Rolf Kunisch, Christian Roth, Herbert Bodner, Eberhard v. Kuenheim, Bernd Pischetsrieder, Joachim Milberg, Hans-Ulrich Plaul, Horst W. Urban, Hubertus von Grünberg, Stephan Kessel, Edzard Reuter, Jürgen E. Schrempp, Gert Becker, Uwe-Ernst Bufe, Heyo Schmiedeknecht, Klaus G. Lederer, Heinz Ruhnau, Jürgen Weber, Ron Sommer, Kajo Neukirchen, Werner Kirchgässer, Anton Schneider, Helmut Sihler, Hans-Dietrich Winkhaus, Wolfgang Hilger, Jürgen Dormann, Hans-Dieter Anders, Hermann Becker, Lothar Mayer, Heinrich Binder, Walter Deuss, Gerhard Cromme, Hans Meinhardt, Gerhard Full, Klaus Götte, Rudolf Rupprecht, Werner Dieter, Joachim Funk, Klaus Esser, Heinz Schimmelbusch, Jens Odewald, Wolfgang Urban, Klaus Wiegandt, Hans-Joachim Körber, Ernst Pieper, Michael Frenzel, Hans U. Brauner, Friedhelm Gieske, Dietmar Kuhnt, Dietmar Hopp, Hasso Plattner, Giuseppe Vita, Karlheinz Kaske, Heinrich von Pierer, Helmut Dotterweich, Arwed Fischer, Peter Tamm, Günter Wille, Günter Prinz, Jürgen Richter, August A. Fischer, Peter Jungen, Otmar Franz, Jörg Kuchenwald, Karl Schneider, Klaus O. Fleck, Theo Spettmann, Heinz Kriwet, Dieter H. Vogel, Ekkehard Schulz, Klaus Piltz, Ulrich Hartmann, Klaus Knizia, Fritz Ziegler, Gert Maichel,

Schaubild 4-2 *Karrierewege von Vorstandsvorsitzenden in 40 Unternehmen nach ausgewählten Indikatoren 1990–1999*

Prozentsatz an Vorstandsvorsitzenden



Quellen: Geschäftsberichte, Munzinger Archiv, Homepages.

Fragestellungen in Variablen codiert. Mit Hilfe dieser Variablen konnten die Trends im Verlauf der neunziger Jahre nachgezeichnet werden. Insgesamt verteilen sich die 90 Topmanager auf 400 Beobachtungspunkte (40 Unternehmen mal 10 Jahre). Wegen fehlender Informationen reduzierten sich die validen Beobachtungspunkte auf 376 (24 fehlende Werte). Ausgewählte Ergebnisse werden in Schaubild 4-2 dargestellt.

Es zeigt sich, dass es für deutsche Spitzenmanager entgegen der Erwartung nicht typisch ist, eine betriebliche Berufsausbildung absolviert zu haben. Im Durchschnitt wurden die vierzig betrachteten Aktiengesellschaften in den neunziger Jahren nur zu 23 Prozent (bezogen auf die validen Beobachtungspunkte) von Managern mit Ausbildungsberuf geleitet. In den sechziger und siebziger Jahren wurden noch weitaus höhere Anteile an Spit-

---

Werner Lamby, Alfred Pfeiffer, Georg Obermaier, Wilhelm Simson, Carl H. Hahn, Ferdinand Piëch. Der als Sanierungs- und Restrukturierungsexperte geltende Kajo Neukirchen taucht im betrachteten Zeitraum zweimal als Vorstandsvorsitzender auf: 1988 bis 1991 bei *Deutz* und 1994–1999 bei der *Metallgesellschaft*.

zenmanagern festgestellt, die eine Lehre absolviert hatten (Hartmann 1995: 454). Auffällig ist darüber hinaus, dass der Anteil an Vorstandsvorsitzenden mit betrieblicher Berufsausbildung in den neunziger Jahren weiterhin rückläufig ist und sich von 30 Prozent im Jahr 1990 auf 15 Prozent im Jahr 1999 halbiert. Zudem befinden sich unter den Managern mit Berufsausbildung lediglich fünf Personen, die eine gewerbliche Ausbildung absolviert haben.<sup>5</sup> Der Rest entfällt auf kaufmännische Berufe. In den Karrieremustern deutscher Topmanager findet also ein deutlicher Bedeutungsverlust der beruflichen Ausbildung statt. Von einem bedeutenden Anteil Vorstandsvorsitzender, die ehemals gewerbliche Auszubildende waren, kann keine Rede sein.

Typisch für die Ausbildungswege der Vorstandsvorsitzenden ist ein Studium, häufig mit anschließender Promotion. Insgesamt amtierten nur in 6 Prozent der beobachteten Jahre Vorstandsvorsitzende ohne Hochschulstudium. Auch hier zeigt der Zeitverlauf einen eindeutigen Trend. Entfiel der Anteil Nichtstudierender zum Anfang der neunziger Jahre noch auf 14 Prozent, gibt es im zugrunde gelegten Sample in den Jahren 1998 und 1999 keinen Vorstandsvorsitzenden mehr, der kein Hochschulstudium abgeschlossen hat. 59 Prozent der Beobachtungspunkte entfallen auf promovierte Vorstandsvorsitzende.<sup>6</sup> Das deutet auf einen Professionalisierungstrend im deutschen Topmanagement.

Anders als in der vergleichenden Managerliteratur dargestellt (Byrkjeflot 1996: 5; Egan 1997: 6), ist bei den Studienrichtungen keine Dominanz technischer Fächer zu beobachten. Wie sich zeigt, wurden die betrachteten vierzig Unternehmen in den zehn beobachteten Jahren nicht einmal zu einem Drittel von Managern geleitet, die ein naturwissenschaftliches oder technisches Studium absolviert haben (32 Prozent). Der häufigste Studiengang deutscher Führungskräfte sind in den neunziger Jahren die Wirtschaftswissenschaften (39 Prozent). 24 Prozent der Beobachtungspunkte entfallen auf

---

5 Joachim Milberg (*BMW*) hat eine Ausbildung zum Maschinenschlosser absolviert; Jürgen E. Schrempf (*Daimler-Benz* beziehungsweise *DaimlerChrysler*) hat im selben Unternehmen, das er später leiten sollte, Kfz-Mechaniker gelernt; Heinz Ruhнау (*Deutsche Luft-hansa*) ist gelernter Elektromaschinenbauer; Wolfgang Urban (*Metro*) hat eine Ausbildung zum Werkzeugmacher abgeschlossen; Fritz Ziegler (*VEW*), einer der wenigen Vorstandsvorsitzenden mit gewerkschaftlichem und sozialdemokratischem Hintergrund, wurde im Bergbau ausgebildet.

6 Die Promotionshäufigkeit variiert stark mit dem Studienfach: Etwa 30 Prozent der Wirtschaftswissenschaftler, 50 Prozent der Techniker und 80 Prozent der Juristen haben einen Dokortitel.

Juristen. Im Verlauf der neunziger Jahre sind die Anteile der jeweiligen Studienfächer relativ konstant. Alle Studienrichtungen gewinnen leicht auf Kosten des Rückgangs der Nichtstudierten. Weil den naturwissenschaftlichen und technischen Fächern in früheren Studien noch eine wesentlich größere Bedeutung zugesprochen wurde (Poensgen 1982: 17), liegt die These nahe, dass bereits in den achtziger Jahren ein Bedeutungsverlust der naturwissenschaftlich-technischen Karrieremuster stattgefunden hat. Auf die Gegenwart bezogen, ist das Bild des von Technikern beherrschten deutschen Großunternehmens offensichtlich ein Vorurteil.

Eine Stärkung finanzwissenschaftlicher Kompetenz zeigt sich in den neunziger Jahren. Für Schaubild 4-2 wurden Vorstandsvorsitzende als Finanzexperten klassifiziert, wenn ihr Karriereweg über das Finanzressort desselben oder eines anderen Unternehmens verlaufen ist. Der Anteil dieser Finanzexperten, auf die insgesamt 29 Prozent der Beobachtungspunkte entfallen, steigt zwischen 1990 bis 1999 um etwa fünf Prozentpunkte. Es verwundert nicht, dass diese Vorstandsvorsitzenden in ihrer Mehrzahl studierte Wirtschaftswissenschaftler sind. Darüber hinaus finden sich einige Juristen unter den Finanzexperten. Im betrachteten Sample gibt es kein Beispiel für einen Naturwissenschaftler oder Techniker, der über ein Finanzressort Vorstandsvorsitzender geworden wäre.

Ein massiver Wandel der Karrieremuster findet hinsichtlich der Unterscheidung zwischen internen und externen Rekrutierungen statt. In der vergleichenden Managementforschung wurde die geringe Bedeutung des externen Arbeitsmarkts und damit die Dominanz von unternehmensinternen Hauskarrieren aufgezeigt (Bleicher 1983: 141–143; Hartmann 1995: 464; Walgenbach/Kieser 1995: 279–280). Um dies zu überprüfen, wurden die Tätigkeiten der Vorstandsvorsitzenden in den fünf bis fünfzehn Jahren vor ihrer Amtszeit betrachtet. Anschließend wurde zwischen internen und externen Herkünften unterschieden.<sup>7</sup> Es zeigt sich, dass die Erkenntnisse der soziologischen Managementliteratur noch immer zutreffen. Der typische Karriereweg deutscher Vorstandsvorsitzender führt durch das eigene Unternehmen (71 Prozent). In einigen Fällen erstreckt sich die Unternehmenszugehörigkeit über mehrere Jahrzehnte.<sup>8</sup> Nur bei 29 Prozent der validen Beob-

---

7 In sieben Fällen – Hans U. Brauner, Michael Frenzel, Eberhard von Kuenheim, Jörg Kuchenwald, Heinz Ruhnau, Klaus Wiegandt und Wilhelm Simson – wurden die Karriereläufe als Mischtypen klassifiziert.

8 Die längste im Sample vertretene Hauskarriere hat Hermann Josef Strenger hinter sich, der bei *Bayer* ab 1949 eine kaufmännische Ausbildung absolvierte, für *Bayer*-Töchter im Ausland arbeitete, 1972 Vorstandsmitglied und 1983 Vorsitzender des Vorstands wurde.

bachtungspunkte waren Vorstandsvorsitzende im Amt, die vorher in einem anderen Unternehmen tätig waren.<sup>9</sup> Wie aus Schaubild 4-2 ersichtlich, hat sich der Anteil extern rekrutierter Manager zwischen 1990 und 1999 von 17 Prozent auf 34 Prozent mehr als verdoppelt. Die Bedeutung des Arbeitsmarkts für Führungskräfte nimmt also rapide zu.

Abschließend wird überprüft, ob sich Veränderungen bei den Verweildauern der Vorstandsvorsitzenden in ihren Ämtern beobachten lassen. Entsprechende, auf die vierzig Unternehmen des Samples bezogene Daten wurden für die Jahre 1960 bis 1999 erhoben.<sup>10</sup> Insgesamt ergeben sich 1.600 Beobachtungspunkte (40 Unternehmen mal 40 Jahre). Weil einige der betrachteten Unternehmen erst nach 1960 gegründet wurden, für manche Unternehmen und Zeitpunkte keine Informationen zur Verfügung standen, zum Erhebungszeitpunkt nicht beendete Amtszeiten nicht gewertet wurden und einige Unternehmen lange Zeit Kollektivgremien ohne Vorstandsvorsitzende oder -sprecher hatten,<sup>11</sup> reduziert sich die Zahl der validen Beobach-

---

Nach dem Vorstandsvorsitz wechselte Strenger in den Aufsichtsrat und hat damit mehr als ein halbes Jahrhundert bei *Bayer* verbracht. Unternehmensinterne Karrieren über mehrere Jahrzehnte hinweg haben auch Jürgen Strube (*BASF*), Edzart Reuter und Jürgen E. Schremp (*Daimler-Benz* beziehungsweise *DaimlerChrysler*), Joachim Funk (*Mannesmann*) und andere absolviert.

- 9 Ein Beispiel ist der Karriereweg von Horst W. Urban (*Continental*), der vorher für *Ford*, *IBM* und *BMW* arbeitete. Auffällig ist, dass die Berufswege von Vorstandsvorsitzenden nur sehr selten über Stationen außerhalb der freien Wirtschaft führen. Die Ausnahmen sind Heinz Ruhnau (*Lufthansa*), der früher für die IG Metall und die SPD gearbeitet hat; Klaus Wiegandt (*Metro*), der ehemals bei der Deutschen Postgewerkschaft angestellt war; und Jörg Kuchenwald (*Strabag*), der ehemaliger Mitarbeiter des Deutschen Bundestags ist.
- 10 Für diese Recherchen konnte das Geschäftsberichtsarchiv von Prof. Dieter Sadowski an der Universität Trier genutzt werden. Insgesamt wurden um die fünfhundert Geschäftsberichte eingesehen.
- 11 Das deutsche Aktienrecht schreibt die Wahl oder Ernennung eines Vorstandsvorsitzenden nicht zwingend vor (§84 AktG). Stärker als amerikanische Führungsgremien verstehen sich deutsche Vorstände als Kollektivgremien, in denen gemeinsam entschieden wird. Bei *RWE* wurde bis 1989 auf einen Vorstandsvorsitzenden verzichtet. Auch bei *Agiv*, *AVA*, *Holzmann*, *Karstadt*, *Schering*, *Südzucker* und *Viag* gab es bis in die achtziger Jahre hinein keinen Vorstandsvorsitzenden. Die *Deutsche Bank* hat bis heute keinen Vorstandsvorsitzenden, sondern einen Vorstandssprecher, der nicht vom Aufsichtsrat gewählt, sondern vom Vorstand ernannt wird. Zu Konsenszwängen innerhalb der Vorstandsgremien tritt die Notwendigkeit der Aushandlung mit institutionellen Gegenspielern (Aufsichtsrat, Mitbestimmung) hinzu. Auffällig sind hier die Parallelen zwischen politischen Systemen und Unternehmensverfassungen, die aus gemeinsamen politisch-kulturellen Wurzeln resultieren. Während Großbritannien, die USA und Kanada zu den Mehrheitsdemokratien zählen, existieren in den politischen Systemen der deutschsprachigen Länder Aushandlungszwänge, die aus dem Verhältniswahlrecht, der Mehrdimensionalität der Parteiensysteme und einer niedrigen Dominanz und Konzentration der Exekutive resultieren. Darüber hinaus gibt es in Deutschland institutionelle Schranken gegen die Macht der Exekutive, die eine



tungspunkte auf ungerundet genau 1.000. Die längste erhobene Amtszeit ist der fünfundzwanzig Jahre andauernde Vorstandsvorsitz von Georg W. Claussen bei *Beiersdorf*. In den neunziger Jahren nimmt die Bereitschaft der Aufsichtsratsgremien, Verträge von Vorstandsvorsitzenden nicht zu verlängern oder vorzeitig aufzulösen, spürbar zu. Der formalen Auflösung der Verträge greifen in die Kritik geratene Vorstandsvorsitzende in einigen Fällen durch Rücktritt vorweg. Beispiele für wegen Kritik an ihrer Amtsführung vorzeitig beendete Vorstandsvorsitze sind Horst W. Urban (*Continental*), Heinrich Binder und Heinz Schimmelbusch (*Metallgesellschaft*), Anton Schneider (*Deutz*) sowie, in der Folge von Übernahmen, Dieter Vogel (*Thyssen*) und Klaus Esser (*Mannesmann*).

In Schaubild 4-3 wurde Jahr für Jahr abgetragen, wie lange die jeweils amtierenden Vorstandsvorsitzenden insgesamt im Amt waren. Anschließend wurden Jahresdurchschnitte errechnet. Wohlgemerkt wurden nur Amtszeiten berücksichtigt, die bereits beendet waren. Für das Jahr 1997 konnten noch zwanzig Amtszeiten berücksichtigt werden, von denen bei der Abfassung der Arbeit bereits bekannt war, wie lange sie insgesamt andauerten. Die Kurve hat also keine »natürliche«, aus der Berechnungsweise resultierende Tendenz, im späteren Betrachtungszeitraum zu fallen. Es zeigt sich, dass für die sechziger und siebziger Jahre durchschnittliche Amtszeiten von um die dreizehn Jahre typisch waren. Ab etwa 1979 setzt ein Trend zu steigenden Fluktuationsraten ein. Die durchschnittliche Verweildauer der Vorstandsvorsitzenden in ihren Ämtern sinkt bis auf etwa sieben Jahre zum Zeitpunkt 1997. Auch dieser Befund indiziert rapiden Wandel.

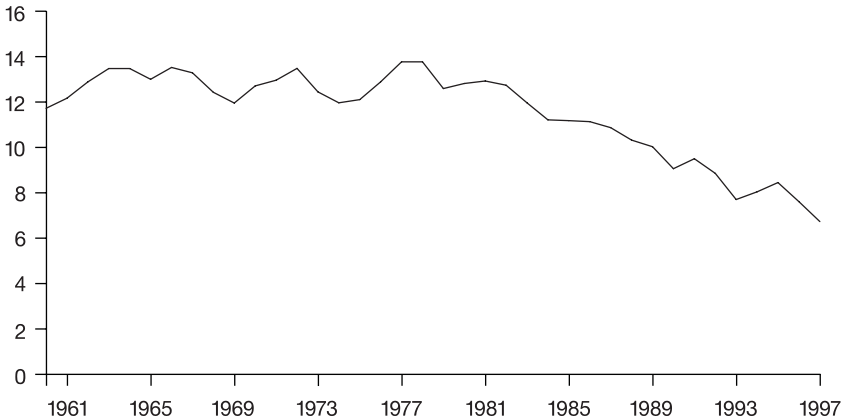
Die Auswertung der erhobenen Managerbiographien zeigt, dass in den neunziger Jahren Wandel in mehrerlei Hinsicht stattfindet. In den späten Neunzigern gibt es unter den Vorstandsvorsitzenden der vierzig Größten keine Nichtstudierten mehr. Unter den Vorstandsvorsitzenden befinden sich mittlerweile mehr studierte Wirtschaftswissenschaftler als Techniker und

---

Analogie zu den institutionalisierten Gegenkräften gegen die Macht des Vorstands eines Unternehmens bilden: Bundesländer, eine zweite Kammer, das Bundesverfassungsgericht, eine autonome Zentralbank und hohe Hürden bei Verfassungsänderungen. In Großbritannien existieren – anders als in den Vereinigten Staaten – solche institutionellen Schranken der Exekutive nicht (Lehmbruch 1996; Lijphart 1999; Schmidt 1995: 239–252). In deutschen Unternehmen sind Bestrebungen feststellbar, die Konsenszwänge innerhalb der Vorstände abzubauen. Das zeigt sich zum Beispiel darin, dass in den späten Neunzigern keines der vierzig betrachteten Unternehmen mehr ein Kollektivgremium ohne Sprecher oder Vorsitzenden aufwies. Bei Unternehmen mit Vorstandssprechern wie zum Beispiel der *Deutschen Bank* wird der Sprecher zunehmend mit einem Vorsitzenden gleichgestellt. Auch hier findet also durchaus eine Annäherung an das angloamerikanische Modell statt.

Schaubild 4-3 Durchschnittliche Amtszeiten von Vorstandsvorsitzenden in 40 Unternehmen 1960–1997

Durchschnittliche Dauer der Amtszeiten der Vorstandsvorsitzenden, die in den jeweiligen Jahren im Amt waren



Quellen: Geschäftsberichte, Munzinger Archiv, Homepages.

Naturwissenschaftler. Gleichzeitig steigt der Anteil der Vorstandsvorsitzenden, die berufliche Erfahrungen in Finanzressorts gemacht haben. Die Bedeutung des unternehmensexternen Arbeitsmarkts für Führungskräfte nimmt in den neunziger Jahren deutlich zu, während der Anteil der Hauskarrieren zurückgeht. Die durchschnittliche Amtsdauer der Vorstandsvorsitzenden sinkt rapide. In der soziologischen Managementforschung ist argumentiert worden, dass typische Erfahrungsmuster von Managern neben fachlichen Kompetenzen auch deren Wertmuster, Einstellungen und – mittelbar – auch deren Entscheidungen beeinflussen. Die veränderten Hintergründe deutscher Führungskräfte lassen sich mit einer Professionalisierung, einer Stärkung der betriebswirtschaftlichen Basis und mit einer zunehmenden Vermarktlichung umschreiben. Die zunehmende Vermarktlichung zeigt sich im Bedeutungszuwachs der Arbeitsmärkte für Führungskräfte und den kürzer werdenden Amtsdauern. Im Ergebnis nimmt der Wettbewerb und damit, mittelbar, die kompetitive Orientierung der Topmanager zu.

Diese Beobachtungen helfen zu verstehen, warum in den neunziger Jahren eine grundsätzliche Bereitschaft zur Übernahme angloamerikanischer Managementkonzepte besteht und warum die Anstöße für investorenorientierte Unternehmenspolitik auf fruchtbaren Boden fallen. Vorstandschefs verschiedener Industriezweige wären in den sechziger Jahren nicht auf den Gedanken gekommen, miteinander in Konkurrenz zu stehen. Jeder war Fachmann auf seinem Gebiet. Aktienkurse waren Nebensache, und durch das Vorherrschen von Hauskarrieren kamen sich Karrierewege gegenseitig nicht in die Quere. Das begünstigte die Entstehung und Festigung von langfristigen, kooperativen, netzwerkartigen Beziehungen zwischen Großunternehmen. Die Vermarktlichung der Führungskräfteerkrutierung setzt Konkurrenz zunehmend an die Stelle von Kooperation. Es ist kein Zufall, dass der Durchbruch »objektiver« Rentabilitätskennzahlen und der Fokus auf die Börsenkurse mit der Vermarktlichung der Managererkrutierung – bei gleichzeitig gestärkter betriebswirtschaftlicher Basis – zusammenfällt. Finanzielle Kennziffern machen die Performanz miteinander konkurrierender Topmanager über Branchengrenzen hinweg vergleichbar. Es besteht eine Komplementarität zwischen den neuen, amerikanisierten Karrieremustern und der Übernahme von Strategien, die auf die Steigerung unternehmensübergreifender, standardisierter, messbarer Größen wie den Discounted Cash-flow oder den Aktienkurs zielen.

Wenn festgestellt wird, dass flexible, marktorientierte Rekrutierungs- und Karrieremuster und kapitalmarktorientierte Unternehmensführung gut zueinander passen, sagt dies noch nichts über die Richtung des Zusammenhangs aus. Letztlich liegt hier ein Fall rekursiver Kausalität vor. Denn nicht nur beeinflussen – einerseits – die Karrierehintergründe der Führungskräfte deren Orientierungen und damit, mittelbar, deren Bereitschaft oder Abneigung zur Verfolgung bestimmter Unternehmensziele. In der Agency-Theorie wurden kompetitive Arbeitsmärkte für Führungskräfte, ähnlich wie Wettbewerbs-, Aktionärs- und Übernahmedruck, als Governance-Mechanismen zur Orientierung an Eigentümerinteressen gewertet (Fama 1980). Anstöße zur Veränderung des Arbeitsmarkts für Führungskräfte kommen gleichzeitig – andererseits – von den »ungeduldiger« werdenden Aktionären, deren Präferenzen durch Shareholder-Value-Politik verstärkte Berücksichtigung finden. Worauf es hier aber ankommen soll, ist der nichtreursive Teil des Zusammenhangs, der von den »Managervariablen« zur kapitalmarktorientierten Unternehmensführung verläuft. Es wird vorgeschlagen, Veränderungen der »sozialen Welt von Topmanagern« (Jackson 2001a) als eigenständige erklärende Variablen zu werten. Professionalisierung und Vermarktlichung

schaffen ein Klima, das kapitalmarktorientierte Unternehmensführung begünstigt. Damit wird verständlich, warum Shareholder Value bei deutschen Managern in den neunziger Jahren in hohem Ansehen steht (Schaubild 4-1) – und warum Topmanager nicht nur als Getriebene, sondern auch als Treiber der Kapitalmarktorientierung auftreten.

## 4.2 Abnehmendes Monitoring durch Banken und Unternehmensnetzwerke

Im Folgenden wird gezeigt, dass in den neunziger Jahren eine rückläufige Tendenz bei der Personalverflechtung zwischen deutschen Großunternehmen zu beobachten ist. In Abgrenzung zu liberalen Verflechtungskritikern wird davon ausgegangen, dass Unternehmensverflechtungen nicht nur der Abschottung vor der Kontrolle durch Outsider (Kapitalmarktteilnehmer), sondern auch der effektiven Kontrolle durch Insider dienen. Dieser Befund relativiert die mit der zunehmenden Handlungsfähigkeit der Kapitalmarktteilnehmer einhergehende Begrenzung des Handlungsspielraums der Manager insofern, als dass der zunehmenden Überwachung durch Outsider gleichzeitig ein abnehmendes Monitoring durch Insider gegenübersteht. Im darauf folgenden Abschnitt wird vorgeführt, welche Auswirkungen diese Entwicklungen auf die Höhe der Managergehälter haben und warum sich dies förderlich auf die Bereitschaft der Führungskräfte auswirkt, auf externen Marktdruck mit kapitalmarktorientierter Unternehmensführung zu reagieren.

Zur Funktion von Unternehmensverflechtungen existieren zwei konträre Positionen. Liberale Kritiker wie Michael Adams (1994: 148–153) betonen die Wirkungen, die von Unternehmensverflechtungen auf die Funktionsfähigkeit der Kapital- und Übernahmehäufigkeiten ausgehen. Adams charakterisiert das als »Deutschland AG« bezeichnete Industriennetzwerk als System von Ring- und Überkreuzverflechtungen, die mit dem Ziel der Abschottung vor dem Kapitalmarkt und insbesondere vor feindlichen Übernahmen aufrechterhalten werden. Beispielhaft betrachtet Adams die Verflechtungen im deutschen Finanzsektor: Die Allianz hält Aktien der *Münchener Rück*, die *Münchener Rück* Aktien der Allianz; die Allianz hält Aktien der *Deutschen Bank*, die *Deutsche Bank* Aktien der Allianz; die Allianz hält Aktien der *Dresdner Bank* – und so weiter. Im Ergebnis, argumentiert Adams, halten sich die Vorstände von Finanzunternehmen mit solchen Konstruktionen gegenseitigen Rücken vor unerwünschten Einmischungen durch die Kapitalmarktteil-

nehmer frei und verschaffen sich den Freiraum, persönliche Ziele zu verfolgen. Diese Abschottung bewirkt,

dass sich die Qualität der Unternehmensverwaltungen verschlechtert und damit eine Schädigung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen eintritt. Das Schlagwort von »Nieten in Nadelstreifen« findet daher in dem mit der Ringverflechtung verbundenen Ausschluss des Wettbewerbs um wirtschaftliche Führungspositionen [wegen der Verunmöglichung feindlicher Übernahmen, Anmerkung des Verfassers] seine Begründung. Da kein wirksamer Wettbewerb um Führungspositionen gegen die gegenwärtigen Amtsinhaber möglich ist, können sich die gegenwärtigen Amtsinhaber darüber hinaus den ihnen persönlich am Herzen liegenden Dingen widmen, die mit dem Wohlergehen des ihnen anvertrauten Unternehmens nicht immer viel zu tun haben.<sup>12</sup> (Adams 1994: 151)

Der hier formulierten Hypothese zufolge dienen Verflechtungen der Stabilisierung von Managerherrschaft und gehen zu Lasten der Kapitalmarktteilnehmer.<sup>13</sup>

Die elaboriertesten Analysen zu Unternehmensverflechtungen in Deutschland wurden von den Soziologen Paul Windolf und Jürgen Beyer vorgelegt. Der Sicht liberaler Kritiker, der zufolge Ring- und Überkreuzverflechtungen als Abschottungsinstrumente vor den Kapital- und Übernahmemärkten fungieren, widersprechen Beyer und Windolf im Prinzip nicht. Allerdings wird eingewandt, dass solche heterarchischen Verflechtungsmuster – in deren Terminologie: Kreise und reziproke Cliques – den Ausnahme- statt Regelfall darstellen und fast ausschließlich im Finanzsektor vorkommen. Diese Überkreuzbeteiligungen dienen in der Tat dem Übernahmeschutz. »Bei der gegebenen Struktur muss sich jemand, der ein Auge auf die Allianz oder die Münchener Rück wirft, schon sehr genau überlegen, ob er sich mit den beiden anlegen will« (Financial Times Deutschland vom 23.2.2000, 1.), begründet der *Münchener Rück*-Vorstandsvorsitzende Hans-Jürgen Schinzler die wechselseitige Kapitalbeteiligung.

Außerhalb des Finanzsektors dominieren allerdings horizontale Verflechtungsmuster (Pyramiden und Sterne), die – so Windolf und Beyer – nicht der Abschottung, sondern der Durchsetzung von Herrschaft und der Weitergabe von Informationen dienen (Beyer 1999: 526; Windolf/Beyer 1995: 4;

12 Als Beispiel führt Adams die Unterstützung der Olympia-Bewerbung Berlins durch *Daimler-Benz* an.

13 Siehe auch Feddersen/Hommelhoff/Schneider (1996: 8), Monopolkommission (1998b: 80), Naßmacher (1997: 8), Rubach/Sebora (1998: 177). An anderer Stelle (Höpner 2000: 656–658) habe ich gezeigt, dass Unternehmensverflechtungen von liberalen und linken Kritikern mit parallelen und häufig sogar identischen Argumenten kritisiert werden.

Windolf 2000: 2). Als weiteres Merkmal der deutschen Verflechtungsstrukturen charakterisieren Beyer und Windolf den hohen Übereinstimmungsgrad zwischen Kapital- und Personalverflechtungen (Beyer 1998: 160–163; Windolf/Beyer 1995: 21; Windolf 2000: 2). Personalverflechtungen kommen durch die Entsendung von Vorstandsmitgliedern in die Aufsichtsräte der Zielunternehmen zustande, dienen der Verstärkung von Eigentümermacht und induzieren damit Kontrolle, nicht die Abwesenheit von Monitoring (Windolf/Beyer 1995: 18). Eine besonders starke Überwachung ist dort zu vermuten, wo das Senderunternehmen den Aufsichtsratsvorsitz des Zielunternehmens übernimmt. Auch Michel Albert (1992: 113) wies in seiner Beschreibung des »rheinischen« Kapitalismus darauf hin, dass der Bankeneinfluss auf deutsche Industrieunternehmen eine überwachende, Fehler von Managern abstrafende Funktion hat. In Verflechtungsstrukturen ist deshalb ein abgemildertes Monitoring über Outsider, dafür aber ein starkes Monitoring über Insider zu konstatieren.

Als wichtigste Senderunternehmen von Kapital- und Personalverflechtung wurden die deutschen Finanzunternehmen identifiziert (Beyer 2002; Windolf/Beyer 1995: 12). Die Kritik an Unternehmensverflechtungen wurde deshalb weitgehend in Form einer Kritik an der Macht der Banken geführt (Monopolkommission 1976). Gegen die liberale Kritik an Unternehmensverflechtungen und Bankeneinfluss und für die Sicht von Beyer und Windolf spricht, dass ein negativer Effekt von »Verflochtenheit« auf die Unternehmensperformanz im Vergleich deutscher Unternehmen nicht festgestellt werden konnte und sogar Studien zu überwiegen scheinen, in denen im Zweifel positive Wirkungen auf die Unternehmensperformanz festgestellt wurden.<sup>14</sup> Zu einem abweichenden Ergebnis kommt die Studie von Perlitz/ Seger (1994: 60–64). Höpner (2000: 659–661) zeigt, dass verflochtene Unternehmen keine unterdurchschnittliche realwirtschaftliche Internationalisierung aufweisen.

Entscheidend für das Argument dieses Abschnitts ist, dass die Personalverflechtung zwischen großen deutschen Unternehmen in den neunziger Jahren rückläufig ist – was, folgt man den Darstellungen von Beyer, Windolf und anderen, ein abnehmendes internes Monitoring induziert. Der Rückgang der Personalverflechtung geht insbesondere auf die deutschen Banken zurück, die sich vom Kreditgeschäft auf das Investmentbanking umorientieren und in diesem Zusammenhang keinen Sinn mehr in der aufwändigen Auf-

---

14 Beyer (1998: 101–116), Cable (1985), Monopolkommission (1998b: 97–98), Norton/Schmid (1996), Schmid (1996: 559, 1998: 462–464), Thomsen/Pedersen (2000: 18).

sicht über Industrieunternehmen sehen. Vor allem in der Beratung bei Fusionen und Übernahmen können zu enge Beziehungen zu inländischen Industrieunternehmen zudem die Akquirierung von Aufträgen durch internationale Kunden behindern. Auch wo die Personalverflechtung bestehen bleibt, ist zu vermuten, dass sich die Art und Weise des Monitorings von Banken über Nichtbanken im Zuge der Hinwendung zum Investmentbanking<sup>15</sup> und der damit einhergehenden neuen Interessenlage verändert (Monopolkommission 1998a: 96). Besonders deutlich wird dies an der im Abschnitt zur Übernahmehypothese diskutierten veränderten Haltung der *Deutschen Bank* zu feindlichen Übernahmen in Deutschland. War die *Deutsche Bank* ehemals Beschützerin vor feindlichen Übernahmen, äußerte der den Investmentbankern zuzurechnende Rolf E. Breuer sowohl während des Übernahmekampfs um *Thyssen* als auch nach der *Mannesmann*-Übernahme die Hoffnung, die jeweiligen Übernahmen würden ein »Exempel« (Der Spiegel 13/1997, 94) setzen beziehungsweise »Signalwirkung« (Handelsblatt vom 28./29.1.2000, 8) dahingehend entfalten, dass deutsche Großbanken mittlerweile Investmentbanken wie andere auch, ohne restringierende Beziehungen zu Großunternehmen, sind. Verflechtungsbeziehungen zu kreditgebenden Hausbanken sind etwas völlig anderes als Verflechtungsbeziehungen zu Investmentbanken.

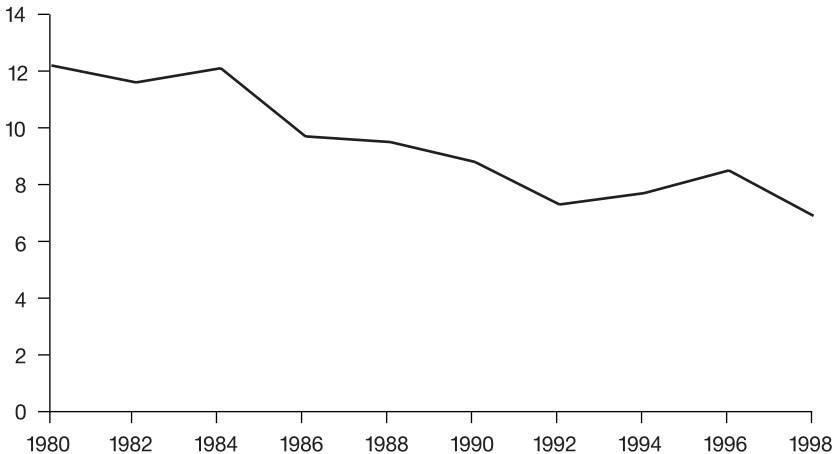
Schaubild 4-4 zeigt die Entwicklung des Personalverflechtungsgrads der hundert größten deutschen Unternehmen zwischen 1980 und 1998. Der Personalverflechtungsgrad wird alle zwei Jahre von der Monopolkommission errechnet und ist als Anteil der tatsächlich festzustellenden an allen mathematisch denkbaren Personalverflechtungen zwischen den hundert größten Unternehmen definiert. Das Schaubild zeigt, dass der Personalverflechtungsgrad zwischen 1980 und 1998 kontinuierlich von etwa 12 Prozent auf um die 7 Prozent gesunken ist. Betrachtet man das (zu einem Großteil aus Finanzunternehmen bestehende) deutsche Verflechtungszentrum, zeigt sich ein noch deutlicherer Wandel. Windolf (2000: 12) zufolge hat sich der Personalverflechtungsgrad zwischen den fünfzehn »verflochtensten« deutschen Großunternehmen allein zwischen 1993 und 1999 etwa halbiert. Wegen der hohen Überlappung zwischen Kapital- und Personalverflechtung ist dieser Rückgang der Personalverflechtung als Frühindikator einer bevorstehenden Kapitalverflechtung zu interpretieren. Zwischen 1996 und 1998 ist die Anzahl der Fälle von Kapitalverflechtung zwischen den hundert größten deut-

---

15 Siehe dazu Monopolkommission (1998a: 96–97), Handelsblatt vom 8./9.9.2000, K1, Handelsblatt vom 5.12.2000, 30, Financial Times Deutschland vom 8.3.2000, 33, Financial Times Deutschland vom 13.6.2000, 27.

Schaubild 4-4 *Grade an Personalverflechtung über die Entsendung von Aufsichtsratsmitgliedern, bezogen auf die 100 größten Unternehmen, 1980–1998*

Grad an Personalverflechtung, definiert als Anteil tatsächlich vorgefundener an mathematisch möglicher Personalverflechtung



Quelle: Diverse Hauptgutachten der Monopolkommission.

schen Unternehmen von 169 auf 108 zurückgegangen.<sup>16</sup> Dieser Rückgang beruht vor allem auf dem Verkauf verhältnismäßig kleiner Aktienpakete, die von Finanzunternehmen gehalten wurden. Wegen des 2002 in Kraft getretenen Wegfalls der Körperschaftssteuer auf Gewinne aus Beteiligungsveräußerungen bei Aktiengesellschaften (Eichel-Plan) kann eine Beschleunigung dieser Entwicklung prognostiziert werden (Höpner 2000).<sup>17</sup>

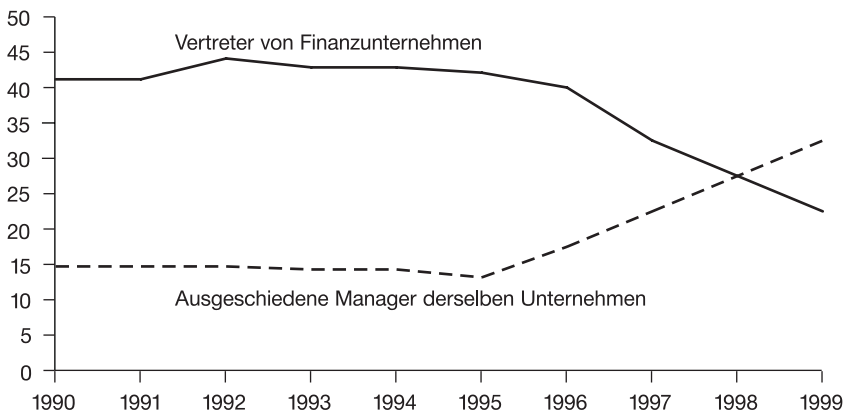
16 Datenquellen: Monopolkommission (1998a, 2000).

17 Auffällig ist, dass die Monopolkommission – seit den siebziger Jahren Kritikerin der deutschen Verflechtungsstrukturen – einen Wegfall dieser Steuer etwa ein Jahr vor Verkündung des »Eichel-Plans« für zwar wünschenswert, aber politisch nicht durchsetzbar hielt: »Eine steuerliche Ausnahmeregelung könnte eine reduzierte Besteuerung vorsehen, wenn sie in bestimmte Anlageformen (re)investiert werden, oder aber eine Übertragung stiller Reserven auf neue Investitionen ermöglichen. Eine vollständige Ausnahme der kapitalisierten stillen Reserven von der Besteuerung wäre politisch kaum durchsetzbar, weil eine derartige Maßnahme in der öffentlichen Diskussion als Steuergeschenk für die Banken gewertet würde« (Monopolkommission 1998b: 118).



Schaubild 4-5 Herkunft von Aufsichtsratsvorsitzenden in 40 Unternehmen 1990–1999

Prozent an Aufsichtsratsvorsitzenden, die in den jeweiligen Jahren im Amt waren



Quellen: Geschäftsberichte, Munzinger Archiv, Homepages.

Eine abnehmende Kontrolle der Manager durch Insider geht mit dem Rückzug der Finanzunternehmen aus der Überwachung von Industrie- und Handelsunternehmen aber nur einher, wenn dieser Rückzug nicht durch andere aktive Unternehmensaufseher kompensiert wird. Wer tritt an die Stelle der Finanzunternehmen? Geeignete Referenzpunkte zur Beantwortung dieser Frage sind die Vorsitze der Aufsichtsräte. In Schaubild 4-5 wurde abgetragen, wie viele Aufsichtsratsvorsitzende der vierzig betrachteten Unternehmen zwischen 1990 und 1999 Vertreter von Finanzunternehmen waren, und wie viele von ihnen ehemalige Manager derselben Unternehmen waren, die vom Vorstand in den Aufsichtsrat gewechselt sind. Der Anteil an Aufsichtsratsvorsitzenden, der von Finanzunternehmen gestellt wird, erweist sich bis etwa 1995 als stabil, und sinkt in den Folgejahren kontinuierlich (siehe dazu auch Handelsblatt vom 27.1.2000, 18). Der deutlichste Rückzug aus Aufsichtsratsvorsitzen ist bei der Deutschen Bank, der Vorreiterin in der Umorientierung zum Investmentbanking, zu beobachten. Noch 1996 stellte die Deutsche Bank in neunundzwanzig Aufsichtsräten der hundert größten deutschen Unternehmen den Vorsitzenden. Nur zwei Jahre später, 1998, ist

diese Zahl auf siebzehn gesunken, was einen verblüffend rapiden Wandel in der Strategie der *Deutschen Bank* induziert. In ihren in 2001 veröffentlichten Corporate-Governance-Grundsätzen hat die *Deutsche Bank* sogar angekündigt, sich künftig komplett aus den Aufsichtsratsvorsitzen von Industrie- und Handelsunternehmen zurückziehen zu wollen (Deutsche Bank 2001: 8).

Schaubild 4-5 zeigt darüber hinaus, wer an die Stelle der sich zurückziehenden Bankenvertreter tritt. Es sind nicht externe Experten oder etwa Vertreter von Investmentfonds, sondern ehemalige Manager derselben Unternehmen, die den Rückzug der ehemaligen Überwacher nahezu perfekt, und ebenfalls beginnend im Jahr 1995, substituieren. Dies scheint weitgehend unbemerkt vonstatten zu gehen, kommt in der öffentlichen Debatte bisher nicht vor und widerspricht auch den Empfehlungen der Regierungskommission Corporate Governance (2002) diametral. Der zunehmenden Überwachung deutscher Unternehmensleitungen durch die Kapitalmärkte steht eine zunehmende Abschottung deutscher Manager vor interner Kontrolle gegenüber. Aufsichtsratsvorsitze werden zunehmend von Ex-Managern der zu überwachenden Unternehmen übernommen, was dem Gegenteil von unabhängiger Kontrolle entspricht. Damit ist gezeigt worden, dass der zunehmenden Kontrolle durch Outsider eine abnehmende Kontrolle durch Insider gegenübersteht. Die These dieses Abschnitts lautet deshalb: Die Überwachung der Unternehmen nimmt unter dem Strich nicht zu, sondern sie verändert sich. Dasselbe gilt für die Freiräume der Manager. Im nachfolgenden Abschnitt wird diese Argumentation fortgeführt und gezeigt, dass der Wechsel vom internen zum externen Monitoring den Interessen der Führungskräfte dort, wo sie am unmittelbarsten tangiert werden, entgegenkommt: bei der Managervergütung.

### 4.3 Die Entwicklung der Managervergütung in den späten neunziger Jahren

Die Argumentation des vorigen Abschnitts weiterführend, wird hier gezeigt, dass Führungskräfte von Großunternehmen von dem Übergang vom internen zum externen Monitoring in doppelter Weise profitieren. Sowohl der Strategiewechsel der Banken und ihr Rückzug aus der internen Überwachung wie auch die Öffnung gegenüber der Überwachung durch die Kapitalmarktteilnehmer erhöhen die Managervergütungen. Shareholder-Value-Strategien steigern den variablen, und die Veränderungen der internen Überwachung den fixen Vergütungsbestandteil. Das scheinbare Paradox, dass kapitalmarkt-

orientierte Unternehmensführung bei Führungskräften in den späten neunziger Jahren trotz der damit einhergehenden Einschränkung von deren Handlungsspielräumen in hohem Kurs steht, findet damit eine plausible Erklärung.

In der Principal-Agent-Literatur wie auch in dessen Vorläuferin, der Literatur zur Managerherrschafts-These, wurde Führungskräften vor allem die Neigung zugesprochen, Ressourcen des Unternehmens zur Befriedigung eigener Bedürfnisse abzuschöpfen.<sup>18</sup> Es ist evident und auf der Basis mikroökonomischer Rationalitätsannahmen geradezu tautologisch, dass Führungskräfte das Ziel hoher persönlicher Einkommen verfolgen. Deshalb verwundert es nicht, dass unternehmensvergleichende Studien zu dem Ergebnis kommen, dass die Abwesenheit von Kontrolle ausübenden Großaktionären mit höheren, und deren Anwesenheit mit niedrigeren Managergehältern einhergeht.<sup>19</sup> Manager erhöhen ihre Einkommen, wenn fehlende interne Überwachung das zulässt.

Die Variabilisierung der Managervergütung wurde als eines der Hauptbestandteile kapitalmarktorientierter Unternehmensführung definiert. Prinzipiell sind zwei Wege der Variabilisierung der Managervergütung denkbar: die Gewährung von Boni und Aktienoptionen zusätzlich zu den fixen Vergütungsbestandteilen, oder aber die Substituierung fixer Bestandteile durch variable. Die Erfahrung zeigt, dass fast immer der erste Weg gewählt wird (siehe dazu zum Beispiel Handelsblatt vom 17.4.2000, 53). Das Aktienoptionsprogramm bei *BASF*, wo Manager zur Erlangung von Aktienoptionen selbst einen Teil ihres fixen Gehalts investieren müssen, ist eine Ausnahme von der Regel (siehe zum *BASF*-Aktienoptionsprogramm Handelsblatt vom 8./9.10.1999). Daten zu den Vergütungsstrukturen zeigen, dass die Fixgehälter von Topmanagern trotz des Booms von Aktienoptionsprogrammen in den späten Neunzigern keinen sinkenden, sondern sogar einen deutlich steigenden Trend aufweisen. Daraus folgt, dass Shareholder-Value-Politik grundsätzlich nicht nur mit variableren, sondern gleichzeitig mit insgesamt höhe-

---

18 Burnham (1941: 26), Jensen/Meckling (1976: 308), Shleifer/Vishny (1996: 8), Williamson (1964: 32). Vergleiche aber Galbraith (1967: 135–137), der verblüffenderweise zu dem Ergebnis kommt, dass die »Annahme, dass jedermann nach dem höchstmöglichen Einkommen strebt – dass er für sich persönlich so viel Geld wie möglich verdienen möchte – ... etwas erfrischend unsentimentales an sich« habe, aber auf die Technostruktur, die anstelle der Aktionäre die Unternehmen beherrsche, nicht zutreffe. Deren Ziele seien nicht primär ökonomisch. Außerdem: »Die Technostruktur lässt die Abgeschiedenheit nicht zu, in der allein Unehrenhaftigkeit und Übeltat gedeihen.«

19 Boyd (1994: 340), Denis/Denis/Sarin (1997a), Kraft/Niederprüm (1999: 24), Schmid (1997: 77).

ren Managergehältern einhergeht. Shareholder Value begrenzt durch die Öffnung für externes Monitoring nicht nur den Handlungsspielraum der Führungskräfte. Bei der Vergütungshöhe bedient es Managerinteressen.

Nachfolgend werden die fixen Vergütungsbestandteile näher betrachtet. Tabelle 4-1 informiert über die Entwicklung der Managergehälter zwischen 1996 und 1999. Diese Angaben stammen aus Geschäftsberichten. Aus den dort angegebenen Beträgen sowie der Größe der Vorstände konnte das Durchschnittsgehalt eines Vorstandsmitglieds errechnet werden. Diese Daten sind insofern kontrafaktisch, als dass die Gehälter der Mitglieder ein- und desselben Vorstands in Wahrheit nicht gleich sind und insbesondere der Vorstandsvorsitzende höhere Bezüge erhält als seine Vorstandskollegen.

Das durchschnittliche Jahresgehalt des Vorstandsmitglieds eines durchschnittlichen Unternehmens aus dem Kreis der vierzig größten börsennotierten Aktiengesellschaften lag demnach 1996 bei 640.000 Euro, wobei sich hinter diesem Durchschnitt eine hohe Varianz verbirgt. Das niedrigste Vorstandsgehalt gab es bei *Rheinmetall*, wo 143.000 Euro gezahlt wurden. Spitzenreiter war *Metro* mit 1,3 Millionen Euro. Damit unterscheiden sich niedrigstes und höchstes Gehalt im betrachteten Sample um den Faktor 9,3, mit einer Spannweite von 1,14 Millionen Euro.

Sowohl für amerikanische (Conyon/Leech 1994: 239) als auch für deutsche Unternehmen (Backes-Gellner/Geil 1997: 470; Kraft/Niederprüm 1999: 24; Schmid 1997: 79) wurde ein positiver Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Unternehmensgröße festgestellt. Dieser Zusammenhang zeigt sich auch bei den hier betrachteten Daten. Sowohl die Höhe der Vorstandsvergütungen im Ausgangsjahr 1996 ( $r=.37$ ,  $p=.018$ ,  $n=40$ ) als auch die Steigerungsraten zwischen 1996 und 1999 ( $r=.32$ ,  $p=.048$ ,  $n=39$ ) sind positiv mit der Unternehmensgröße, gemessen anhand der Wertschöpfung im Jahr 1996, korreliert. Aussagen über Bestimmungsgründe der Entwicklung der Vorstandsgehälter sind deshalb nur unter statistischer Kontrolle für die Unternehmensgröße sinnvoll.

Es zeigen sich zwei Determinanten der Vorstandsvergütungen im Jahr 1996, die sich auf die Stärke beziehungsweise die Schwäche beziehen, mit der Führungskräfte intern überwacht werden. Eine schwache Aufsicht liegt vor, wenn der Aufsichtsratsvorsitzende ein ehemaliger Manager desselben Unternehmens ist. Im vorigen Abschnitt wurde gezeigt, dass diese Form der Abwesenheit von Kontrolle in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zunimmt. Eine Variable wurde gebildet, indem für alle vierzig Unternehmen die Anzahl der Jahre zwischen 1996 und 1999 gezählt wurde, in denen jemand den Aufsichtsratsvorsitz innehatte, der aus demselben Unternehmen

Tabelle 4-1 Die Entwicklung der Vorstandsvergütungen großer deutscher Unternehmen zwischen 1996 und 1999

Unternehmen	Vergütung des Gesamtvor- stands in Mio. DM (1996)	Vorstands- größe (1996)	Vergütung des Gesamtvor- stands in Mio. DM (1999)	Vorstands- größe (1999)	Durchschnitt- liche Vergü- tung pro Vor- standsmitglied in Mio. DM (1996)	Durchschnitt- liche Vergü- tung pro Vor- standsmitglied in Mio. DM (1999)	Wachstum der Vergütung pro Vorstands- mitglied (1996-1999)
Agiv AG	1,21	3	6,75	5	0,40	1,35	235,7
AVA AG	0,84	3	4,00	3	0,28	1,33	374,4
Axel Springer Verlag AG	3,05	4	6,32	6	0,76	1,05	38,3
BASF AG	9,82	11	9,22	9	0,89	1,02	14,8
Bayer AG	7,68	8	8,24	8	0,96	1,03	7,3
Beiersdorf AG	2,96	6	3,71	6	0,50	0,62	25,3
Bilfinger + Berger AG	3,93	7	2,51	4	0,56	0,63	11,8
BMW AG	7,06	7	7,22	8	1,01	0,90	-10,5
Buderus AG	1,36	4	1,79	4	0,34	0,45	32,0
Continental AG	4,28	5	5,20	6	0,85	0,86	1,2
Daimler-Benz AG	7,16	10	52,72	13	0,72	4,06	466,5
Degussa AG	4,45	6	9,22	11	0,74	0,84	13,1
Deutsche Babcock AG	1,64	3	3,76	3	0,55	1,25	129,1
Deutsche Lufthansa AG	2,20	6	2,10	4	0,37	0,53	42,9
Deutsche Telekom AG	5,29	8	7,60	8	0,66	0,95	43,6
Deutz AG	1,03	3	1,62	4	0,34	0,40	18,5
Henkel KGaA	6,66	9	8,58	8	0,74	1,07	44,8

Hoechst AG	7,04	9	–	8	0,78	–	–
Holzmann AG	1,78	6	2,84	5	0,30	0,57	91,1
Karstadt AG	4,44	7	6,53	7	0,63	0,93	46,8
Krupp AG	3,99	5	9,02	9	0,80	–	25,6 <sup>1</sup>
Linde AG	4,29	7	3,81	6	0,61	0,63	3,8
MAN AG	4,23	8	4,82	8	0,53	0,60	14,1
Mannesmann AG	5,72	7	10,04	6	0,82	1,67	105,0
Metallgesells. AG	4,14	5	6,12	5	0,83	1,22	47,6
Metro AG	7,98	6	6,06	5	1,33	1,21	–8,9
Preussag AG	4,73	8	5,16	6	0,59	0,86	45,7
Rheinmetall AG	0,86	6	1,25	5	0,14	0,25	75,2
RWE AG	3,95	11	3,75	5	0,36	0,75	108,5
SAP AG	3,84	8	5,54	5	0,48	1,11	130,9
Schering AG	3,88	5	6,57	5	0,78	1,31	69,6
Siemens AG	10,48	13	21,75	11	0,81	1,98	145,2
Spar AG	1,39	3	1,10	3	0,47	0,37	–21,1
Strabag AG	1,96	6	1,46	3	0,33	0,49	48,9
Südzucker AG	1,92	5	2,20	5	0,38	0,44	15,0
Thyssen AG	5,88	7	9,02	9	0,84	–	19,3 <sup>a</sup>
VEBA AG	8,64	9	9,62	9	0,96	1,07	11,3
VEW AG	1,66	3	2,52	4	0,55	0,63	13,7
Viag AG	2,81	4	3,58	5	0,70	0,72	2,1
Volkswagen AG	6,76	7	8,60	5	0,97	1,72	78,2

a Thyssen-Krupp.

Datenquellen: Diverse Geschäftsberichte.

stammt. Sowohl in der bivariaten Korrelation ( $r=.34$ ,  $p=.37$ ,  $n=39$ ) als in der für die Unternehmensgröße kontrollierenden Regression<sup>20</sup> zeigen sich signifikant positive Zusammenhänge zwischen der Höhe der Vergütungen im Jahr 1996 und der Variable, die Managerherrschaft im Sinne der Abwesenheit unabhängiger interner Kontrolle abbildet. Der Schätzgleichung zufolge liegt das Vorstandsjahresgehalt in einem managerkontrollierten Unternehmen im Vergleich zu einem nicht managerkontrollierten Unternehmen bei gleicher Unternehmensgröße um durchschnittlich etwa 180.000 Euro höher – was immerhin ein höherer Betrag ist als das durchschnittliche Jahresgehalt eines Vorstandsmitglieds von *Rheinmetall*, und immerhin ein Viertel der durchschnittlichen Jahresvergütung bei den Unternehmen des untersuchten Samples. Dieses Ergebnis stützt die plausible Annahme von Managerherrschafts- und Principal-Agent-Theorie, dass Manager unkontrollierte Freiräume nutzen, um persönliche Interessen zu verfolgen.

Spiegelbildlich dazu fällt die Vorstandsvergütung niedriger aus, wenn der Aufsichtsratsvorsitzende ein Vertreter einer Bank ist. Ein (wenn auch schwach) signifikantes Ergebnis kommt sowohl für die bivariate Korrelation ( $r=-.27$ ,  $p=.083$ ,  $n=40$ ) als auch für die Regression unter statistischer Kontrolle für die Unternehmensgröße<sup>21</sup> zustande. Dieses Ergebnis stützt die im vorigen Abschnitt geäußerte Annahme, dass Bankenvertreter Unternehmensvorstände tatsächlich effektiv kontrollieren. Für Verflechtungskritiker wie Adams (1994) indizieren Personalverflechtungen mit Finanzunternehmen gerade das Gegenteil von Kontrolle, nämlich die Absicherung von Managerherrschaft. Kontrolle durch Bankenvertreter und »Kontrolle« durch ehemalige Kollegen wirken in der Frage der Managervergütungen, wie diese Ergebnisse zeigen, in unterschiedliche Richtungen. Die Interpretation von Unternehmensnetzwerken vor allem bei Beyer und Windolf<sup>22</sup> gewinnt im Licht der hier ausgewerteten Daten an Plausibilität. Allerdings fanden in den späten neunziger Jahren sowohl ein Rückzug der Banken aus Aufsichts-

20 Die Regressionsgleichung lautet ( $n=39$ ): Vergütung pro Vorstandsmitglied 1996 (in Mio. DM) = 0.965 (t-Wert: 9.856,  $p=.000$ ) + 0.000024\*Wertschöpfung (t-Wert: 2.688,  $p=.011$ ) + 0.0876\*Jahre Managerherrschaft (t-Wert: 2.311,  $p=.027$ ). Korrigiertes  $R^2=.220$ .

21 Die Schätzgleichung lautet ( $n=40$ ): Vergütung pro Vorstandsmitglied 1996 (in Mio. DM) = 1.187 (t-Wert: 11.029,  $p=.000$ ) + 0.000024\*Wertschöpfung (t-Wert: 2.487,  $p=.018$ ) – 0.07571\*Jahre mit Bankenvertreter als Aufsichtsratsvorsitzendem (t-Wert: –1.808,  $p=.079$ ). Korrigiertes  $R^2=.166$ . Wenn der Aufsichtsratsvorsitzende in den vier Jahren zwischen 1996 und 1999 ein Bankenvertreter ist, liegt die durchschnittliche Vorstandsvergütung demnach um etwa 120.000 Euro niedriger, verglichen mit einer Situation, in der kein Bankenvertreter Aufsichtsratsvorsitzender ist.

22 Beyer (1998, 1999), Windolf/Beyer (1995), Windolf (2000), Windolf/Nollert (2001).

ratsgremien und insbesondere deren Vorsitzen als auch eine grundsätzliche Veränderung der Interessenlage, die Großbanken gegenüber Industrieunternehmen einnehmen, statt.

Für die Vorstandsbezüge im Jahr 1999 wurden analoge Berechnungen durchgeführt. Aus den Daten für 1996 und 1999 ließen sich die prozentualen Wachstumsraten der Vorstandsgehälter in den späten neunziger Jahren errechnen, die in der letzten Spalte der Tabelle 4-1 wiedergegeben werden. An den Steigerungsraten verblüfft deren zum Teil enorme Höhe. Im Schnitt sind die Vorstandsbezüge in nur drei Jahren um nominal 66 Prozent gestiegen, verglichen mit Lohnerhöhungen der tariflichen Arbeitnehmer, die maximal bei nominal 10 Prozent gelegen haben. Wohlgemerkt: Aktienoptionsprogramme sind bei diesen Steigerungsraten nicht eingerechnet. Die Steigerungsraten der Gesamtvergütungen liegen deshalb wesentlich höher. In den neunziger Jahren gab es immer wieder warnende Hinweise von Aktionärsaktivisten und Gewerkschaftern, die Managergehälter liefen aus dem Ruder (Beck/Meine 1997: 43–53; Boldt et al. 2001; Ogger 1992: 97–109). Die Daten zeigen, dass diese Hinweise eine reale Grundlage haben.<sup>23</sup>

Noch auffälliger ist allerdings die Unterschiedlichkeit der nominalen Steigerungsraten. In den Handelsunternehmen *Spar – nomen est omen* – sowie *Metro* und bei *BMW* sind die Vorstandsbezüge sogar gesunken. Bei Unternehmen wie *Continental*, *Bilfinger+Berger*, *Bayer*, *Degussa*, *MAN*, *VEW* und *Veba* fielen die Gehaltserhöhungen moderat und vergleichbar mit den Lohnerhöhungen der abhängig Beschäftigten aus. Ausreißer nach oben ist *DaimlerChrysler*, wo die Vorstandsgehälter um den Faktor 4,6 gestiegen sind. Ein Vorstandsmitglied bei *DaimlerChrysler* bezieht 1999 ein durchschnittliches Festgehalt von 3,8 Millionen Euro. Dieser Fall ist mit der Fusion zwischen *Daimler-Benz* und *Chrysler* zu erklären. Aktionärsaktivisten wie Ekkehard Wenger warfen dem Topmanagement von *Daimler-Benz* in diesem Zusammenhang vor, der schwierige Zustand von *Chrysler* sei bereits vor der Fusion bekannt gewesen, und die Motivation zur Fusion habe von der Möglichkeit hergerührt, die deutschen Vorstandsgehälter auf amerikani-

---

23 Der mögliche Einwand, die Explosion der Managergehälter sei notwendig, um deutsche Manager von der Abwanderung in das angloamerikanische Ausland abzuhalten, greift nicht: Die Internationalisierung der Managements erweist sich als niedrig und als ein Spätindikator der Internationalisierung. Und es gibt keinen Hinweis darauf, dass im angloamerikanischen Ausland eine nennenswerte Nachfrage gerade nach deutschen Führungskräften existieren würde.



ches Niveau anheben zu können.<sup>24</sup> Hinzu kommt, dass zeitgleich ein Aktienoptionsprogramm aufgelegt wurde, bei dessen Ausübungshürden auf Bezugswerte (wie zum Beispiel die Entwicklung des DAX oder die Kursentwicklung der wichtigsten Konkurrenten) verzichtet wurde. Aktionärsvereinigungen verklagten daraufhin den *DaimlerChrysler*-Vorstand (Handelsblatt vom 3./4.3.2000, 1; Handelsblatt vom 27.11.2000, 18.). Mehr als verdoppelt haben sich die Vorstandsbezüge zwischen 1996 und 1999 auch bei *Agiv*, was ebenfalls als Sonderfall erklärbar ist: Da der Konzern kurz vor der Auflösung stand, konnte das Management für Selbstbedienungspraktiken nicht mehr abgestraft werden.<sup>25</sup> Auch dieses Beispiel zeigt, dass das Ziel der Einkommenssteigerung von Managern tatsächlich verfolgt wird, wenn deren Freiräume das zulassen. Hohe Steigerungsraten zeigen sich auch bei *Mannesmann*, *RWE*, *Siemens* und *SAP*.

Als Bremser der Ausweitung der Managergehälter erweist sich die Präsenz hauptamtlicher Gewerkschafter auf den Arbeitnehmerbanken der Aufsichtsräte. Anhand von unveröffentlichten Daten der Monopolkommission wurde der Prozentsatz an Aufsichtsratsmandaten ermittelt, der von Gewerkschaftsvertretern eingenommen wurde.<sup>26</sup> Dieser Prozentsatz und die Steigerungsraten der Managervergütung sind negativ korreliert ( $r = -34$ ,  $p = .033$ ,  $n = 39$ ). Ein signifikant bremsender Effekt externer Arbeitnehmervertreter zeigt sich auch in der Regression unter statistischer Kontrolle für die Unternehmensgröße.<sup>27</sup> Demnach mindert jeder Externe auf der Arbeitnehmerbank<sup>28</sup> eines aus zwanzig Mitgliedern bestehenden Aufsichtsrats die (insgesamt zwischen  $-21,1$  und  $+466,5$  Prozentpunkte streuende) Steigerung der

24 So Ekkehard Wenger im Interview mit dem Handelsblatt (vom 29.11.2000, 16) unter dem Titel »Chrysler ist ein Schrottladen«.

25 Auf der Hauptversammlung im Juni 2000 drohte ein Eklat, als die gestiegenen Vergütungen zur Sprache kamen; Aktionärsaktivisten reagierten mit heftigen Attacken, bezeichneten die Vorgänge als »skandalös und ungeheuerlich« und die Vergütungssteigerungen als »Schlachtfestprämie«. Neben den in Tabelle 4-1 ersichtlichen Mehrverdiensten für Vorstandsmitglieder stiegen die Aufsichtsratsbezüge von 970.000 Euro auf 3,2 Millionen (!) Euro; siehe Handelsblatt vom 28.6.2000, 16.

26 Diese Daten wurden von der Monopolkommission freundlicherweise zur Verfügung gestellt.

27 Die Regressionsgleichung lautet ( $n = 39$ ): Steigerungsrate der Vorstandsvergütung zwischen 1996 und 1999 (in Prozent) =  $157,185$  (t-Wert:  $4,526$ ,  $p = .000$ ) +  $0,0076$  \* Wertschöpfung (t-Wert:  $3,817$ ,  $p = .001$ ) -  $10,711$  \* Anteil der externen Gewerkschaftsvertreter im Aufsichtsrat in Prozent (t-Wert:  $-3,927$ ,  $p = .000$ ). Korrigiertes  $R^2 = .336$ .

28 Die Zahl der von Gewerkschaftsvertretern wahrgenommenen Aufsichtsratsmandate streut im betrachteten Sample von null (*Axel Springer Verlag* als Tendenzbetrieb, *SAP* als quasi gewerkschaftsfreies Unternehmen) bis vier (*Thyssen*) und fünf (*Mannesmann*) in den damals montanmitbestimmten Unternehmen.

Vorstandsvergütungen zwischen 1996 und 1999 um beachtliche 50 Prozentpunkte. Einen die Höhe der Managervergütungen begrenzenden Effekt der Arbeitnehmermitbestimmung hatte bereits Frank A. Schmid (1997: 79) in seiner Analyse der Vorstandsbezüge von hundertzehn großen deutschen Aktiengesellschaften herausgestellt. Das hier gefundene Ergebnis legt den Schluss nahe, dass hauptamtliche Gewerkschafter eher als interne Arbeitnehmervertreter gewillt sind, Selbstbedienungspraktiken von Führungskräften Grenzen zu setzen. Infolgedessen wird hier die These vertreten, dass der Arbeitnehmermitbestimmung in der Frage der Managervergütung eine die Agency-Kosten senkende und damit das Aktionärsvermögen steigernde Wirkung zukommt.

Für das Jahr 1996 zeigte sich ein deutlich dämpfender Effekt des Monitorings über Banken auf die Höhe der Vorstandsvergütungen. Zwischen 1996 und 1999 haben in bankenüberwachten Unternehmen überdurchschnittliche Erhöhungen stattgefunden. Das zeigt sowohl die bivariate Korrelation ( $r = .36$ ,  $p = .023$ ,  $n = 39$ ) als auch die Regression, bei der der Größeneffekt herausgerechnet wird.<sup>29</sup> Insgesamt erklären die Unternehmensgröße, das Monitoring durch externe Gewerkschafter und die Übernahme der Aufsichtsratsvorsitze durch Bankenvertreter 44 Prozent der Gesamtvarianz.<sup>30</sup> Hinsichtlich der Banken sind also zwei Vorgänge zu bedenken. Erstens: Der dämpfende Effekt auf die Vorstandsvergütungen, der von Bankenvertretern als Aufsichtsratsvorsitzenden ausgeht, schwächt sich in den späten Neunzigern merklich ab. Die von Bankenvertretern überwachten Unternehmen haben ihren noch 1996 deutlichen Rückstand bei den Managervergütungen zum Teil wieder wettgemacht.<sup>31</sup> Das deutet auf eine Veränderung des Monitorings

---

29 Es ergibt sich folgende Schätzgleichung ( $n = 39$ ): Steigerungsrate der Vorstandsvergütung zwischen 1996 und 1999 (in Prozent) =  $11.62$  (t-Wert:  $.542$ ,  $p = .591$ ) +  $0.00458 * \text{Wertschöpfung}$  (t-Wert:  $2.276$ ,  $p = .029$ ) +  $21.438 * \text{Jahre zwischen 1996 und 1999}$ , in denen der Aufsichtsratsvorsitzende ein Bankenvertreter war (t-Wert:  $2.574$ ,  $p = .014$ ). Korrigiertes  $R^2 = .199$ .

30 Die Schätzgleichung für die drei genannten Prädiktoren lautet ( $n = 39$ ): Steigerungsrate der Vorstandsvergütung zwischen 1996 und 1999 (in Prozent) =  $127.467$  (t-Wert:  $3.796$ ,  $p = .001$ ) +  $0.007664 * \text{Wertschöpfung}$  (t-Wert:  $4.159$ ,  $p = .000$ ) +  $19.469 * \text{Jahre zwischen 1996 und 1999 mit Bankenvertreter als Aufsichtsratsvorsitzendem}$  (t-Wert:  $2.793$ ,  $p = .008$ ) -  $10.226 * \text{Anteil der externen Gewerkschaftsvertreter im Aufsichtsrat in Prozent}$  (t-Wert:  $-4.078$ ,  $p = .000$ ). Korrigiertes  $R^2 = .442$ .

31 In den Vergütungsstrukturen von 1999 zeigt sich unter statistischer Kontrolle für die Unternehmensgröße nur noch ein schwach bremsender Effekt des Monitorings durch Bankenvertreter. Die Regressionsgleichung lautet ( $n = 39$ ): Vorstandsvergütung 1999 (in Mio. DM) =  $1.187$  (t-Wert:  $11.029$ ,  $p = .000$ ) +  $0.0000253 * \text{Wertschöpfung}$  (t-Wert:  $2.487$ ,  $p = .018$ ) -  $0.07571 * \text{Jahre zwischen 1996 und 1999}$ , in denen der Aufsichtsratsvorsitzende ein Bankenvertreter war (t-Wert:  $-1.808$ ,  $p = .079$ ). Korrigiertes  $R^2 = .166$ .

durch Banken im Übergang von Haus- zu Investmentbanken hin.<sup>32</sup> Zweitens: Bankenvertreter ziehen sich aus Aufsichtsräten, besonders aus Aufsichtsratsvorsitzen, zurück. Es findet eine Veränderung in den Beziehungen der Stakeholdergruppen untereinander statt, von der Topmanager profitieren.

Auf Grundlage dieser Ergebnisse ergibt sich ein differenzierteres Bild der Motivationslage von Führungskräften bei Shareholder-Value-Strategien. Die Frage, ob Manager durch die sich verändernden Konstellationen gewinnen oder verlieren, lässt sich nicht pauschal, sondern nur im Hinblick auf die jeweiligen Felder der Unternehmenspolitik beantworten. Die Principal-Agent-Theorie hat herausgestellt, dass Manager eine höhere Risikoaversion als Investoren und deshalb eine Präferenz für die Diversifizierung der Unternehmensaktivitäten über unterschiedliche Geschäftsfelder hinweg haben. Dieselbe Präferenz haben Kreditgeber. Als das Monitoring über Unternehmen zu einem großen Teil von Banken geleistet wurde und diese in der Kreditvergabe ihr Kerngeschäftsfeld sahen, wurden Managern bei der Streuung der Geschäftsbereiche relativ große Freiräume gelassen. Der Handlungsspielraum der Führungskräfte wird in dieser Frage durch die zunehmende Handlungsfähigkeit der Anteilseigner eingeschränkt (Zugehör 2001). Rückläufig ist auch der Freiraum für Manager, im Interesse des Unternehmenswachstums unrentable Unternehmensteile (im Kerngeschäftsfeld oder der Peripherie) dauerhaft durch Quersubventionierung im Unternehmen zu halten. Sowohl die Zunahme des internationalen Wettbewerbs als auch die Veränderungen auf den Aktienmärkten schränken den Handlungsspielraum der Manager dahingehend ein, dass die Entwicklung der Marktkapitalisierung der Unternehmen und damit die Aktionärsrendite bei Investitionsentscheidungen zunehmend berücksichtigt werden muss.

Gleichwohl ist die Vorstellung, diese Entwicklungen fänden grundsätzlich gegen den Willen und Widerstand der Führungskräfte statt, zurückzuweisen. Wenn berichtet wird, wie deutsche Konzernlenker vor mächtigen Fondsmanagern zittern, die von ihnen kapitalmarktorientierte Unternehmensführung erwarten (Balzer/Nölting 1997: 81–82), deutet dies in die falsche Richtung – oder ist doch zumindest nur eine Hälfte der Wahrheit.<sup>33</sup> In

---

32 Auch und gerade bei den Großbanken haben in den späten Neunzigern erhebliche Steigerungen der Managervergütungen stattgefunden. Neben der veränderten Interessenlage der Banken ist dies ein Grund für den beschriebenen Effekt. Initiativen zu Deckelungen von Vergütungssteigerungen durch Bankenvertreter als Aufsichtsratsvorsitzende wären unglaubwürdig gewesen.

33 Die These von der »managerinduzierten« Shareholder-Value-Welle findet sich für den US-amerikanischen Fall bei Allan Kennedy (2001: 200), der die Unzulänglichkeiten der

dem Teil des Principal-Agent-Konflikts, der das Interesse der Manager am direktesten berührt, nämlich ihrem eigenen Einkommen, wird ihr Handlungsspielraum nicht enger, sondern weiter. Durch den Übergang vom internen zum externen Monitoring gewinnen Manager doppelt. Die Personalentflechtung und der Strategiewechsel der Banken steigern den fixen, und Shareholder-Value-Strategien den variablen Bestandteil der Managervergütung. Das zunehmende externe Monitoring über den Aktienkurs scheint, ebenso wie Aktionärsaktivismus auf Hauptversammlungen, in dieser Frage nichts auszurichten. Im Ergebnis führen die externen Anstöße zu kapitalmarktorientierter Unternehmensführung zu einer neuen Konstellation, mit der alle bisher diskutierten Akteurgruppen gut leben können: die Großbanken, deren Interessenlage gegenüber Industrieunternehmen sich verändert hat; die Unternehmensleitungen, bei denen die Öffnung gegenüber den handlungsfähiger gewordenen Kapitalmarktteilnehmern (Shareholder Value) wegen der damit einhergehenden Einkommenserhöhungen in hohem Kurs steht; und die Aktionäre, die unbestrittenen Gewinner der skizzierten Entwicklungen, die sie selbst herbeiführen oder von denen sie als »lachende Dritte« profitieren.

---

externen und der internen Überwachung amerikanischer Manager darstellt und zu dem Schluss kommt: »Wenn den Investoren alles egal ist und die Mitglieder des Boards ohnehin die meiste Zeit über schlafen, müssen die Übeltäter im Shareholder-Value-Krimi die Manager sein.«

## Kapitel 5

# Shareholder Value, Gewerkschaften und Mitbestimmung

In diesem Kapitel werden die Wechselwirkungen zwischen Shareholder Value und Arbeitsbeziehungen diskutiert. Industrielle Bürgerrechte durch Mitsprache in Betrieb und Unternehmen, koordinierte Lohnfindung und die Mitwirkung von Gewerkschaften bei der Regulierung wirtschaftlichen Handelns gelten als Herzstücke der deutschen Variante des koordinierten Kapitalismus.<sup>1</sup> In der Literatur über Spielarten des Kapitalismus sind insbesondere die Kopplungen und Interdependenzen zwischen den Teilsphären politischer Ökonomien betont worden (Soskice 1999: 109; Hall/Soskice 2001: 17–21). Das legt die Vermutung nahe, dass sich nachhaltige Veränderungen über die Grenzen dieser Teilsphären hinweg fortsetzen. Peter Hall und David Soskice, deren Theorie grundsätzlich eher Stabilität als Wandel erwarten lässt, unterscheiden zwischen den Wirkungen realwirtschaftlicher und kapitalmarktbezogener Internationalisierung. Während sie der These vom Destabilisierungspotenzial der realwirtschaftlichen Internationalisierung ablehnend gegenüberstehen, behandeln sie das Destabilisierungspotenzial internationalisierter Kapitalmärkte und feindlicher Übernahmen als offene Frage: Destabilisierender Druck auf die langfristigen, kooperativen Beziehungen der Unternehmen zu ihren Stakeholdern kann nicht ausgeschlossen werden (Hall/Soskice 2001: 60–62).

Die Frage nach der Zukunft von Mitbestimmung und Gewerkschaftseinfluss vor dem Hintergrund internationalisierter und von institutionellen Anlegern geprägter Kapitalmärkte wird auch in der Öffentlichkeit diskutiert. Die Vereinbarkeit von verstärkter Orientierung der Unternehmenspolitik an den Interessen der Anteilseigner und institutionalisierter Arbeitnehmermitsprache erscheint manchen Beobachtern fragwürdig. Stellvertretend für

---

1 Albert (1992), Kotthoff (1998), Mitbestimmungskommission (1998), Streeck (1991, 2001b).

mehrere solche Beiträge sei hier eine Passage aus einem Artikel des *Spiegel* zitiert, aus dem Sorgen um den Bestand sozialer Errungenschaften deutlich werden:

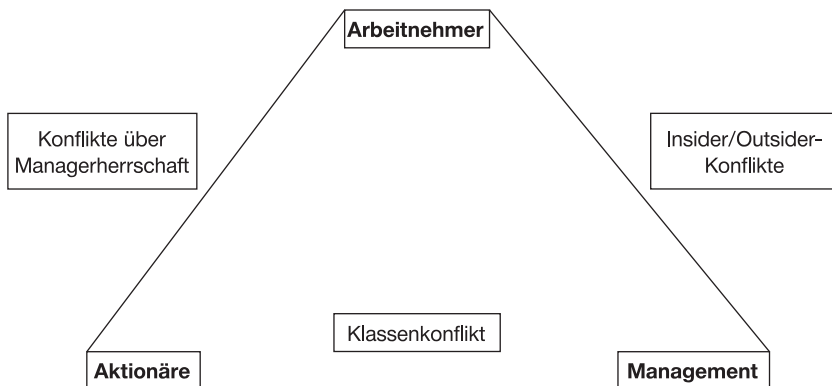
[Wir erleben das] Vorspiel einer stillen Revolution, die in den nächsten Jahren unsere Wirtschaft radikal verändern wird. ... Was hierzulande als Modell Deutschland gepriesen wird – großzügige Mitbestimmung, üppiger Sozialstaat, strenge Arbeitsschutzgesetze – gilt den Geldfürsten der Fonds oftmals als Ärgernis. ... Sie kennen keine nationalen Grenzen, sie akzeptieren, wenn überhaupt, nur widerwillig die Gegenmacht von Gewerkschaften. ... [D]as hierzulande fein austarierte Gleichgewicht zwischen denen, die nichts besitzen außer ihrer Arbeitskraft, und jenen, die über Kapital verfügen, steht womöglich zur Disposition. ... Dieser Kuschel-Kapitalismus hat künftig keine Chance mehr. ... Schon die Einführung der Vier-Tage-Woche bei VW, eine kluge Maßnahme des Managements zur Vermeidung von Entlassungen, ist jenseits des Atlantiks nicht unbedingt ein positives Signal. »Wenn das oberste Ziel die Beschäftigung ist«, giftet Nell Minow vom Lens Fund in Washington, »dann hat das nichts mit Kapitalismus zu tun«. Welche Rolle können Gewerkschaften und Regierung in der globalen Profitgesellschaft noch spielen? Wird es überhaupt den Versuch eines fairen Interessenausgleichs geben? (Der Spiegel vom 15.2.1999, 84–90)

Den nachfolgenden Abschnitten liegt die Hypothese zugrunde, dass kapitalmarktorientierte Unternehmensführung die über mehrere Jahrzehnte hinweg stabilen Institutionen der industriellen Beziehungen destabilisiert, oder doch zumindest die Einflusschancen der Arbeitnehmerseite schwächt. Es ist zu erwarten, dass ein Spannungsfeld zwischen Kapitalmarktorientierung und Arbeitnehmereinfluss entsteht. Um diese Hypothese zu überprüfen, werden folgende drei Fragen diskutiert:

1. Versuchen Shareholder-Value-Unternehmen, sich von Flächentarifverträgen und Arbeitnehmermitbestimmung zu lösen?
2. Bekämpfen Gewerkschaften und Mitbestimmungsträger Shareholder-Value-Methoden?
3. Wie verändert Shareholder Value die industriellen Beziehungen?

Es ist hervorzuheben, dass die in diesem Kapitel dargestellten Beobachtungen und Thesen notwendig vorläufig sind. Das gilt insbesondere für die Reaktionsweisen von Gewerkschaften und Mitbestimmungsträgern. Sie beziehen sich auf die späten neunziger Jahre, in denen Arbeitnehmervertreter erstmals mit dem Shareholder-Value-Phänomen konfrontiert waren. Gewerkschaften und Betriebsräte sind weit davon entfernt, bereits über eingespielte, gefestigte, widerspruchsfreie Antworten auf die Herausforderungen aktio-

Schaubild 5-1 Drei Koalitions- und Konflikttypen zwischen Management, Aktionären und Arbeitnehmern



Linien zwischen den Gruppen bedeuten Koalitionen gegen die gegenüberliegende Gruppe

Klassenkonflikte: z.B. Verteilungskonflikte;

Insider/Outsider-Konflikte: z.B. Konflikte um Übernahmeschutz;

Konflikte über Managerherrschaft: z.B. Konflikte über Transparenz, Prestigeinvestitionen

närsorientierter Unternehmensführung zu verfügen. Deren Reaktionsweisen entstehen unter Ungewissheit, sind experimentell und damit prinzipiell revidierbar. Gleichwohl scheinen sich in den späten neunziger Jahren einige Grundmuster in den Anpassungsstrategien der Mitbestimmungsträger herauszukristallisieren.

In der bisherigen Diskussion wurde die Auseinandersetzung über Shareholder Value, dem Principal-Agent-Ansatz folgend, als Konflikt zwischen Managern und Aktionären interpretiert. Durch die Berücksichtigung der Arbeitnehmerseite wird das Modell von Konflikten im Unternehmen komplexer. In der Annahme, dass jeweils zwei der Interessengruppen Manager, Aktionäre und Arbeitnehmer eine Koalition gegen die dritte bilden können (Coffee 1990; Witte 1980b: 433), lassen sich drei Konflikttypen unterscheiden (Schaubild 5-1). Zur Kennzeichnung der Konflikttypen wird folgende Terminologie vorgeschlagen:

- Konflikte, bei denen sich Manager einerseits, Aktionäre und Arbeitnehmer andererseits gegenüberstehen, werden als *Konflikte um Manager-*

*herrschaft* bezeichnet. Ein Beispiel für diesen Konflikttyp ist eine Auseinandersetzung über eine kostspielige Prestigeinvestition, die das Ansehen der Manager erhöht, aber weder Arbeitsplatzsicherheit noch Cashflows generiert (oder sich sogar negativ auf diese beiden Ziele auswirkt).

- Wenn Manager und Arbeitnehmer eine Koalition gegen die Aktionäre bilden, handelt es sich um einen *Insider/Outsider-Konflikt*<sup>2</sup>. In manchen, aber nicht allen Fällen stellen sich Forderungen der Kapitalmarktteilnehmer nach Zerschlagung diversifizierter Unternehmen als Insider/Outsider-Konflikte dar.
- Wo sich Arbeitnehmer einerseits und Manager sowie Aktionäre andererseits gegenüberstehen, handelt es sich um den *Klassenkonflikt*. Klassenkonflikte finden sich insbesondere in Verteilungsfragen, also den klassischen Feldern der Tarifpolitik.

Den nachfolgenden Betrachtungen liegen verschiedene Informationsquellen zugrunde. Neben allgemein zugänglichen Unternehmensdaten, Zeitungswie Internetrecherchen und Hintergrundinterviews wird auf Fragebögen Bezug genommen, die im Rahmen des HBS-Dissertationsverbunds »Das deutsche Modell der industriellen Beziehungen unter dem Einfluss der Internationalisierung« am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung unter der Leitung von Wolfgang Streeck und Anke Hassel im Frühsommer 2000 an Betriebsräte und Unternehmensleitungen der 110 größten deutschen Unternehmen versandt wurden. Weil vor der Zusendung der Fragebögen Kontaktpersonen in den Unternehmen gesucht wurden, ergaben sich die vergleichsweise hohen Rücklaufquoten von 51 Prozent auf Seite der Unternehmensleitungen und 69 Prozent auf der Seite der Betriebsräte. Vierundzwanzig Fragebögen der Arbeitnehmerseite betreffen die hier betrachteten vierzig größten börsennotierten Nichtfinanzunternehmen.

---

2 Ich danke Jürgen Beyer, der mir bei der stimmigen Bezeichnung dieses Konflikttyps geholfen hat.



## 5.1 Versuchen Shareholder-Value-Unternehmen, sich von Flächentarifverträgen und Arbeitnehmermitbestimmung zu lösen?

In diesem Abschnitt wird gezeigt, dass sich Shareholder-Value-Unternehmen nicht aus Flächentarifverträgen zurückziehen. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies in Zukunft geschehen könnte, ist gering. Auch Versuche, den Arbeitnehmereinfluss zu beschneiden, sind bei Shareholder-Value-Unternehmen in den späten neunziger Jahren nicht zu beobachten.

### *Flächentarifverträge*

Rappaport (1999: 200–205) hat sechs Werttreiber identifiziert, die genutzt werden können, um den Shareholder Value (im Sinne von Aktionärsrendite) zu steigern. Einer davon ist der Posten der Betriebsausgaben, von denen ein wesentlicher Anteil auf die Personalkosten entfällt. Deshalb wäre denkbar, dass sich Shareholder-Value-Unternehmen in der Lohnfrage besonders konflikthaft zeigen, für niedrige Lohnsteigerungen oder gar Lohnsenkungen kämpfen und sich möglicherweise verstärkt aus Flächentarifverträgen zurückziehen. Die bisherigen Erkenntnisse deuten nicht darauf hin, dass dies der Fall ist. Keines der als besonders aktionärsorientiert klassifizierten Unternehmen hat sich in den späten neunziger Jahren aus dem Flächentarif zurückgezogen, und es kann angenommen werden, dass sich Shareholder-Value-Unternehmen in der Lohnfrage sogar eher konfliktscheu anstelle von konfliktfreudig verhalten.

Dies liegt allerdings nicht an der Aktionärsorientierung dieser Unternehmen, sondern an Hintergrundvariablen: der Größe und der Internationalität dieser Unternehmen. Große Unternehmen profitieren aus drei Gründen stärker von der zentralen Lohnfindung als kleine (Hassel/Rehder 2001; Manow 2000; Thelen 2000): Erstens erwirtschaften große Unternehmen im Durchschnitt eine höhere Produktivität und wären mit höheren Lohnforderungen konfrontiert, würden die Tarifsteigerungen dezentral ausgehandelt. Legen Gewerkschaften in zentralisierten Tarifsyste men ihren Lohnforderungen die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsentwicklung zugrunde, dann weisen hochproduktive Sektoren tendenziell sinkende reale Lohnstückkosten, niedrig produktive Sektoren hingegen steigende reale Lohnstückkosten auf. Gleichzeitig sind, zweitens, Großunternehmen im Schnitt stärker gewerkschaftlich organisiert und laufen deshalb eher Gefahr, das Ziel von

Streikaktivitäten zu werden. Wegen ihrer ausnahmslosen Zugehörigkeit zum Exportsektor sind Shareholder-Value-Unternehmen durch Arbeitskämpfe, drittens, besonders verwundbar. Wenn große, internationale, aktionärsorientierte Unternehmen am Flächentarif festhalten, dann nicht trotz, sondern gerade wegen der Bedeutung der Lohnkosten als potenziellem Werttreiber.

Kathleen Thelen (2000: 163) argumentiert, die Internationalisierung habe die Kampfkraft der Arbeitgeberseite stärker geschwächt als die Gewerkschaften. Dieter Kirchner, bis Ende 1995 Hauptgeschäftsführer des Arbeitgeberverbands Gesamtmetall, äußerte sich dazu folgendermaßen:

Bei jeder Produktionsstörung durch einen Arbeitskampf wird sofort die ausländische Konkurrenz den Markt besetzen. Deshalb sind die Arbeitgeber nicht mehr in der Lage, überhaupt einen Arbeitskampf zu riskieren, sie haben ihre Parität verloren.

(Handelsblatt vom 4./5.6.1999, 6/7; siehe dazu auch Streeck 2001b: 84–87)

Der Konflikt um die Lohnfortzahlung im Krankheitsfall scheint die These von der Konfliktaversion exportorientierter Großunternehmen zu bestätigen. 1996 zeigte sich deren niedrige Konfliktbereitschaft und -fähigkeit, nachdem die Bundesregierung – offensichtlich auf Druck der Arbeitgeberverbände, die sich zunächst an den Interessen mittelständischer Unternehmen orientierten – das Entgeltfortzahlungsgesetz dahingehend änderte, dass die Lohnfortzahlung im Krankheitsfall vorbehaltlich günstigerer tariflicher Regelungen auf 80 Prozent gesenkt wurde. Die IG Metall setzte daraufhin die Fortgeltung der Lohnfortzahlung zunächst in der niedersächsischen Metallindustrie, dann bundesweit tariflich durch, ohne in Großunternehmen auf starke Gegenwehr zu stoßen.<sup>3</sup> Gesamtmetall hatte sich als unfähig erwiesen, die Großunternehmen zu einer Auseinandersetzung über die Lohnfortzahlung zu bewegen.

Die Entwicklungen der späten neunziger Jahre scheinen tatsächlich dafür zu sprechen, dass Shareholder-Value-Unternehmen in der Lohnfrage nicht besonders kämpferisch, sondern überdurchschnittlich konfliktscheu agieren. Rehder (2000, 2001) und Hassel/Rehder (2001) legen dar, dass für Großunternehmen der Verbleib im Flächentarif auch deshalb akzeptabel ist, weil die Lohnfrage ohnehin in betrieblichen Bündnissen erneut zur Disposition

---

3 Die tarifliche Lohnfortzahlung wurde mit Kompensationen an anderen Stellen erkaufte. Die Gesetzesänderung ist durch die rotgrüne Bundesregierung mit dem »Gesetz zu Korrekturen in der Sozialversicherung und zur Sicherung der Arbeitnehmerrechte« im Dezember 1998 wieder rückgängig gemacht worden (Kittner 2000: 743).

steht. Die Möglichkeit flexibler lohnpolitischer Reaktionen auf Unternehmensebene wird also durch betriebliche Pakte wieder zurückerstritten. In 46 Prozent eines Samples von 115 Großunternehmen wurden in den neunziger Jahren betriebliche Pakte zur Standort- und Beschäftigungssicherung zwischen Managements und Betriebsräten ausgehandelt (Hassel/Rehder 2001: 5). Zwischen der Vereinbarung betrieblicher Pakte und der Aktionärsorientierung besteht allerdings kein statistischer Zusammenhang.

Das Argument von der Kompatibilität von Shareholder Value und Flächentarifverträgen sollte nicht missverstanden werden: In den späten neunziger Jahren gab es deutliche Erosions- und Dezentralisierungstendenzen, die aber gerade nicht auf Shareholder Value, sondern auf die Unzufriedenheit von kleineren und mittleren Unternehmen zurückzuführen sind. Das zeigen die Zuwachsraten von Haustarifverträgen, die zwischen 1996 und 1999 zu verzeichnen waren.<sup>4</sup> Zugleich nahm die inter- und intrasektorale Differenzierung der Lohnpolitik zu. Das Arbeits- und Sozialministerium legt in seinem Tarifbericht 1999 dar, dass sich die Spanne zwischen den Tarifverträgen der einzelnen Branchen zunehmend vergrößert (Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung [BMA] 2000). Auch innerhalb einzelner Tarifverträge nehmen die Unterschiede durch Härtefallklauseln, Mittelstandsklauseln, Einstiegstarife, Entgeltkorridore und tariflich abgesicherte beschäftigungssichernde Maßnahmen wie der gleichzeitigen Absenkung von Arbeitszeit und Entgelt zu (siehe dazu auch Handelsblatt vom 4.12. 2000, 8).

### *Mitbestimmung*

In den späten neunziger Jahren zeigten sich keine Anzeichen, der Bestand der Mitbestimmung könne in deutschen Großunternehmen gefährdet sein. Während die Stabilität der Flächentarifverträge in den Neunzigern prekär wirkte – aber gerade die Shareholder-Value-Unternehmen zu den Gewinnern der Flächentarifverträge zählen –, besteht an der Stabilität der Betriebsrats- und Aufsichtsratsmitbestimmung in deutschen Großunternehmen, unabhängig von deren Kapitalmarktorientierung, kein ernsthafter Zweifel (siehe auch Hackethal/Schmidt 2000: 20–21; Ziegler 2000: 212). Initiativen, die

---

4 Im Tarifbericht 1999 des Bundesministeriums für Arbeit und Sozialordnung werden folgende Zuwachsraten genannt: 1996: +5,4 Prozent; 1997: +6,9 Prozent; 1998: +9,5 Prozent; 1999: +10,9 Prozent (Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung [BMA] 2000: 5). Der Trend zu Haustarifverträgen scheint sich also zu beschleunigen. Die westdeutschen Zuwachsraten sind höher als die ostdeutschen.

den Bestand der Mitbestimmung ernsthaft in Frage stellen, sind von Großunternehmen auch in Zukunft nicht zu erwarten. Umfragen unter Arbeitgebern zeigen, dass die Mitbestimmung von einer deutlichen Mehrheit der Unternehmensleitungen gebilligt, wenn nicht sogar begrüßt wird:

- Eine Umfrage des arbeitgebernahen Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) unter Managements und Betriebsräten von rund zweihundert großen deutschen Unternehmen kommt hinsichtlich der Akzeptanz der Mitbestimmung zu dem Ergebnis, dass alle Beteiligten die Existenz des Betriebsrats für sinnvoll halten. Verblüffend ist, dass der Betriebsrat in der Gunst der Arbeitgeber noch höher rangiert als bei den Mitbestimmungsträgern selbst: Rund 83 Prozent aller Arbeitgeber geben an, der Betriebsrat habe eine hohe oder sehr hohe Bedeutung für die Firma. Unter den Betriebsräten sind 64 Prozent dieser Ansicht. Auch in der Frage der Zusammenarbeit zwischen Betriebsrat und Management fällt das Urteil der Manager positiver aus als das Urteil der Betriebsräte. Rund 76 Prozent der Arbeitgeber bezeichnen die Zusammenarbeit als gut oder sehr gut, im Vergleich zu 70 Prozent der Betriebsräte (Niedenhoff 1999: 64–65).
- In der Unternehmensbefragung von Martin Glaum (1998b: 23) wurden Führungskräfte von DAX-Unternehmen gefragt, ob sie für oder gegen eine Abschaffung der Mitbestimmung auf Unternehmensebene wären. Es zeigt sich eine überraschend breite Zustimmung der Führungskräfte zur Aufsichtsratsmitbestimmung, 53 Prozent der Manager sprechen sich tendenziell gegen eine Abschaffung aus, 18 Prozent sind ohne Einschränkung dagegen. Nur eine Minderheit von 23 Prozent votiert für die Abschaffung der Arbeitnehmermitbestimmung auf Unternehmensebene.
- Im Handelsblatt Business Monitor wird regelmäßig die Einstellung von Unternehmensmanagern zu aktuellen Fragen erhoben. Im November 2000 wurden Manager zu ihrer Meinung zum Betriebsverfassungsgesetz befragt (Handelsblatt vom 17./18.11.2000, 7). Wie sich zeigt, sind 90 Prozent der Manager großer Unternehmen (mit mindestens 5.000 Beschäftigten) der Ansicht, die Arbeitnehmermitbestimmung habe sich bewährt.

Einen Hinweis auf die Unumstrittenheit des Bestands der Mitbestimmung liefert auch der »German Code of Corporate Governance« (Berliner Grundsätze), der im Juni 2000 präsentiert wurde. Ähnlich wie der Kodex der Frankfurter Grundsatzkommission Corporate Governance wurde auch der Berliner Kodex von Managern und unabhängigen Experten erarbeitet, um die Qualität der Unternehmensaufsicht vor dem Hintergrund internationali-

sierter Kapitalmärkte zu verbessern. Ziel ist die Selbstverpflichtung möglichst vieler Unternehmensleitungen auf die Einhaltung des Kodex. Die Vorschläge der Kommission legen eine auf Konsens ausgerichtete Zusammenarbeit mit den Mitbestimmungsträgern nahe (Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance 2000). Auch bei der vom Berliner Initiativkreis entwickelten Scorecard findet die Mitbestimmung – im positiven Sinne – Berücksichtigung.

Wolfgang Streeck (2001c) betrachtet internationale Fusionen als Testfälle für die Verwurzelung multinationaler Unternehmen in nationalen Regimen und stellt heraus, dass weder *Aventis* (hervorgegangen aus *Hoechst* und *Rhone-Poulenc*) noch *DaimlerChrysler* die internationalen Zusammenschlüsse genutzt haben, um sich der Unternehmensmitbestimmung zu entledigen. Das Fazit lautet, dass Betriebsrats- und Aufsichtsratsmitbestimmung in deutschen Großunternehmen unumstritten sind und alle Anzeichen darauf hindeuten, dass dies auch so bleibt.

### *Mitbestimmung im Urteil der Kapitalmarktteilnehmer*

Auch Anzeichen dafür, die Mitbestimmung würde von den Kapitalmarktteilnehmern als hinderliche, die Aktionärsrendite senkende Institution angesehen, gibt es in den späten neunziger Jahren nicht. Eine negative Bewertung der Mitbestimmung durch die Kapitalmarktteilnehmer könnte auf zwei Wegen auf die Unternehmenspolitik einwirken: durch Versuche der direkten Einflussnahme, beispielsweise im Rahmen der Investor-Relations-Aktivitäten, oder aber durch eine niedrigere Bewertung von Aktien mitbestimmter Unternehmen. Die Investorenbefragung von Max Steiger (2000: 158, 204f.) zeigt, dass das Thema Mitbestimmung in Gesprächen zwischen Aktionären und Managern keine Rolle zu spielen scheint. Das kann als erster Hinweis darauf gewertet werden, dass Aktionäre – im Rahmen der Investor-Relations-Arbeit treten insbesondere institutionelle Investoren auf – für die Mitbestimmungsfrage kein besonderes Interesse zeigen.

Es bleibt die Möglichkeit der Beeinflussung über die Bewertung der Unternehmen am Aktienmarkt. Zu den ökonomischen Effekten der Mitbestimmung existieren zwei Theoriestränge, aus denen sich zwei diametral entgegengesetzte Hypothesen ableiten lassen. Der ökonomischen Theorie der Verfügungsrechte (»property rights«) zufolge wäre zu erwarten, dass der Unternehmenswert durch die Arbeitnehmermitbestimmung sinkt. Mitbestimmungsregeln auf betrieblicher und Unternehmensebene verwässern demnach die Möglichkeit der Anteilseigner, ihre Präferenzen in der Unternehmens-

politik durchzusetzen, und wirken somit bremsend auf die Marktkapitalisierung der Unternehmen (Jensen/Meckling 1976; Windisch 2000). Genau genommen wird mit dieser Hypothese kein negativer ökonomischer Effekt der Mitbestimmung unterstellt, sondern die *Erwartung* der Kapitalmarktteilnehmer, Mitbestimmung werde negative Wirkungen auf die Profitabilität der Unternehmen haben.

Der alternativen Sicht zufolge stehen den von der ökonomischen Theorie beschriebenen Ineffizienzen effizienzsteigernde Effekte gegenüber. Insbesondere die gemeinsame Mitbestimmungskommission von Bertelsmann-Stiftung und Hans-Böckler-Stiftung hat argumentiert, dass mit der Arbeitnehmermitbestimmung neben Kosten auch spezifische Nutzen verbunden sind (Freeman/Lazear 1995; Mitbestimmungskommission 1998), die letztlich auch den Eigentümern zugute kommen: Betriebsräte tragen zu einer geordneten Form der Konfliktbearbeitung bei, befördern die soziale Integration der Beschäftigten und sichern den Informationsfluss zwischen Beschäftigten und Management. Den produktivitätshemmenden Effekten stehen demnach produktivitätssteigernde, Gestaltungsmöglichkeiten eröffnende Effekte gegenüber. Aus dieser Perspektive wäre zu erwarten, dass die profitabilitätsmindernden Wirkungen der marktwidrigen Eingriffe in die Verfügungsgewalt der Anteilseigner abgeschwächt, neutralisiert oder sogar in ihr Gegenteil verkehrt werden. Folglich bestünde auch kein Anlass für rationale Kapitalmarktteilnehmer, Aktien mitbestimmter Unternehmen niedriger zu bewerten als andere.

In empirischen Analysen konnten eindeutige Profitabilitätseffekte der Mitbestimmung bisher nicht nachgewiesen werden (Sadowski 1997). Dies gilt auch für Untersuchungen zu den Auswirkungen der Mitbestimmung auf die Unternehmensbewertung am Kapitalmarkt. Zu einem abweichenden Ergebnis kommen Schmid/Seeger (1998), die unter Bezugnahme auf einen Vergleich von Unternehmen mit Drittelbeteiligung (nach dem 1952er Betriebsverfassungsgesetz) und Unternehmen im Geltungsbereich des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 die These aufstellen, es existiere ein »Mitbestimmungs-Discount« von 21 bis 24 Prozent des Marktwerts der Unternehmen. Untersuchungen dieser Art sind allerdings mit einem spezifischen Problem behaftet: Der Vergleich von mitbestimmten und nicht mitbestimmten Unternehmen ist in erster Linie ein Vergleich verschiedener Unternehmensgrößen. Da die quasi-paritätische Mitbestimmung<sup>5</sup> ab einer Schwelle

---

5 Wegen dem von der Anteilseignerseite bestimmten Aufsichtsratsvorsitzenden sowie dem Vertreter der leitenden Angestellten auf der Arbeitnehmerbank handelt es sich bei der

von 2.000 Beschäftigten einsetzt, ist der Vergleich von paritätischer Mitbestimmung und Drittelbeteiligung faktisch ein Vergleich zwischen Großunternehmen und mittleren Unternehmen. Eine Besprechung ähnlicher Studien, die zu widersprüchlichen Resultaten führen, findet sich in der Literaturstudie von Sadowski (1997). Er stellt heraus, dass es den bisher vorliegenden empirischen Studien bisher nicht gelungen ist, die Kontrollgruppenproblematik zu lösen.

Ein in dieser Hinsicht interessantes Untersuchungsdesign findet sich bei Baums/Frick (1998). Sie untersuchen Kapitalmarktreaktionen auf Gerichtsentscheidungen zur Anwendung des Mitbestimmungsgesetzes von 1976. Baums und Frick konnten sowohl Fälle identifizieren, in denen Gerichte zugunsten der quasi-paritätischen Mitbestimmung entschieden, als auch Unternehmen, bei denen der Rechtsstreit zur Folge hatte, dass eine Umwandlung von der Drittelbeteiligung zur Quasi-Parität nicht nötig war. Die Autoren konnten in beiden Fällen keine vom Branchendurchschnitt abweichenden Bewegungen der Börsenkurse (»abnormal returns«) feststellen.

Eine andere Strategie zur Umgehung der Kontrollgruppenproblematik haben Hauser-Ditz/Höpner (2001) aufgezeigt. Sie schlagen eine Analyse der Marktkapitalisierungen der fünfzig Nemax-Unternehmen vor. Mit dem Neuen Markt besteht ein Börsensegment, in dem sowohl mitbestimmte als auch betriebsratslose Unternehmen, unabhängig von deren Größe, vertreten sind. Mitbestimmungsgremien werden bei Unternehmen dieses Segments besonders kritisch bewertet. Unternehmen des Neuen Marktes zeichnen sich häufig durch junge Belegschaften, flache Hierarchien, ein starkes Ausmaß an materieller Mitarbeiterbeteiligung und unkonventionelle Formen der Mitentscheidung der Arbeitnehmer aus. In diesem Umfeld werden Mitbestimmungsgremien von einigen Autoren als Anachronismus angesehen (Potthoff/Kipker 1999). Die These eines Börsenabschlags für mitbestimmte Unternehmen erscheint deshalb bei Nemax-Unternehmen besonders plausibel.

Wie Hauser-Ditz/Höpner zeigen, kann von einer systematischen Unterbewertung mitbestimmter Unternehmen am Neuen Markt keine Rede sein. Eine Einheit Gewinn, Buchwert oder Cash-flow mitbestimmter Unternehmen wird am Neuen Markt nicht niedriger bewertet als bei mitbestimmungsfreien Unternehmen. Die mitbestimmten Unternehmen erweisen sich unter statistischer Kontrolle für die Unternehmensgröße, das Unternehmensalter, die Konzentration der Aktionärsstruktur und die Branchenzugehörigkeit im

---

1976er Mitbestimmung nicht wirklich um ein paritätisches Beteiligungsmodell.

Vergleich zu den mitbestimmungsfreien Unternehmen sogar als etwas höher bewertet. Die Autoren schließen, dass es selbst am Neuen Markt keinen Mitbestimmungs-Abschlag zu geben scheint. Kapitalmarktteilnehmer zeigen für die Existenz von Mitbestimmungsgremien offenbar kein Interesse (siehe dazu auch *Financial Times Deutschland* vom 6.4.2001, 30). Mitbestimmungsfeindliche Aktionärsoffensiven sind deshalb nicht zu erwarten.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass in den späten neunziger Jahren keine Hinweise existieren, die Existenz der Arbeitnehmermitbestimmung in Großunternehmen werde von Managern oder Aktionären – von Außenseiterpositionen abgesehen<sup>6</sup> – in Frage gestellt. Weder der Ausstieg aus Flächentarifverträgen, noch ein Ende der Mitbestimmung sind wegen kapitalmarkt-orientierter Unternehmensführung zu erwarten. Allerdings muss konstatiert werden, dass es sich bei der Erwartung eines bevorstehenden Endes der Mitbestimmung um eine sehr grobschlächtige These handelt. Die Zerstörung von Institutionen ist nur eine, besonders extreme Form institutionellen Wandels. Veränderungen der Mitbestimmung können auch dahingehend vonstatten gehen, dass stabile Institutionen vor dem Hintergrund neuer Herausforderungen für veränderte Ziele genutzt werden.

## 5.2 Bekämpfen Gewerkschaften und Mitbestimmungsträger Shareholder-Value-Methoden?

Nachfolgend wird dargelegt, dass Betriebsräte und Gewerkschaften auf die kommunikative Dimension, die operative Dimension und die Dimension der Managervergütung unterschiedlich reagieren. In der kommunikativen Dimension des Shareholder Value erweist sich der Konflikt über Kapitalmarkt-orientierung als ein Konflikt um Managerherrschaft (Schaubild 5-1), bei dem Aktionäre und Arbeitnehmervertreter am selben Strang ziehen. Ähnliches gilt für die Dimension der Managervergütung. In der operativen Dimension des Shareholder Value zeigen sich Beispiele für alle drei in Schaubild 5-1 unterschiedenen Konflikttypen, also für Klassenkonflikte, Insider/Outsider-Konflikte und Konflikte über Managerherrschaft. Bemerkenswert ist, dass sich auch in der operativen Dimension des Shareholder

---

<sup>6</sup> Siehe zum Beispiel Henkel (2000) oder das Interview mit Hilmar Kopper in der *ZEIT* vom 26.4.2001, 21–22.



Value Situationen zeigen, in denen die Konfliktlinie zwischen Managern einerseits und Arbeitnehmern und Aktionären andererseits verläuft. Auch wo Arbeitnehmer durch kapitalmarktorientierte Umstrukturierungen negativ betroffen sind, wird die Zustimmung der Arbeitnehmervertreter dadurch erleichtert, dass sich Gewinner und Verlierer systematisch den Belegschaften von Unternehmenskern- und Peripherieaktivitäten zuordnen lassen.

*Sind stark mitbestimmte Unternehmen weniger aktionärsorientiert als schwach mitbestimmte?*

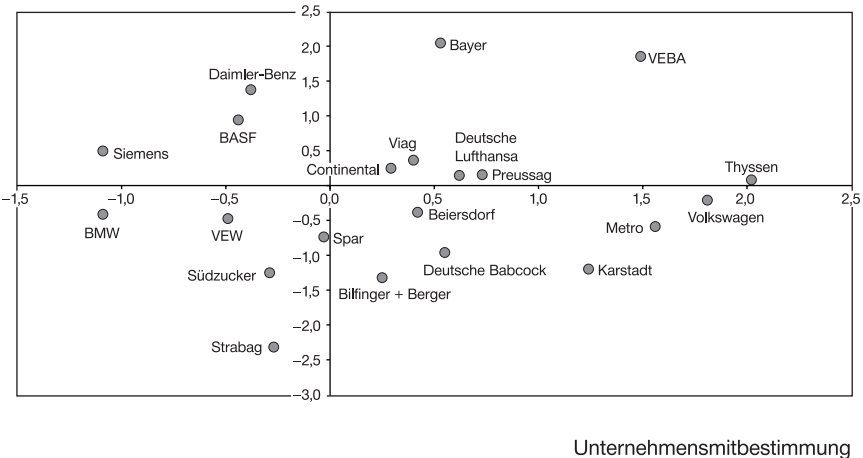
Zunächst wird überprüft, ob Mitbestimmungsstärke und Aktionärsorientierung systematisch kovariieren. In der Annahme, dass ambivalente oder negative Wirkungen des Shareholder-Value-Konzepts aus Arbeitnehmersicht überwiegen, wäre zu erwarten, dass sich Mitbestimmungsträger Shareholder-Value-Strategien entgegenstellen und bremsend auf sie einwirken.

Um diese Hypothese zu prüfen, ist ein Messkonzept vonnöten, das in der Lage ist, die betrachteten Unternehmen hinsichtlich der Stärke der Arbeitnehmermitbestimmung zu unterscheiden. Perlitz/Bufka/Specht (1997: 33–34) haben gezeigt, dass der Aufsichtsrat ein wichtiger Impulsgeber bei der Einführung von Shareholder-Value-Strategien ist. Es empfiehlt sich deshalb, bei der Messung des Mitbestimmungsgrads am Aufsichtsrat anzusetzen. Erstmals seit Gerum/Steinmann/Fees (1988), die auf die frühen achtziger Jahre bezogene Unternehmensdaten zur Aufsichtsratsmitbestimmung gesammelt haben, hat Rainer Zugehör (2001) einen Mitbestimmungsindikator konstruiert, der die Reichweite der Arbeitnehmermitbestimmung in Aufsichtsräten großer deutscher Unternehmen misst. Der Zugehör-Index besteht aus folgenden Teilindikatoren:

- *Zustimmungspflichtige Geschäfte.* Durch in den Aufsichtsratsatzungen festgeschriebene zustimmungspflichtige Geschäfte wird den Vorständen die Pflicht auferlegt, vor wichtigen unternehmenspolitischen Maßnahmen die Zustimmung der Aufsichtsräte einzuholen. Die Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte variieren von Unternehmen zu Unternehmen. Im Vorfeld der Einführung der Aufsichtsratsmitbestimmung nach dem Gesetz von 1976 hatten manche Unternehmen ihre Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte ausgedünnt, um den Arbeitnehmereinfluss auf die operative Unternehmenspolitik zu begrenzen.
- *Aufsichtsratsausschüsse.* Die meisten Aufsichtsräte delegieren Spezialfragen an Ausschüsse, die aber nicht immer paritätisch besetzt sind. Unterparitätische Ausschüsse indizieren einen geringen Arbeitnehmereinfluss.

Schaubild 5-2 Unternehmensmitbestimmung und Shareholder-Value-Orientierung in 21 Unternehmen in den späten neunziger Jahren

Shareholder-Value-Orientierung



Quellen: Stärke der Unternehmensmitbestimmung: Zugehör (2000: 12f.); Shareholder Value: siehe Tabellen 2 und 4.

- *Die Herkunft des Arbeitsdirektors.* In montanmitbestimmten Unternehmen kann der Arbeitsdirektor nicht gegen den Willen der Arbeitnehmerseite bestellt werden. Auch in einigen nicht montanmitbestimmten Unternehmen wie *Veba*, *Preussag* und *Volkswagen* konnte die Arbeitnehmerseite einen Arbeitsdirektor durchsetzen, der Gewerkschaftsmitglied ist. Das deutet auf starken Arbeitnehmereinfluss.
- *Die Herkunft des stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden.* Wo der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende ein hauptamtlicher Gewerkschaftsfunktionär ist, kann von einer besonders weitreichenden Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat ausgegangen werden.

Stellt man den Zugehör-Index der Unternehmensmitbestimmung und den Shareholder-Value-Index einander gegenüber (Schaubild 5-2), ergibt sich eine Nullkorrelation ( $r=.05$ ,  $n=21$ ,  $p=.815$ ). Auch unter statistischer Kontrolle für die beiden entscheidenden Shareholder-Value-Prädiktoren, die Zugehörigkeit zum Exportsektor und den Aktienanteil institutioneller Anle-

ger, erweist sich die Stärke der Arbeitnehmermitbestimmung im Aufsichtsrat nicht als signifikanter Shareholder-Value-Bremser. Damit zeigt sich – möglicherweise überraschend –, dass stark mitbestimmte Unternehmen in der Übernahme aktionärsorientierter Strategien nicht behindert werden.

Dieses Ergebnis lässt sich in zweierlei Hinsicht interpretieren. Es könnte angenommen werden, dass sich die Mitbestimmungsträger gegenüber dem Shareholder-Value-Konzept indifferent verhalten und auf dessen Einführung nicht beschleunigend oder bremsend einwirken wollen. In der Tat wird in den nachfolgenden Abschnitten gezeigt, dass Mitbestimmungsträger (besonders in den Kerngeschäftsfeldern) neben negativen auch positive Seiten des Shareholder-Value-Konzepts sehen. Eine realistischere Interpretation ist, dass man die Macht der Arbeitnehmerbänke in den Aufsichtsräten überschätzen würde, würde man annehmen, sie könnten die Einführung von Shareholder-Value-Strategien verhindern. Auch wenn es kein Anzeichen für eine Vetoposition der Arbeitnehmervertreter bei der Einführung aktionärsorientierter Steuerungskonzepte gibt, bleibt gleichwohl anzunehmen, dass qualitative Gestaltungsspielräume verbleiben. Perlitz/Bufka/Specht (1997: 35) gehen davon aus, dass die Erfolgsaussichten von Shareholder-Value-Konzepten zunehmen, wenn sie im Konsens mit den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat implementiert werden.

### *Shareholder Value aus Betriebsrats- und Gewerkschaftsicht: Die kommunikative Dimension*

Auseinandersetzungen über die Transparenz des Unternehmensgeschehens sind typische Konflikte zwischen Managern und Aktionären. Finanzorientierte Aktionäre präferieren hohe Standards bei Publizität und Kommunikation, um die Agency-Kosten zu verringern. Aus Sicht der Führungskräfte schaffen niedrige Standards Freiräume, die vor ständiger Kontrolle durch die Kapitalmarktteilnehmer bewahren. Die Bilanzierungsregeln des Handelsgesetzbuchs (HGB) schaffen solche Freiräume (Schäfer 2000: 91–100).<sup>7</sup> Im Unterschied dazu orientieren sich die International Accounting Standards (IAS) und die General Accepted Accounting Principles (US-GAAP) stärker an den Interessen der Aktionäre. Diese Regeln orientieren sich an dem Grundsatz »true and fair view« und erschweren, im Gegensatz zu den HGB-Regeln, die Bildung und Auflösung stiller Reserven (Graumann 1998; Heurung 1999; Schäfer 2000).

---

7 Vergleiche dazu Abschnitt 2.1.

Welche Position vertreten Gewerkschaften im Übergang zu investorenorientierten Rechnungslegungsstandards? Aus Arbeitnehmersicht erscheint der Sachverhalt ambivalent: Einerseits haben auch Arbeitnehmervertreter ein großes Interesse an authentischen Informationen. Andererseits könnte die Erschwerung der Bildung stiller Reserven dazu führen, dass auf höhere Gewinnausweise höhere Ausschüttungsforderungen folgen. Das würde den Unternehmen im Endeffekt einen höheren Anteil an Liquidität entziehen. In diesem Konflikt haben sich Gewerkschaften eindeutig auf die Seite der Aktionäre geschlagen.

In gewerkschaftlichen Stellungnahmen wird anerkannt, dass sich die internationalen Rechnungslegungsgrundsätze primär an den Investoreninteressen orientieren. Durch die Hintertür habe sich mit dem *Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz*, das die Bilanzierung nach internationalen Regeln ermöglichte, aber eine alte Gewerkschaftsforderung erfüllt. Mitbestimmung, wird argumentiert, diene der Kontrolle wirtschaftlicher Macht. Voraussetzung für eine effektive Kontrolle seien authentische Informationen über die Lage der Unternehmen. In einer Stellungnahme des DGB zum Fragenkatalog der *Regierungskommission Corporate Governance* wird gefordert, die IAS-Regeln für alle deutschen, also auch nicht börsennotierten Großunternehmen zur Pflicht zu machen (Bolt 2000). Scheibe-Lange/Prangenberg (1997) argumentieren, die Informationsinteressen von Öffentlichkeit und Arbeitnehmern seien weitergehend als die Informationsinteressen der Kapitalmarktteilnehmer. Die Notwendigkeit der europäischen Harmonisierung der Rechnungslegungsvorschriften ergebe sich auch daraus, dass es für Arbeitnehmervertreter internationaler Konzerne wichtig sei, die Abschlüsse der Tochtergesellschaften vergleichen zu können. Konzernpublizität werde damit zu einem Instrument der Mitbestimmung.<sup>8</sup>

Die internationalen Bilanzierungsregeln erschweren Bilanzpolitik im Sinne der gezielten Bildung und Auflösung stiller Reserven. Wäre es nicht im Arbeitnehmerinteresse, ein Bilanzrecht beizubehalten, das die Aktivierung stiller Reserven in schlechten Zeiten ermöglicht? Gewerkschaftsexperten teilen diese Auffassung nicht. Es wird darauf verwiesen, dass stille Reserven zwar einen nivellierenden Effekt auf die Außenwirkung von Unternehmen haben. Durch die »HGB-Brille« betrachtet, geht es deutschen Unternehmen selten ausgesprochen gut, dafür aber auch ebenso selten besonders schlecht. Hinsichtlich der Forderungen nach Ausschüttungen er-

---

<sup>8</sup> Siehe zur Diskussion über Bilanzierung aus Gewerkschaftssicht Bolt (2000), Köstler (2000a, 2000b), Scheibe-Lange/Prangenberg (1997).

weist sich dieser scheinbar antizyklische Effekt in Wahrheit aber als prozyklischer Effekt. Denn in schlechten Zeiten – wie bei *Daimler-Benz* im Jahr 1993, als erstmals ein deutsches Unternehmen gleichzeitig eine HGB-Bilanz und eine Bilanz nach US-GAAP vorlegte – können Unternehmen in der HGB-Bilanz Gewinne ausweisen, obwohl operativ bereits Verluste entstanden sind. Der Gewinnausweis führt dann zu Ausschüttungsbegehrlichkeiten, die die Probleme des Unternehmens weiter verschärfen können (Scheib-Lange/Prangenberg 1997: 45). Während der latenten Phase der schweren Unternehmenskrise bei *Holzmann* war genau dies geschehen. In erfolgreichen Zeiten werden mit HGB-Bilanzen – umgekehrt – freie Mittel versteckt, obwohl sie an Aktionäre ausgeschüttet und an Arbeitnehmer als Löhne ausbezahlt werden könnten, ohne die Unternehmenssubstanz zu gefährden.

Die These lautet, dass die HGB-Regeln nicht in erster Linie insiderorientiert oder kreditgeberorientiert, sondern managerorientiert sind. Die Wahlrechte bei der Erstellung von HGB-Bilanzen verbessern nicht die operative Situation von Unternehmen, sondern vor allem die Außenwirkung der Führungskräfte. Fällt diese Außenwirkung zu Unrecht positiv aus, kann dies wiederum Folgeprobleme nach sich ziehen. Gegensteuernde Maßnahmen werden unnötig verschleppt. Der Gewerkschaftsexperte Hans-Detlev Küller (1997: 529) argumentiert, viele verborgene Verlustquellen resultierten aus operativ sinnlosen Prestigeobjekten<sup>9</sup> einzelner Vorstandsmitglieder, und folgert im Hinblick auf Transparenz: »Wenn insofern der Shareholder-Value-Ansatz dazu beitragen kann, dieses Risikopotenzial einzugrenzen, kann dies nur im Arbeitnehmerinteresse sein.«

Auch in der Lohnpolitik haben Arbeitnehmervertretungen kein Interesse, sich an Gewinnausweisen zu orientieren, die nicht den wahren Gegebenheiten entsprechen. Beispiel *Volkswagen*: Dieses Unternehmen gilt in Analystenkreisen als besonders verschlossen und intransparent. »Die bilden Rückstellungen und lösen sie wieder auf, wie sie wollen«, so wird ein Analyst zitiert.<sup>10</sup> Die Umstellung auf die IAS-Regeln wurde bei *Volkswagen*

---

9 Ein anschauliches Beispiel für einen solchen Konflikt um Managerherrschaft zeigte sich im Oktober 2001 bei *Volkswagen*, wo der designierte Piëch-Nachfolger Bernd Pischetsrieder ankündigte, in die Formel Eins einsteigen zu wollen. Der Betriebsratsvorsitzende Klaus Volkert erteilte diesem Ansinnen eine Absage: Der Spielraum für Prestigeobjekte sei kleiner geworden. In Anspielung auf die Rennsport-Vorliebe von Pischetsrieder äußerte er gegenüber dem Handelsblatt (vom 25.10.2001): »Herr Pischetsrieder angelt ja auch angeblich gern. Trotzdem käme niemand darauf, dass wir eine Lachsfarm eröffnen sollten.« Freie Mittel seien stattdessen in ein Einsteigerauto unter 8.000 Euro zu investieren.

10 Financial Times Deutschland vom 21.2.2000, 10. Stefan Winter schreibt im Handelsblatt vom 21.2.2001, 15: »Was VW zeigt oder nicht, folgt seit Jahren dem Prinzip der Glättung.

lange hinausgezögert. Ein Branchenkenner interpretiert das folgendermaßen: »Gegenüber den Gewerkschaften, die jedes Jahr einen Haustarif aushandeln, will man keine Begehrlichkeiten wecken. Denn nach IAS-Rechnung fiel das Ergebnis um 20 bis 30 Prozent höher aus als derzeit« (Financial Times Deutschland vom 21.2.2000, 1). Eine am »true and fair view« orientierte Rechnungslegung ist außerdem Voraussetzung für die Weiterentwicklung ertragsorientierter Lohnformen. Es zeigt sich, dass Aktionäre und Arbeitnehmer von den verschleiernenden Wirkungen intransparenter Rechnungslegung gleichermaßen betroffen sind. Das macht die gewerkschaftliche Haltung in der Auseinandersetzung um aktionärsorientierte Rechnungslegung verständlich.

Neben den Gewerkschaften begrüßt auch eine deutliche Mehrheit der Betriebsräte den Übergang zu aktionärsorientierter Bilanzierung (Tabelle 5-1). Vierundzwanzig der vierzig Betriebsratsgremien aus dem betrachteten Sample konnten befragt werden. In sechzehn dieser vierundzwanzig Unternehmen wurde die Rechnungslegung auf IAS oder US-GAAP umgestellt. Keines der Betriebsratsgremien sprach sich gegen die Umstellung der Rechnungslegung aus. Drei Betriebsräte gaben an, sich indifferent gegenüber der Umstellung der Rechnungslegung verhalten zu haben, die restlichen dreizehn befürworteten die Umstellung auf IAS oder US-GAAP. Zustimmung wurde besonders dort signalisiert, wo die Umstellung der Rechnungslegung mit weiteren aktionärsorientierten Maßnahmen zusammenfiel. Die Ursache für diesen Zusammenhang dürfte in der Präferenz kapitalmarktorientierter Unternehmen für ertragsabhängige Vergütungsbestandteile bei Arbeitnehmern bestehen, in deren Folge aus Sicht der Arbeitnehmervertretungen die Notwendigkeit steigt, über authentische Informationen zur Ertragslage der Unternehmen zu verfügen.

Es zeigt sich, dass sich nicht nur die Aktionäre, sondern auch die Betriebsräte und Gewerkschaften zu den Befürwortern der kommunikativen Dimension des Shareholder Value zählen. Der Konflikt um Transparenz stellt sich als Konflikt um Managerherrschaft dar (Schaubild 5-1), bei dem sich Manager einerseits und Aktionäre und Arbeitnehmervertreter andererseits gegenüberstehen.

---

Diesmal hat das Unternehmen sogar ein wenig nach unten geglättet, indem es sich ohne Not schon einmal Rückstellungen für das Autorecycling leistete. Im kommenden Jahr wird es vielleicht nach oben glätten, um Ferdinand Piëch den schönen Abgang zu verschaffen.«

Tabelle 5-1 Ausgewählte Ergebnisse der MPIFG-Betriebsrätebefragung

Frage	Mittelwert	Korrelation zu Shareholder Value, p-Wert und Fallzahl
Falls die Rechnungslegung des Unternehmens in den vergangenen Jahren auf internationale Standards (IAS oder US-GAAP) umgestellt wurde: Ist die Arbeitnehmervertretung mit der neuen Rechnungslegung einverstanden? (1=eher dagegen, 2=die Arbeitnehmervertretung sieht Vor- und Nachteile, 3=eher dafür)	2.81	r=.38 p=.148 n=16
Falls Ihr Unternehmen eine Strategie der Konzentration auf das Kerngeschäft verfolgt: Hat die Arbeitnehmervertretung diese Politik unterstützt? (1=nein, 2=mit Abstrichen, 3=ja)	2.05	r=-.51 p=.019 n=21
Falls es in Ihrem Unternehmen ein Renditeziel für das Gesamtunternehmen gibt: Hat die Arbeitnehmervertretung die Einführung dieses Renditeziels unterstützt? (1=nein, 2=mit Abstrichen, 3=ja)	1.61	r=-.61 p=.008 n=18
Falls es in Ihrem Unternehmen Renditeziele für die einzelnen Unternehmensbereiche (Segmente) gibt: Hat die Arbeitnehmervertretung die Einführung dieser Renditeziele unterstützt? (1=nein, 2=mit Abstrichen, 3=ja)	1.71	r=-.66 p=.004 n=17
Falls die Managervergütung in Ihrem Unternehmen in den vergangenen Jahren zunehmend an den finanziellen Erfolg des Unternehmens gekoppelt wurde: Hat die Arbeitnehmervertretung gegen diese Maßnahmen Stellung bezogen? (0=nein, 1=ja)	0.25	r=.07 p=.779 n=20
Falls in Ihrem Unternehmen in den vergangenen Jahren umfangreiche ausländische Direktinvestitionen getätigt wurden: Hat die Arbeitnehmervertretung Art und Ort der Investitionen im Aufsichtsrat gebilligt? (1=nein, überwiegend nicht; 2=ja, meistens; 3=ja, immer)	2.61	r=.23 p=.357 n=18
Wie bewertet die Arbeitnehmervertretung die Entwicklung der Dividenden der letzten Jahre? (1=Die Dividenden waren zu niedrig; 2=Die Dividenden waren angemessen; 3=Die Dividenden waren zu hoch.)	2.20	r=-.14 p=.558 n=20

Datenquelle: In der MPIFG-Betriebsrätebefragung wurden 111 große deutsche Unternehmen angeschrieben. Diese Zahl ergibt sich aus der Gesamtheit der 1986 und 1996 100 größten deutschen Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Befragung (im Jahr 2000) noch existierten. 77 ausgefüllte Fragebögen wurden zurückgesandt, was einer Rücklaufquote von 69 Prozent entspricht. Für diese Tabelle wurden alle nicht börsennotierten Unternehmen und alle Finanzunternehmen aus der Betrachtung ausgeschlossen. Die Angaben beziehen sich somit auf 24 der 40 größten börsennotierten Nichtfinanzunternehmen.

Zur Korrelation: Angegeben wird der Pearsonsche Korrelationskoeffizient für den Zusammenhang zwischen dem metrisch interpretierten Antwortverhalten der Betriebsräte und dem Shareholder-Value-Index (siehe Tabellen 2-1 und 2-3).

Es zeigt sich, dass sich nicht nur die Aktionäre, sondern auch die Betriebsräte und Gewerkschaften zu den Befürwortern der kommunikativen Dimension des Shareholder Value zählen. Der Konflikt um Transparenz stellt sich als Konflikt um Managerherrschaft dar (Schaubild 5-1), bei dem sich Manager einerseits und Aktionäre und Arbeitnehmervertreter andererseits gegenüberstehen.

### *Gewerkschaftliche Stellungnahmen zum KonTraG und den Empfehlungen der Corporate-Governance-Kommissionen*

Das entscheidende Corporate-Governance-Fragen betreffende Reformwerk der späten neunziger Jahre war das im Frühjahr 1998 in Kraft getretene *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (KonTraG). Es verfolgt den Zweck, die Investorenorientierung deutscher Unternehmen (besonders, aber nicht nur) in der kommunikativen Dimension zu steigern (Bundesjustizministerium 1998):

Der Einfluss ausländischer institutioneller Anleger und ihrer Erwartungen nimmt zu. Dies verlangt von unseren Unternehmen eine intensive Kommunikation des Managements mit den Marktteilnehmern über Unternehmenspolitik und -entwicklung sowie mehr Transparenz und Publizität in allen Bereichen. Unser Aktienmarkt steht im institutionellen Wettbewerb unter einem zunehmenden Anpassungs- und Modernisierungsdruck.

Von der Reform werden folgende Bereiche berührt:

- Vorstände werden zu einem weitergehenden Risikomanagement verpflichtet.
- Eine Reihe von Vorschriften betreffen den Aufsichtsrat: Die Berichtspflicht des Vorstands an den Aufsichtsrat wird verstärkt. Bei der Ermittlung der höchstzulässigen Zahl von Aufsichtsratsmandaten pro Person werden Vorsitze doppelt gezählt. Die Rechte des Aufsichtsrats bei der Abschlussprüfung werden gestärkt.
- Die Rechte von Minderheitsaktionären auf Hauptversammlungen werden gestärkt. Vor allem werden Höchst- und Mehrfachstimmrechte verboten, was auf eine Verwirklichung des Prinzips »one share, one vote« hinausläuft.
- Die (vorher restriktiven) Vorschriften zum Rückkauf eigener Aktien werden gelockert.
- Die Einräumung von Aktienoptionen als Vergütungsbestandteile wird erleichtert.



- Für den Beteiligungsbesitz der Banken gelten verschärfte Regelungen; Forderungen von Kritikern der »Macht der Banken« (Monopolkommission 1976, 1998b) nach einem Verbot von branchenfremden Beteiligungsbesitz ab einer Schwelle von 5 Prozent kommt der Gesetzgeber allerdings nicht nach.

Die gewerkschaftlichen Stellungnahmen zum *KonTraG* fallen positiv aus. Alle Vorschriften zur Stärkung der Auskunftspflichten des Vorstands, zur Abschlussprüfung und zur Risikokontrolle werden begrüßt, weitergehende Schritte werden ebenso angemahnt wie die Geltung des *KonTraG* über den Kreis der börsennotierten Gesellschaften hinaus (siehe Bolt 2000; Köstler 2000a, 2000b; Köstler/Müller 2001). Auch die Abschaffung der Mehrfachstimmrechte und der Stimmrechtsbeschränkungen, die nicht zuletzt als Schutz vor feindlichen Übernahmen wirkten, werden positiv gewürdigt. Wie die Fondsgesellschaft DWS in einer Studie herausstellt (Hetzler/Papendick 2001), sind die Rechte der Minderheitsaktionäre nach dem *KonTraG* in Deutschland weiter entwickelt als in allen anderen kontinentaleuropäischen Ländern.<sup>11</sup>

Ähnliches gilt für die Haltung, die Gewerkschaftsvertreter zu den Empfehlungen der Corporate-Governance-Kommissionen eingenommen haben. Drei Expertengruppen haben sich im betrachteten Zeitraum mit Corporate-Governance-Regeln befasst und entsprechende Empfehlungen veröffentlicht: die in Frankfurt ansässige *Grundsatzkommission Corporate Governance*, der Berliner Initiativkreis *German Code of Corporate Governance* und die *Regierungskommission Corporate Governance* (Cromme-Kommission). Diese Kommissionen haben die Selbstverpflichtung von Unternehmen auf die erarbeiteten Corporate-Governance-Grundsätze zum Ziel (Berliner Initiativkreis *German Code of Corporate Governance* 2000; Grundsatzkommission *Corporate Governance* 2000; Regierungskommission 2002).<sup>12</sup> Die *Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management* (DVFA) hat ein Evaluationsraster (Scoreboard) entwickelt, das sich an die Frankfurter Grundsätze anlehnt (DVFA 2000). Die Berliner Expertenkommission hat eine eigene, auf ihren Empfehlungen beruhende Evaluations-

---

11 Hetzer/Papendick (2001: 95): »An einem scheitert gute Corporate Governance in Deutschland sicher nicht: an mangelnden Rechten der Aktionäre. Nirgendwo in der Eurozone sind die Anleger derart gut gestellt.«

12 Siehe auch Handelsblatt vom 20.11.2000, 53, Handelsblatt vom 25.10.2000, 2, Handelsblatt vom 26.1.2000, 18, Handelsblatt vom 25./26.8.2000, 11.

methode entwickelt. Im Zentrum der Diskussion standen allerdings die Vorschläge der Regierungskommission.

- Die Frankfurter Grundsatzkommission stellte im Januar 2000 ihren *Code of Best Practice* vor. Er enthält Grundsätze zur Arbeit von Vorständen und Aufsichtsräten. Berücksichtigt wird dabei unter anderem die Gleichbehandlung von Aktionären bei Übernahmen, Kapitalerhöhungen und Aktienrückkaufprogrammen, die Transparenz der Rechnungslegung, das Risikomanagement, die Offenlegung der Vergütungspraxis bei Vorständen und Aufsichtsräten und die Besetzung des Aufsichtsrats mit unabhängigen Experten.
- Die im Vergleich zu den Frankfurter Regeln ausführlicheren Grundsätze des Berliner Initiativkreises *German Code of Corporate Governance* wurden im Juni 2000 präsentiert. Neben den auch von der Frankfurter Grundsatzkommission abgedeckten Themen enthalten die Berliner Regeln Grundsätze zur personellen Besetzung des Vorstands, zur Entscheidungsfindung bei grundsätzlichen Weichenstellungen und zur Pflege der Diskussionskultur im Unternehmen. Dabei wird auch der Umgang mit den Mitbestimmungsträgern berücksichtigt.
- Die *Regierungskommission Corporate Governance* (Cromme-Kommission) legte im Februar 2002 ihre Ergebnisse vor. Der von der Kommission verabschiedete Kodex zielt auf die Selbstverpflichtung der Unternehmen in Fragen der Berichterstattung der Vorstände, der Zusammenarbeit der Vorstände und Aufsichtsräte, die Transparenz der Managervergütungen und anderer, auch von den Berliner und Frankfurter Kommissionen abgedeckter Bereiche.

Die Stellungnahmen der Gewerkschafter zu diesen, unterhalb des gesetzlichen Regelwerks wirkenden Verhaltensvorschlägen fallen positiv aus. Der DGB erkennt den Wert eines Verhaltenskodex mit gesetzesunterstützendem Charakter an. Obwohl die DVFA (2000: 4) die Frankfurter Grundsätze als Regeln für kapitalmarktorientierte Unternehmensführung umschreibt, kommt Köstler (2000b: 35) aus Gewerkschaftssicht zu dem Schluss:

So richtig es wäre, wenn der Kodex zur Richtschnur würde – zu wünschen ist zum einen ein entsprechendes Verhalten aller Aufsichtsräte, auch in nicht börsennotierten Gesellschaften, und zum anderen eine gesetzliche Verankerung.

Auch die Vorschläge der Regierungskommission, erarbeitet wegen der »Notwendigkeit, den Finanzplatz Deutschland noch mehr an den Anforderungen der internationalen Kapitalmärkte auszurichten« (Vorwort des Kodex), wur-

den von Gewerkschaftsseite begrüßt (Schmoldt 2002). Die Stellungnahmen der Gewerkschafter zeigen den hohen Grad an Übereinstimmung bei den Reformen der deutschen Unternehmenskontrolle.

An der Argumentation von Vertretern des gewerkschaftlichen Spektrums fällt auf, dass die Arbeitnehmerperspektive an einigen Stellen verlassen und durch die Unternehmens- oder die Kleinaktionärspektive ersetzt wird. Detlev Küller (1997: 528), ehemaliger Leiter der DGB-Grundsatzabteilung, begründet seine Forderung nach Aufgabe des überhöhten Vorsichtsprinzips bei dem Gewinnausweis von Kapitalgesellschaften mit deren Konkurrenzsituation gegenüber ausländischen Unternehmen:

Solange deutsche Unternehmen systematisch Unterbewertungen des Eigenkapitals beinhalten, resultiert hieraus eine strukturelle Benachteiligung deutscher Aktiengesellschaften gegenüber den an US-Börsen gelisteten Konkurrenzunternehmen. Dies kann nur zum Teil durch spezielle Maßnahmen der Aktionärspflege, etwa über zusätzliche Erläuterungen gegenüber institutionellen Anlegern ..., wettgemacht werden.

Noch grundlegender ist die Feststellung von Heinz Putzhammer und Roland Köstler (2000: 23), der Schutz von Minderheitsaktionären gehöre zu den Aufgaben gewerkschaftlicher Interessenvertretung: »Den materiellen Schutz von Minderheits- beziehungsweise Kleinaktionären halten wir auch deshalb für nötig, da zu ihnen in wachsender Zahl auch Arbeitnehmer, etwa als Inhaber von Belegschaftsaktien, gehören.«

Damit ist eine der Antworten auf die Frage, wie Kapitalmarktorientierung die industriellen Beziehungen verändert, bereits angesprochen: Die Präferenz von Shareholder-Value-Unternehmen zur Ausgabe von Belegschaftsaktien und die Stärkung der Aktie als Anlagemittel in Arbeitnehmerhand führt zu einer Verwässerung der vormals scharfen Trennung zwischen Kapitaleignern und Arbeitnehmern, die die gewerkschaftliche Interessenvertretung von einer funktionalen zu einer personalen Sicht der Arbeitnehmerinteressen umschwenken lässt. Gewerkschaftsmitglieder sind demnach nicht nur in ihrer Funktion als Arbeitsmarktteilnehmer, sondern personal, in ihrer multifunktionalen Stellung in der Gesellschaft, interessenpolitisch zu vertreten. Tomas Nieber und Rolf Jaeger (2000) stellen in einem Thesenpapier beispielsweise die Frage, ob es nicht eine gewerkschaftliche Aufgabe sei, dem Beratungsbedarf von Mitgliedern in Fragen der Vermögensbildung und der Altersvorsorge durch den Aufbau entsprechender Beratungstätigkeit nachzukommen.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass sich auf der regulativen Ebene eine unerwartet große Schnittmenge an Gesetzesvorschlägen und Vorstellungen zur Ausgestaltung der Regelwerke zwischen Aktionärsvereinigungen und Interessenvertretungen der Arbeitnehmer zeigt. Der Grund dafür liegt darin, dass der kommunikativen Seite des Shareholder Value auf der regulativen Ebene eine besondere Bedeutung zukommt, während es zur weitaus strittigeren operativen Seite der Kapitalmarktorientierung keiner Gesetzesänderungen bedarf. Gleichwohl ist hervorzuheben, dass sich die Schnittmenge gemeinsamer Orientierungen in den späten neunziger Jahren auch auf Bereiche erstreckt, die man nicht ohne weiteres erwartet hätte, wie insbesondere die Haltung zu Höchst- und Mehrfachstimmrechten und zum allgemeinen Schutz von Minderheitsaktionären.

*Shareholder Value aus Betriebsrats- und Gewerkschaftssicht:  
Die Dimension der Managervergütung*

Auch bei der Frage der zunehmenden Kopplung der Managergehälter an den finanziellen Erfolg der Unternehmen fallen die Stellungnahmen der Mitbestimmungsträger befürwortend aus. In der schriftlichen Betriebsrätebefragung antworteten zwanzig der angeschriebenen Betriebsräte auf die Frage, wie sich die Mitbestimmungsträger zur Variabilisierung der Managervergütung verhielten. Fünf Betriebsratsgremien gaben an, gegen diese Variabilisierung Stellung bezogen zu haben. Die übrigen fünfzehn gaben an, sich nicht gegen diese Maßnahme gestellt zu haben.

Die Variabilisierung der Managervergütung wurde in deutschen Großunternehmen in den späten neunziger Jahren insbesondere über Aktienoptionsprogramme hergestellt. Häufig nehmen Arbeitnehmervertreter Aktienoptionsprogramme zum Anlass, Belegschaftsaktien einzufordern, und so auch die Belegschaften von steigenden Aktienkursen profitieren zu lassen. Nicht in allen Unternehmen mit Aktienoptionsprogrammen fallen solche Vorschläge auf fruchtbaren Boden. Die Unternehmensleitung eines großen Elektronikonzerns musste nach Angaben des Betriebsrats erst mühsam davon überzeugt werden, anstelle eines angebotenen PCs als Weihnachtsgratifikation Belegschaftsaktien auszugeben.

Aus Sicht der Interessenvertreter der Beschäftigten stellen sich die Anforderungen an Aktienoptionsprogramme wie folgt dar (Engberding 2000; Pellens/Crasselt/Rockholtz 1998: 14; Siddiqui 2000):

- Die Erfolgsabhängigkeit der Managervergütung wird aus Arbeitnehmersicht grundsätzlich begrüßt. Ein Bonus sollte aber nur ausgeschüttet werden, wenn tatsächlich überdurchschnittliche Anstrengungen zur Steigerung des Unternehmenserfolgs vorlagen.
- Die Arbeitnehmerseite hat kein Interesse an horrend steigenden Managervergütungen, die aus der Liquidität der Unternehmen finanziert werden müssen. Allein die fixen Bestandteile der Managervergütungen sind in den betrachteten Unternehmen zwischen 1996 und 1999 um durchschnittlich 66 Prozent gestiegen. Gewerkschaftsexperten beziehen gegen diese Entwicklung Stellung (Engberding 2000). Es konnte gezeigt werden, dass die Teilnahme von Gewerkschaftern an der Unternehmensüberwachung einen bremsenden Effekt auf die Steigerung der Managergehälter hat.
- Ein zentrales Anliegen der Arbeitnehmervertreter ist die Langfristigkeit der Anreizwirkungen. Auf kurze Sicht sind nicht nur nach HGB ermittelte Unternehmensgewinne, sondern auch Aktienkurse manipulierbar, beispielsweise durch die Streuung von Übernahmegerüchten oder die Ankündigung von Aktienrückkäufen oder radikalen Restrukturierungsmaßnahmen. Werden Aktienoptionsprogramme auf die kurzfristige Steigerung von Aktienkursen ausgelegt, entstehen für das Topmanagement Anreize, die nicht im Interesse der Beschäftigten sein können.
- Die Vergütungsstrukturen sind transparent zu gestalten.

An diesen Mindestanforderungen aus Arbeitnehmersicht – Aktienoptionsprogramme dürfen nicht zu kostspielig sein, müssen langfristig angelegt und transparent sein – fällt auf, dass sie kompatibel mit den Interessen der Anteilseigner sind. In einigen empirischen Studien wird die unzureichende Kapitalmarktorientierung von Aktienoptionsprogrammen beklagt.<sup>13</sup> Dabei werden Instrumente angemahnt, die gleichzeitig den Anforderungen aus Arbeitnehmersicht nachkommen: Die Ausübungshürden von Aktienoptionsprogrammen sind an Vergleichspunkte (»benchmarks«), etwa die Aktienkursentwicklung der wichtigsten Konkurrenzunternehmen, zu koppeln. Damit soll sichergestellt werden, dass nur überdurchschnittliche Leistungen der Führungskräfte honoriert werden. Die Laufzeit der Programme sollte einen mittelfristigen Zeitraum (etwa: nicht unter fünf Jahren) umfassen, und vor allem sollte es nach der Zuteilung der Aktien Haltepflichten geben. Solche Halte-

---

13 Achleitner/Bassen (2000: 19–20), Glaum (1998b: 58–60), KPMG (2000: 11), Pellens/Thomaszewski/Weber (2000: 46).

fristen verhindern, dass sich die Anreize zur Wertsteigerung nur auf einen festgelegten Zeitpunkt, nicht aber auf einen längeren Zeitraum beziehen.

Es zeigt sich, dass auch der Konflikt über die Ausgestaltung der Managervergütungen als Konflikt um Managerherrschaft beschrieben werden kann. Im Gegensatz zu Aktionären und Arbeitnehmern liegen die Interessen der Topmanager in einem möglichst hohen und möglichst sicheren Einkommensstrom. Allerdings existiert ein grundlegender Unterschied zwischen den Konfliktlinien in der kommunikativen Shareholder-Value-Dimension und der Dimension der Managervergütung. Die Kontrollierbarkeit und damit die Transparenz wirtschaftlicher Macht ist von jeher ein gewerkschaftliches Ziel. Hier liegt eine tatsächliche Überschneidung zwischen Aktionärs- und Arbeitnehmerinteressen vor. Die optimale Gestaltung von Aktienoptionsprogrammen ist aus Arbeitnehmersicht allenfalls eine zweitbeste Lösung. In dieser Frage sollte eher von partiellen Koalitionen über Instrumente als von gemeinsamen Zielen gesprochen werden. Die Verfolgung spezieller Arbeitnehmerziele wie beispielsweise Arbeitsplatzsicherheit wird durch Aktienoptionsprogramme nicht nahe gelegt. Aus Betriebsrats- und Arbeitnehmersicht wäre es zu begrüßen, würde die Ausgabe von Aktien auch an soziale Ziele gekoppelt (Engberding 2000: 15). Es gibt allerdings kein empirisches Beispiel für einen solchen Aktienoptionsplan.

Im Sinne einer zweitbesten Lösung haben anreizkompatibel ausgelegte Aktienoptionsprogramme aus Arbeitnehmersicht allerdings durchaus Vorteile gegenüber Bonussystemen alten Typs. Engberding (2000: 15) rät Arbeitnehmervertretern, die Kopplung der Vergütungsstrukturen an Aktienkurse abzulehnen und sich stattdessen für Erfolgsindikatoren wie Jahresüberschüsse, Dividenden, Economic Value Added (EVA) und Cash-flow Return on Investment (CFRoI) einzusetzen. Aufgrund der Vergangenheitsbezogenheit aller genannten Größen sind diese Kriterien aus Arbeitnehmersicht allerdings problematisch. Das Arbeitnehmerinteresse an Arbeitsplätzen wird nur bedingt, wenn Investitionen in die Zukunft des Unternehmens honoriert werden, die gegenwärtig noch keine Gewinne oder Cash-flows generieren. Wenn die Kopplung an den Aktienkurs vermieden werden soll, wären aus Arbeitnehmersicht deshalb eher Erfolgskriterien wie der Discounted Cash-flow (DCF) oder Market Value Added (MVA) zu präferieren, die als Shareholder-Value-Kennzahlen populär geworden sind. Der Jahresüberschuss wäre als Erfolgsziel komplett abzulehnen, weil er neben der Vergangenheitsbezogenheit alle Probleme der Manipulierbarkeit aufwirft. Und eine Kopplung an die Dividenden erscheint aus Betriebsrats-sicht die schlechteste aller denkbaren Möglichkeiten, würde sie doch einen Anreiz etablieren, dem Un-

ternehmen möglichst viel Liquidität durch Dividenden zu entziehen. Insgesamt erscheint die Kopplung von Vergütungsbestandteilen an den Aktienkurs am diskutabelsten, weil er durch buchhalterische Tricks nicht manipulierbar und intersubjektiv nachprüfbar ist, und weil er sowohl die gegenwärtige Lage als auch die Erwartungen in Bezug auf zukünftige Erträge reflektiert.

Insgesamt ist festzuhalten, dass Betriebsräte die Variabilisierung der Managergehälter mittragen und dass der Konflikt um die Managervergütung am ehesten als Konflikt um Managerherrschaft beschrieben werden kann.

### *Shareholder Value aus Betriebsrats- und Gewerkschaftssicht: Die operative Dimension*

Die operative Dimension des Shareholder Value zielt auf die Renditeorientierung aller Unternehmensteile. Demnach ist sicherzustellen, dass alle Unternehmenssegmente mindestens ihre Kapitalkosten verdienen. Wo die auf den Gegenwartswert diskontierten zukünftigen Cash-flows höher sind als die Kapitalkosten, wird Shareholder Value geschaffen. Wo – im Shareholder-Value-Jargon – Kapital vernichtet wird, werden Restrukturierungen oder aber der Verkauf der jeweiligen Unternehmensteile nahe gelegt. Das Shareholder-Value-Konzept legt deshalb ein aktives Portfoliomanagement und die Bereitschaft zum flexiblen An- und Verkauf von Unternehmensteilen nahe. Insbesondere geht das operative Shareholder-Value-Management mit der Konzentration auf profitable Kerngeschäfte, und deshalb mit der De-Diversifizierung der Unternehmensaktivitäten einher. Nachfolgend wird gezeigt, dass Betriebsräte die Implementation von Renditezielen ablehnen. Restrukturierungen können aber in der Regel im Konsens mit den Belegschaftsvertretungen durchgeführt werden. Auch in der operativen Dimension des Shareholder Value zeigen sich – neben Insider/Outsider-Konflikten und dem Klassenkonflikt – Beispiele für Konstellationen, die als Konflikte um Managerherrschaft beschrieben werden können.

In der schriftlichen Betriebsrätebefragung wurden die Mitbestimmungsträger um Angaben zu ihrer Positionierung gegenüber der Implementation von Renditevorgaben gebeten. Zwanzig Betriebsräte teilten mit, dass in ihren Unternehmen Renditevorgaben existieren. Achtzehn dieser zwanzig teilten ihre Haltung gegenüber den Renditevorgaben mit. In zwei Fällen hat der Betriebsrat die Vorgabe des Renditeziels unterstützt, in sieben Fällen mit Abstrichen unterstützt, und in neun Fällen nicht unterstützt<sup>14</sup>. Vergleicht

---

14 Außerdem dazu wurden die Betriebsräte gefragt, ob Renditeziele für die Teilsegmente der

man das (metrisch interpretierte) Antwortverhalten der Betriebsräte mit der Positionierung der Unternehmen auf der Shareholder-Value-Rangfolge, zeigt sich ein deutlicher Zusammenhang zwischen Aktionärsorientierung und Ablehnung der Renditevorgaben durch die Mitbestimmungsgremien ( $r = -.54$ ,  $p = .008$ ,  $n = 18$ ).<sup>15</sup> Betriebsräte stellen sich besonders dann gegen Renditevorgaben, wenn sie im Kontext weiterer kapitalmarktorientierter Maßnahmen eingeführt werden. Die aus Arbeitnehmersicht negativen Konsequenzen bei der Nichterreichung der Renditevorgaben – Umstrukturierungen oder Verkauf – werden offenbar umso eher befürchtet, je glaubhafter die Orientierung der Unternehmenspolitik an den Finanzinteressen der Aktionäre ist.

Ein überraschend hoher Anteil der Betriebsräte berichtet, dass in ihren Unternehmen Renditeziele vorgegeben werden. Darunter befinden sich auch einige Unternehmen, in deren Geschäftsberichten keine nach außen kommunizierten Renditevorgaben auftauchen. Offenbar existiert in einigen Unternehmen eine abgemilderte Variante von Renditevorgaben, die nur intern kommuniziert werden und deren Nichterreichung möglicherweise internen Druck, aber keine externen Forderungen nach Rationalisierungen oder nach der Trennung von schwachen Unternehmensteilen nach sich ziehen. Die Ablehnung jener »weicheren« Form von Renditezielen ist weniger eindeutig als die Ablehnung der Renditeziele, die nach außen kommuniziert werden und die im Kontext variabler Managementvergütung und intensiver Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern eingeführt werden.

Die Zustimmung der Gewerkschaften und Mitbestimmungsträger zu Maßnahmen der kommunikativen Shareholder-Value-Dimension und deren Ablehnung von Renditezielen stehen in einem eigentümlichen Spannungsfeld zueinander. Die gewerkschaftliche Forderung nach IAS-Bilanzierung umfasst explizit auch die Publikation von Segmentberichterstattungen. Von der Publikation von Segmentberichterstattungen zur Vorgabe von Renditezielen für diese Segmente ist es allerdings nur ein kurzer Weg. Für sich genommen »natürliche« Arbeitnehmerziele – die Transparenz wirtschaftlicher Vorgänge und der Schutz vor zu hohen Renditeansprüchen der Konzernmütter und Eigentümer – geraten hier in Widerspruch zueinander. Das liegt

---

Unternehmen existieren. In siebzehn Fällen gaben die Betriebsräte an, dass solche segmentspezifischen Renditevorgaben existieren, und teilten ihre Haltung mit: In drei Fällen hat das Mitbestimmungsgremium die Einführung der Renditeziele unterstützt, in sechs Fällen mit Abstrichen unterstützt, und in acht Fällen abgelehnt.

15 Im Fall der segmentspezifischen Renditevorgaben fällt der Zusammenhang zwischen Kapitalmarktorientierung und Ablehnung von Renditezielen noch etwas deutlicher aus ( $r = -.61$ ,  $p = .004$ ,  $n = 17$ ).



nicht an undurchdachter gewerkschaftlicher Rhetorik, vielmehr existiert dieser Widerspruch real und hat aus Gewerkschaftssicht den Charakter einer typischen Dilemma-Situation, in der Problem A nur gelöst werden kann, indem Verschärfungen bei Problem B in Kauf genommen werden.

Auch bei der Frage nach der Position der Betriebsräte zur Konzentration auf Kerngeschäfte besteht ein Zusammenhang zwischen dem Grad an Shareholder-Value-Orientierung und dem Antwortverhalten der Betriebsräte. Mit einundzwanzig der vierundzwanzig Betriebsräte gaben unerwartet viele Mitbestimmungsgremien an, dass in ihren Unternehmen eine Strategie der zunehmenden Konzentration auf Kerngeschäfte verfolgt wird. Fünf davon berichten, diese Strategie zu unterstützen, zwölf geben an, die Konzentration auf Kerngeschäfte mit Abstrichen zu unterstützen, und vier lehnen sie ab. Möglicherweise wäre eine deutlichere Ablehnung dieser Strategie zu erwarten gewesen. Es zeigt sich aber, dass die Strategie der Konzentration auf Kerngeschäfte gerade dort abgelehnt wird, wo ihr Kontext weitere Shareholder-Value-Instrumente sind ( $r=-.51$ ,  $p=.019$ ,  $n=21$ ).

Gleichwohl überrascht der mit 81 Prozent sehr hohe Anteil an Mitbestimmungsgremien, der die Konzentration auf Kerngeschäfte ganz oder teilweise mitträgt. In den meisten Fällen können Restrukturierungen im Konsens mit den Interessenvertretungen durchgeführt werden. Eine Erklärung für diesen Umstand liegt darin, dass die Gewinne und Verluste, die bei Restrukturierungen anfallen, zwischen den Kern- und Randbereichen der Unternehmen ungleich verteilt sind. Deshalb befinden sich auch die Interessenvertreter der Kern- und Randbereiche in unterschiedlichen Positionen. Betriebsräte der Bereiche, die von den Unternehmensleitungen als Kernaktivitäten definiert werden, interpretieren Renditeziele gelassener als Vertreter gefährdeter Randbereiche. Ein Betriebsrat eines Energieunternehmens berichtet, dass die Vorgabe von Renditezielen im Kern des Konzerns nicht die Angst auslöst, ein strategisch wichtiges Tochterunternehmen könne von der Konzernzentrale geschlossen oder verkauft werden. Der problematische Punkt an der Renditevorgabe sei vielmehr der Top-down-Charakter des Verfahrens, der vom Finanzvorstand zu den Segmenten verlaufe. Früher seien Profitabilitätsziele im Bottom-up-Verfahren, ausgehend vom Leistungsvermögen der Mitarbeiter, definiert worden. Die Auswirkungen der Rentabilitätsvorgaben können sich in den Kernbereichen beispielsweise in der Höhe der variablen Vergütung niederschlagen, ohne dass die Existenz von Unternehmensteilen gefährdet ist. Wo die Quersubventionierung schwächerer Unternehmensteile gestoppt wird, können die Auswirkungen von Umstrukturierungen für die Beschäftigten der Kernsegmente durchaus positiv sein.

Für Beschäftigte der Randaktivitäten von Konzernen haben Renditevorgaben einen prekäreren Charakter. Durch sie werden Verkaufsüberlegungen angestoßen, die nur durch die Erfüllung oder Übererfüllung der Renditevorgaben zerstreut werden können. Bei der operativen Dimension des Shareholder Value, insbesondere bei Umstrukturierungen, können sich somit unterschiedliche Interessen der Beschäftigten der Kern- und Randbelegschaften ergeben. In den Gesamtbetriebsräten, mit denen Umstrukturierungen ausgehandelt werden, dominieren allerdings in der Regel Repräsentanten der Kernaktivitäten. Damit wird verständlich, warum ein Konsens über Restrukturierungen in der Regel erreicht werden kann.

Die hier skizzierte Situation, in der die Beschäftigten der Randaktivitäten von Unternehmen im Zweifel die Verlierer bei Umstrukturierungen sind, trifft allerdings keinesfalls auf alle empirischen Fälle zu. Beschäftigte außerhalb der Kernaktivitäten befinden sich deshalb in einer prekären Situation, weil ihre Segmente als Teile der Randaktivitäten *definiert* werden, was signalisiert, dass die Unternehmens- beziehungsweise Konzernzentralen ihre Zukunft nicht mehr in den betreffenden Produkten oder Dienstleistungen sehen. Managements und Betriebsräte solcher Bereiche machen die Erfahrung, im konzerninternen Wettbewerb um Investitionen regelmäßig den Kürzeren zu ziehen. Das Ziel der Repräsentanten dieser Bereiche ist deshalb, selbst wieder zu Kernen zu werden. Eine Option dabei ist der Wechsel der Konzernmutter. Wenn ein von Investitionsströmen abgeschnittenes Unternehmenssegment prinzipiell überlebensfähig und wettbewerbsfähig ist, wird das hohe Maß an Unsicherheit, das mit Konzernspaltungen und höherer Eigenständigkeit einhergeht, niedriger gewichtet als die Chance, von einem Rand- zu einem Kernsegment werden zu können. In solchen Situationen können auch Betriebsräte und Gewerkschaften ein positives Verhältnis zur Konzentration auf Kerngeschäfte entwickeln.

Als Beispiel für eine solche Situation sei die Spaltung des *Mannesmann*-Konzerns angeführt.<sup>16</sup> Den Beobachter mag zunächst verwundern, dass die vor der feindlichen Übernahme von *Mannesmann* beschlossene und von den Aktionären lange geforderte Konzernteilung nicht gegen den *Mannesmann*-Betriebsrat und die Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat durchgesetzt werden musste, sondern von der Arbeitnehmerseite eingefordert wurde. *Mannesmann* war 1999 ein heterogener Mischkonzern. Nach und nach hatte sich der Telekommunikationsbereich zum wichtigsten und mit Abstand investiti-

---

16 Eine ausführliche Dokumentation der Vorgänge um *Mannesmann* vor und während der feindlichen Übernahme bieten Höpner/Jackson (2001a).

onsstärksten Segment entwickelt. Die Leiter der Investor-Relations-Abteilung berichten, dass es in Analystenbesprechungen zu 90 Prozent um den Telekommunikationsbereich ging.

Ein Mitbestimmungsträger bei *Mannesmann* beschreibt die damalige Situation wie folgt:

Die Entwicklung des Telekommunikationsbereichs wurde für die anderen Bereiche allmählich gefährlich. Während man in der Telekommunikation viele Milliarden Euro für die Akquisition von *Orange*<sup>17</sup> ausgab, mussten wir in den klassischen Bereichen um jeden Hammer kämpfen.

Die klassischen Bereiche – Engineering, Automobilzubehör, Röhren – liefen Gefahr, im Wettbewerb um Investitionen und Managementkapazitäten dauerhaft benachteiligt zu werden. Interessenvertreter der Beschäftigten kritisierten die blockierte Globalisierung von *VDO* und *Sachs*, denn für Automobilzulieferer ist es überlebenswichtig, mit der Internationalisierung der Automobilunternehmen Schritt halten und vor Ort liefern zu können. Die Arbeitnehmervertretung forderte die Konzernteilung, um den älteren Segmenten eine eigene, »ungestörte« Entwicklung zu ermöglichen. Auch der Telekommunikationsbereich sah sich durch die Unternehmensstruktur gehemmt: Durch den Abschlag im Börsenkurs von Mischkonzernen wurden Akquisitionen verteuert. So erklärt sich, dass die Teilung der Unternehmensbereiche von Aktionären und Arbeitnehmern gleichermaßen befürwortet wurde.

Die Interessenlage der Konzernleitung stellte sich anders dar. Für Führungskräfte ist es ein Wert an sich, einen großen, mächtigen Konzern zu leiten. Die Unternehmensgröße wirkt sich sowohl steigernd auf die Managergehälter als auch auf das Prestige, das mit der Leitung der Unternehmen einhergeht, aus. Im Ergebnis kristallisierte sich eine Konfliktlinie heraus, bei der Aktionäre, Betriebsräte und Gewerkschaften die Konzernteilung einforderten, mit der das Management zögerte. Wie sich zeigt, können sich auch solche Konflikte um grundlegende Fragen der operativen Unternehmensführung als Konflikte um Managerherrschaft herausstellen (Schaubild 5-1), bei denen die wachsende Berücksichtigung der Aktionärsinteressen aus Arbeitnehmersicht eine Handlungsressource ist. Im Falle *Mannesmanns* war es vor allem der Druck des Markts für Unternehmenskontrolle, der das Management zur Umstrukturierung bewegte. Es ist nicht auszuschließen, dass die feindliche Übernahme von *Mannesmann* nicht geschehen wäre,

---

17 Britisches Telekommunikationsunternehmen.

wenn sich Arbeitnehmer und Aktionäre mit ihren Vorstellungen frühzeitiger durchgesetzt hätten.

Eine Konstellation, in der Repräsentanten des Randbereichs eines Konzerns Umstrukturierungsmaßnahmen befürworteten, ergab sich 1999 und 2000 auch bei *ThyssenKrupp*. Dort wurde eine (mittlerweile revidierte) Neuausrichtung des Konzerns geplant. Das Unternehmen sah seine Zukunft vor allem in industrienahen Dienstleistungen. Der klassische Stahlbereich war damit vom Kern- zum Randsegment umdefiniert worden. Die Konzernspitze plante, sich langfristig von *ThyssenKrupp Steel* zu trennen und zunächst 30 Prozent des Grundkapitals an die Börse zu bringen. Der Betriebsratsvorsitzende Dieter Kroll (2000: 27–28) beschrieb diesen Vorgang als Chance:

Schon seit zwei Jahren beobachten wir, dass Stahl im Konzern nicht mehr als Kerngeschäft gilt, in das intensiv investiert wird. ... Der *Steel*-Bereich stand vor diesem Szenario: entweder verkauft oder abgemolken zu werden. Unter diesen Voraussetzungen ist der Börsengang eine Chance. ... [O]hne Börsengang hätte der Stahlbereich keine Chance, wieder ein Kerngeschäftsfeld zu werden, in das kräftig und strategisch investiert wird. Wir würden verkümmern.

Diese Beispiele zeigen, dass die Mischung von Kern- und Randaktivitäten in diversifizierten Unternehmen auch aus Arbeitnehmersicht nicht unproblematisch ist. Die Entwicklung von Standorten kann durch Schwesterunternehmen ein- und desselben Konzerns genauso behindert werden wie durch Konkurrenten. Arbeitnehmervertreter von Standorten in Kerngeschäftsfeldern, die häufig die Gesamtbetriebsratsgremien dominieren, sehen Vorteile von Fokussierungsstrategien, weil sie die Kerne eher stärken als schwächen. Aus Sicht der Betriebsräte aus den Randbereichen sind Umstrukturierungen zumindest dann akzeptabel, wenn sie die Chance bieten, selbst wieder zu Kernen zu werden. Wenn Einigkeit bei Betriebsräten besteht, dass Konzernmutter und Tochterunternehmen nicht zueinander passen, werden – wie zum Beispiel bei einem im Sample vertretenen Energiekonzern – auch arbeitnehmerseitig Vorschläge entwickelt, wer eine geeignete Konzernmutter für das Randunternehmen sein könnte. An den Verkauf von Unternehmensteilen knüpfen Arbeitnehmervertreter Bedingungen, die es den Beschäftigten ermöglichen, den Umbauprozess positiv zu begleiten und das gewachsene Vertrauen nicht zu zerstören. Die Position von Betriebsräten und Gewerkschaften lautet dabei: Die Standortsicherung ist höher zu bewerten als der Kaufpreis, der bei dem Verkauf erzielt werden kann. Von potenziellen Erwerbern werden Konzepte eingefordert, aus denen schlüssig hervorgeht,

was mit den Standorten geschehen, wo investiert und wie die Sicherung von Arbeitsplätzen vonstatten gehen soll. Darüber hinaus werden konzerninterne Arbeitsmärkte aktiviert.

Wie ist das Verhältnis von Mitbestimmung und kapitalmarktorientierter Restrukturierung letztendlich zu beschreiben? Eine interessante These findet sich bei Werner Altmeyer, der die Restrukturierung der deutschen und französischen Standorte des *Alstom*-Konzerns vergleicht. Anlass der Restrukturierungen sind die Untererfüllung der Zielrenditen und anschließende Abstrafungen durch die Kapitalmarktteilnehmer, und damit »ein klassischer Fall von Shareholder-Value-Politik« (Altmeyer 2001: 54). Der Autor zeigt, wie die Konsultationen auf französischer Seite nicht vorankamen, während die Restrukturierung auf deutscher Seite schon lange in Gang war, und begründet dies mit der Mitbestimmung in den deutschen Konzernteilen. Demnach könnte der Mitbestimmung sogar ein beschleunigender Einfluss bei Restrukturierungen im Rahmen des Shareholder-Value-Konzepts zugesprochen werden.

Das ist eine kühne These, die hier nicht vertreten werden soll. Wie Rainer Zuehör (2001) anhand eines unternehmensbezogenen Datensatzes zur Restrukturierungstätigkeit deutscher Großunternehmen in den späten neunziger Jahren zeigt, kann davon ausgegangen werden, dass die Mitbestimmung zumindest keinen systematisch bremsenden Einfluss bei Umstrukturierungen ausübt. Grund ist nicht die Bedeutungslosigkeit der Mitbestimmung, sondern die Heterogenität der empirischen Fälle. Bei Unternehmen wie *Veba* trägt der Betriebsrat die Umstrukturierungen, die durch die Kapitalmarktorientierung des Unternehmens angestoßen werden, mit. Häufig sind die Restrukturierungsforderungen der Kapitalmarktteilnehmer weitgehender als das, was Manager und Arbeitnehmervertreter mittragen wollen, so dass eine Insider/Outsider-Konstellation entsteht. Ein solcher Konflikt zeigt sich bei *Bayer*, wo Unternehmensleitung und Arbeitnehmervertretung (bis dato) Forderungen nach einer Zerschlagung des Konzerns zurückweisen (Vitols 2003). Zuehör (2001) zufolge ist *Siemens* ein Beispiel für ein Unternehmen, bei dem der kapitalmarktorientierte Umbau konflikthaft vonstatten geht und die Konfliktlinie zwischen Arbeitnehmern einerseits und Managern und Aktionären andererseits zu verlaufen scheint. Schließlich existieren Fälle wie das oben skizzierte *Mannesmann*-Beispiel, in denen Arbeitnehmervertretungen tatsächlich einen verstärkenden Einfluss auf Restrukturierungen ausüben. Trotz der grundsätzlichen Vorbehalte gegen die Vorgabe von Zielrenditen kann geschlossen werden, dass die Mitbestimmung bei Umstrukturierungen nicht systematisch als Bremser auftritt.

### 5.3 Wie verändert Shareholder Value die industriellen Beziehungen?

In Abschnitt 5.1 ist gezeigt worden, dass kapitalmarktorientierte Unternehmensführung die entscheidenden Institutionen der industriellen Beziehungen in Deutschland, die Arbeitnehmermitbestimmung und die Flächentarifverträge, intakt lässt. Wo diese Institutionen bröckeln, hat das mit Entwicklungen im Segment der Klein- und Mittelunternehmen zu tun und geht nicht ursächlich auf Shareholder Value zurück. Nachfolgend wird argumentiert, dass Shareholder Value funktionalen Wandel in mehrerlei Hinsicht auslöst: Shareholder Value verbessert die relative Verteilungsposition der Aktionäre zu Ungunsten der Arbeitnehmer. Professionalisierung, einzelwirtschaftliche Orientierung (Mikro-Orientierung) und Co-Management der Mitbestimmung nehmen zu, was zu einer sinkenden Vereinnahmbarkeit der Betriebsratsgremien für gewerkschaftliche Ziele auf gesamtgesellschaftlicher Ebene (Makro-Ziele) und damit zu Mikro/Makro-Konflikten führt. Shareholder Value verstärkt die wechselseitige Durchdringung der Sphären von Arbeit und Kapital. Mitbestimmungsträger beziehen Effizienzüberlegungen zunehmend in ihre Kalküle mit ein, gleichzeitig treten Arbeitnehmer und auch Gewerkschaften, in ihrer Funktion als Mitgestalter betrieblicher und überbetrieblicher Pensionsfonds, zunehmend als Teilnehmer des Aktienmarktes auf.

#### *Shareholder Value und Verteilung*

Es wurde gezeigt, dass Shareholder-Value-Unternehmen nicht trotz, sondern gerade wegen der Bedeutung der Lohnkosten als potenziellem Werttreiber im Sinne Rappaports im Flächentarif verbleiben. Es könnte vermutet werden, dass in Shareholder-Value-Unternehmen eine relative Umverteilung der erwirtschafteten Mittel zu Ungunsten der Arbeitnehmer und zu Gunsten der Aktionäre stattfindet. Wie sich herausstellt, ist genau dies der Fall.

Henk de Jong (1997) hat gezeigt, dass die Verteilung der Wertschöpfung im internationalen Vergleich systematisch mit der Ausgestaltung der jeweiligen Unternehmenskontrollsysteme kovariert. Unternehmen aus der angelsächsischen Ländergruppe schütten einen höheren Anteil der erwirtschafteten Wertschöpfung an die Anteilseigner aus, während kontinentaleuropäische Unternehmen durch eine starke Verteilungsposition der Arbeitnehmer und einen hohen Anteil an Mitteln, der zur Reinvestition im Unternehmen verbleibt, gekennzeichnet sind. Als dafür verantwortlichen Mechanismus beschreibt de Jong den Markt für Unternehmenskontrolle. Wo feindliche

Übernahmen möglich sind, verhalten sich Unternehmen stärker aktionärsorientiert. Sie sind eher bereit, freie verfügbare Cash-flows ohne rentable Anlagemöglichkeit im Zielkonflikt zwischen Unternehmenswachstum und Rentabilitätssteigerung an die Aktionäre auszuschütten. Kontinentaleuropäische Unternehmen neigen stattdessen dazu, auch dann in das Unternehmenswachstum zu investieren, wenn das die Rentabilität nicht steigert. Von Shareholder-Value-Unternehmen wäre deshalb zu erwarten, dass sich die Verteilungsrelationen auf das für angelsächsische Unternehmen typische Muster zubewegen.

Veränderungen der Verteilung der Nettowertschöpfung deutscher Großunternehmen sind von Jürgen Beyer und Anke Hassel (2002) untersucht worden. Die Autoren zeigen: In Shareholder-Value-Unternehmen findet eine Verbesserung der Verteilungsposition der Anteilseigner und eine Verschlechterung der Verteilungsposition der Arbeitnehmer statt. Die Ursache für diese Entwicklung liegt nicht in der Senkung der Personalkosten pro Beschäftigtem. Die Lohnsumme pro Beschäftigtem ist bei Unternehmen mit hoher Shareholder-Value-Orientierung in den Neunzigern sogar gestiegen, während sie bei den Unternehmen am unteren Rand der Shareholder-Value-Skala gesenkt wurde. Das macht die Hinnahme der operativen Seite des Shareholder Value durch Belegschaftsvertreter der Kernbereiche erneut verständlich. Die Ursache für den Umverteilungseffekt ist, dass in Shareholder-Value-Unternehmen das Unternehmenswachstum gebremst (und sogar gestoppt) wurde und die Zahl der Beschäftigten zurückging, während die Profitabilität zunahm. Es hat in Shareholder-Value-Unternehmen also tatsächlich eine Prioritätenverschiebung vom Unternehmenswachstum zur Rentabilitätssteigerung stattgefunden.

Shareholder Value leitet also einen Umverteilungsprozess ein, der nicht nur mit dem Verbleib im System der Flächentarifverträge, sondern sogar mit steigenden durchschnittlichen Lohnsummen der Beschäftigten aus den Kernaktivitäten vereinbar ist. Diese Umverteilung beruht auf einem veränderten Investitionsverhalten, das die Profitabilität der Unternehmen anstelle von deren Wachstum in das Zentrum des Interesses rückt. Sie ist mit den Instrumenten der Tarifpolitik nicht steuerbar. Der nahezu tautologisch wirkende Satz, dass Verteilungspolitik Tarifpolitik ist, wird damit fragwürdig.

*Variable Entgelte, Belegschaftsaktien und Pensionsfonds:  
Wechselseitige Durchdringung von Arbeit und Kapital*

In den neunziger Jahren fand in deutschen Großunternehmen eine Zunahme variabler, an den wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmen gekoppelter Vergütungsbestandteile bei tariflichen Arbeitnehmern statt. Antje Kurdelbusch (2002) hat das Ausmaß an Variabilität in den Vergütungsstrukturen erhoben und codiert. Sie fand einen grundsätzlich zu erwartenden, in seiner Stärke aber verblüffenden Zusammenhang zwischen der Aktionärsorientierung und der Variabilität der Arbeitnehmervergütungen von  $r=.71$  ( $p=.000$ ,  $n=24$ ). Je stärker die Aktionärsorientierung, umso eher werden variable Vergütungsstrukturen nicht nur bei den Führungskräften, sondern auch bei großen Teilen der Belegschaft angewendet, um deren Orientierung am Unternehmenserfolg mit finanziellen Anreizsystemen zu fördern (Schaubild 5-3).

Die Kopplung der Vergütungsstrukturen an Finanzkennziffern oder den Aktienkurs trägt Marktrisiken, im Guten wie im Schlechten, in die Arbeitsverhältnisse. Das birgt Konflikte zwischen Betriebsräten und Gewerkschaften. Die gewerkschaftliche Tarifpolitik verfolgt das – immer schwerer zu verwirklichende – Ziel »gleicher Lohn für gleiche Arbeit« und betrieb in den vergangenen Jahrzehnten »solidarische Lohnpolitik«, die auf die Nivellierung der Arbeitnehmereinkommen trotz inter- und innersektoraler Produktivitätsunterschiede setzte. Der Trend zu variabler Vergütung in Shareholder-Value-Unternehmen bedeutet deshalb die Abkehr von gewerkschaftlichen Grundsätzen, die immer darin lagen, Arbeitnehmer so weit wie möglich vor Marktrisiken zu schützen.

Der Präsident des Arbeitgeberverbands Gesamtmetall, Martin Kannegießer, sprach sich Ende 2000 dafür aus, Regeln zur Erfolgsbeteiligung der Arbeitnehmer in den Flächentarifverträgen (statt in den Unternehmen) zu vereinbaren. Vor einigen Jahren noch undenkbar, kamen Gewerkschaftsvertreter in den späten neunziger Jahren zunehmend zu einer differenzierten, bisweilen positiven Beurteilung von Kapitalbeteiligungsprogrammen.<sup>18</sup> Die Diskussion um ertragsabhängige Vergütung ist mit der Transparenzproblematik verknüpft: Tarifvertraglich vereinbarte erfolgsabhängige Vergütungs-

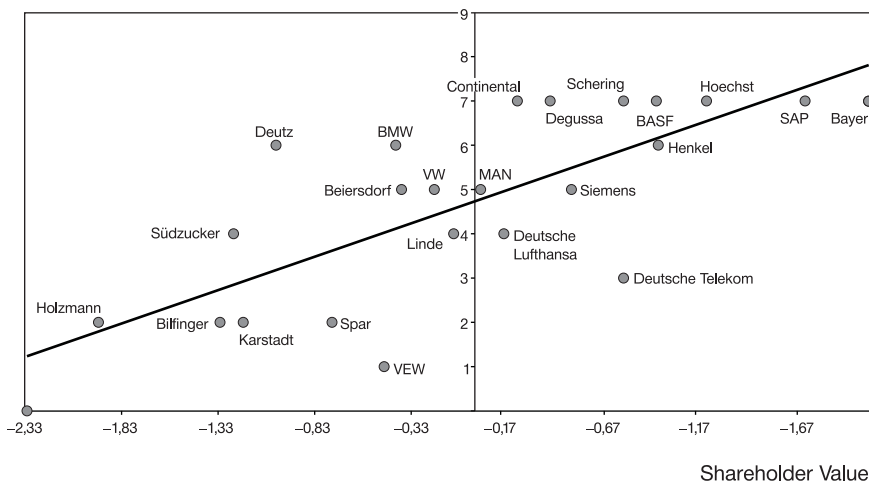
---

18 Als Vorreiter sprach sich der Vorsitzende der IG BCE, Hubertus Schmoldt, für ertragsabhängige Entlohnung und Aktienoptionen für Arbeitnehmer aus (Handelsblatt vom 23. 5.2000, 8). In einer Erklärung im Rahmen des Bündnis für Arbeit kamen Vertreter von IG Metall und DGB erstmals zu einem deutlich positiven Urteil (Handelsblatt vom 16.8.2000, 6). Zur gewerkschaftlichen Diskussion um Produktivkapital in Arbeitnehmerhand siehe die Beiträge im Schwerpunkttheft der Mitbestimmung 3/2000.



Schaubild 5-3 Shareholder Value und Variabilität der Arbeitnehmervergütung in 23 Unternehmen in den späten neunziger Jahren

Ausmaß der Variabilität der Arbeitnehmervergütung



Quelle: Kurdelbusch (2002).

bestandteile sind nur denkbar, wenn Klarheit über das tatsächliche Betriebsergebnis besteht. Gesamtmetall-Präsident Kannegießer wies die Mitglieder seines Verbands darauf hin, dass dies bedeute, dass der Betriebsrat Einblick in die Zahlen des Unternehmens erhalten müsse. »Wir müssen lernen, mit Transparenz umzugehen«, appellierte Kannegießer und räumte zugleich ein, dass die Bereitschaft dazu nur bei einem geringen Teil der Gesamtmetall-Mitglieder vorhanden sei (Handelsblatt vom 11.9.2000, 6.)

Als Sonderform der variablen Vergütung stehen Kapitalbeteiligungsprogramme für Arbeitnehmer (sowie Instrumente, die Kapitalbeteiligungen simulieren und Zulagen an den Aktienkurs koppeln) im Zentrum der Diskussion. Diese aktienkursabhängige Vergütungsform steht dem Shareholder-Value-Konzept besonders nahe. Für die nähere Zukunft ist eine weitere Ausweitung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen zu erwarten. Eine Studie des Deutschen Aktieninstituts hat ergeben, dass neben 36 Prozent befragter deutscher Unternehmen, die bereits über ein Beteiligungssystem verfügen, weitere 14 Prozent konkret planen, ein solches (zum Zeitpunkt Ende 2000) in den nächsten zwölf Monaten einzuführen. Als Zielsetzung wird vor allem

die stärkere Ausrichtung der Mitarbeiterinteressen an den Interessen der Aktionäre genannt (Deutsches Aktieninstitut 2001: 5–8).

Besonders mitbestimmungsrelevant wird das Instrument der Kapitalbeteiligung, wenn stimmberechtigte Belegschaftsaktien ausgegeben werden. Im Jahr 1999 führte die Hans-Böckler-Stiftung eine Betriebsrätebefragung zum Thema Belegschaftsaktien durch (Köstler 2000c). Bei einem Rücklauf von 164 Fragebögen, die an insgesamt 385 Unternehmen mit Aufsichtsratsmitbestimmung nach dem Mitbestimmungsgesetz von 1976 versandt wurden, fanden sich 71 Unternehmen mit Belegschaftsaktien. In acht Fällen gab es Initiativen zur Bündelung der Stimmrechte der Belegschaftsaktionäre und zu deren gezielten Einsatz auf Hauptversammlungen. Auf diese Weise kann Shareholder-Value-Orientierung ein neues Mitbestimmungspotenzial eröffnen. Aktionärsaktivismus von Belegschaftsvertretern kann die Mitbestimmung über die gesetzlichen Gremien ergänzen.

Ein Beispiel dafür ist der Verein »Unsere Aktien e.V.« der *Siemens*-Belegschaftsaktionäre, die auf Hauptversammlungen ihre Stimmen gebündelt abgeben und beispielsweise für die Ausweitung des Katalogs zustimmungspflichtiger Geschäfte eintreten. Im Licht der These zur Umverteilung ohne Zugriff der Tarifpolitik ist interessant, dass die *Siemens*-Belegschaftsaktionäre die bei *Siemens* geltenden Zielrenditen thematisieren und Forderungen nach deren Senkung aufstellen, als handle es sich um eine Tarifforderung. Die angestrebte Eigenkapitalrendite von 15 Prozent sei zu hoch. Die Vereinsvertreter stellen klar, dass Belegschaftsaktionären Rentabilität und Kursentwicklung keineswegs egal sein könnten. Die Höhe der angemessenen Rendite sei aber nicht gleichzusetzen mit der maximal möglichen Rendite. 10 statt 15 Prozent seien angemessen. Die *Siemens*-Belegschaftsaktionäre thematisieren hier den entscheidenden Hebel der Verteilungsfrage.

Vor einer Überbetonung dieser Mitwirkungsmöglichkeiten ist allerdings zu warnen. Bemühungen zur Nutzung von Hauptversammlungen für Belegschaftsinteressen sind allenfalls im frühen Experimentierstadium und sind Ausnahme statt Regel. Trotz der mittlerweile weiten Verbreitung von Kapitalbeteiligungsprogrammen bleibt der Aktienanteil in Arbeitnehmerhand relativ zur Marktkapitalisierung deutscher Großunternehmen niedrig. Drei Prozent Belegschaftskapital, wie bei *RWE*, ist bereits ein überdurchschnittlich hoher Anteil. Die Aktienanteile in Belegschaftshand dürften bei *Mannesmann* (vor der Übernahme durch *Vodafone*) und bei *Salzgitter* etwa in derselben Größenordnung liegen. Belegschaftsaktien, deren Anteil am Grundkapital auf maximal zwei Prozent zu schätzen sind, gibt es bei *Daimler-Chrysler*, der *Deutschen Bank*, *SAP*, der *Deutschen Lufthansa*, *Bayer*,

*Hoechst* (vor der Fusion mit *Rhone-Poulenc*), *Continental*, *Siemens*, der *Deutschen Telekom* und *Preussag*. In den meisten Fällen dürfte die Größenordnung eher bei einem halben Prozent als bei zwei Prozent liegen.

Außerdem: Die Vereinnahmbarkeit der Belegschaftsaktionäre für Arbeitnehmer- statt Aktionärsinteressen hat Grenzen. Belegschaftsaktionäre haben neben strategischen Interessen auch Finanzinteressen, die umso stärker ins Gewicht fallen, je größer ihre Aktienpakete sind. Die relative Gewichtung der strategischen Interessen dürfte also umso weniger ins Gewicht fallen, je stärker die Beteiligungsprogramme ausgeweitet werden. Das zeigte sich im Übernahmekampf um *Mannesmann*. In der Öffentlichkeit bezifferte der Vorstandsvorsitzende Esser den Anteil der von der Belegschaft gehaltenen Mannesmann-Aktien auf 7,5 Prozent. Ziel war, die Zahl der strategisch motivierten Mannesmann-Aktionäre möglichst hoch darzustellen und damit zu signalisieren, eine entsprechend große Zahl von Aktionären werde auf alle Fälle zum *Mannesmann*-Management halten. Anfang Dezember 1999 meldete die Wirtschaftswoche, viele *Mannesmann*-Belegschaftsaktionäre seien bereit, ihre Aktien wegen der enormen Kurssteigerungen im Zuge der Übernahmeschlacht zu veräußern (Wirtschaftswoche vom 2.12.1999, 66). Derselbe Sachverhalt würde im Fall des Versuchs einer *Siemens*-Übernahme auftreten. Bei *Siemens* gibt es seit 1969 Belegschaftsaktien. Wer seitdem alle Bezugsrechte wahrgenommen und seine Aktien gehalten hat, besitzt nach Angaben des Betriebsrats im April 2000 ein Aktienpaket im Wert von 217.000 Euro. Sollte ein feindlicher Übernehmer einen Aufschlag von nur 20 Prozent bieten, beliefe sich das Angebot des Bieters auf knapp 43.000 Euro. Verständlicherweise würden viele Belegschaftsaktionäre erwägen, dieses Angebot anzunehmen.

Trotz aller Einschränkungen und Relativierungen befindet sich die Nutzung von Belegschaftsaktien für Mitbestimmungsziele in dem Möglichkeitsraum, der durch den Shareholder-Value-Trend vergrößert wird. Die Ausgabe von Belegschaftsaktien, die Durchsetzung des Prinzips »one share, one vote« und die Stärkung der Rechte von Minderheitsaktionären sind Voraussetzungen für die Nutzung dieses neuen Mitbestimmungspotenzials. Es zeigt sich erneut, was bereits anhand der Unternehmenstransparenz diskutiert wurde: Es ist nicht möglich, Regularien im Sinne von Aktienmarkt und Aktionärsrechten zu verändern, ohne dass die neuen Spielregeln nicht auch für Arbeitnehmerinteressen nutzbar wären. Das gilt für die Nutzung von Bilanzen mit gestiegenem Informationsgehalt ebenso wie für die Wahrnehmung von Eigentumsrechten an Unternehmen. Institutionen können von Akteuren genutzt werden, für die die Institutionen intentional nicht gemacht wurden.

Die zunehmende wechselseitige personale Durchdringung von Arbeit und Kapital – in dem Sinne, dass sich Arbeitnehmer- und Aktionärsinteressen in denselben Personen vereinigen – wird auch durch Veränderungen des Rentensystems beeinflusst. Auch hier gilt, dass die finanzorientierten Eigentümerinteressen von Arbeitnehmern gestärkt werden, was aus Gewerkschaftssicht einen ambivalenten Charakter hat. Auch hier bestehen neben gewerkschaftlichen Bedenken Chancen für neue Einflusskanäle und Mitbestimmungsfelder, und auch hier wechseln Gewerkschaften in den späten neunziger Jahren von einer ablehnenden zu einer differenzierten, bisweilen befürwortenden Einschätzung.

Im deutschen, im Wesentlichen umlagefinanzierten Rentensystem sind Rentenfonds bisher kaum vertreten. Im Jahr 2000 trägt die betriebliche Altersvorsorge nur fünf Prozent zu den Renteneinkommen bei, verglichen mit etwa 25 Prozent in Großbritannien, 32 Prozent in der Schweiz und 40 Prozent in den Niederlanden.<sup>19</sup> Die Rentenreformen in westlichen Industriestaaten zeigen in den späten neunziger Jahren einen deutlichen Trend zur Stärkung betrieblicher und überbetrieblicher Rentenfonds (Gern 1998: 12). Auch die deutschen Reformbemühungen zielen auf den Ausbau der privaten und betrieblichen Vorsorge. Die relative Bedeutung der umlagefinanzierten Rente soll sinken und die kapitalgedeckte Altersvorsorge soll ausgebaut werden.

Die betriebliche Altersvorsorge wird in Deutschland zum Großteil über Rückstellungen organisiert. Bei *Volkswagen* erhält ein Bezugsberechtigter im Durchschnitt etwa 360 Euro monatliche Betriebsrente. Die Zahl der Werksrentner beträgt etwa 70.000 Personen, für das Jahr 2030 werden 100.000 Personen prognostiziert. Derzeit stellt *Volkswagen* jährlich zwischen 0,75 und 1 Mrd. Euro für betriebliche Pensionen zurück (Handelsblatt vom 8./9.12.2000, 9). Seit den späten neunziger Jahren beginnen große Unternehmen, ihre Pensionszusagen nach amerikanischem Vorbild in eigenständige Pensionsfonds auszugliedern oder kündigen an, dies vorzubereiten. Vorreiter sind *DaimlerChrysler*, *E.ON*, *Volkswagen*, *Siemens* und die *Deutsche Shell*.<sup>20</sup> In ausgegliederten Pensionsfonds sollen betriebliche Pensions-

---

19 Daten: Handelsblatt vom 6.12.2000. Gern (1998) zeigt international vergleichende Daten für siebzehn OECD-Länder, bei denen die Kapitalstöcke einzelner Säulen der jahresbezogenen Wirtschaftsleistung der Länder gegenübergestellt werden. Das in betrieblichen Leistungen angesammelte Kapital wird in Deutschland auf sechs Prozent des Bruttoinlandsprodukts geschätzt, verglichen mit 72 Prozent in den USA, 82 Prozent in Großbritannien, 70 Prozent in der Schweiz, und 85 Prozent in den Niederlanden.

20 Financial Times Deutschland vom 6.3.2000, 3, Handelsblatt vom 27.12.1999, 9, Handelsblatt vom 8./9.12.2000, 9, Handelsblatt vom 5.12.2000, 7.

zusagen von professionellen Fondsmanagern verwaltet werden. Gleichzeitig werden überbetriebliche Rentenfonds diskutiert.

Aus Arbeitnehmersicht bedeutet die Umstellung von betrieblichen Rückstellungen auf eigenständige Pensionsfonds, vergleichbar mit ertragsabhängigen Löhnen, ein erhöhtes Risiko hinsichtlich der Höhe der Auszahlungen. Pensionszusagen über Rückstellungen beziehen sich auf eine vorher festgelegte Auszahlungssumme (»defined benefit«). In der kapitalgedeckten betrieblichen Altersvorsorge wird hingegen eine Beitragszusage gegeben (»defined contribution«). Offen bleibt, wie hoch die tatsächlichen Zahlungen an die Rentner nach Anlage durch die Fondsverwalter sein werden. Rentenhöhen werden damit von den Entwicklungen auf den Kapitalmärkten abhängig.

Die brisanteste Frage bei der Einführung betrieblicher und überbetrieblicher Pensionsfonds lautet allerdings, wie die Anlegeentscheidungen zustande kommen und ob Betriebsräte und Gewerkschaften an ihnen beteiligt werden. Mit Pensionsfonds entstehen neue institutionelle Anleger, die ihrerseits steigernd auf die Shareholder-Value-Orientierung von Unternehmen wirken. Pensionsfonds bergen deshalb aus Gewerkschaftssicht die Gefahr, den Renditedruck auf Unternehmen zu erhöhen. Gleichzeitig besteht die potenzielle Chance der Beeinflussung der Investitionsentscheidungen dieser Fonds, etwa mit dem Ziel, gezielte Investitionen in aus Arbeitnehmersicht förderungswürdige Projekte zu tätigen. Der betriebliche Pensionsfonds bei *Volkswagen*, *VW Pension Trust*, wird von einem Verein getragen, dessen Organe zur Hälfte mit Arbeitnehmervertretern besetzt sind. Die Mitsprache der Arbeitnehmervertreter soll sich auch auf Anlegeentscheidungen erstrecken. Im September 2001 einigten sich die Metall-Tarifparteien über die Errichtung eines gemeinsamen überbetrieblichen Versorgungswerks für die 3,6 Millionen Beschäftigten der Metall- und Elektroindustrie (Metall-Rente). Die Tarifparteien rechnen mit einem Anlagevolumen von vier bis fünf Milliarden Euro. Mit der Verwaltung des Fonds wurde die *Allianz* beauftragt, die ihre Anlageentscheidungen aber auf Grundlage der von Arbeitgebern und Gewerkschaften aufgestellten Grundsätze fällen muss (Handelsblatt vom 5.9.2001, 4).

Die Mitverwaltung von Pensionsfonds ist ein neuer Aufgabenbereich und eröffnet neue Einflussfelder für Betriebsräte und Gewerkschaften. Da überbetriebliche Pensionsfonds auf tarifvertraglicher Ebene vereinbart werden, wirken sie sich zudem stabilisierend auf die Flächentarifverträge aus. Die Mitwirkung von Arbeitnehmervertretern bei der Verwaltung von Pensionsfonds wird auch in ferner Zukunft nicht darauf hinauslaufen, dass Investitionsentscheidungen mitbestimmter Fonds ausschließlich unter sozialen Gesichtspunkten und unter Vernachlässigung des Rentabilitätsziels getätigt

werden. Dies wäre auch aus Sicht der Leistungsbezieher nicht tragbar. Denkbar sind aber Negativlisten von Investitionsobjekten, die gegen tarifliche, soziale und ökologische Standards verstoßen. Ob es zu weitergehenden, von der Arbeitnehmerseite durchgesetzten gezielten Anlageentscheidungen kommt – beispielsweise einem Pflichtenatz von Investitionen in soziale Zukunftsprojekte von drei bis fünf Prozent – bleibt abzuwarten. Der DGB-Vorsitzende Dieter Schulte äußerte die Erwartung, Gewerkschaften würden durch Pensionsfonds auf unternehmerische Entscheidungen Einfluss nehmen. Dass damit Renditeeinbußen zu erwarten seien, sei als Preis für eine sichere und soziale Geldanlage gerechtfertigt (Handelsblatt vom 26.2.2001, 5).

In der Diskussion über das Gewicht arbeitnehmerorientierter Anliegen bei den Investitionsentscheidungen von Pensionsfonds wird immer wieder auf jüngere Entwicklungen in den USA verwiesen, wo sich Gewerkschaften verstärkt um die Mitgestaltung von Anlagestrategien bemühen. Der amerikanische Gewerkschaftsdachverband American Federation of Labor and Congress of Industrial Organizations (AFL-CIO) beschloss 1997 die Einrichtung einer Anlaufstelle für Investitionsfragen (»office of investment«), die Fonds bei der Suche nach arbeitnehmerfreundlichen und gleichzeitig rentablen Anlagemöglichkeiten, zum Beispiel in die soziale Infrastruktur, unterstützt (Patterson 2000). Institutionelle Investoren beginnen, Mindeststandards für ihre Investitionen zu definieren. Der Pensionsfonds CalPERS erarbeitet Richtlinien, die auch Arbeitnehmerrechte berücksichtigen (Sweeney 2000). Durch die Internationalisierung der Kapitalmärkte bleiben die Wirkungen solcher Engagements nicht auf die jeweiligen Volkswirtschaften beschränkt, wie in der Übernahmeauseinandersetzung um *Mannesmann* deutlich wurde.

In der Übernahmeauseinandersetzung um *Mannesmann* überraschte der Direktor der Anlaufstelle für Investitionsfragen des AFL-CIO die deutsche Öffentlichkeit mit der Ankündigung, 13 Prozent der *Mannesmann*-Aktien befänden sich in Portfolios gewerkschaftsnaher amerikanischer Fonds, die er, William Patterson, zum Halten der Anteile bewegen könne. Patterson wurde wie folgt zitiert:

Bei der Entscheidung geht es nicht nur um die Übernahme, sondern um ein grundsätzliches Thema. Es geht um die Frage, ob langfristig das angloamerikanische oder das europäische Modell den größeren Wert für die Investoren schafft. Wir glauben, dass das europäische Modell, bei dem der Konsens zwischen Arbeitnehmer und Arbeitgeber gesucht wird, das erfolgreichere ist. (Handelsblatt vom 24.11.1999, 1 und 26)

Ende November 1999 stellte sich allerdings heraus, dass nur ein bis zwei Prozent der Mannesmann-Aktien von Fonds gehalten wurden, die unter direktem Einfluss des AFL-CIO standen. Ansätze zur Mitgestaltung der Investitionsentscheidungen von Pensionsfonds zeigen sich auch in Großbritannien (Sweeney 2000: 53). Die institutionellen Voraussetzungen für eine solche gewerkschaftliche Beeinflussung von Pensionsfonds sind in kontinentaleuropäischen Ländern größer als in angelsächsischen Ländern.<sup>21</sup>

Als Fazit dieses Abschnitts kann von Tendenzen zu *wechselseitiger* Durchdringung von Arbeit und Kapital gesprochen werden, weil »Verwässerungen« beider Seiten stattfinden: Durch die zunehmende Ertragsabhängigkeit von Lohnbestandteilen wächst das Arbeitnehmerinteresse an der Bedienung des Aktionärsnutzens. Gleichzeitig sind immer mehr Aktionäre Arbeitnehmer und vertreten damit Ziele, die über reine Finanzinteressen hinausgehen. Wenn Gewerkschaftsvertreter vom Schutz von Kleinaktionären als gewerkschaftlicher Aufgabe sprechen (Putzhammer/Köstler 2000; Nieber/Jaeger 2000), dann nicht zuletzt deshalb, weil neben ihren Mitgliedern auch sie selbst als Mitverwalter von Pensionsfonds oder Belegschaftsaktionären zunehmend Kapitalmarktteilnehmer sind.

Der Prozess wechselseitiger Durchdringung könnte im Hinblick auf die Einflusschancen von Aktionären und Arbeitnehmern, oberflächlich gesehen, als verteilungsneutral betrachtet werden. Tatsächlich ist der Trend zu ertragsabhängiger Arbeitnehmervergütung in den neunziger Jahren allerdings wesentlich stärker ausgeprägt als das Engagement von Belegschaftsaktionären auf Hauptversammlungen, und die gewerkschaftliche Mitwirkung in der Aufsicht über Pensionsfonds ist erst in den frühen 2000er Jahren im Entstehen begriffen. Im betrachteten Zeitraum brechen Rendite- und Aktionärsinteressen damit stärker in Arbeitnehmerinteressen ein als umgekehrt.

Zudem ist zu fragen, ob die – wenn auch asymmetrische – Durchdringung von Arbeitnehmer- und Aktionärsinteressen nicht auf lange Sicht die Grundlagen institutionalisierter Mitbestimmungsrechte gefährden könnte. Die gemeinsame Mitbestimmungskommission von Hans-Böckler-Stiftung und Bertelsmann-Stiftung hat in ihrem Bericht herausgestellt:

Die herkömmlichen Institutionen der Mitbestimmung setzen eine klare soziale und funktionale Unterscheidung zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer voraus. ... Bei zunehmender Identifikation wichtiger Belegschaftsteile mit dem Unternehmen kann die Legitimität repräsentativer Interessenvertretung der Ar-

---

21 Vergleiche zur Entwicklung in Dänemark Buck (2000: 49).

beitnehmer nicht mehr allein oder in erster Linie auf Distanz gegenüber den Unternehmenszielen beruhen. (Mitbestimmungskommission 1998: 79)

Der Mitbestimmungsgedanke resultiert aus der strukturellen Machtasymmetrie, die dem Arbeitsvertrag als Sonderform einer Vertragsform innewohnt (Streeck 1986) und dem gesellschaftlichen Konsens, dem zufolge diese Machtasymmetrie durch das Arbeits- und Mitbestimmungsrecht zumindest teilweise korrigiert werden muss. Wenn Grenzen zwischen Arbeit und Kapital verwischen, erodiert – der Argumentation der Mitbestimmungskommission zufolge – diese Legitimitätsgrundlage, und muss durch andere Legitimitätsnachweise ergänzt werden. Beispiel für eine solche »Ersatzlegitimität« ist der in den achtziger und neunziger Jahren zunehmend an die Mitbestimmung herangetragene Anspruch, sie habe nicht nur sozialintegrativ und damit sozial effizient, sondern auch ökonomisch effizient zu wirken. Ein Alternativszenario könnte sein, dass die Legitimationsgrundlagen der Mitbestimmung insgesamt erodieren, und ihre Existenz auf lange Sicht grundsätzlich in Frage gestellt wird.

Wie ein solcher Prozess vonstatten gehen könnte, sei anhand eines rein hypothetischen Szenarios skizziert, bei dem die momentan zu beobachtenden Tendenzen konsequent in die Zukunft weitergedacht werden. Angenommen, in einem Streubesitzunternehmen gelänge der Aufbau eines Aktienpakets in der Hand organisierter Belegschaftsaktionäre von 15 bis 20 Prozent. Ein ähnlich großes Paket werde von gewerkschaftlich dominierten Pensionsfonds gehalten. Wegen der niedrigen Hauptversammlungspräsenz reiche dies für die Stimmenmehrheit, und es gelänge die Entsendung eines Aufsichtsratsmitglieds auf der Bank der Anteilseigner. Mit 30 Prozent der Anteilsscheine im Rücken wären 10 Prozent der Sitze, so werde argumentiert, ohnehin unterrepräsentiert. Da Aufsichtsratsvorsitzenden nach den Regeln des Mitbestimmungsgesetzes von 1976 nur bei Stimmgleichheit ein doppeltes Stimmrecht zukommt, hielten die Arbeitnehmervertreter fortan die Mehrheit im Aufsichtsrat (elf zu neun Stimmen). Daraufhin komme es zu einer Klage des Schutzverbands der Kleinaktionäre, in deren Folge das Bundesverfassungsgericht die Verfassungswidrigkeit der Unternehmensmitbestimmung feststelle: Wenn so viele Arbeitnehmer Aktionäre seien, dass sie auf der Anteilseignerbank des Aufsichtsrats repräsentiert werden könnten, sei die Arbeitnehmerbank überflüssig und führe zu einer Verletzung des Grundrechts auf Eigentum. Montanmitbestimmung und Mitbestimmung nach dem Gesetz von 1976 seien folglich verfassungswidrig.



So hypothetisch dieses Szenario ist, das Argumentationsmuster ist real: Thomas Etzel (1991) kommt im Rahmen einer juristischen Dissertation zu dem Ergebnis, die Unternehmensmitbestimmung verletze die grundgesetzlich garantierten Eigentumsrechte, denn sie führe zu einer Doppelvertretung der Belegschaftsaktionäre, die sowohl auf der Hauptversammlung die Anteilseignerseite des Aufsichtsrats als auch in ihrer Funktion als Arbeitnehmer die Arbeitnehmerbank mitwählen. Auch wenn das von Belegschaftsaktionären gehaltene Kapital viel zu gering sei, um einen Aufsichtsratssitz auf der Anteilseignerbank stellen zu können, sei die Verletzung der Verfassung deshalb bereits gegeben.

Es sei betont, dass es sich dabei um eine juristische Ausnahmeposition handelt und das oben skizzierte Szenario in mittelfristiger Zukunft nicht denkbar ist, weil weder derart große Aktienpakete in der Hand von Belegschaftsaktionären realistisch sind noch die Vorstellung, gemeinsam von Gewerkschaften und Arbeitgebern getragene Pensionsfonds könnten ihren Einfluss nutzen, um die Arbeitnehmerbank des Aufsichtsrats mit einem elften Mandat auszustatten. Ernsthafte Stimmen, die die Legitimität der Unternehmensmitbestimmung anzweifeln, gibt es in den späten neunziger Jahren nicht. Gleichzeitig zeigt das durchgespielte Szenario aber, dass die Einflusskanäle über Belegschaftsaktien und mitbestimmte Pensionsfonds nicht überschätzt werden sollten und natürliche Grenzen haben, die – würden sie überschritten – tatsächlich die Legitimität der Institutionen der Mitbestimmung verletzen könnten.

### *Einzelwirtschaftliche Orientierung und Co-Management*

In den späten neunziger Jahren setzen sich Veränderungen der Mitbestimmung fort, die bereits in den achtziger und frühen neunziger Jahren konstatiert wurden und die von der in den Siebzigern noch teilweise zu beobachtenden Klassen- und Konfliktorientierung der Mitbestimmung wegführen. Ein deutliches Anzeichen dafür ist, dass es Kampfabbestimmungen in Aufsichtsräten, die nach der Einführung der Mitbestimmung nach den Regeln von 1976 noch an der Tagesordnung waren, kaum noch zu geben scheint. Fünf langfristige Trends der Mitbestimmung können unterschieden werden:<sup>22</sup>

---

22 Deppe (1998), Gerum (1997), Kotthoff (1998), Mitbestimmungskommission (1998), Müller-Jentsch/Seitz (1998), Reppel (2001), Streeck (1984a, 1996), Thelen/Turner (1997).

1. *Systemkonformität*. Die Mitbestimmung wird nicht mehr als Instrument zur Überführung von Unternehmen in Gemeineigentum und die Transformation des Wirtschaftssystems in ein Mischsystem aus kapitalistischen und sozialistischen Elementen (Wirtschaftsdemokratie als Schlagwort der fünfziger bis siebziger Jahre) angesehen. Heute ist akzeptiert, dass die Mitbestimmung ihren Platz in Unternehmen hat, deren natürliches Ziel die Generierung von Gewinnen und Cash-flows ist.
2. *Effizienzorientierung*. Mitbestimmung sucht nach sozialverträglichen Wegen, das Unternehmen voranzubringen. Betriebsräte denken zunehmend unternehmerisch.
3. *Professionalismus und Co-Management*. In der Praxis geht Mitbestimmung über die gesetzlichen Mindestbestimmungen von Betriebsverfassungsgesetz und den Mitbestimmungsgesetzen hinaus und erstreckt sich auf Bereiche, die zum unternehmerischen Handeln im engeren Sinne zählen. »Unterschiede zwischen Interessenvertretung einerseits und Beteiligung an den Leitungsfunktionen des Unternehmens andererseits verschwimmen«, stellte die Mitbestimmungskommission (1998: 76–77) fest.
4. *Konsensorientierung*. Konfrontationen zwischen Mitbestimmungsträgern und Unternehmensleitungen werden seltener. Auch Restrukturierungen mit Arbeitsplatzverlusten können in der Regel im Konsens mit den Betriebsräten durchgeführt werden.
5. *Aushandlung von Regeln*. Gesetzliche Mitbestimmungsregeln werden häufig durch vertragliche Regelungen ergänzt. Ein Beispiel dafür sind die in einigen Konzernen vereinbarten »Arbeitsgemeinschaften der Betriebsräte«, die nach Vereinbarung mit den Unternehmensleitungen anstelle der gesetzlich vorgesehenen Konzernbetriebsräte installiert werden.

In Abschnitt 5.1 wurde eine zunehmende Konfliktaversion großer und international operierender Unternehmen in Tariffragen konstatiert. Auf Arbeitnehmerseite findet eine parallele Entwicklung statt. Wenn Unternehmensleitungen und Mitbestimmungsträger klassenübergreifende Koalitionen zur Verteidigung des Wohls des Unternehmens bilden,<sup>23</sup> führt dies zu Konflikten an

---

23 Es ist kein Zufall, dass gerade dieser Passus des Betriebsverfassungsgesetzes – Arbeitgeber und Betriebsrat arbeiten unter Beachtung der geltenden Tarifverträge *vertrauensvoll* und im Zusammenwirken mit den im Betrieb vertretenen Gewerkschaften und Arbeitgebervereinigungen *zum Wohl der Arbeitnehmer und des Betriebs* zusammen (§2) – von Gewerkschaftsvertretern immer als irreführend zurückgewiesen wurde. Im Gegensatz zum Wohl von Personen existiere kein Wohl von Gegenständen; siehe zum Beispiel Deppe/Wendl (1998: 55).

anderer Stelle: zwischen Betriebsräten und Gewerkschaften als Repräsentanten der gesamtgesellschaftlichen Dimension von Arbeitnehmerinteressen. Durch die zunehmend einzelwirtschaftliche Orientierung der Mitbestimmungsträger nimmt die Fähigkeit von Gewerkschaften, die Interessenvertreter in den Unternehmen für gesamtgesellschaftliche Ziele zu gewinnen, ab. Das soll im Folgenden anhand von Beispielen erläutert werden.

Das erste Beispiel bezieht sich auf die Erfahrungen, die die IG Metall im März 1997 bei ihrem Kampf gegen den von der *Deutschen Bank* unterstützten Versuch von *Krupp*, *Thyssen* feindlich zu übernehmen, machte. Ähnlich wie bei den Übernahmeauseinandersetzungen zwischen *Continental* und dem italienischen Reifenkonzern *Pirelli* (1990–1993) sowie zwischen *Krupp* und *Hoesch* (1991) war es gewerkschaftliche Strategie, feindliche Übernahmen als *Instrument*, als illegitimes Mittel im Kampf zwischen Konkurrenten zu bekämpfen.

In manchen Teilbereichen kann es aus Betriebsrats- und Gewerkschaftsicht durchaus von Vorteil sein, im Umfeld eines Regelsystems wirtschaftlichen Handelns zu agieren, das feindliche Übernahmen erlaubt. Das gilt, wo Konflikte um Managerherrschaft ausgetragen werden, bei denen sich Manager einerseits und Aktionäre und Arbeitnehmer andererseits gegenüberstehen (Schaubild 5-1). Beispiele für diesen Konflikttyp sind unnütze Prestigeinvestitionen von Führungskräften und Transparenzfragen. Allerdings wiegen die problematischen Aspekte aus Arbeitnehmersicht schwerer. Feindliche Übernahmen institutionalisieren eine Dominanz der Aktionärsansprüche über die Ansprüche anderer Interessengruppen. Wenn Übernahmen durch Aushandlung zustande kommen, können Betriebsräte und Gewerkschaften an diesen Entscheidungen beteiligt werden. Feindliche Übernahmen sind hingegen ein mitbestimmungsfreier Vorgang. Langfristige Vereinbarungen der Mitbestimmungsträger mit Unternehmensleitungen können ausgehebelt werden, wenn zu den Spielregeln wirtschaftlichen Handelns gehört, dass Managements durch feindliche Übernehmer ausgetauscht werden können. Die Erwartung liegt deshalb nahe, dass Gewerkschaften das Instrument der feindlichen Übernahme ordnungspolitisch bekämpfen.

Auf solch ordnungspolitische Überlegungen stützte sich im März Dieter Vogel, der Vorstandsvorsitzende des angegriffenen *Thyssen*-Konzerns. Seine Argumentationsstrategie war nicht in erster Linie industriepolitisch, sondern gegen die Legitimität feindlicher Übernahmen gerichtet. Das zeigt sich anhand folgender Äußerungen Vogels, die einem Interview mit dem Manager-Magazin (Manager-Magazin 5/1997, 52–54) entnommen sind.

*Manager-Magazin:* Würden Sie dem Aktionär unter allen Stakeholdern den Vorrang einräumen? Schließlich läuft nichts ohne Geld?

*Vogel:* Ein Unternehmen besteht nicht nur aus Maschinen und sonstigen Sachmitteln, es besteht auch aus Menschen, die letztlich den inneren Wert einer Firma ausmachen. Ich kann diesen zweiten Faktor neben der Kapitalseite nicht vernachlässigen. Insofern sind beide Stakeholder gleich wichtig. ... Die Frage ist nur, soll man im Konsens mit dem zu übernehmenden Unternehmen vorgehen, wofür ich bin. Oder soll man es im feindlichen Stil machen, ohne Vorbereitung des Partners? Das ist nicht nach meinem Geschmack.

*Manager-Magazin:* Das kann man anders sehen.

*Vogel:* Sicher, aber ich halte nun mal viel vom Konsens. Der Mensch, vom Arbeiter bis zum Manager, ist für das Gelingen einer Fusion entscheidend. Und das klappt nicht, wenn ich eine Firma gegen den Willen der handelnden Personen kaufe.

*Manager-Magazin:* Ist das nicht der Standpunkt von gestern?

*Vogel:* Nein, guter Stil ist für mich zeitlos. ... Hier ging es ... darum, dass ein Unternehmen ohne einen Pfennig Eigenkapitaleinsatz ein größeres Unternehmen schlucken will, und zwar nach einer Methode aus der Mottenkiste, dem leveraged buy-out. ... Eine feindliche Übernahme ist in Deutschland offenbar unerwünscht, die Lektion hat gegessen.

Die Ablehnung angloamerikanischer Übernahmepraktiken war auch in der Argumentation von *Thyssen*-Betriebsrat und IG Metall entscheidend. »Die Machenschaften der Banken zerstören die politische Kultur und Moral in diesem Land«, wurde der IG Metall-Vorsitzende Klaus Zwickel zitiert. Der Betriebsratsvorsitzende von *Thyssen*, Dieter Kroll, schrieb: »Diese Art von Manchester-Kapitalismus hat nichts, aber auch gar nichts mehr mit den Bedürfnissen und Ansprüchen der Menschen zu tun« (IG Metall Vertrauenskörperleitung und Betriebsrat der *Thyssen*-Stahl AG Werke Hamborn/Beeckerwerth 1997: 12).

Der Versuch, gegen den feindlichen Übernahmever such nicht nur als unerwünschte industriepolitische Maßnahme, sondern als gegen soziale Normen verstoßende Managementpraktik zu mobilisieren, war nicht erfolgreich. Die Auseinandersetzung um Spielregeln ging in der Auseinandersetzung um die Interessen der Beschäftigten der jeweiligen Konzerne unter. Diese Interessen erwiesen sich nicht als gleichgerichtet, sondern als durchaus unterschiedlich. Auf der Seite der *Thyssen*-Belegschaft ging es zum Teil sicherlich auch um die Ablehnung der feindlichen Übernahme als Instrument der Unternehmensakquisition. Im Vordergrund standen aber die Empörung dar-

über, dass der größere Konzern vom kleineren übernommen werden sollte, sowie die berechtigte Angst, *Krupp* werde sich an der Liquidität des *Thyssen*-Konzerns bedienen müssen, um die für die feindliche Übernahme aufgenommenen Kredite wieder tilgen zu können.

Die Entscheidung der IG Metall, ihre Großdemonstration am 25. März 1997 in der Nähe der Frankfurter Zentrale der *Deutschen Bank* und nicht etwa vor der Hauptverwaltung von *Krupp* in Essen durchzuführen, war der Versuch, den Protest der Belegschaften beider Unternehmen auf die von der *Deutschen Bank* unterstützte Managementpraktik zu kanalisieren und auf die Solidarisierung beider Belegschaften hinzuwirken. Eine solche Solidarisierung hat nicht stattgefunden. An der Großdemonstration haben nicht einmal die Betriebsräte des damaligen *Krupp*-Konzerns teilgenommen. Die unterschiedlichen Interessen der Arbeitnehmerseiten beider Unternehmen waren durch eine Orientierung auf gemeinsame, gesamtgesellschaftliche Ziele nicht zu überdecken. In der *Krupp*-Belegschaft ist das Vorgehen Crommes durchaus positiv begleitet worden, und es herrschte ein gewisser Stolz, dass man bei *Krupp* offenbar in der Lage war, den größeren und gesünderen Konkurrenten zu übernehmen. Im März 1997 ist der Einzug anglo-amerikanischer Managementpraktiken und das veränderte Verhalten der Banken in der Öffentlichkeit stärker diskutiert worden als in den Belegschaften der betroffenen Unternehmen.

Die Reaktionen der *Krupp*-Belegschaften haben der IG Metall gezeigt, dass der Versuch, das *Instrument* der feindlichen Übernahme arbeitnehmerseitig zu bekämpfen, gescheitert war. Die Beschäftigten beider Unternehmen definierten ihre Interessen in Abhängigkeit von den produktionsbezogenen Interessen ihrer jeweiligen Konzerne, nicht als Klasseninteressen. Die unterschiedlichen Interessen der *Krupp*- und *Thyssen*-Beschäftigten waren durch ein gemeinsames gesellschaftspolitisches Ziel nicht zu bündeln. Da Produzenteninteressen heterogener sind als Klasseninteressen (Streeck 1992), muss mit dieser Entwicklung eine zunehmende Heterogenität der Interessensdefinition innerhalb des Gewerkschaftslagers einhergehen.

Versuche, feindliche Übernahmen als Instrument wirtschaftlichen Handelns zu bekämpfen, hat es seit dem März 1997 gewerkschaftsseitig nicht mehr gegeben. Das zeigen die Argumente von Gewerkschaftsvertretern in der Diskussion um das Übernahmegesetz ebenso wie das Verhalten von Betriebsrat und IG Metall während des Übernahmekampfs zwischen *Mannesmann* und *Vodafone*. Die grundsätzliche Akzeptanz der Aktionärsperspektive in Übernahmefragen wurde beispielsweise in einer Rede Klaus Zwickels vor einer *Mannesmann*-Betriebsräteversammlung Mitte November 1999 deutlich:

Wir werden die Aktionäre überzeugen, weil Mannesmann das bessere Konzept hat. ... Das Beispiel *Mannesmann* wird – so hoffe ich – zeigen, dass die Solidarität der Betroffenen, die Weitsicht der Aktionäre und die Kompetenz der Fondsverwalter einen feindlichen Übernahmeversuch abwehren können.<sup>24</sup>

Damit hat die IG Metall einen weitreichenden Schritt vollzogen, denn sie signalisiert potenziellen in- und ausländischen Übernehmern damit ihrerseits, dass Gewerkschaften und Betriebsräte in Deutschland keine übernahmeverhindernden Hürden mehr darstellen (siehe dazu ausführlich Höpner/Jackson 2001b). Nach den Erfahrungen von 1997 war eine feindliche Übernahmen prinzipiell ablehnende Position nicht mehr durchzuhalten. Die Geschichte der Entstehung eines Markts für Unternehmenskontrolle in Deutschland ist deshalb auch eine Geschichte zunehmender Bereichsegoismen, die die gesamtgesellschaftliche Perspektive dominieren.

Ein anderes Beispiel für einen Mikro/Makro-Konflikt auf Arbeitnehmerseite betrifft die Weitergabe von Informationen über Steuervermeidungsstrategien. Auch hier sind die Arbeitnehmerinteressen auf einzelwirtschaftlicher und gesamtgesellschaftlicher Ebene unterschiedlich. Während das gewerkschaftliche Interesse darin besteht, Unternehmen zur Finanzierung öffentlicher Aufgaben angemessen heranziehen zu können, liegt es im produktionsbezogenen Interesse der Betriebsräte, die eigene Wettbewerbsfähigkeit durch möglichst weitgehende Steuervermeidungsstrategien zu stärken. Solche Situationen lassen sich als Probleme kollektiven Handelns modellieren. Mit zunehmender Internationalität steigen die Möglichkeiten von Unternehmen, ihre Steuerquoten durch die gezielte buchhalterische Verlagerung von Aufwendungen und Erträgen zu vermindern. Eckert (2000: 119–121) zeigt, dass solche Praktiken besonders bei steigender Shareholder-Value-Orientierung zunehmen. Aus Gewerkschaftsperspektive kritisiert Scheibele-Lange (1997) in diesem Zusammenhang das Verhalten von Arbeitnehmervertretern in Aufsichtsräten: Wenn die verantwortlichen Finanzvorstände von erfolgreichen Steuervermeidungsstrategien berichten, »pflegen Aufsichtsratsmitglieder in der Regel beifällig zu nicken«. Die Autorin mahnt an, der Mitbestimmungsgedanke solle über den Tellerrand der Einzelwirtschaft hinausreichen. Sie bittet die Mitbestimmungsträger – offenbar vergeblich –, Gewerkschaftsexperten in anonymisierter Form über die Unternehmensstrategien zur Steuerersparnis zu informieren. Solche Konfliktlinien zeigen sich auch in anderen Feldern der politischen Regulierung der Unterneh-

---

24 Unveröffentlichtes Redemanuskript.

menstätigkeit, in denen Betriebsräte zur Vertretung von Produzenten- statt Gewerkschaftsinteressen tendieren. So kritisieren Betriebsräte durchaus die aus ihrer Sicht ungünstigen Bedingungen am Standort Deutschland, seien es Umweltauflagen oder Steuern.

Zunehmende Bereichsegoismen haben ihrerseits Rückwirkungen auf die Arbeit der Mitbestimmungsträger, weil sie nicht nur zwischen, sondern auch innerhalb von Unternehmen stattfinden. Der Konkurrenzkampf zwischen den lokalen Unternehmenssegmenten schlägt sich in Konkurrenz zwischen den Arbeitnehmergremien nieder (Kotthoff 1998: 89–90). Die Konkurrenz zwischen den Betriebsratsgremien der Segmente dezentralisierter Unternehmen kann so weit gehen, dass sich deren Zusammenarbeit auf einen lockeren Informationsaustausch beschränkt. Mitbestimmungsgremien der Teilbereiche beobachten sich beim Abschluss von Betriebsvereinbarungen gegenseitig und eine Art Benchmarking-Prozess setzt ein. Aktivitäten oberhalb der Segmente bleiben dann darauf ausgerichtet, für den eigenen Standort verwertet werden zu können. Das kann auch zu Zurückhaltung bei der Weitergabe von Informationen führen. Betriebsräte dezentralisierter Unternehmen sind sich des Spannungsfelds zwischen den Interessen der Segmente bewusst und versuchen häufig, Kompromisslinien einzunehmen und sich für die Solidarität mit schwächeren Bereichen einzusetzen, können sich der Konkurrenz zwischen den Bereichen aber gleichwohl nicht entziehen.

# Kapitel 6

## Ergebnisse

In diesem Kapitel werden zunächst die empirischen Ergebnisse und der Gang der Argumentation dieser Arbeit zusammengefasst. Darauf folgen Überlegungen zu den Implikationen für die Weiterentwicklung des »Varieties-of-Capitalism«-Ansatzes.

### 6.1 Zusammenfassung

Ausgangspunkt dieser Arbeit war die Beobachtung, dass deutsche Großunternehmen in den späten neunziger Jahren Strategien wählen, die auf stärkere Berücksichtigung der Finanzinteressen der Aktionäre in der Unternehmenspolitik zielen und deshalb auf eine Neuausrichtung der Unternehmensziele hindeuten (Kapitel 1). In der Literatur über Spielarten des Kapitalismus wird Deutschland als paradigmatischer Fall einer »koordinierten« Ökonomie charakterisiert, in der das Zusammenspiel zwischen Managern und finanzorientierten Aktionären durch weitere Einflussgruppen ergänzt wird, die prägend auf die Unternehmenspolitik einwirken:

- Halter großer Aktienpakete, die neben Finanzinteressen strategische Interessen verfolgen;
- Hausbanken und Repräsentanten anderer Großunternehmen (Unternehmensnetzwerke), die auf den Kapitaleignerseiten der Aufsichtsräte dominierend sind;
- der Staat, der nicht nur als Gesetzgeber, sondern auch als Aktienhalter auftritt;
- Betriebsräte und Gewerkschaften, denen über die Aushandlung von Flächentarifverträgen, über die Betriebsratsmitbestimmung, die Beteiligung



an den Aufsichtsräten und zahlreiche übergesetzliche Mitwirkungsmöglichkeiten mehr Einflusschancen in der Unternehmenspolitik zukommen als in allen anderen OECD-Ländern.

Shareholder Value, also eine gezielt an der Steigerung des Aktionärsvermögens orientierte Unternehmenspolitik, passt deshalb eher in den angloamerikanischen Kontext und ist im Umfeld einer koordinierten Ökonomie wie Deutschland ein überraschendes, erklärungsbedürftiges Phänomen.

In der Literatur über Spielarten des Kapitalismus wurde insbesondere auf die Interdependenzen zwischen den Teilspähren von Produktionsregimen aufmerksam gemacht. Autoren wie David Soskice und Peter Hall, Robert Boyer, Wolfgang Streeck und andere haben aufgezeigt, dass die Teilelemente politischer Ökonomien miteinander verknüpft und aufeinander bezogen sind. Das gilt beispielsweise für das hohe Qualifikationsniveau deutscher Arbeitnehmer, das – dieser Sicht zufolge – über ein langfristig ausgerichtetes Investitionsverhalten mit einer ebenso langfristig ausgerichteten Unternehmensfinanzierung verknüpft ist, die ihrerseits durch ein auf lange Sicht ausgerichtetes Monitoring der Kreditgeber über Industrieunternehmen abgesichert wird. Zur Stabilisierung der Bereitschaft der Beschäftigten, in firmenspezifische Qualifikationen zu investieren, erhalten sie ein vergleichsweise hohes Maß an Arbeitsplatzsicherheit und Mitsprache in den personellen und sozialen, ansatzweise auch in den wirtschaftlichen Angelegenheiten der Unternehmen. Wegen dieser Interdependenzen wäre zu erwarten, dass Veränderungen in einem Teilbereich nicht ohne Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit anderer Teilbereiche sein können. Das Ausmaß an »Verknüpftheit« und »Gleichgerichtetheit« (Komplementaritäten, Kohärenzen) dieser Teilspähren ist allerdings umstritten. Um die Auswirkungen von Shareholder-Value-Politik auf »benachbarte« Koordinationsmechanismen beispielhaft zu betrachten, wurde in dieser Arbeit nach dem Zusammenwirken von aktionärsorientierter Unternehmenspolitik und industriellen Beziehungen gefragt. Demzufolge wurden zwei Fragestellungen festgelegt: Worin liegen die Ursachen kapitalmarktorientierter Unternehmensführung? Verträgt sich diese Unternehmensstrategie mit den Institutionen des deutschen Systems der industriellen Beziehungen?

Als Grundgesamtheit der Studie wurden die vierzig größten börsennotierten deutschen Unternehmen, und als Untersuchungszeitraum die späten neunziger Jahre gewählt. Zunächst wurde ein Verfahren zur Unterscheidung der betrachteten Unternehmen hinsichtlich ihrer Shareholder-Value-Orientierung entwickelt (Kapitel 2). Der Grad an Aktionärsorientierung wurde

anhand von vier Indikatoren abgeschätzt, wobei jeweils gilt, dass deren Ausprägungen durch die Unternehmen im Prinzip frei wählbar und nicht durch den Gesetzgeber determiniert sind (Kapitel 2.1 bis 2.4). Für stark aktionärsorientierte Unternehmen sind demnach folgende Merkmale typisch:

- Eine hohe Informationsqualität der Geschäftsberichte, insbesondere die Rechnungslegung nach internationalen, im Vergleich zu den HGB-Regeln aktionärsorientierteren Standards (US-GAAP oder IAS);
- eine aktive Investor-Relations-Politik, zu der Investorengespräche, Analystenkonferenzen und Hauptversammlungen von hoher Qualität gehören;
- die Vorgabe von Renditezielen, die für die operative Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts steht;
- eine starke Verknüpfung der Managervergütung mit dem finanziellen Unternehmenserfolg oder der Entwicklung des Aktienkurses, insbesondere durch Aktienoptionsprogramme.

Dass diese vier Indikatoren untereinander hoch korrelieren, stützt die Annahme eines gemeinsamen Hintergrundfaktors. Durch die Kombination der vier Skalen wurde eine Shareholder-Value-Rangfolge der vierzig betrachteten Unternehmen erstellt (Kapitel 2.5).

Mit Hilfe dieser Rangfolge wurden weitere, aus unterschiedlichen Gründen nicht zur Messung der Aktionärsorientierung herangezogene Merkmale von Shareholder-Value-Unternehmen aufgezeigt (Kapitel 2.6). Es besteht ein starker Zusammenhang zwischen Aktionärsorientierung und Notierungen an der New Yorker Börse (NYSE), mit denen sich deutsche Unternehmen der Kontrolle durch die US-Börsenaufsicht (SEC) unterwerfen. Shareholder-Value-Unternehmen neigten in den späten neunziger Jahren stärker als andere Großunternehmen zum Rückkauf eigener Aktien, zur Zusammenarbeit mit internationalen Rating-Agenturen und zur Akzeptanz des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission. Was die Profitabilität betrifft, waren Shareholder-Value-Unternehmen – auch unter statistischer Kontrolle für die Höhe der Kapitalkosten – überdurchschnittlich erfolgreich. Dasselbe gilt für das Ausmaß, in dem die Unternehmen im betrachteten Zeitraum ihre Aktienkurse steigerten. Darüber hinaus zeigte sich, dass Shareholder-Value-Unternehmen ihre Dividenden überdurchschnittlich erhöhten.

Bei der Diskussion der Ursachen aktionärsorientierter Unternehmensführung wurden zwei Gruppen von Erklärungsfaktoren unterschieden. In die erste Gruppe fallen Einflussgrößen, die sich auf die Intensität des Drucks der Märkte beziehen, denen die Unternehmen ausgesetzt sind (Kapitel 3). Diese Einflussfaktoren können als Agency-Mechanismen im Sinne ökonomischer

mischer Principal-Agent-Ansätze interpretiert werden. Erstens zeigte sich ein Zusammenhang zwischen Aktionärsorientierung und dem Ausmaß, in dem die Unternehmen auf den internationalen Produktmärkten konkurrieren (Kapitel 3.1). Die Wettbewerbsintensität auf den internationalen Produktmärkten hat in den neunziger Jahren, insbesondere auf europäischer Ebene, zugenommen. Die als binnenorientiert klassifizierten Unternehmen finden sich durchweg am unteren Ende der Shareholder-Value-Rangfolge. Eine starke Aktionärsorientierung weisen hingegen die besonders weltmarktorientierten Chemie- und Pharmaunternehmen auf. Auch die Energieunternehmen, die in den neunziger Jahren durch die Deregulierungspolitik der Europäischen Kommission als ehemals natürliche Monopole erstmals in den Wettbewerb entlassen wurden, erweisen sich als überdurchschnittlich aktionärsorientiert. Dieser Zusammenhang wurde dahingehend interpretiert, dass Führungskräfte das Shareholder-Value-Konzept in Zeiten der Wettbewerbsverschärfung als Rentabilitätspeitsche nutzen, um ihre Positionierungen auf den internationalen Produktmärkten zu verbessern. Die Aktionäre sind dabei gewissermaßen »lachende Dritte«, die von einer Veränderung der Unternehmenspolitik profitieren, die sie selbst nicht durchsetzen.

Der Druck der Kapitalmarktteilnehmer wurde als zweite externe Ursache der Aktionärsorientierung diskutiert (Kapitel 3.2). In den neunziger Jahren wurde die Verwaltung des Streubesitzes zunehmend an institutionelle Investoren delegiert, die sich als aktive, miteinander konkurrierende Investoren zwischen Privatanleger und Unternehmen schieben und ein professionelles Portfoliomanagement betreiben. Die professionellere Verwaltung des finanzorientierten Streubesitzes geht mit dessen zunehmender Berücksichtigung in der Unternehmenspolitik einher. Als Mechanismus zur Durchsetzung der Finanzinteressen der Anleger wurde, drittens, die Gefahr feindlicher Übernahmen betrachtet (Kapitel 3.3). In den neunziger Jahren sind die Barrieren gegen feindliche Übernahmen in Deutschland erodiert. Die Hauptursachen dafür sind die Umorientierung der Großbanken vom Hausbank- zum Investmentbankparadigma und rechtliche Veränderungen, insbesondere das Verbot von Stimmrechtsbeschränkungen und Mehrfachstimmrechten durch das KonTraG. Auch die Mitbestimmung wird wegen ihrer zunehmenden Produktivitätsorientierung nicht mehr als Hindernis für feindliche Übernahmen angesehen. Unternehmen mit gestreuter Eigentümerstruktur und hohem Anteil institutioneller Anleger sehen sich in den neunziger Jahren erstmals tatsächlich mit der Möglichkeit feindlicher Übernahmen konfrontiert. In der Regressionsanalyse ließen sich zwei Drittel der Varianz der Shareholder-Value-Rangfolge auf die Zugehörigkeit der Unternehmen zum Exportsektor

sowie den Aktienanteil, der von institutionellen Anlegern gehalten wird, zurückführen. Beide Variablen – Druck der Produktmärkte einerseits, Druck der Kapital- und Übernahmemärkte andererseits – wurden als voneinander unabhängige Einflussfaktoren diskutiert. Diese Interpretation stützend, zeigte sich statistisch kein Interaktionseffekt.

Demgegenüber wurde die Finanzierungshypothese, der zufolge Shareholder Value aus der Notwendigkeit verstärkter Finanzierung über Kapitalerhöhungen resultiert, kritisch bewertet (Kapitel 3.4). Shareholder-Value-Unternehmen haben ihre Eigenkapitalquoten in den späten neunziger Jahren nicht aus-, sondern überdurchschnittlich abgebaut. Auch in den neunziger Jahren ist die Finanzierung deutscher Großunternehmen über Kapitalerhöhungen gering. Entscheidende Finanzierungsquelle waren und sind einbehaltene Gewinne (Innenfinanzierung). Die These von zunehmender Konkurrenz um knappes Eigenkapital ist auch insofern zurückzuweisen, als dass im betrachteten Zeitraum ungewöhnlich hohe Liquiditätszuflüsse auf dem deutschen Aktienmarkt stattfanden. Die Aktie gewinnt als Anlageinstrument an Wichtigkeit, und die Aktionäre durch ihre zunehmende Handlungsfähigkeit, die aus der Verwaltung des Aktienbesitzes durch Anlagefonds resultiert. Als Finanzierungsinstrument ist die Bedeutung der Aktie weiterhin marginal und in dieser Hinsicht nicht für den Trend zu aktionärsorientierter Unternehmensführung verantwortlich.

Mit den Orientierungen und den Interessen der Führungskräfte wurde ein zweites Bündel von Erklärungsfaktoren diskutiert (Kapitel 4). Ausgangspunkt war die Beobachtung, dass Shareholder-Value-Strategien bei deutschen Managern in hohem Ansehen stehen und die Anstöße von außen offenbar unternehmensintern auf fruchtbaren Boden fallen. Zunächst wurden die Karriereverläufe und der Arbeitsmarkt für Führungskräfte betrachtet. Zu diesem Zweck wurden die Karrierewege der neunzig Manager, die in den neunziger Jahren Vorstandsvorsitzende der vierzig betrachteten Unternehmen waren, erhoben und codiert (Kapitel 4.1). Es zeigte sich, dass in den Neunzigern Trends zu zunehmender Professionalisierung, zu steigender finanzwirtschaftlicher Expertise und zu verschärfter Konkurrenz auf dem Arbeitsmarkt für Topmanager stattfanden. Die durchschnittliche gesamte Amtszeit der 1997 amtierenden Vorstandsvorsitzenden betrug nur noch etwa sieben Jahre. Es wurde argumentiert, dass Erfahrungen von Topmanagern auch deren Einstellungen, Werthaltungen und mittelbar deren Entscheidungen beeinflussen. In diesem Sinne ergeben flexible, marktorientierte Karrieremuster, kombiniert mit gestärkter finanzwirtschaftlicher Expertise, und Strategien aktionärsorientierter Unternehmensführung eine kohärente Kombination.

Nachfolgend wurde herausgestellt, dass die Veränderungen der neunziger Jahre nur bedingt als *zunehmende* Kontrolle über die Entscheidungen der Manager im Sinne der Principal-Agent-Theorie interpretiert werden können. Denn der zunehmenden Handlungsfähigkeit der finanzorientierten Streubesitzaktionäre und der Öffnung der Unternehmen gegenüber deren Interessen (Shareholder Value) steht ein Rückgang der internen Überwachung gegenüber (Kapitel 4.2). In Abgrenzung zur liberalen Kritik an Unternehmensverflechtungen und der Macht der Banken wurde deren Beteiligung an den Aufsichtsräten nicht als Abschottung vor Kontrolle und somit als Ausbau der Managerherrschaft, sondern als Kontrollmechanismus betrachtet. Daten zur Zusammensetzung der Aufsichtsräte zeigen, dass die Personalverflechtung zwischen deutschen Unternehmen rückläufig ist und sich insbesondere die Großbanken aus dem Monitoring von Industrieunternehmen zurückziehen. Von neunundzwanzig Aufsichtsratsvorsitzen, die die Deutsche Bank noch 1996 im Kreis der hundert größten Unternehmen stellte, waren schon 1998 nur noch siebzehn übrig. An die Stelle der sich zurückziehenden Aufseher von Banken treten nicht etwa externe Experten, sondern ehemalige Führungskräfte derselben Unternehmen. Deshalb wurde argumentiert, dass die Handlungsspielräume der Manager sich insgesamt nicht verringern, sondern qualitativ verändern. Kontrolle durch Unternehmens- und Bankenvertreter in den Aufsichtsräten (Insider) wird durch Kontrolle durch die Kapitalmarktteilnehmer (Outsider) ersetzt.

Diese Argumentation wurde fortgeführt, indem gezeigt wurde, dass Führungskräfte von diesem Wechsel vom internen zum externen Monitoring an der Stelle, an der ihre eigenen Interessen am stärksten berührt werden, doppelt profitieren: in der Managervergütung. Das zeigte die Auswertung von Daten zur Steigerung der Vorstandsbezüge in den späten neunziger Jahren (Kapitel 4.3). Führungskräfte profitieren, erstens, von dem rückläufigen Monitoring durch Bankenvertreter, die einen bremsenden Einfluss auf die Höhe der Managervergütungen ausüben. In diesem Zusammenhang konnte außerdem gezeigt werden, dass die Ausweitung der Vorstandsbezüge dort gebremst wurde, wo viele hauptamtliche Gewerkschaftsfunktionäre auf der Arbeitnehmerbank der Aufsichtsräte saßen. Die Führungskräfte profitieren, zweitens, wenn sie sich durch Shareholder-Value-Politik dem Zugriff der Kapitalmarktteilnehmer aussetzen. Denn ein Bestandteil von aktionärsorientierter Unternehmensführung besteht in der Variabilisierung der Managervergütungen. Die Praxis zeigt, dass Aktienoptionsprogramme fast immer zusätzlich und nicht substitutiv zu den Fixgehältern gewährt werden.

Der starke Zusammenhang, der zwischen den externen Faktoren (Druck der Produkt-, Kapital- und Übernahmehärkte) und dem Grad an aktionärsorientierter Unternehmensführung gefunden wurde, deutet darauf hin, dass Shareholder Value in den meisten Fällen tatsächlich externer Anstöße bedarf. Es wurde argumentiert, dass diese Unternehmensstrategie gleichwohl nicht gegen den Willen und die Interessenlagen der Führungskräfte implementiert wird. Die grundsätzliche Bereitschaft zur Anwendung von Shareholder-Value-Strategien ist offenbar intern vorhanden. Vom Ende der Managerherrschaft zu sprechen, würde die Entwicklungen der späten neunziger Jahre ebenso wie den Zustand der Vorperiode fehldeuten. Es ist eine neue Konstellation entstanden, mit der die Beteiligten gut leben können:

- Der direkte Einfluss der (ehemaligen) Hausbanken auf deutsche Industrieunternehmen ist rückläufig. Um sich im Zuge ihrer Umorientierung auf das Investmentbanking Reputation auf den internationalen Finanzmärkten zu verschaffen, haben die deutschen Großbanken diesen Prozess aktiv und willentlich herbeigeführt.
- Die Führungskräfte von Industrieunternehmen verlieren Spielräume zur Streuung der Unternehmensrisiken durch die Diversifizierung der Unternehmensaktivitäten. Ihr Arbeitsmarkt wird kompetitiver, und die durchschnittlichen Amtszeiten von Vorstandsvorsitzenden kürzer. Durch die Abnahme des internen Monitorings werden gleichzeitig die Freiräume der Führungskräfte, ihre Vergütungen zu erhöhen, ausgeweitet. Das zeigt die explosionsartige Entwicklung der Managergehälter in den späten neunziger Jahren.
- Im Zuge der rechtlichen Besserstellung und der faktischen Aufwertung der finanzorientierten Minderheitsaktionäre durch Shareholder-Value-Politik nehmen die Informationsvorsprünge der strategisch orientierten Halter großer Aktienpakete ab. Im Hinblick auf finanzorientierte Anlegermotive sind Aktionäre allerdings die eigentlichen Gewinner der beschriebenen Entwicklungen.

Schließlich wurden das Verhalten von Betriebsräten und Gewerkschaften und die Auswirkungen der Aktionärsorientierung auf die Institutionen der industriellen Beziehungen eingehend diskutiert (Kapitel 5), wobei unter anderem die Ergebnisse einer schriftlichen Befragung der Mitbestimmungsgremien ausgewertet wurden. Die Frage, ob Shareholder-Value-Unternehmen Flächentarifverträge und Mitbestimmung bekämpfen, konnte verneint werden (Kapitel 5.1). Wegen ihrer Größe, überdurchschnittlichen Produktivität und Internationalität zählen Shareholder-Value-Unternehmen zu den

Gewinnern der zentralen Lohnfindung und wären höheren Lohnforderungen ausgesetzt, würden sie sich aus den Flächentarifverträgen zurückziehen. Aktionärsorientierte Unternehmen erweisen sich nicht als besonders konfliktorientiert, sondern als überdurchschnittlich konfliktscheu. Auch Versuche, über das gesetzliche Mindestmaß hinausgehende Mitwirkungsmöglichkeiten von Arbeitnehmervertretern zu beschneiden, sind aus Shareholder-Value-Unternehmen nicht bekannt. In Großunternehmen scheint der Bestand der Mitbestimmung allgemein akzeptiert. Darüber hinaus wurde gezeigt, dass auch die Kapitalmarktteilnehmer den Bestand der Mitbestimmung nicht in Frage stellen, weder durch direkten Aktionärsaktivismus, noch durch Aktienpreis-Discounts für mitbestimmte Unternehmen. Allerdings gibt es auch für die gegenteilige Auffassung, die Mitbestimmung werde von den Kapitalmarktteilnehmern als Standortvorteil angesehen, keinerlei Belege. Aktionäre scheinen sich gegenüber der Mitbestimmung indifferent, weder zustimmend noch ablehnend zu verhalten.

Im Anschluss wurde die Frage behandelt, ob Betriebsräte und Gewerkschaften Shareholder-Value-Strategien bremsen (Kapitel 5.2). Es wurde gezeigt, dass zwischen der Stärke der Mitbestimmung und dem Ausmaß an Aktionärsorientierung kein Zusammenhang besteht und auch stark mitbestimmte Unternehmen in der Adaption von Shareholder-Value-Strategien nicht eingeschränkt zu sein scheinen. Die Diskussion der Reaktionsweisen der Arbeitnehmervertreter auf die verschiedenen Teilelemente von Shareholder-Value-Strategien ergab ein differenziertes Bild. In der kommunikativen Dimension aktionärsorientierter Unternehmensführung schlugen sich sowohl Gewerkschaften als auch Betriebsräte auf die Seite der Aktionäre, begrüßen die Schritte in Richtung verstärkter Unternehmenstransparenz und fordern weitergehende Maßnahmen, wie beispielsweise die Verpflichtung zur Anwendung der IAS-Bilanzierungsregeln durch den Gesetzgeber. Auch das KonTraG, mit dem das Verbot der Höchst- und Mehrfachstimmrechte festgeschrieben wurde, und die Vorschläge der in den späten neunziger Jahren aktiven Corporate-Governance-Kommissionen wurden von Gewerkschaftsseite begrüßt. Eine ähnliche Konstellation zeigte sich in der Frage der Managervergütung. Arbeitnehmervertreter teilen die Ansicht von Vertretern des Shareholder-Value-Konzepts, dass Managerbezüge variabel und abhängig vom Unternehmenserfolg sein sollten. Die Explosion der Vorstandsvergütungen in einigen der betrachteten Unternehmen wird von Betriebsräten und Gewerkschaftern ebenso kritisiert wie von Aktionärsaktivisten auf diversen Hauptversammlungen der späten neunziger Jahre.

In der operativen Dimension des Shareholder Value zeigen sich verschiedene Konstellationen. Die Vorgabe von Renditezielen wird von Arbeitnehmervertretern besonders dort abgelehnt, wo sie im Kontext weiterer kapitalmarktorientierter Maßnahmen stattfindet. Gleichwohl werden Strategien zur Konzentration auf Kerngeschäfte in überraschend vielen Fällen von den Mitbestimmungsgremien mitgetragen, und auch Restrukturierungsmaßnahmen können in der Regel im Einvernehmen mit den Betriebsräten durchgeführt werden. Diese zunächst paradox wirkende Beobachtung wurde in einer ersten Annäherung mit der Heterogenität der Situationen, aus denen Restrukturierungen resultieren, erklärt. Wie sich am Fall der vor der feindlichen Übernahme durch *Vodafone* angekündigten Konzernteilung des *Mannesmann*-Konzerns zeigen ließ, können sich auch in operativen Fragen Konfliktlinien ergeben, bei denen sich Manager einerseits und Aktionäre und Arbeitnehmervertreter andererseits gegenüberstehen. Gleichzeitig zeigen sich Situationen wie bei *Siemens*, wo Arbeitnehmervertreter versuchen, die vom Management betriebenen und von den Aktionären eingeforderten Restrukturierungen abzuwehren, wie auch Konstellationen wie (bis dato) bei *Bayer*, wo Management und Belegschaftsvertreter Aktionärsforderungen nach Unternehmensaufspaltungen und radikalen Restrukturierungsmaßnahmen abwehren. Im Nebeneinander von Konflikten um Managerherrschaft, Klassenkonflikten und Insider/Outsider-Konflikten ist die Mitbestimmung kein systematischer Restrukturierungsbremser.

Abschließend wurde die Frage gestellt, ob und wie sich die Mitbestimmung durch den Shareholder-Value-Trend verändert (Kapitel 5.3). Unter Verweis auf die Arbeiten von Jürgen Beyer und Anke Hassel wurde zunächst herausgestellt, dass Shareholder-Value-Unternehmen tatsächlich eine Zielverschiebung vom Unternehmens- zum Profitabilitätswachstum vorgenommen haben. Das hat zur Konsequenz, dass der relative Anteil an der Wertschöpfung, der in Form von Löhnen an die Arbeitnehmer ausbezahlt wird, sinkt. Gleichzeitig steigt die Lohnsumme pro Beschäftigtem. Den Schlüssel zum Verständnis dieses Zusammenhangs hat Antje Kurdelbusch aufgezeigt: Es besteht ein deutlicher Zusammenhang zwischen der Shareholder-Value-Orientierung und der Neigung, übertarifliche Zulagen bei tariflichen Arbeitnehmern zu variabilisieren und vom Unternehmenserfolg abhängig zu machen. Profitabilitätssteigernde Restrukturierungen an den Unternehmensrändern haben vor dem Hintergrund variabler Vergütungsbestandteile der Kernbelegschaften deshalb tendenziell einen steigenden Effekt auf die Einkommen der Stammbeschaften in den Kernbereichen.



Diese Stammebelegschaften dominieren in der Regel die Interessenvertretungen. Es wurde die These vertreten, dass hierin ein weiterer Grund für die überraschend hohe Zustimmung der Arbeitnehmervertreter zur Konzentration auf Kernkompetenzen liegt. Gewinne und Verluste von Restrukturierungsmaßnahmen sind auf Arbeitnehmerseite ungleich verteilt, wobei Mitbestimmungsträger häufig Interessenvertreter der potenziellen Gewinner sind.

Es wurde argumentiert, dass Shareholder Value die Sozialpartner auf Unternehmensebene nicht auseinander dividiert, sondern stärker zusammenschweißt. Damit verstärken sich Trends, die bereits in den achtziger Jahren diskutiert wurden: das Co-Management und die zunehmende Systemkonformität, Effizienzorientierung und Konsensorientierung der Mitbestimmung. Auf der Mikro-Ebene haben sich klassenübergreifende Koalitionen zur Verteidigung der Unternehmensinteressen formiert, wobei Arbeitnehmer sowohl an den Führungsentscheidungen als auch an den materiellen Unternehmensrisiken, im Guten wie im Schlechten, zunehmend beteiligt werden. Im Ergebnis nimmt die Sensibilität der Interessenvertretungen für produktionsbezogene Interessen zu. Die wachsende Mikro-Orientierung der Mitbestimmung führt allerdings zu Mikro-Makro-Konflikten zwischen Betriebsräten und Gewerkschaften, die sich als Vertreter der Interessen aller Arbeitnehmer auf der Ebene der Gesellschaft als Ganzes verstehen. Gesellschaftliche Interessen in die Unternehmen zu tragen, fällt Gewerkschaften vor diesem Hintergrund zunehmend schwerer. Das wurde beispielhaft anhand der Vorgänge um den Versuch von *Krupp* im Jahr 1997, *Thyssen* feindlich zu übernehmen, gezeigt. Insgesamt kann also weder von einem Bedeutungsverlust noch von einem Shareholder-Value-Strategien behindernden Einfluss der Mitbestimmung gesprochen werden. Aber es findet ein Funktionswandel der Mitbestimmung statt, der sie von einem ehemals gesamtgesellschaftlich-politischen zu einem einzelwirtschaftlich orientierten Projekt werden lässt.

## 6.2 Implikationen für die Weiterentwicklung der Theorie über Modelle des Kapitalismus

Die Theorie über Spielarten des Kapitalismus hat sich als fruchtbarer Ausgangspunkt zur Analyse der Ursachen und Konsequenzen aktionärsorientierter Unternehmensführung erwiesen. Nachfolgend werden theoretische Implikationen der Ergebnisse dieser Arbeit diskutiert. Referenzpunkt aus

dem reichhaltigen Angebot an Literatur über unterschiedliche Kapitalismusmodelle ist die Theorievariante von Soskice (1990a, 1999) beziehungsweise Hall/Soskice (2001).<sup>1</sup>

### *Institutioneller Wandel auf den Graustufen zwischen den Extremen*

Der »Varieties-of-Capitalism«-Ansatz in der Variante von Hall und Soskice arbeitet mit der Dichotomie koordinierter Ökonomien (Deutschland, Österreich) auf der einen und marktliberaler Ökonomien (Großbritannien, USA) auf der anderen Seite. Eine starre Fixierung auf diesen Dualismus könnte Gefahr laufen, nicht-trivialen institutionellen Wandel zu unterschätzen, der nicht zum Wechsel von einer Gruppe in die andere, aber auf neue Pfade zwischen beiden Extremen führt. Um Entwicklungen nationaler Kapitalismen beschreiben und einschätzen zu können, ist eine Sprache vonnöten, die institutionellen Wandel zwischen Stillstand und radikalem Systemwechsel fassen kann. Sowohl mit der pfadtreuen Reproduktion der Institutionen des deutschen Modells als auch mit dem Wechsel zu marktliberalen Institutionen wären die Vorgänge in Deutschland nicht treffend beschrieben. Es ist ein Pfad beschritten worden, der von diesen beiden Optionen verschieden ist.

In sozial- und wirtschaftswissenschaftlichen Arbeiten werden Institutionen im Allgemeinen im Anschluss an North (1990) als die Summe der normativen und faktischen Spielregeln betrachtet, nach denen soziales beziehungsweise ökonomisches Handeln zustande kommt. Die Spielregeln, nach denen deutsche Unternehmen beherrscht werden, haben sich in den neunziger Jahren verändert. Wie lassen sich pfadtreue von pfadabweichenden Veränderungen unterscheiden? In der Literatur zum historischen Institutionalismus werden Kriterien zur Identifikation von Pfadabweichungen vorgeschlagen (Deeg 2001; Thelen 2002). Die Veränderungen des deutschen Systems der Unternehmenskontrolle können als nicht-trivial und nachhaltig bezeichnet werden.

Die Veränderungen sind nicht-trivial, weil sie die Entscheidungsregeln und damit die Einflusschancen unterschiedlicher Gruppen neu definieren, damit einer neuen identifizierbaren Logik folgen, typische Strategien verändern und Zielverschiebungen sowie Verteilungskonsequenzen nach sich ziehen. Die Entstehung eines Markts für Unternehmenskontrolle ist dafür das beste Beispiel. Nachhaltig sind die Veränderungen, weil eine Rückkehr zu den Zuständen vor Shareholder Value nicht möglich erscheint und des-

---

1 Vergleiche dazu die einführenden Abschnitte in der Einleitung.

halb nicht als Mode oder Welle trivialisiert werden können. Die Börsenflaute der Jahre ab 2000 hat das deutlich gezeigt. Eine Wiederherstellung der »Deutschland AG«, in der Großbanken Industrieunternehmen vor feindlichen Übernahmen schützten, war auch nach dem Ende der Börseneuphorie nicht in Sicht. Eine Rückkehr zur Quersubventionierung erleichternden HGB-Rechnungslegung ist ebenso undenkbar wie die Re-Legalisierung von Stimmrechtsbeschränkungen auf Hauptversammlungen oder die Rückkehr zur fixen, vom finanziellen Unternehmenserfolg unabhängigen Managervergütung. Auch die technologischen Veränderungen, die Anlegern den flexiblen Umgang mit diversifizierten Portfolios ermöglichen und damit die Entstehung institutioneller Anleger begünstigt haben und weiter begünstigen, sind nachhaltiger Natur. All diese Veränderungen haben zu einer Neuformulierung der Spielregeln geführt, nach denen institutionelle Anleger, Besitzer großer Aktienpakete, Führungskräfte, Banken, Arbeitnehmer und ihre Interessenvertreter ihre Handlungen koordinieren und Konflikte austragen.

Ein weiterer Hinweis für die Nachhaltigkeit des Wandels ist, dass Rückkopplungseffekte entstehen, die den Wandel wiederum verstärken und eine Rückkehr zum alten Zustand zusätzlich unwahrscheinlicher machen. Ein Beispiel für einen solchen Rückkopplungseffekt ist die Neigung von Shareholder-Value-Unternehmen, ihre betrieblichen Pensionsverpflichtungen in professionell verwaltete Pensionsfonds auszugliedern. Auf diese Weise entstehen neue institutionelle Anleger, die ihrerseits als Nachfrager auf dem Aktienmarkt auftreten. Sie üben zunächst einen kurstreibenden Effekt aus. Auf lange Sicht werden sie von den Unternehmen einfordern, dass die Erwartungen, die durch die Bewertung der Aktien in sie gesetzt werden, operativ auch tatsächlich erfüllt werden. Auch im Zusammenwirken von Aktionärsorientierung und sich verändernden Karrieremustern von Führungskräften zeigen sich solch zirkuläre, sich wechselseitig verstärkende Einflüsse.

Mit Veränderungen zwischen Persistenz und radikalem Wandel beschäftigt sich der historische Institutionalismus (Deeg 2001; Thelen/Steinmo 1992; Thelen 2002). Diese Autoren schlagen vor, die Persistenz von Institutionen gerade mit deren Anpassungs- und Wandlungsfähigkeit zu erklären und sowohl die Verharrung auf einmal eingeschlagenen Pfaden als auch den Institutionenwandel im Sinne von komplettem Institutionenwechsel als Extrempunkte zu betrachten, zwischen denen institutioneller Wandel als Fortentwicklung von Institutionen durch endogene und exogene Einflüsse angesiedelt ist. Beide Extrempunkte lassen sich mit der Theorie der Pfadabhängigkeit verstehen, die insbesondere von Paul Pierson auf politische Prozesse übertragen wurde. Er beschreibt in einem verallgemeinerten Modell der Ent-

wicklung von Institutionen, wie in der Phase der Institutionenbildung neue Pfade beschritten werden. In der Folgezeit fallen Abweichungen von dem einmal beschrittenen Pfad zunehmend schwerer – weil Akteure mit der Zeit lernen, die Institutionen effizient zu nutzen, weil sie einmal getätigte Investitionen in gegebene Strategien nicht aufgeben wollen und weil Koordinationseffekte und adaptive Erwartungen bei den Beteiligten einsetzen. Institutionen »rasten ein« und verfestigen sich so lange, bis sie ihre Leistungsfähigkeit wegen Umweltveränderungen verlieren und durch neue Institutionen ersetzt werden (Pierson 2000a: 252, 2000b: 491–493). Dieses theoretische Raster sensibilisiert für den Wechsel von Institutionen mehr als für deren Wandel. Auf die »Varieties-of-Capitalism«-Debatte übertragen, würde der Betrachter vor allem danach fragen, ob koordinierte Ökonomien grundsätzlich koordinierte Ökonomien bleiben, oder aber – was insbesondere Hall/Soskice für unwahrscheinlich halten – zur Gruppe marktliberaler Ökonomien überwechseln.<sup>2</sup>

Die Einnahme dieser Perspektive würde dazu verleiten, Shareholder Value entweder als Oberflächenphänomen abzutun oder als radikalen Systemwechsel überzuinterpretieren. Kathleen Thelen (2002: 27–33) benennt zwei Mechanismen institutionellen Wandels zwischen Persistenz und Systembruch. Der erste dieser Mechanismen ist institutionelle Schichtung (»institutional layering«), womit die Neuaushandlung oder Übernahme neuer institutioneller Elemente gemeint ist, während andere Elemente intakt bleiben. In diesem Fall treten Innovationen zu einer gegebenen institutionellen Konstruktion hinzu und führen zu inkrementellem, aber doch »pfadabweichendem« Wandel. Dieser Typus von institutionellem Wandel findet sich im deutschen System der Unternehmenskontrolle. Das alte Arrangement wird nicht von seinem marktliberalen Gegenpart, etwa durch Abschaffung des dualen Systems aus Vorstand und Aufsichtsrat, verdrängt. Aber zahlreiche, in der Regel aktionärsschützende Elemente marktkoordinierter Systeme werden zu der deutschen Konfiguration hinzuaddiert, die damit eine neue, liberalere Richtung erhält. Das deutsche Aktienrecht bleibt intakt, aber nun gilt das amerikanische »one share, one vote«. Unternehmen behalten ihre Rechtsform, bilanzieren aber nach internationalen Regeln. Die Frankfurter Börse bleibt der Ort, an dem die Aktien deutscher Unternehmen gehandelt werden, gleichzeitig aber unterwerfen sich Unternehmen der Börsenaufsicht durch die amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC).

---

2 Vergleiche dazu insbesondere die Debatte zwischen Heinze (2002b) und Höpner/Jackson (2002).

Mit dem anderen von Thelen benannten Mechanismus institutionellen Wandels lassen sich die Veränderungen im deutschen System der industriellen Beziehungen, insbesondere der Mitbestimmung, fassen. Thelen (2002: 29–30) stellt heraus, dass sich Institutionen dadurch verändern können, dass sie von Gruppen oder für Ziele genutzt werden, für die sie ursprünglich nicht gemacht wurden:

Another way that institutions change is through processes of institutional conversion, as institutions designed with one set of goals in mind are turned to other ends. These processes can be set in motion by a shift in the environment that confronts actors with new problems that they address by adapting existing institutions to new ends.

Wenn sich die Sektoralisierungstendenzen im Tarifvertragssystem durchsetzen (Streeck 2001b: 98–102), liegt die Gefahr nahe, dies als institutionelle Stabilität und also fortlaufende Reproduktion der alten Konfiguration misszuverstehen. Denn die Sektoralisierung der Lohnfindung bedarf keiner Gesetzesänderung und keiner Neuausrichtung des Verhältnisses von Tarif- und Betriebsparteien. Gleichwohl fände aus der Sicht von Lohnfindungsexperten ein Systemwechsel statt (Calmfors/Driffil 1988), der daraus resultieren würde, dass bestehende Institutionen für neue Ziele genutzt und dadurch verändert würden.<sup>3</sup>

Ein Beispiel für derartige Konversion von Institutionen (»institutional conversion«) ist der Wandel der Mitbestimmung, der in dieser Arbeit durch zunehmenden Professionalismus, zunehmendes Co-Management und, in der Konsequenz, zunehmende Mikro-Orientierung charakterisiert wurde. Wurde die Mitbestimmung von ihren Trägern früher als Institution zur Transformation der deutschen Ökonomie in eine »Wirtschaftsdemokratie« gesehen, wird sie heute, in einer veränderten Umwelt, wesentlich als Instrument zur Verteidigung klassenübergreifender einzelwirtschaftlicher Interessen genutzt. Diese Zielverschiebung zeugt von Flexibilität und Adaptionfähigkeit, mit der allein die Persistenz dieser Institution verstanden werden kann. Eine noch mit den Zielen und Instrumenten der siebziger Jahre agierende Mitbestimmung wäre in ihrem Bestand viel stärker in Frage gestellt. Das zeugt nicht von einer Institution, die sich immer wieder insoweit selbst reproduziert hätte, dass sich ihre Persistenz mit dem Schlagwort der Pfadabhängigkeit fassen ließe. Auch hier wäre eine Fixierung auf die extremsten Varian-

---

3 In der Literatur zu Lohnfindungssystemen werden in der Regel dezentrale, sektorale und zentrale Tarifsysteme unterschieden.

ten institutionellen Wandels, pfadtreue Reproduktion oder radikaler Wechsel, nicht hilfreich. Pfadabweichender Wandel scheint geradezu die Voraussetzung für die Persistenz der Mitbestimmungsregeln zu sein. Nach wie vor müssen Betriebsräte jeder von tariflichen Mitarbeitern geleisteten Überstunde zustimmen (§87(1)3. Betriebsverfassungsgesetz). In sofern hat sich die Mitbestimmung nicht verändert. Aber Betriebsräte wägen ihre Entscheidungsalternativen heute vor dem Hintergrund neuer, stärker einzelwirtschaftlicher und produktivitätsorientierterer Ziele ab. Durch Konversion hat sich die Mitbestimmung so weit neu justiert, dass sie als Institution nicht mehr dieselbe ist.

Ein anderes Beispiel für institutionelle Konversion sind Verflechtungen zwischen Banken und Nichtbanken. Ein Effekt dieser Verflechtungen war der Schutz vor feindlichen Übernahmen. Mit der strategischen Neuausrichtung der Großbanken auf das Investmentbanking können Verflechtungen nun für Ziele genutzt werden, für die sie ursprünglich nicht gedacht waren. 1997 hat die Deutsche Bank ihren Aufsichtsratsitz bei Thyssen zur Vorbereitung des feindlichen Übernahmeversuchs von Krupp genutzt. Verschiedentlich wird darauf hingewiesen, dass sich das deutsche Verflechtungsnetzwerk nicht aufgelöst hat (Heinze 2002a, 2002b; Jürgens et al. 2001). Es wäre verfehlt, dies als institutionelle Stabilität zu deuten. Durch den Strategiewechsel der Banken haben diese Verflechtungen neue Funktionen erhalten und sind damit andere als die jene aus Zeiten der »Deutschland AG«.

Die Ideen von institutioneller Schichtung und institutioneller Konversion wurden, im Großteil ohne expliziten Bezug auf den historischen Institutionalismus, von einigen Autoren in die Debatte über Spielarten des Kapitalismus eingeführt. John Coffee (2000, 2001) und Ronald J. Gilson (2000) sprechen von »funktionaler« in Abgrenzung zu »formaler« Konvergenz, um auf die Übernahme von Zielen des Aktionärsschutzes durch Institutionen kontinentaleuropäischer Ökonomien hinzuweisen. Als Juristen interessieren sich diese Autoren vor allem für die Entwicklung des formalen Rechts. Sie präsentieren einen Terminologievorschlag, der aus sozial- und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht nur begrenzt fruchtbar ist, weil dort auch Veränderungen der Spielregeln innerhalb eines intakt bleibenden formalen Rechtsgebildes als tatsächlicher (und nicht »nur« funktionaler) institutioneller Wandel zu klassifizieren sind. Ideen aus dem historischen Institutionalismus wurden außerdem unter dem Schlagwort der Hybridisierung in die Debatte über Kapitalismusmodelle eingeführt, womit die Kombination der Adaption

neuer Institutionen mit pfadabhängigen Prozessen und also der Prozess der institutionellen Schichtung gekennzeichnet werden soll.<sup>4</sup>

Dass Wandel Grenzen hat und im Wechselspiel mit stabilen Institutionen stattfindet, ist der Normalfall sozialer Veränderungsprozesse. Radikaler Institutionenwechsel ist die Ausnahme und kommt nur an wenigen Wendepunkten der Geschichte vor. Ebenso sind soziale Prozesse notwendig dynamisch. Verharrung im Sinne der Reproduktion der immer selben Elemente ist in der sozialen Wirklichkeit Ausnahme, nicht Regel. Daraus ließe sich schlussfolgern, der oben skizzierte institutionelle Wandel beschreibe nichts anderes als die graduellen Veränderungsprozesse, denen Institutionen immer ausgesetzt sind. Die These dieser Arbeit ist, dass mehr passiert ist. Deshalb wurde der nicht-triviale, pfadabweichende, nachhaltige Charakter der beobachteten Veränderungen betont. Im Gegensatz zur relativen Stabilität des deutschen Produktionsregimes in der Phase vor 1989 haben sich die neunziger Jahre als ein Jahrzehnt des Wandels erwiesen. Um solchen Wandel erfassen zu können, darf sich die Theorie über Spielarten des Kapitalismus nicht auf die Unterscheidung von koordinierten und marktgesteuerten Ökonomien beschränken. Die interessanten Veränderungen finden auf den Graustufen zwischen den Extremen statt. Die Theorie muss sich so aufstellen, dass sie einfangen kann, wo bestehende Institutionen für neue Ziele genutzt werden und wo sie so viele Elemente von außen adaptieren, dass sie ihre Richtung ändern.

### *Das Problem der Stärke der Komplementaritäten*

Es ist eine entscheidende Leistung der Theorie über Spielarten des Kapitalismus, auf die Interdependenz der Teilsphären politischer Ökonomien hingewiesen zu haben. Als Teilsphären von Produktionsregimen werden dabei insbesondere das System der Unternehmenskontrolle, die Institutionen der Unternehmenskooperation, das Qualifikationsregime, das System der Arbeitsbeziehungen, und mithin auch die wohlfahrtsstaatlichen Arrangements angesehen. Diese Teilbereiche beeinflussen sich gegenseitig, und Veränderungen in einer Teilsphäre ziehen in der Regel Veränderungen in den »benachbarten« Bereichen nach sich. Diese Grundannahme bestätigte sich auch in dieser Arbeit. Ein kausaler Effekt über die Grenzen der Teilsphären hin-

---

4 Siehe Boyer (1998), Casper/Kettler (2000), Gilson (2000: 34), Jackson (2001b), Lane (2000), Vitols (2000). Eine Problematisierung der impliziten Voraussetzungen des Begriffs »Hybridisierung« findet sich weiter unten.

weg besteht beispielsweise zwischen Aktionärsorientierung und der Neigung, die Entgelte tariflicher Mitarbeiter zu variabilisieren, was wiederum Rückwirkungen auf die Gestaltung von Tarifverträgen und auf Konfliktlinien zwischen Betriebsräten und Gewerkschaften hat (Kurdelbusch 2002). In der Einschätzung der Stärke und der Flexibilität dieser Interdependenzen besteht zwischen unterschiedlichen Autoren aus der Diskussion über Spielarten des Kapitalismus keine Einigkeit.<sup>5</sup>

In der Theorievariante von Hall und Soskice (2001) wird von besonders weitreichenden Interdependenzen zwischen den Teilsphären ausgegangen. Um diese Interdependenzen zu kennzeichnen, nutzen Hall/Soskice das Konzept der institutionellen Komplementaritäten (vergleiche dazu die Einleitung). Die empirischen Ergebnisse dieser Arbeit sprechen für eine weiche Variante der Kopplung und »Gleichgerichtetheit« der Teilsphären und für die Vermutung, dass auch erfolgreiche Produktionsregime eine größere Menge von internen Widersprüchen aufweisen, als der Begriff der institutionellen Komplementaritäten es nahe legen würde. Auch dieses Theorieproblem mündet in die Frage nach institutionellem Wandel. Auf Grundlage weitreichender institutioneller Komplementaritäten wären keine endogenen Destabilisierungspotenziale in Produktionsregimen zu erwarten. Denn ein System aus Elementen, die sich im Gleichgewichtszustand befinden, braucht exogene Schocks, um aus dem Gleichgewicht und in neue Bahnen zu geraten. Deshalb erkennen Hall/Soskice (2001: 60) die Internationalisierung der Finanzmärkte als potenziellen Destabilisator koordinierter Ökonomien an, sind aber skeptisch gegenüber der Existenz interner Destabilisierungspotenziale.

In dieser Arbeit wurde das Zusammenspiel externer und interner Triebkräfte des Wandels betont. Die Veränderungen der Karrierewege deutscher Führungskräfte und deren Leitbilder erfolgreicher Unternehmensführung lassen sich nur sehr entfernt auf externe Anstöße zurückführen und sind wesentlich endogen bestimmt. Dasselbe gilt für das inländische Wachstum institutioneller Anleger. Endogene Entwicklungen hatten maßgebliche Anteile

---

5 Für die Idee einer starken Kopplung der Teilbereiche stehen insbesondere Soskice (1999) und Hall/Soskice (2001). Auch Boyer (2001), der Ideen der französischen Regulationsschule in die Varietäten-Theorie überführt, vertritt eher die Idee der stark ausgeprägten Komplementaritäten. Im Sinne der »losen Kopplung« der Teilbereiche argumentiert Jackson (2001b, 2001c). Bei Streeck finden sich in früheren Texten stärkere Kopplungsthesen als in späteren (Streeck 1991, 2001c). Ein frühes Plädoyer für das Konzept der losen Kopplung findet sich, allerdings noch nicht im Rahmen des »Varieties-of-Capitalism«-Ansatzes im heutigen Sinne, bei Lipietz (1985: 113–114).



an den beobachteten Pfadabweichungen. Wenn dies so ist, muss allerdings angenommen werden, dass interne Destabilisierungspotenziale schon vorher vorhanden waren und Gleichgewichtsmodelle zur Beschreibung von Produktionsregimen nur eine begrenzte Erklärungskraft – in Zeiten pfadtreuer Reproduktion mehr als in Zeiten des Wandels – haben.

Die Grundannahme einer starken Kopplung zwischen den Teilbereichen mündet in Skepsis gegenüber der zukünftigen Möglichkeit einer Mischung von Elementen koordinierter und liberaler Ökonomien in ein- und demselben System. Deshalb erteilt Soskice (1996: 40) der Idee labournaher britischer Intellektueller, Elemente des Stakeholder-Kapitalismus in die liberale Ökonomie Großbritanniens einzuführen (Hutton 1996), eine Absage. Die Ergebnisse dieser Arbeit legen die Annahme nahe, dass das deutsche Produktionsmodell auf dem Weg ist, ein derartiges Mischsystem zu werden. Es entsteht eine Mischung aus einem zunehmend amerikanischere Züge annehmenden Corporate-Governance-System und einem weiterhin »rheinischen« (Michel Albert) System der Arbeitsbeziehungen. Das System der Unternehmenskontrolle schaltet zunehmend von interner auf externe Überwachung und ermöglicht feindliche Übernahmen. Gleichzeitig findet die Lohnfindung weiterhin auf überbetrieblicher Ebene statt, und die Arbeitnehmerbeteiligung bleibt über die Aufsichtsratsmitbestimmung institutionalisiert. In Kapitel 5 wurde gezeigt, dass der Bestand der Mitbestimmung in Großunternehmen durch Shareholder Value nicht angegriffen wird. Aktionärsorientierung und Mitbestimmung scheinen in der Praxis besser zusammenzupassen, als man es auf Grundlage von Hall und Soskice vermutet hätte. Können auch liberale Corporate-Governance-Regime komplementäre Beziehungen zu institutionalisierten Mitsprachemöglichkeiten der Beschäftigten entwickeln?

Hier stellt sich die grundsätzliche Frage, ob Komplementaritäten *ex ante* in den Institutionen von Produktionsregimen angelegt sind, oder ob sie immer nur *ex post* festgestellt werden können, wenn es den Produzenten gelungen ist, auf Grundlage eines gegebenen institutionellen Arrangements erfolgreiche Unternehmensstrategien zu entwickeln. Die ersten, aber noch sehr vorläufigen Beobachtungen zum Zusammenwirken von Shareholder Value und Mitbestimmung lassen eine dauerhafte Kombination dieser Elemente zumindest möglich erscheinen. Um diesen Vorgang zu kennzeichnen, sprechen Gregory Jackson (2001b) und andere von *Hybridisierung*. Diesem Begriff liegt die implizite Annahme zu Grunde, dass ein ehemals kohärentes System aus komplementären Elementen nun hybride Züge annimmt. Dem ist entgegenzuhalten, dass die Komplementaritäten *ex post* in das deutsche In-

stitutionengefüge hineininterpretiert wurden. Von der Kombination liberaler und marktkorrigierender Institutionen her gedacht, waren Deutschland und andere kontinentaleuropäische Produktionsregime schon immer Hybride.

Hat sich das deutsche System der Arbeitsbeziehungen wegen seiner kohärenten Beziehungen zu anderen Charakteristika des deutschen Produktionsmodells herausgebildet? In dieser Arbeit ist gezeigt worden, dass die Unternehmensmitbestimmung in den neunziger Jahren als Element des Produktionsmodells von Führungskräften akzeptiert und im Zweifel sogar positiv bewertet wird. Bei einer Umfrage des arbeitgebernahen Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) stellte sich sogar heraus, dass der Betriebsrat in der Gunst der Arbeitgeber noch höher rangierte als bei den Mitbestimmungsträgern selbst (Niederhoff 1999: 64–65). Dieses Ergebnis spricht tatsächlich dafür, dass die Mitbestimmung von deutschen Arbeitgebern als Instrument betrachtet wird, das wegen seiner Komplementaritäten zu den anderen Institutionen hilfreich ist und dem Produktionsregime zu Kohärenz verhilft.

Das gilt allerdings ausschließlich *ex post*, nachdem Unternehmen gelernt haben, mit der Mitbestimmung umzugehen und sie mit erfolgreichen Unternehmensstrategien vereinbar zu machen. Mit dem Zustandekommen der Mitbestimmung hat das nichts zu tun. *Ex ante* wurden alle Schritte zum Ausbau der Mitbestimmung arbeitgeberseitig bekämpft. Es galt als abwegig, Mitbestimmung könne ein Vorteil bei der Produktion sein oder auch nur ein »beneficial constraint« (Streeck 1997), der zunächst behindere, auf lange Sicht und über viele Schleifen aber die Produktion fördere. Die räumliche Ausdehnung der Unternehmensmitbestimmung über die britische Zone hinaus geschah zwischen 1947 und 1952 nicht im Konsens, sondern in schwerem Konflikt. Nachdem Konrad Adenauer (CDU) einen Abbau der Mitbestimmungsregeln angestrebt hatte, führten IG Metall und die IG Bergbau eine Urabstimmung zur Vorbereitung eines politischen Streiks durch, der wahrscheinlich die Form eines Generalstreiks angenommen hätte. Nur unter diesem Druck kam es seinerzeit zu den Verhandlungen zwischen Unternehmens- und Gewerkschaftsvertretern im Beisein Adenauers, deren Ergebnisse in das Montanmitbestimmungsgesetz von 1952 mündeten (Kittner 2000: 961–962; Köstler/Kittner/Zachert 1999: 33–36).<sup>6</sup>

---

6 Zuvor hatten die Arbeitgeber insbesondere gegen die Aufnahme von Gewerkschaftsvertretern in die Aufsichtsräte agitiert. In einer Denkschrift der Unternehmerverbände vom Mai 1950 heißt es: »Die auch dem Unternehmer am Herzen liegende Anerkennung und Achtung der Persönlichkeitswerte des Arbeitnehmers können nicht wahrgenommen werden durch betriebsfremde Funktionäre, die von außen zwischen Betriebsleitung und Beschäftigte gestellt werden. ... Eine Parlamentarisierung der Unternehmensleitungen (durch

Auch das Mitbestimmungsgesetz von 1976 musste im Konflikt gegen die Arbeitgeberverbände durchgesetzt werden. Seinerzeit verglich das *Schering*-Vorstandsmitglied Witzel die Mitbestimmung mit »Knüppel, Daumenschrauben und zur Schlinge geknüpftem Strick« (Der Spiegel 6/1973, 31). Der Präsident des Arbeitgeberverbands Hans-Martin Schleyer sprach sich strikt gegen jede Variante des Ausbaus der Unternehmensmitbestimmung aus: Er sah in der Mitbestimmung der Arbeitnehmer die »Gefahr einer gewerkschaftlichen Machtergreifung in Wirtschaft, Gesellschaft und letztlich im Staat« (Der Spiegel 14/1973, 83). Damit besitze das Reformvorhaben eine »ordnungssprengende Dimension« (Der Spiegel 15/1974, 26). Kurt Hansen, Vorstandsvorsitzender bei *Bayer*, sah in der Arbeitnehmerbeteiligung die »Zwischenstation auf dem Wege zur sozialistischen Staatswirtschaft« (ebd.). Dass diese Äußerungen keine Lippenbekenntnisse waren, sondern auf ernsthafte, interessengeleitete Gegnerschaft und die Angst vor späteren weitergehenden Schritten in Richtung Parität hindeuten, zeigt die 1977 von den Arbeitgeberverbänden eingereichte Verfassungsbeschwerde gegen das Mitbestimmungsgesetz, die zum Auszug der Gewerkschaften aus der Konzertierte Aktion führte.

Dass der arbeitgeberseitige Widerstand gegen die Ausweitung von Mitbestimmungsregeln von deren Reichweite unabhängig ist, zeigt sich anhand der Auseinandersetzungen um die Reform des Betriebsverfassungsgesetzes in den Jahren 2000 und 2001. Die Tonlage der Proteste unterschied sich kaum von den Vorgängen der Jahre vor 1952 und 1976. Trotz allen Lobs über den Bestand und die Praxis der Mitbestimmung sah BDA-Präsident Hundt in der Riester-Reform »eine ganz ernsthafte Gefährdung der Sozialpartnerschaft und eine riesige Gefahr für den Standort Deutschland« (Handelsblatt vom 12.11.2000, 4). »Fremdbestimmung der Unternehmen durch erweiterter Mitbestimmungszwang zerstört Vertrauen im Betrieb« (Handelsblatt vom 7.12.2000, 6), äußerte Hundt; er werde »bis zur letzten Sekunde gegen die wirtschaftsfeindlichen Pläne der Bundesregierung kämpfen« (Handelsblatt vom 12.2.2001, 4). In München und Düsseldorf fanden Protestkundgebungen von Arbeitgebern statt. Führende Wirtschaftsverbände gründeten ein Aktionsbündnis gegen die Novellierung des Betriebsverfassungsgesetzes

---

den DGB) widerspricht deren Wesen und Aufgabenstellung. Die Übertragung der in der politischen Sphäre möglichen und richtigen Prinzipien auf das Leben und die Arbeit in wirtschaftlichen Unternehmungen ist ebenso unverträglich, wie etwa seinerzeit die Übertragung des dem militärischen Bereich entnommenen Führerprinzips auf Staat und Wirtschaft unsinnig war« (Der Spiegel vom 31. Januar 1951).

(Handelsblatt vom 21.2.2001, 6). DIHT-Präsident Hans-Peter Stihl kündigte an, die Wirtschaftsverbände würden abermals eine Verfassungsklage prüfen (Handelsblatt vom 22.11.2000, 3; Handelsblatt vom 6.12.2000, 1). In der selben Umfrage des Handelsblatt Business Monitors, in der 90 Prozent der Manager von Großunternehmen angegeben hatten, die Mitbestimmung habe sich ihrer Ansicht nach bewährt, lehnten 94 Prozent der Befragten die Reform der rot-grünen Bundesregierung ab, nur drei Prozent konnten ihr etwas Positives abgewinnen. Bei Führungskräften von Großunternehmen ab 5.000 Beschäftigten war der Ablehnungsgrad mit 98 Prozent sogar besonders hoch, obwohl die Reform gerade auf diese Unternehmen praktisch keine Auswirkungen hatte (Handelsblatt vom 17./18.11.2000, 7).

Diese Beispiele zeigen den massiven Unterschied zwischen *Ex-ante*- und *Ex-post*-Betrachtung. Retrospektiv mögen Mitbestimmungsregeln als Teile eines in sich kohärenten Produktionsregimes wirken. Zum Zeitpunkt der Etablierung solcher Regeln erscheint dies aus Unternehmenssicht abwegig, was selbst für geringste Reformen gilt – bis dann, nach erfolgter Anpassung, die veränderten Regeln selbst zum akzeptierten Status quo werden. Was in der Rückschau kohärent wirkt, war zum Zeitpunkt seiner Etablierung eine systemfremde Zumutung. Die bei Hall und Soskice (2001: 28) herausgestellten Komplementaritäten mussten von den Unternehmen in Lernprozessen hergestellt werden. Wo sie entstehen können, steht *ex ante* nicht fest.

Nun kann eingewandt werden, die Komplementarität zwischen Mitbestimmung einerseits und Unternehmenskontrolle über Banken und verflochtene Unternehmen andererseits sei sehr wohl bereits *ex ante* in den Institutionen angelegt gewesen, von den entscheidenden Akteuren seinerzeit aber noch nicht durchschaut und deshalb aus Unwissenheit bekämpft worden. Mitbestimmung kann beispielsweise als Gegenleistung zur Bereitschaft von Kernbelegschaften interpretiert werden, in firmenspezifisches Humankapital zu investieren, was wiederum als Voraussetzung für Erfolge in der diversifizierten Qualitätsproduktion (Streeck 1991) gilt. Diese erfolgreiche Verknüpfung von Institution und Produktmarktstrategie war aber nicht an und für sich in dem Produktionsregime angelegt, sondern sie funktionierte entgegen aller Erwartungen und nur zum Teil vor dem Hintergrund offensichtlicher Kohärenzen, und zum anderen Teil auf der Grundlage massiver Widersprüche. In Deutschland, wo der Aktienbesitz konzentriert und das Familieneigentum an Produktionsmitteln niemals verschwunden ist, herrschen häufig paternalistische Betriebsstrukturen und »Herr im Haus«-Mentalitäten vor. Dies lässt gerade nicht vermuten, Mitbestimmungsregeln könnten sich dort erfolgreich etablieren. Aus diesem Blickwinkel betrachtet,

hätte die Mitbestimmung besser in die amerikanische Welt von gestreutem Aktienbesitz und Managerherrschaft gepasst. In der Tat konnte Eberhard Witte (1980a: 433) in seiner Analyse der Arbeitnehmerbeteiligung in zwei- und dachzig deutschen Aktiengesellschaften zeigen, dass das Einflusspotenzial der Arbeitnehmer in eigentümerbeherrschten Unternehmen wie zum Beispiel Familienunternehmen zwischen 1976 und 1981 geringer war als in Streubesitzunternehmen.

Wechselseitige Beeinflussungen der Teilspären von Produktionsregimen finden statt. Auf sie besonders hingewiesen zu haben, ist eine der Hauptleistungen der Theorie über Spielarten des Kapitalismus. Die Kopplungen zwischen den Teilbereichen sind aber insofern als flexibel anzusehen, als dass in Konfigurationen von Institutionen nicht bereits angelegt ist, ob sie zu erfolgreichen Unternehmensstrategien führen oder nicht. Die Gleichgerichtetheit von Institutionen ist noch kein Garant für erfolgreiche Ökonomien. Wie Gregory Jackson (2001b) herausstellt, kann gerade die Widersprüchlichkeit von Institutionen in fruchtbare Positivsummenspiele münden – oder aber auch in Produktionshemmnisse. Gegen die Analogie von Produktionsregimen und neoklassischen Gleichgewichtsmodellen ist nicht nur einzuwenden, dass Hybride in der Zukunft möglich sind, sondern auch und vor allem, dass die kontinentaleuropäischen Ökonomien immer schon hybride Formationen waren. Wegen dieses Zusammenhangs ist der Begriff »Hybridisierung« zur Charakterisierung der Vorgänge der neunziger Jahre missverständlich, denn er setzt implizit voraus, der Zustand vor der Veränderungsphase sei nicht hybrid gewesen, und eine hybride Formation sei erstmals im Entstehen begriffen. Deshalb wird vorgeschlagen, zur Charakterisierung pfadabhängiger Adaption Thelens Begriffe institutioneller Schichtung und Konversion zu gebrauchen, und den Konvergenzbegriff anzuwenden, um die Richtung des Wandels zu charakterisieren.

Für die Kombination aus Shareholder Value und Mitbestimmung bedeutet dies, dass zumindest *ex ante* kein triftiger Grund für die Annahme spricht, sie sei inhärent instabil oder müsse in erfolglose Unternehmensstrategien münden. Die Zukunft ihres Zusammenwirkens ist in jeder Hinsicht offen. Möglicherweise wird auch diese, heute zunächst inkonsistent wirkende Kombination in zwanzig Jahren rückwirkend als kohärent betrachtet, weil sie Unternehmen einer Rentabilitätspeitsche aussetzte, ohne dass sie den Versuchungen langfristig suboptimaler Kurzsichtigkeit erliegen konnten.

*Triebkräfte institutionellen Wandels*

Das Plädoyer für eine flexible Variante institutioneller Komplementaritäten hat Auswirkungen auf die Natur der Determinanten institutionellen Wandels. Wenn Institutionen wie die Mitbestimmung nicht wegen ihrer Komplementaritäten zu anderen Elementen des Produktionsregimes entstanden sind, muss es andere, von Effizienzgesichtspunkten verschiedene Triebkräfte institutionellen Wandels geben. In der Theorievariante von Soskice stehen funktionalistisch-utilitaristische Bestands- und Wandlungsbedingungen im Vordergrund: Unternehmen wählen jene Institutionen der Koordination wirtschaftlichen Handelns, die aus ihrer Sicht die besten Ergebnisse erwirtschaften. Die politische Gestaltbarkeit von Produktionsregimen wird demzufolge als gering eingeschätzt. Die Funktion der Politik ist eine technische, nämlich die eines Koordinationshelfers zwischen Unternehmen. Gerade die kontinentaleuropäischen koordinierten, »rheinischen« Kapitalismen sind allerdings »politisch aufgeladene« Ökonomien. Sie wären nicht entstanden, wären die Institutionen allein von den produzierenden Mikro-Einheiten aus Effizienzgesichtspunkten gewählt worden (Boyer 1998: 15; Streeck 2001a).

Thelen (2002: 10–15) unterscheidet drei Perspektiven auf Institutionenwandel: die funktionalistisch-nutzentheoretische Perspektive, die die Erklärung für institutionellen Wandel in der Performanz der Institutionen sieht; die Machtressourcen-Perspektive, bei der politische Konflikte und die Verteilungskonsequenzen von Institutionen im Mittelpunkt stehen; und die kulturell-soziologische Perspektive, die besonders die Veränderlichkeit kultureller Verständnisse sozialen und ökonomischen Handelns betont. Jede dieser Perspektiven beinhaltet implizit eine Theorie institutionellen Wandels. Entstehung und Wandel von Produktionsregimen sind im Spannungsfeld zwischen Performanz-, Macht- und Kultureffekten zu verorten. In der Variante von Hall und Soskice läuft die Theorie über Spielarten des Kapitalismus Gefahr, die funktionalistisch-utilitaristische Perspektive zu Ungunsten der beiden anderen Perspektiven zu stark zu betonen.

In der politikwissenschaftlichen und soziologischen ländervergleichenden Politikökonomie sind ökonomisch-utilitaristische Ansätze, oft mit expliziter Bezugnahme auf die »Varieties-of-Capitalism«-Debatte, besonders in den neunziger Jahren angewendet worden. Dabei wurden alternative Erklärungsansätze mitunter vernachlässigt. Dass dies geschehen ist, kann anhand der neben der Mitbestimmung am stärksten politisierten Bestandteile kontinentaleuropäischer politischer Ökonomien aufgezeigt werden: dem wohlfahrtsstaatlichen Regime und der Zentralisierung der Lohnfindung.

Traditionell wurde der zweite der drei bei Thelen (2002) genannten Ansätze zur Erklärung institutionellen Wandels, der Machtressourcen-Ansatz,

in der politikwissenschaftlichen Wohlfahrtsstaatsforschung als besonders erklärungskräftig angesehen. Die Dekommodifizierung der Ware Arbeitskraft durch Sozialpolitik (Esping-Andersen 1990) und die Zentralisierung der Lohnfindung reflektieren demnach die Machtressourcen der Gewerkschaftsbewegung und der ihnen nahe stehenden sozialdemokratischen Parteien. Dem liegt die Annahme zu Grunde, Repräsentanten der Kapitalseite seien prinzipiell gegen Wohlfahrtsstaatlichkeit und zentrale Lohnaushandlung, müssten durch die Kampfbereitschaft der Arbeitnehmer zu deren Akzeptanz gezwungen werden und würden sie abschaffen, wenn ihre Durchsetzungsfähigkeit dies zuließe. Wohlfahrtsstaatliche Programme werden als »Politik gegen Märkte« interpretiert (Esping-Andersen 1985, 1990; Korpi 1978). Von Autoren wie Manfred G. Schmidt wurden Machtressourcen-Variablen als Determinanten von Sozialquoten im Ländervergleich durch weitere Variablen wie die Zentralisierung der Staatsverfassung sowie die An- und Abwesenheit institutioneller Vetospieler ergänzt (M.G. Schmidt 1998).

Dieser Blickwinkel wurde in den neunziger Jahren zunehmend kritisiert. An die Stelle der Theorie von der »politischen Geformtheit« gegenwärtiger politischer Ökonomien traten Ansätze, in denen Produktionsinteressen von Unternehmen als Determinanten der Zentralisierung industrieller Beziehungen und der Konstruktion wohlfahrtsstaatlicher Programme betont wurden.<sup>7</sup>

Besonders wichtig waren in diesem Zusammenhang die Arbeiten von Peter Swenson. Die Machtressourcentheorie, so Swenson, habe die Bedeutung des Kapitals bei der Entwicklung des Wohlfahrtsstaats systematisch unterschätzt. Anhand der historischen Entwicklungen der dänischen und schwedischen Wohlfahrtsstaaten stellt er heraus, dass Unternehmen dort nicht durch Arbeiterbewegung und Sozialdemokratie zur Zentralisierung der industriellen Beziehungen getrieben werden mussten. Mächtige Gruppen innerhalb des Arbeitgeberlagers unterstützten den Zentralisierungsgedanken. Sie kämpften für zentrale Lohnfindung mit Kampagnen und der Anwendung von Aussperrungen, weil sie wegen ihrer Zugehörigkeit zum Exportsektor und der daraus resultierenden Verwundbarkeit an einer intersektoral kontrollierbaren Lohnstruktur interessiert waren. Demnach waren die Arbeitgeber des Exportsektors insbesondere von dem Ziel getrieben, die Lohnentwicklung im Bausektor unter Kontrolle halten zu können, und setzten in den dreißiger Jahren in Dänemark und Schweden die Zentralisierung der Lohnaushandlung in Arbeitskämpfen durch (Swenson 1991a: 517–520). Mit pa-

---

7 Dazu zählen Clayton/Pontusson (1998), Manow (2000), Mares (1996b, 2000), Swenson (1991a, 1991b, 1992), Swenson/Pontusson (2000), Thelen (2000).

rallelen Argumenten wurde auch der Niedergang der zentralen Lohnfindung in Schweden in den achtziger Jahren erklärt (Swenson/Pontusson 2000).

Eine ähnliche Entwicklung hin zu funktionalistisch-utilitaristischen Erklärungen hat in den neunziger Jahren in der Wohlfahrtsstaatsdiskussion stattgefunden. Dabei wurden eine Reihe von Argumenten ins Feld geführt, denen zufolge Unternehmen zu bestimmten Zeiten und in bestimmten Sektoren ein Interesse an Sozialstaatlichkeit entwickeln können (Mares 1996a, 1996b; Manow 2000): Kündigungsschutzmaßnahmen und sozialstaatliche Abfederungen stärken die Bereitschaft von Arbeitnehmern, in unternehmensspezifische Fertigkeiten zu investieren; Programme zur Frühverrentung die Kosten der Verjüngung der Belegschaften; Sozialprogramme fördern den sozialen Frieden, das Vertrauen in die Unternehmen und steigern die Produktivität; soziale Abfederung treibt die Flexibilität, die Unternehmen ihren Beschäftigten auferlegen können.

So zeigt Isabela Mares (1996b, 2000), dass die Einführung der Arbeitslosenunterstützung in Frankreich (1905) und Deutschland (1927) die politische Unterstützung sowohl von Gewerkschaften als auch von dominanten Kräften der Arbeitgeber hatte. Die Präferenzen der Arbeitgeber wechselten, Mares zufolge, aufgrund veränderter Kräfteverhältnisse, die den Unternehmen im Exportsektor – insbesondere aus Chemie, Maschinenbau und Elektronik – ein stärkeres Gewicht verliehen. Peter Swenson (1992) und Philip Manow (2000) haben die Verknüpfung von Unternehmensinteressen hinsichtlich Lohnfindungsinstitutionen und Wohlfahrtsstaatsprogrammen aufgezeigt. Demnach seien Arbeitgeberverbände, die von den Gewinnern zentralisierter Lohnfindung dominiert werden, in Zeiten wirtschaftlicher Prosperität für wohlfahrtsstaatliche Expansion, während in dezentralisierten Tarifsyste-men ein Unternehmensinteresse an Wohlfahrtsstaatlichkeit in Krisenzeiten entsteht.

Die funktionalistisch-utilitaristische Perspektive konnte simplifizierende, allein auf der Kapital-Arbeit-Dichotomie basierende Modelle korrigieren. Der Wert dieser Perspektive stellte sich auch in der Argumentation dieser Arbeit heraus. So wurde gezeigt, dass Shareholder-Value-Unternehmen nicht wegen externem Druck, sondern wegen ihrer eigenen Interessen am Bestand der Flächentarifverträge festhalten. Würde die Lohnfindung dezentralisiert, wären diese Unternehmen mit höheren, nicht mit niedrigeren Lohnforderungen konfrontiert. Die Gefahr von Fehlschlüssen liegt bei der Einnahme funktionalistisch-utilitaristischer Perspektiven allerdings nahe. Wohlfahrtsstaaten und Mitbestimmung sind nicht – wie Paul Pierson (2000c: 795) es paraphrasierend formuliert – von und für Arbeitgeber gemacht worden.



Insbesondere David Soskices Variante der Theorie über Spielarten des Kapitalismus muss durch Machtverteilungs- und kulturelle Perspektiven ergänzt werden. Institutioneller Wandel in Produktionsregimen ist im Spannungsfeld von Kosten-Nutzen-Kalkülen der Unternehmen, kulturellem Wandel und Politik zu verorten. Die Mitbestimmung ist dafür das beste Beispiel. Sie war ein politisches Projekt, das gegen den Widerstand der Arbeitgeber durchgesetzt werden musste. Hingegen gehen die Haupttriebkraften im Umschwenken auf Shareholder Value von den Unternehmen aus, die aus einer Mischung von utilitaristischen und kulturell-ideologischen Motiven getrieben werden. Die verändernde Kraft kultureller Verschiebungen wurde anhand der Veränderungen in den Leitbildern »guter« Unternehmensführung bei Führungskräften aufgezeigt, die sich in den neunziger Jahren zugunsten der Orientierung an angloamerikanischen Managementkonzepten verändert haben. Politische und kulturelle Perspektiven haben ihren Wert nicht nur in der Erklärung von Pfadabweichungen, sondern auch im Verständnis von Phasen der pfadtreuen Reproduktion. Wie Mahoney (2000) und Deeg (2001: 10) herausstellen, bedürfen auch stabile Institutionen in der Regel der politischen und kulturellen Stabilisierung.<sup>8</sup> Mit der Ermöglichung von internationaler Bilanzierung, Aktienoptionsprogrammen, Aktienrückkäufen und dem Wegfall der Körperschaftssteuer auf die Veräußerung von Beteiligungsgewinnen ist ein Teil der politischen Stabilisierung der »rheinischen« Elemente des deutschen Kapitalismus weggefallen.

In der jüngsten und bis dato elaboriertesten Darstellung ihres Ansatzes bekennen sich Hall und Soskice (2001: 50–51) explizit zur funktionalistisch-utilitaristischen Perspektive auf die Entstehung von Sozialstaatlichkeit, leiten sie aus den Bedürfnissen der Unternehmen ab und betonen die Komplementaritäten zwischen Wohlfahrtsstaatlichkeit und anderen Sphären der Produktionsregime. Im Ergebnis erhält das Wohlfahrtsregime damit den Status einer der eng verknüpften Teilsphären politischer Ökonomien, neben Corporate-Governance-Sphäre, Aus- und Weiterbildungssystem, industriellen Beziehungen und Wettbewerbsregime. Grundsätzlich wird in dieser Arbeit für einen Erklärungs-Mix aus funktionalistisch-utilitaristischen, soziologisch-kulturellen und Machtressourcen-Perspektiven plädiert. Die beiden nichtökonomischen Ansätze werden gerade dort besonders fruchtbar, wo es um institutionellen Wandel in den »politisch aufgeladene« Sphären koordinierter Ökonomien geht, also in Fragen von Lohnsystemen, Mitbestim-

---

8 Dieser Hinweis, der mitunter gegen die Piersonsche Theorie der Pfadabhängigkeit gewendet wird, findet sich auch bei Pierson selbst (2000b: 478).

mung und Wohlfahrtsstaat. Der Wandel von Produktionsregimen muss im Schnittpunkt von Unternehmensinteressen, politischen sowie kulturellen Einflüssen verortet werden.

Ein Beispiel für die Verknüpfung dieser Perspektiven legt Isabela Mares (2000) im Rahmen ihrer Analyse der Einführung der Arbeitslosenunterstützung in Deutschland und Frankreich vor. Dieses Modell kommt unter Zuhilfenahme spieltheoretischer Überlegungen zustande. Für Mares ist die Einführung der Arbeitslosenunterstützung in Frankreich und Deutschland, ähnlich wie in den Arbeiten von Peter Swenson, Ergebnis klassenübergreifender Übereinkünfte. Sie unterscheidet allerdings vorstrategische Interessenkonvergenzen von Übereinkünften, die im Verlauf von Verhandlungsprozessen zustande kommen. Erste Präferenz der dominierenden Unternehmen beider Länder sei es gewesen, die Einführung der Arbeitslosenunterstützung zu verhindern. Im Verlauf des Aushandlungsprozesses, so Mares, sei es aber zu strategischen Übereinkünften auf der Basis der zweitbesten Präferenzen von Unternehmen und Gewerkschaften gekommen, weil jede Seite befürchten musste, ansonsten ein für sie noch ungünstigeres Ergebnis zu erzielen – durch kompromisslose Militanz der Gewerkschaftsbewegung oder hartnäckiges Veto der Arbeitgeberseite. Die Architekten der Reform, stellt Mares klar, waren Reformpolitiker, denen es gelang, das fragile Gleichgewicht auf Basis der zweiten Präferenz von Unternehmen und Gewerkschaften zu festigen (Mares 2000: 229). Isabela Mares hat damit eine überzeugende Integration von unternehmensbasiert-nutzentheoretischen und politologischen Theoriezweigen in der vergleichenden Wohlfahrtsstaatsforschung vorgelegt.

Als Fazit ist vor der Verabsolutierung der funktionalistisch-utilitaristischen Perspektive zu warnen. Die »Varieties-of-Capitalism«-Theorie in der Variante von Hall und Soskice und jüngere Beiträge der Wohlfahrtsstaatsforschung tendieren in diese Richtung. Wie Isabela Mares überzeugend dargelegt hat, agiert der Staat auch dort im Hintergrund, wo man vordergründig dem Fehlschluss erliegen könnte, die Politisierung moderner Ökonomien sei von und für Unternehmen gemacht. Auch wo Unternehmen als Unterstützer, manchmal sogar als Initiatoren von Sozialpolitik oder Tarifverträgen erscheinen mögen, ist zu berücksichtigen, dass ein entscheidendes Unternehmensinteresse von politischer Seite herrührt: das Interesse, staatliche Kontrolle mit ungünstigeren Ergebnissen zu verhindern. Dieses Interesse kann so stark sein, dass Unternehmensführungen gegenüber ihren eigentlichen Vorstellungen idealer Problemlösungen Kompromisse eingehen, um sich vor den aus ihrer Sicht ungünstigsten Ergebnissen zu bewahren (Schmitter/Streeck 1985: 147). Wo Unternehmen als politische Akteure beobachtet werden,

bleibt zu bedenken, dass sie im »Schatten der Hierarchie« (Mayntz/Scharpf 1995: 28) operieren.

### *Konvergenz in Richtung liberaler Ökonomien?*

Ist es im Licht der Ergebnisse dieser Arbeit gerechtfertigt, den Konvergenzbegriff zur Kennzeichnung des vorgefundenen Wandels zu verwenden? Die Begriffe Hybridisierung (Lane, Jackson, Vitols und andere) sowie Schichtung und Konversion (Thelen) informieren darüber, in welcher Form institutioneller Wandel vor sich geht, sagen aber noch nichts darüber aus, in welche Richtung er verläuft. So bezeichnet Gilson (2000: 34) die Annäherung kontinentaleuropäischer Wirtschaftssysteme an das liberale Marktmodell als »hybride Konvergenz«, ohne dass sich daraus ein Widerspruch ergeben würde. Zur Kennzeichnung der Richtung des institutionellen Wandels in den neunziger Jahren erscheint der Konvergenzbegriff durchaus hilfreich.

Das angloamerikanische Produktionsmodell ist durch das Vorherrschen marktlicher Steuerungsformen gekennzeichnet, die in den kontinentaleuropäischen Ländern durch nichtmarktliche, marktbegrenzende Institutionen ergänzt werden. Auf Grundlage dieser Unterscheidung muss konstatiert werden, dass im deutschen Produktionsregime in den neunziger Jahren ein deutlicher Prozess der Annäherung an das Marktmodell stattgefunden hat. Koordination über Marktprozesse gewinnt an Bedeutung, und zwar in Bereichen, in denen dem Markt noch zehn Jahre zuvor durch die bestehenden Institutionen Grenzen gesetzt wurden:

- Noch in den achtziger Jahren wurde es als geschmacklos angesehen, Finanzwerbung für die eigenen Aktien zu betreiben (Günther/Otterbein 1996: 291). Folglich waren Investor-Relations-Abteilungen nach amerikanischem Vorbild überflüssig. In den neunziger Jahren hat es sich durchgesetzt, Aktien als Waren zu betrachten, die beworben werden können wie Produktionsgüter. In Wirtschaftszeitschriften bewerben viele Unternehmen nicht mehr ihre Produkte, sondern ihre Aktien.
- Das deutlichste Beispiel für das Terrain, das der Markt in den neunziger Jahren von der Gesellschaft gewonnen hat, ist die Entstehung eines Markts für Unternehmenskontrolle. Noch während des Übernahmekampfs zwischen Krupp und Thyssen im Jahr 1997 galt es als gesellschaftlicher Konsens, dass feindliche Übernahmen nicht zur sozialen Marktwirtschaft passen. Mit der Entstehung des Markts für Unternehmenskontrolle wer-

den Unternehmen, deren Produktionsziel in der Herstellung von Waren besteht, selbst zur Ware (Windolf 1994).

- Das Vordringen von Märkten zeigt sich auch im Entstehen eines Arbeitsmarkts für Manager nach amerikanischem Vorbild. Herrschten ehemals interne Rekrutierungsmuster und über lange Zeit andauernde Hauskarrieren vor, hat sich die Praxis deutscher Unternehmen nun angloamerikanischen Standards angenähert.
- Wo Unternehmenssegmenten Profitabilitätsziele vorgegeben werden, auf deren Grundlage die Segmente um Investitionen und den Verbleib im Unternehmen konkurrieren, werden Marktprozesse im Unternehmen simuliert.
- Im deutschen Tarifvertragssystem haben Gewerkschaften die Strategie einer »solidarischen Lohnpolitik« verfolgt. Deren Ziel war es, das Entgelt der Beschäftigten vor Marktprozessen zu schützen. Der Lohn sollte unabhängig vom Markterfolg der Unternehmen sein und nicht als Instrument in der Konkurrenz von Unternehmen eingesetzt werden können. Das Vordringen variabler, an den Unternehmenserfolg gekoppelter Lohnbestandteile in Shareholder-Value-Unternehmen zeigt, dass der Markt nun verstärkt in den Arbeitslohn einbricht (Kurdelbusch 2002). Wo aktienbasierte Vergütungsbestandteile auf tarifliche Arbeitnehmer ausgedehnt werden, dringt auch der Kapitalmarkt direkt in den Arbeitslohn ein.

Der Shareholder-Value-Prozess der neunziger Jahre kann als ein Prozess der Ausbreitung von Märkten und deren Internalisierung durch die Unternehmen beschrieben werden. Andere Schlagworte, mit denen die »Durchkapitalisierung« ehemals nichtmarktlicher Prozesse charakterisiert werden kann, sind der ursprünglich von Rosa Luxemburg geprägte Begriff der inneren Landnahme des Marktes (Lutz 1984) oder der Rekommodifizierungs-Begriff. Als Metapher zur Kennzeichnung des Verhältnisses von Staat und Markt wird in der Soziologie insbesondere das Bild von der »Einbettung« wirtschaftlichen Handelns in die Gesellschaft gebraucht. In soziologischen Theorien wurde der Einbettungsbegriff zur Kennzeichnung zweier unterschiedlicher Sachverhalte verwendet: Zum einen im Sinne der Einsicht von Granovetter (1985) und anderen, dass jede Markttransaktion – egal ob auf dem Arbeitsmarkt (Fernandez/Weinberg 1997), dem Diamantenmarkt (Bernstein 1992) oder den Finanzmärkten (Abolafia 1996) – von nichtmarktlichen, sozialen Beziehungen abhängig ist. Im Sinne Polanyis (1992) dagegen ist die Einbettung von Märkten durch die Gesellschaft eine variable Größe, die Markttransaktionen engere oder weitere Freiräume lassen kann. In seinem

Hauptwerk hat Polanyi die jüngere Geschichte als Geschichte der Ausbreitung von Märkten und deren Beschneidung durch die Gesellschaft interpretiert (Polanyi 1997). In dieser Begriffstradition kann der Shareholder-Value-Prozess als Veränderung der gesellschaftlichen Einbettung von Märkten zu Gunsten von Marktpraktiken charakterisiert werden.

Damit findet eine Annäherung des deutschen Produktionsregimes als paradigmatischem Fall einer koordinierten Ökonomie an liberale Marktökonomien statt. Dieser Prozess verläuft nicht über den abrupten Austausch der alten Institutionen durch neue. Vielmehr kriechen Marktprozesse in die bestehenden Institutionen und verändern sie so von innen. Der »gebundene« Charakter dieser Veränderungen sollte aber nicht den Blick auf die Richtung des Wandels verstellen und davon abhalten, die zunehmende Vermarktlichung koordinierter Ökonomien als Konvergenzprozess zu bezeichnen. Im Licht der Ergebnisse dieser Arbeit ließe sich eine Ablehnung des Konvergenzbegriffs allenfalls durch extrem unrealistische Kriterien für Konvergenz erkaufen.

In diesem Zusammenhang ist es hilfreich, sich zu vergegenwärtigen, wie der Konvergenzbegriff in den fünfziger, sechziger und siebziger Jahren verwendet wurde. In der damaligen Konvergenzdiskussion wurden wesentlich begrenztere Entwicklungen in viel unterschiedlicheren Ökonomien als Konvergenzprozesse diskutiert. In seinen »Dix-huit leçons sur la société industrielle« argumentierte Raymond Aron (1964), sowohl die westlichen Demokratien wie auch das Sowjetsystem seien als moderne Industriegesellschaften konvergenten Entwicklungen unterworfen. John Kenneth Galbraith beobachtete, dass die Verfügungsgewalt von Produktionsmitteln in den westlichen und östlichen Ländern zunehmend in den Händen von Technokraten lag, die nicht selbst die Eigentümer waren. Diese »Technostruktur« habe die Konvergenz der Systeme mit sich gebracht (Galbraith 1967: 76–88). Es wurde nicht erwartet, eines der beiden Systeme werde kollabieren. Aber beide Systeme seien durch weitreichende Parallelen geprägt. Für Jan Tinbergen bedeutete Konvergenz den Rückgang, nicht das Verschwinden von Unterschieden zwischen Ökonomien. Er beobachtete Dezentralisierungstendenzen in sozialistischen Ländern und eine zunehmende Bedeutung politischer Steuerung in den kapitalistischen Staaten (Tinbergen 1961, 1986). In diesem Sinne war der Konvergenzbegriff weitgehend akzeptiert. Kritiker waren Liberale (Dahrendorf 1961: 23–26, 1992: 152–161) oder Marxisten (Meissner 1969; Rose 1970), die auf den fundamentalen Gegensätzen zwischen kapitalistischen und sozialistischen Ländern beharrten.

---

Mit solchen Kriterien von Konvergenz erscheint es nicht abwegig, die neunziger Jahre als Phase der Konvergenz zu beschreiben. Geschichtsteleologie im Sinne einer zwangsläufigen Ausbreitung der liberalen Marktgesellschaften impliziert das nicht. Der Durchkapitalisierung der Gesellschaften des 19. Jahrhunderts folgte ein Divergenzprozess im 20. Jahrhundert, dem nun wieder ein Konvergenzprozess folgt – auf den, wiederum, Divergenzphasen folgen können. In dieser Hinsicht ist die Geschichte offen. In der Literatur über Spielarten des Kapitalismus scheint sich die Abgrenzung vom Konvergenzbegriff durchgesetzt zu haben (Boyer 1998; Hall/Soskice 2001; Jackson 2001b). Wie auch immer dieses semantische Problem gelöst wird: Realistische Beschreibungen der gegenwärtigen Varietäten des Kapitalismus müssen berücksichtigen, dass koordinierte Ökonomien einen Prozess der Ausbreitung von Märkten durchlaufen und sich damit den liberalen Marktökonomien annähern.

# Literaturverzeichnis

- Abolafia, Michael Y., 1996: *Making Markets: Opportunism and Restraint on Wall Street*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Achleitner, Ann-Christin/Alexander Bassen, 2000: *Entwicklungsstand des Shareholder-Value-Konzepts in Deutschland – Empirische Befunde*. EBS Finance Group Working Paper 00–02. Oestrich-Winkel: EBS Finance Group.
- Adams, Michael, 1994: Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der »Deutschland AG«. Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und Unternehmensrecht. In: *Die Aktiengesellschaft* 4, 148–158.
- Albach, Horst, et al., 1999: Soziale Marktwirtschaft: Eine Erfolgsgeschichte. 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland im Lichte von Industriebilanzen. In: Max Kaase/Günther Schmid (Hrsg.), *Eine lernende Demokratie. 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland*. WZB-Jahrbuch 1999. Berlin: edition sigma, 499–528.
- Albert, Michel, 1992: *Kapitalismus contra Kapitalismus*. Frankfurt a.M.: Campus.
- , 1993: *Capitalism vs. Capitalism: How America's Obsession with Individual Achievement and Short-term Profit has led it to the Brink of Collapse*. New York: Four Walls Eight Windows.
- d'Alessio, Nestor/Herbert Oberbeck, 1998: Ist das deutsche Modell der »Corporate Governance« am Ende? In: Bruno Cattero (Hrsg.), *Modell Deutschland – Modell Europa: Probleme, Perspektiven*. Opladen: Leske+Budrich, 99–118.
- Aleweld, Thomas/Carsten Hölscher, 1999: Aktienoptionspläne bei unterschiedlichen Unternehmensstrategien. In: *Personal* 51, 228–232.
- Allen, Franklin/Douglas Gale, 1999: *Corporate Governance and Competition*. Wharton School Working Paper 99–28. Philadelphia: The Wharton Financial Institutions Center. <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/9928.pdf>>
- Altmeyer, Werner, 2001: Deutsch-französische Arbeitnehmerpolitik. In: *Die Mitbestimmung* 47/5, 54–57.
- Amatori, Franco, 1999: European Business: New Strategies, old Structures. In: *Foreign Policy* 115, 78–89.
- Amelung, Torsten, 1999: Globalisierung, Conglomerate Discount und Auswirkungen auf die Unternehmensstrukturen. In: *Journal für Betriebswirtschaft* 49, 27–38.

- Anderson, Sarah/John Cavanagh, 2000: *Top 200. The Rise of Corporate Global Power*. Report. Washington, DC: Institute for Policy Studies.
- Antrecht, Rolf/Tasso Enzweiler, 1995: Die unheimliche Macht. In: *Manager Magazin* 35/7, 42–50.
- Aoki, Masahiko, 2001: *Towards a Comparative Institutional Analysis*. Cambridge, MA: MIT Press.
- van Apeldoorn, Bastiaan, 2000: *The Rise of Shareholder Capitalism in Continental Europe?* Konferenzbeitrag. »XVIII World Congress of the International Political Science Association«, Quebec City, 1.–5. August 2000.
- Aron, Raymond, 1964: *Die industrielle Gesellschaft. 18 Vorlesungen*. Frankfurt a.M.: Fischer.
- Augustin, Reinhard R., 1994: Ausschüttungspolitik deutscher und amerikanischer börsennotierter Unternehmen. In: *Recht der internationalen Wirtschaft* 40, 659–662.
- Backes-Gellner, Uschi/Linus Geil, 1997: Managervergütung und Unternehmenserfolg – Stand der theoretischen und empirischen Forschung. In: *WISU* 26, 468–475.
- Baden, Kay/Winfried Wilhelm, 1996: Das Chaos wird noch größer. In: *Manager Magazin* 26/9, 118–180.
- Balzer, Arno/Andreas Nölting, 1997: Die schiere Macht. In: *Manager Magazin* 27/8, 73–89.
- Balzer, Arno/Christiane Sommer, 1998: Mehr Geld für die Chefs? In: *Manager Magazin* 28/9, 214–228.
- Bassen, Alexander/Maximilian Koch/Daniel Wichels, 2000: Variable Entlohnungssysteme in Deutschland: Eine empirische Studie. In: *Finanz Betrieb* 2, 9–17.
- Bassen, Alexander/Thomas Schulz, 2000: Beteiligungscontrolling in Deutschland: Eine empirische Analyse vor dem Hintergrund des Shareholder Value. In: *Finanz Betrieb* 2, 67–72.
- Baums, Theodor, 1996: *Corporate Governance Systems in Europe: Differences and Tendencies of Convergence*. Arbeitspapier des Instituts für Handels- und Gesellschaftsrecht 37. Osnabrück: Institut für Handels- und Gesellschaftsrecht der Universität Osnabrück.
- Baums, Theodor/Christian Fraune, 1995: Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung. In: *Die Aktiengesellschaft* 40/3, 97–112.
- Baums, Theodor/Bernd Frick, 1998: Co-Determination in Germany: The Impact of Court Decisions on the Market Value of Firms. In: *Economic Analysis* 1, 144–161.
- Beck, Dorothee/Hartmut Meine, 1997: *Wasserprediger und Weintrinker. Wie Reichtum vertuscht und Armut verdrängt wird*. Göttingen: Steidl.
- Becker, Gernot, 2000: Marktwertorientiertes Rechnungswesen, Shareholder Value Management und Controlling. In: *WISU* 29, 53–55.
- Behm, Ulrich/Heinz Zimmermann, 1993: The Empirical Relationship between Dividends and Earnings in Germany. In: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften* 113, 225–254.



- Belitz, Heike, 1997: Forschung und Entwicklung in multinationalen Unternehmen aus Sicht der Bundesrepublik. In: *DIW-Wochenbericht* 64, 449–456.
- Bellgard, Egon, 1997: *Statistik mit SPSS. Ausgewählte Verfahren für Wirtschaftswissenschaftler*. München: Vahlen.
- Berle, Adolf A., 1967: *Macht ohne Eigentum*. Meisenheim am Glan: Hain.
- Berle, Adolph A./Gardiner C. Means, 1932: *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Berliner Initiativkreis German Code of Corporate Governance, 2000: German Code of Corporate Governance; Berliner Thesen zur Corporate Governance; Checklisten für ein Corporate-Governance-Programm. In: Axel von Werder (Hrsg.), *German Code of Corporate Governance (GCCG). Konzeption, Inhalt und Anwendung von Standards der Unternehmensführung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 29–85, 88–95 und 98–136.
- Bernstein, Lisa, 1992: Opting out of the Legal System: Extralegal Contractual Relations in the Diamond Industry. In: *Journal of Legal Studies* 21, 115–157.
- Beyer, Jürgen, 1998: *Managerherrschaft in Deutschland? »Corporate Governance« unter Verflechtungsbedingungen*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- , 1999: Unternehmensverflechtungen und Managerherrschaft in Deutschland. In: *Leviathan* 27, 518–536.
- , 2001b: *»One best way« oder Varietät? Strategischer und organisatorischer Wandel von Großunternehmen im Prozess der Internationalisierung*. MPIfG Discussion Paper 01/2. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- , 2002: *Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen*. MPIfG Working Paper 02/4. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Beyer, Jürgen/Anke Hassel, 2002: The Effects of Convergence: Internationalisation and the Changing Distribution of Net Value Added in Large German Firms. In: *Economy&Society* 31, im Erscheinen.
- Beyfuß, Jörg, et al., 1998: Der Globalisierungsprozess in der chemischen Industrie Deutschlands. Eine Bestandsaufnahme. In: *IW-Trends* 25/1, 38–64.
- Blanchard, Oliver/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrej Shleifer, 1994: What do Firms do with Cash Windfalls? In: *Journal of Financial Economics* 36, 337–360.
- Bleicher, Knut, 1983: Organisationskulturen und Führungsphilosophien im Wettbewerb. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 35, 135–146.
- BMA (Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung), 2000: *Tarifbericht 1999. Tarifvertragliche Arbeitsbedingungen im Jahre 1999*. Bonn: Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung.
- Boldt, Klaus, et al., 2001: Vorstandsgehälter: Cash as Cash Can. In: *Manager Magazin* 31/8, 46–59.
- Bolt, Marie, 2000: *Stellungnahme des DGB zum Fragenkatalog der Regierungskommission »Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmens-*

- kontrolle – Modernisierung des Aktienrechts*«. Berlin: Deutscher Gewerkschaftsbund.
- Börsensachverständigenkommission, 1998: *Übernahmekodex vom 14. Juli 1995, geändert durch Bekanntmachung vom 28. November 1997 mit Wirkung ab 1. Januar 1998*. Berlin: Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen.
- Börsig, Clemens, 2000: Wertorientierte Unternehmensführung bei RWE. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 52, 167–175.
- Bortz, Jürgen, 1993: *Statistik für Sozialwissenschaftler*. 4., vollständig überarbeitete Auflage. Berlin: Springer.
- Boyd, Brian K., 1994: Board Control and CEO Compensation. In: *Strategic Management Journal* 15, 335–344.
- Boyer, Robert, 1998: Hybridization and Models of Production: Geography, History, and Theory. In: Robert Boyer et al. (Hrsg.), *Between Imitation and Innovation. The Transfer and Hybridization of Productive Models in the International Automobile Industry*. Oxford: Oxford University Press, 23–56.
- , 2001: The Diversity and Future of Capitalisms. A »Régulationist« Analysis. In: Geoffrey Hodgson/Edward Elgar Yokokawa (Hrsg.), *Capitalism in Evolution*. Paris, 100–121.
- Brandhoff, Jochen, 1999: Anreizkompatible Stock Option-Pläne. In: *Personal* 51, 222–227.
- Brosius, Felix, 1998: *SPSS 8.0. Professionelle Statistik unter Windows*. Bonn: MITP-Verlag.
- Bruse, Helmut, 1984: Das Unternehmensrisiko: Eine theoretische und empirische Untersuchung. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 54, 946–996.
- Buchner, Robert, 1994: Zum Shareholder-Value-Ansatz. In: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt)* 23, 513–516.
- Buck, Ingerlise, 2000: Spielregeln der dänischen Arbeitnehmerkapitalisten. In: *Die Mitbestimmung* 46/11, 47–49.
- Bühl, Achim/Peter Zöfel, 1999: *SPSS Version 8. Einführung in die moderne Datenanalyse unter Windows*. 5., überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Addison Wesley Longmann.
- Bühner, Rolf, 1993: Shareholder Value. Eine Analyse der 50 großen Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland. In: *Die Betriebswirtschaft* 53, 749–769.
- , 1996: Kapitalmarktorientierte Unternehmenssteuerung. Grundidee und Varianten des Shareholder Value. In: *Das Wirtschaftsstudium* 25, 392–396.
- Bühner, Rolf/Klaus Sulzbach, 2000: *Die Shareholder-Value-Orientierung von DAX- und MDAX-Unternehmen. Ergebnisse einer Studie*. Berlin: Arthur Andersen Consulting.

- Bundesjustizministerium, 1998: *Mitteilung und Begründung zum Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)*. Berlin: Bundesjustizministerium.
- Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V., 2001: *Investment 2001. Daten, Fakten, Entwicklungen*. Frankfurt a.M.: Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften.
- Burnham, James, 1941: *The Managerial Revolution. What is Happening in the World*. Westport, CT: Greenwood Press.
- Byrkjeflot, Haldor, 1996: *Engineers and Management in Germany and the United States. A Discussion of the Origins of Diversity in Management Systems*. Konferenzbeitrag. SASE 8th International Conference on Socio-Economics, Genf, 12.–14. Juli 1996.
- Cable, John, 1985: Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks. In: *Economic Journal* 95, 118–132.
- Calmfors, Lars/John Driffil, 1988: Bargaining Structure, Corporatism and Macroeconomic Performance. In: *Economic Policy* 6, 14–47.
- CalPERS (California Public Employees' Retirement System), 1999: *Corporate Governance Market Principles, Germany*. San Francisco: California Public Employees' Retirement System.
- Casper, Steven/Hannah Kettler, 2000: *National Institutional Frameworks and the Hybridization of Entrepreneurial Business Models within the German and UK Biotechnology Sectors*. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin.
- Castan, Edgar, 1997: Rückkauf eigener Aktien. In: *Wirtschaftswissenschaftliches Studium (WiSt)* 26, 465–467.
- Castles, Francis G. (Hrsg.), 1993: *Families of Nations. Patterns of Public Policy in Western Democracies*. Aldershot: Gower.
- Clarke, Thomas/Richard Bostock, 1996: International Corporate Governance: Who Rules the Corporation? In: Gill Palmer/Stewart Clegg (Hrsg.), *Constituting Management. Markets, Meanings, and Identities*. Berlin: Walter de Gruyter, 155–174.
- Clayton, Richard/Jonas Pontusson, 1998: Welfare-State Retrenchment Revisited: Entitlement Cuts, Public Sector Restructuring, and Inegalitarian Trends in Advanced Capitalist Society. In: *World Politics* 51, 67–98.
- Coffee, John C., 1990: Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game. In: *The Georgetown Law Journal* 78, 1495–1549.
- , 2000: *Convergence and its Critics: What are the Preconditions to the Separation of Ownership and Control?* Center for Law and Economic Studies Working Paper 179. Columbia: Columbia Law School.
- , 2001: *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Center for Law and Economic Studies Working Paper 182. Columbia: Columbia Law School.

- Conyon, Martin J./Dennis Leech, 1994: Top Pay, Company Performance and Corporate Governance. In: *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 56, 229–247.
- Coopers & Lybrand, 1997: *Wertorientierte Unternehmensführung. Die Ergebnisse einer internationalen Studie von C&L bei 300 Unternehmen in 13 Ländern zum Thema Shareholder Value*. Frankfurt a.M.: Fachverlag Moderne Wirtschaft.
- Crasselt, Nils/Bernhard Pellens/Ralf Schremper, 2000a: Konvergenz wertorientierter Erfolgskennzahlen (I). In: *WISU* 29, 72–78.
- , 2000b: Konvergenz wertorientierter Erfolgskennzahlen (II). In: *WISU* 29, 205–208.
- Crepaz, Markus M.L., 1992: Corporatism in Decline? An Empirical Analysis of the Impact of Corporatism on Macroeconomic Performance and Industrial Disputes in 18 Industrialized Democracies. In: *Comparative Political Studies* 25, 139–168.
- Crouch, Colin, 1990: Trade Unions in the Exposed Sector: Their Influence on Neo-Corporatist Behaviour. In: Renato Brunetta/Carlo Dell’Arringa (Hrsg.), *Labour Relations and Economic Performance*. London: Macmillan, 68–91.
- Crouch, Colin/Wolfgang Streeck, 1997: Introduction: The Future of Capitalist Diversity. In: Colin Crouch/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Political Economy of Modern Capitalism: Mapping Convergence and Diversity*. London: Sage, 1–18.
- Czada, Roland, 1983: Konsensbedingungen und Auswirkungen neokorporatistischer Politikentwicklung. In: *Journal für Sozialforschung* 23, 421–439.
- , 1994: Konjunkturen des Korporatismus: Zur Geschichte eines Paradigmenwechsels in der Verbändeforschung. In: Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Staat und Verbände*. Politische Vierteljahresschrift, Sonderheft 25. Opladen: Westdeutscher Verlag, 37–64.
- Dahrendorf, Ralf, 1961: *Gesellschaft und Freiheit. Zur soziologischen Analyse der Gegenwart*. München: Piper.
- , 1992: *Der moderne soziale Konflikt. Essays zur Politik der Freiheit*. Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.
- Deeg, Richard, 2001: *Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: The Case of German Finance*. MPIfG Discussion Paper 01/6. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Dell’Arringa/Carlo Lodovici/Manuela Samek, 1992: *Industrial Relations and Economic Performance. Participation in Public Policy-Making. The Role of Trade Unions and Employers’ Association*. Berlin: De Gruyter.
- Denis, Daniel J./Diane K. Denis/Atulya Sarin, 1997a: Ownership Structure and Top Executive Turnover. In: *Journal of Financial Economics* 45, 193–221.
- , 1997b: Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification. In: *Journal of Finance* 52, 135–160.
- Deppe, Frank, 1998: Von der Wirtschaftsdemokratie zur Standortpflege. Der Preis der neuen Partnerschaft. In: Rudolf Dreßler/Oskar Negt/Henner Wolter (Hrsg.), *Jenseits falscher Sachzwänge. Streiten für eine zukunftsfähige Politik. Detlef Hensche zum 60. Geburtstag*. Hamburg: VSA-Verlag, 75–98.

- Deppe, Frank/Michael Wendl, 1998: Standortpolitik oder Wirtschaftsdemokratie? In: *Die Mitbestimmung* 44/10, 54–56.
- Deutsche Bank, 2001: *Die Corporate Governance-Grundsätze der Deutschen Bank. Corporate Governance als Teil des Selbstverständnisses der Deutschen Bank*. Frankfurt a.M.: Deutsche Bank.
- Deutsche Bank Research, 1994: *Europas Industrien 1994. Im internationalen Wettbewerb herausgefordert*. Frankfurt a.M.: Deutsche Bank.
- Deutsche Bundesbank, 1997a: Die Aktie als Anlage- und Finanzierungsinstrument. In: *Monatsbericht Januar*, 27–41.
- , 1997b: Entwicklung und Bestimmungsgründe internationaler Direktinvestitionen. In: *Monatsbericht August*, 79–86.
- , 1999a: Die Entwicklung der Kapitalverflechtung der Unternehmen mit dem Ausland von Ende 1995 bis Ende 1997. In: *Monatsbericht Juni*, 59–72.
- , 1999b: *Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1990 bis 1998. Statistische Sonderveröffentlichung 4*. Frankfurt a.M.: Deutsche Bundesbank.
- , 1999c: *Jahresabschlüsse westdeutscher Unternehmen. Statistische Sonderveröffentlichung 5*. Frankfurt a.M.: Deutsche Bundesbank.
- , 2000a: Die Beziehung zwischen Bankkrediten und Anleihemarkt in Deutschland. In: *Monatsbericht Februar*, 33–48.
- , 2000b: Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1998. In: *Monatsbericht März*, 31–53.
- , 2001a: Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1999. In: *Monatsbericht März*, 19–43.
- , 2001b: Rolle und Verhalten deutscher Fondsmanager auf dem Aktienmarkt. In: *Monatsbericht April*, 45–60.
- Deutsches Aktieninstitut, 2000: *DAI-Factbook 2000: Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen*. Frankfurt a.M.: Deutsches Aktieninstitut.
- , 2001: *Beteiligungssysteme für breite Mitarbeiterkreise. Ergebnisse einer Umfrage. Studien des Deutschen Aktieninstituts 13*. Frankfurt a.M.: Deutsches Aktieninstitut.
- Dietrich, Michael, 1994: National Patterns of Corporate Restructuring: Mergers and Joint Ventures in the European Community. In: Robert Delorme/Kurt Dopfer (Hrsg.), *The Political Economy of Diversity. Evolutionary Perspectives on Economic Order and Disorder*. Edward Elgar, 149–165.
- Döhrn, Roland, 1997: *Die »Unternehmensdatenbank Globalisierung«: Konzeption und erste Ergebnisse*. RWI Arbeitspapier 49. Essen: Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung.
- Dörrenbächer, Christoph, 2000: *Measuring Corporate Internationalisation: A Review of Measurement Concepts and their Use*. WZB Discussion Paper FS I 00–101. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.

- Dülfer, Eberhard, 1999: *Internationales Management in unterschiedlichen Kulturbereichen*. München: Oldenbourg.
- DVFA (Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management), 2000: *Scorecard for German Corporate Governance. Standard DVFA Evaluation Method for Corporate Governance*. Dreieich: DVFA.
- Dyson, Kenneth, 1983: The State, Banks and Industry: The West German Case. In: Andrew Cox (Hrsg.), *State, Finance and Industry. A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies*. Brighton, Sussex: Wheatsheaf, 118–141.
- Eckert, Stefan, 2000: Konvergenz der nationalen Corporate Governance-Systeme? Ursachen und Internationalisierungswirkungen der Denationalisierung der Corporate Governance großer deutscher Aktiengesellschaften am Beispiel der Hoechst AG. In: Dodo zu Knyphausen-Aufseß (Hrsg.), *Globalisierung als Herausforderung der Betriebswirtschaftslehre*. Wiesbaden: Gabler, 95–135.
- Egan, Michelle, 1997: Modes of Business Governance: European Management Styles and Corporate Cultures. In: *West European Politics* 20, 1–21.
- Ehrer, Harald, 1997: Kurspflege. In: *Manager-Magazin* 27/4, 140–142.
- Eichstädt, Kai D./Jürgen Scharrer, 2000: Doping für Manager. In: *Capital* 39/13, 107–122.
- Engberding, Antonius, 2000: *Aktienkursorientierte Managemententlohnung: Was ist für den mitbestimmten Aufsichtsrat tragbar?* Arbeitshilfen für Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten Nr. 14. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Engelhard, Johann/Stefan Eckert/Kat Köbler, 1998: *Beteiligungspolitik von US-Pensionsfonds in den USA und in Deutschland*. Bamberger betriebswirtschaftliche Beiträge 118. Bamberg: Universität Bamberg.
- Enzweiler, Tasso/Ulrich Friese/Ralf Nitschke, 1997: 200 Bilanzen im Test. In: *Capital* 37/10, 60–98.
- , 1998: Die neue Offenheit. In: *Capital* 37/9, 38–72.
- Enzweiler, Tasso/Regine Hinkelmann, 1999: *Die Bilanzjongleure. Wie deutsche Unternehmen ihre Aktionäre und die Öffentlichkeit in die Irre führen*. Frankfurt a.M.: Societäts-Verlag.
- Erker, Paul, 1996: *Wachsen im Wettbewerb. Eine Zeitgeschichte der Continental Aktiengesellschaft (1971–1996) anlässlich des 125jährigen Firmenjubiläums*. Düsseldorf: Econ.
- Esping-Andersen, Gøsta, 1985: *Politics against Markets. The Social Democratic Road to Power*. Princeton: Princeton University Press.
- , 1990: *The Three Worlds of Welfare Capitalism*. Oxford: Polity Press.
- Etzel, Thomas, 1991: *Die Doppelvertretung der Belegschaftsaktionäre im mitbestimmten Aufsichtsrat*. Frankfurt a.M.: Peter Lang.
- Fama, Eugene, 1980: Agency Problems and the Theory of the Firm. In: *Journal of Political Economy* 88, 288–307.

- Faust, Michael, 1999: *Manager und Eigentümer: Shareholder Value-Konzept und Corporate Governance*. FAKT Diskussionspapier. Tübingen: FAKT Forschungsinstitut für Arbeit, Technik und Kultur e.V.
- , 2000: Warum boomt die Managementberatung? – Und warum nicht zu allen Zeiten und überall? In: *SOFI-Mitteilungen* 28/2000, 59–85.
- Fedderson, Dieter/Peter Hommelhoff/Uwe H. Schneider, 1996: Corporate Governance – Eine Einführung. In: Dieter Feddersen/Peter Hommelhoff/Uwe H. Schneider (Hrsg.), *Corporate Governance. Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht*. Köln: Otto Schmidt, 1–8.
- Fernandez, Roberto/Nancy Weinberg, 1997: Stifting and Sorting: Personal Contacts and Hiring in a Retail Bank. In: *American Sociological Review* 62, 883–902.
- Ferner, Anthony/Matthias Z. Varul, 1999: *The German Way: German Multinationals and Human Resource Management*. London: Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society.
- Fockenbrock, Dieter, 2000: Masse statt Klasse. In: *Capital* 39/21, 78–96.
- Franks, Julian/Colin Mayer, 1998: Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany. In: *Journal of Banking and Finance* 22, 1385–1403.
- Franzese, Robert J./Peter A. Hall, 2000: Institutional Dimensions of Coordinating Wage-Bargaining and Monetary Policy. In: Torben Iversen/Jonas Pontusson/David Soskice (Hrsg.), *Unions, Employers, and Central Banks: Wage Bargaining and Macroeconomic Policy in an Integrating Europe*. Cambridge: Cambridge University Press, 173–204.
- Fraune, Christian, 1996: *Der Einfluss institutioneller Anleger in der Hauptversammlung*. Köln: Heymanns.
- Freeman, Richard B., 1988: Labour Market Institutions and Economic Performance. In: *Economic Policy* 6, 63–80.
- Freeman, Richard B./Edward P. Lazear, 1995: An Economic Analysis of Works Councils. In: Joel Rogers/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Works Councils Consultation, Representation, and Cooperation in Industrial Relations*. Chicago: The University of Chicago Press, 27–52.
- Galbraith, John Kenneth, 1967: *Die moderne Industriegesellschaft*. München: Droemersch Verlagsgesellschaft.
- Ganz, Peter, 1999: Shareholder Value als Analyse- und Portfolioinstrument dargestellt anhand des PREMIUM-Konzepts der Preussag AG. In: Rolf Bühner/Klaus Sulzbach (Hrsg.), *Wertorientierte Steuerungs- und Führungssysteme. Shareholder Value in der Praxis*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 67–93.
- George, Gert/Hermann Diller, 1993: Internationalisierung als Wachstumsstrategie des Einzelhandels. In: Volker Trommsdorff (Hrsg.), *Handelsforschung 1992/93. Handel im integrierten Europa. Jahrbuch der Forschungsstelle für den Handel (FfH)*. Wiesbaden: Gabler, 165–186.

- Germann, Harald/Bert Rürup/Martin Setzer, 1996: Globalisierung der Wirtschaft: Begriff, Bereiche, Indikatoren. In: Ulrich Steger (Hrsg.), *Globalisierung der Wirtschaft: Konsequenzen für Arbeit, Technik und Umwelt*. Berlin: Springer, 19–55.
- Gern, Klaus-Jürgen, 1998: *Recent Developments in Old-Age Pension Systems – An International Overview*. Working Paper des Kieler Instituts für Weltwirtschaft. Kiel: Kieler Institut für Weltwirtschaft.
- Gerum, Elmar, 1997: *Betriebsverfassung im Wandel – Strukturprobleme und Reformansätze*. Mering: Rainer Hampp Verlag.
- Gerum, Elmar/Horst Steinmann/Werner Fees, 1988: *Der mitbestimmte Aufsichtsrat*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Gilson, Ronald J., 2000: *Globalization of Corporate Governance: Convergence of Form or Function*. Columbia Law School Working Papers No. 192. Columbia: Center for Law and Economic Studies.
- Glaum, Martin, 1996: *Internationalisierung und Unternehmenserfolg*. Wiesbaden: Gabler.
- , 1998a: HGB versus GAAP: Die Einstellung deutscher Führungskräfte zur globalen Harmonisierung der Rechnungslegung. In: *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 50, 336–359.
- , 1998b: *Kapitalmarktorientierung deutscher Unternehmen. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung*. Industriestudie von Coopers&Lybrand Deutschland. Frankfurt a.M.: Fachverlag Moderne Wirtschaft.
- Golden, Miriam, 1992: Current Trends in Trade Union Politics. In: Miriam Golden/ Jonas Pontusson (Hrsg.), *Bargaining for Change. Union Politics in North America and Europe*. Ithaca: Cornell University Press, 307–333.
- Gompers, Paul A./Joy L. Ishii/Andrew Metrick, 2001: *Corporate Governance and Equity Prices*. NBER Working Paper 8449. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Goyer, Michel, 2001: *Preferences of Anglo-Saxon Institutional Investors and Corporate Governance Arrangements in France and Germany: An Empirical Evaluation*. Unveröffentlichtes Manuskript. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Graf, Jürgen/Christian Lenke/Stefan Schießler, 1997: *Die Umsetzung des Shareholder-Value-Konzepts durch die DAX-Unternehmen*. Studie der SGZ-Bank AG. Frankfurt: SGZ-Bank.
- Granovetter, Mark, 1985: Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. In: *American Journal of Sociology* 91, 481–510.
- Graumann, Mathias, 1998: Internationale Rechnungslegungsgrundsätze. In: *WISU* 27, 354–360.
- Grundsatzkommission Corporate Governance, 2000: *Corporate-Governance-Grundsätze (Code of Best Practice) für börsennotierte Gesellschaften*. Frankfurt a.M.: Grundsatzkommission.



- Günther, Thomas/Simone Otterbein, 1996: Die Gestaltung der Investor Relations am Beispiel führender deutscher Aktiengesellschaften. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 66, 389–417.
- Guttmann, Robert, 1998: Die strategische Rolle der Pensionsfonds. In: *ProKla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 28, 643–650.
- Hackethal, Andreas/Reinhard H. Schmidt, 1999: *Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results*. Finance and Accounting Working Paper 33. Frankfurt a.M.: Universität Frankfurt.
- , 2000: *Finanzsystem und Komplementarität*. Finance and Accounting Working Paper 50. Frankfurt a.M.: Johann Wolfgang von Goethe-Universität, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften.
- Hall, Peter A./Daniel W. Gingerich, 2001: *Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Macroeconomy: An Empirical Analysis*. Konferenzbeitrag. American Political Science Association Annual Meeting, San Francisco, 30. August 2001.
- Hall, Peter A./David Soskice, 2001: An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Peter A. Hall/David Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 1–68.
- Hansen, Jürgen Rolf, 1999: Investor Relations. Finanzkommunikation mit Tücken. In: *PR Forum* 5, 82–83.
- Härtel, Hans-Hagen, 1998: Shareholder Value – nur ein Schlagwort? In: *Wirtschaftsdienst* 78, 130–131.
- Hartmann, Michael, 1995: Deutsche Topmanager: Klassenspezifischer Habitus als Karrierebasis. In: *Soziale Welt* 46, 440–468.
- , 1997a: Die Rekrutierung von Topmanagern in Europa. Nationale Bildungssysteme und die Reproduktion der Eliten in Deutschland, Frankreich und Großbritannien. In: *Archives Européennes de Sociologie* 38, 3–37.
- Hartmann, Ulrich, 1997b: *Globalisierung der Märkte – Konsequenzen für ein deutsches Konglomerat*. Konferenzbeitrag. 27. Internationales Management-Symposium, St. Gallen, 27. Mai 1997.
- Hassel, Anke, 2000: Bündnisse für Arbeit. Nationale Handlungsfähigkeit im europäischen Regimewettbewerb. In: *Politische Vierteljahresschrift* 41, 498–524.
- , 2003: Wer beherrschte die Gemeinwirtschaft? In: Wolfgang Streeck/Martin Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*. Frankfurt a.M.: Campus, im Erscheinen.
- Hassel, Anke, et al., 2000: *Dimensionen der Internationalisierung: Ergebnisse der Unternehmensdatenbank »Internationalisierung der 100 größten Unternehmen in Deutschland«*. MPIfG Working Paper 00/1. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Hassel, Anke/Britta Rehder, 2001: *Institutional Change in the German Wage Bargaining System – The Role of Big Companies*. MPIfG Working Paper 01/9. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.

- Hauser-Ditz, Axel/Martin Höpner, 2001: Bewertung mitbestimmter Unternehmen am Neuen Markt. Gibt es einen Mitbestimmungsdiscount? In: Bertelsmann Stiftung und Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.), *Mitbestimmung in der digitalen Wirtschaft – (k)ein Widerspruch*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung, 55–66.
- Heinze, Thomas, 2001: Transformation des deutschen Unternehmenskontroll-Systems? In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 53, 641–675.
- , 2002a: *Die Struktur der Personalverflechtung großer deutscher Aktiengesellschaften zwischen 1989 und 2001*. Arbeitspapier FhG-ISI. Karlsruhe: Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung.
- , 2002b: Die Frage der institutionellen Kontinuitäten im deutschen Unternehmenskontroll-System. Antwort auf die Replik von Martin Höpner und Gregory Jackson. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 54, 369–372.
- Heitger, Bernhard, 1987: Corporatism, Technological Gaps and Growth in OECD Countries. In: *Weltwirtschaftliches Archiv* 123, 463–473.
- Henkel, Hans-Olaf, 2000: *Die Macht der Freiheit. Erinnerungen*. München: Econ.
- Henley, Andrew/Euclid Tsakalotos, 1991: Corporatism, Profit Squeeze and Investment. In: *Cambridge Journal of Economics* 15, 425–450.
- Hetzer, Jonas/Ulric Papendick, 2001: Unter Freunden. In: *Manager Magazin* 31/8, 92–98.
- Heurung, Rainer, 1999: Internationalisierung der Rechnungslegung. In: *WISU* 28, 297–301.
- Hilferding, Rudolf, 1923: *Das Finanzkapital*. Wien: Verlag der Wiener Volksbuchhandlung.
- Hirsch-Kreinsen, Hartmut, 1999: Shareholder Value. Zum Wandel von Unternehmensstrukturen und Kapitalmarktbedingungen. In: *WSI-Mitteilungen* 52, 322–330.
- Hirschman, Albert O., 1970: *Exit, Voice, and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Hollingsworth, J. Rogers/Philippe C. Schmitter/Wolfgang Streeck, 1994: Capitalism, Sectors, Institutions, and Performance. In: J. Rogers Hollingsworth/Philippe C. Schmitter/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Governing Capitalist Economies. Performance and Control of Economic Sectors*. Oxford: Oxford University Press, 3–16.
- Hollingsworth, J. Rogers/Wolfgang Streeck, 1994: Countries and Sectors. Concluding Remarks on Performance, Convergence, and Competitiveness. In: J. Rogers Hollingsworth/Philippe C. Schmitter/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Governing Capitalist Economies. Performance and Control of Economic Sectors*. Oxford, UK: Oxford University Press, 270–300.
- Holmes, Garrick, 1997: European M&A: Still Sailing at a Good Clip. In: *Mergers & Acquisitions. The Dealmaker's Journal* 31/5, 13–17.
- , 1999: A Vintage Year for European M&A. In: *Mergers & Acquisitions. The Dealmaker's Journal* 33/5, 16–22.

- Höpner, Martin, 1997: *Politisch koordinierte Ökonomien 1973–1996*. WSI Diskussionspapier 42. Düsseldorf: Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut in der Hans-Böckler-Stiftung.
- , 2000: Unternehmensverflechtung im Zwielicht. Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG. In: *WSI-Mitteilungen* 53, 655–663.
- Höpner, Martin/Gregory Jackson, 2001a: *An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance*. MPIfG Discussion Paper 01/4. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- , 2001b: Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann. In: *Leviathan* 29, 544–563.
- , 2002: Das deutsche System der Corporate Governance zwischen Persistenz und Konvergenz. Replik auf den Beitrag von Thomas Heinze in Heft 4/2001 der KZfSS. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 54, 362–368.
- Höpner, Martin/Gregory Jackson/Simone Leiber, 2001: Übernahmerrichtlinie gestoppt. In: *Die Mitbestimmung* 47/10, 44–47.
- Hubmann, Michael J./Norbert Lipphardt, 2000: Die Rolle der Abteilung Corporate Finance und ihre Anforderungen an die Investor Relations. In: Klaus Rainer Kirchhoff/Manfred Piwinger (Hrsg.), *Die Praxis der Investor Relations. Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt*. Neuwied: Luchterhand, 301–314.
- Huffschmid, Jörg, 1999: *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg: VSA-Verlag.
- Hutton, Will, 1996: *The State We're In*. London: Vintage.
- Letto-Gillies, Grazia, 1998: Different Conceptual Frameworks for the Assessment of the Degree of Internationalization: An Empirical Analysis of the Various Indices for the Top 100 Transnational Corporations. In: *Transnational Corporations* 7, 17–39.
- IG Metall Vertrauenskörperleitung und Betriebsrat der Thyssen-Stahl AG Werke Hamborn/Beeckerwerth, 1997: *Monopoly an Rhein und Ruhr. Dokumentation über den Arbeitskampf der Thyssianer gegen Cromme, Deutsche Bank und Co*. Düsseldorf: Thyssen Grafischer Betrieb GmbH.
- Jackson, Gregory, 2001a: Comparative Corporate Governance: Sociological Perspectives. In: Andrew Gamble/Gavin Kelly/John Parkinson (Hrsg.), *The Political Economy of the Company*. Oxford, UK: Hart Publishers, 265–287.
- , 2001b: *Organizing the Firm: The Evolution of Corporate Governance in Germany and Japan*. Dissertation. New York, NY: Columbia University.
- , 2001c: *Varieties of Capitalism: A Review*. Unveröffentlichtes Manuskript. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Jahn, Thomas/Frank Joachim Müller, 1999: Tatort Börse. In: *Capital* 38/10, 8–12.
- Jahn, Thomas/Paul Prandl, 1997: 100 Aktien im Test. In: *Capital* 36/3, 93–124.
- Januszewski, Silke I./Jens F. Köke/Joachim K. Winter, 1999: *Product Market Competition, Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Analysis*

- for Germany. ZEW Discussion Paper 99–63. Mannheim: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.
- Jenkinson, Tim/Alexander Ljungvist, 1999: *The Role of Hostile Stakes in Germany*. Oxford Financial Research Centre Working Papers Series, 99-FE-02. Oxford: Financial Research Centre.
- Jens, Uwe, 2000: Gesamtwirtschaftliche Implikationen des Shareholder-Value-Konzepts. In: Uwe Jens/Hajo Romahn (Hrsg.), *Sozialpolitik und Sozialökonomik. Soziale Ökonomie im Zeichen der Globalisierung*. Marburg: Metropolis, 291–308.
- Jensen, Michael C., 1986: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. In: *American Economic Review* 76, 323–329.
- , 1993: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. In: *The Journal of Finance* 48, 831–880.
- Jensen, Michael C./Kevin J. Murphy, 1990: CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How. In: *Harvard Business Review* 3, 138–153.
- Jensen, Michael C./William Meckling, 1976: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics* 3, 305–360.
- Johanson, Jan/Jan-Erik Vahlne, 1977: The Internationalization Process of the Firm – A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. In: *Journal of International Business Studies* 8, 23–32.
- de Jong, Henk W., 1992: Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine historische, theoretische und empirische Betrachtung. In: Helmut Gröner (Hrsg.), *Der Markt für Unternehmenskontrollen*. Berlin: Duncker & Humblot, 141–159.
- , 1997: The Governance Structure and Performance of Large European Corporations. In: *Journal of Management and Governance* 1, 5–27.
- Kennedy, Allan, 2001: *Das Ende des Shareholder-Value. Warum Unternehmen zu langfristigen Wachstumsstrategien zurückkehren müssen*. München: Financial Times Prentice Hall.
- Kerwer, Dieter, 2001: *Standardising as Governance: The Case of Credit Rating Agencies*. Preprints aus der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter 2001/3. Bonn: Max-Planck-Projektgruppe »Recht der Gemeinschaftsgüter«.
- Kirchhoff, Klaus Rainer, 2000: Die Grundlagen der Investor Relations. In: Klaus Rainer Kirchhoff/Manfred Pwinger (Hrsg.), *Die Praxis der Investor Relations. Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt*. Neuwied: Luchterhand, 32–51.
- Kittner, Michael, 2000: *Arbeits- und Sozialordnung. Ausgewählte und eingeleitete Gesetzestexte*. 25. Auflage. Frankfurt a.M.: Bund-Verlag.
- Knipp, Thomas, 1998: *Der Machtkampf. Der Fall Metallgesellschaft und die Deutsche Bank*. München: Econ.
- Köddermann, Ralf/Markus Wilhelm, 1996: *Umfang und Bestimmungsgründe einfließender und ausfließender Direktinvestitionen ausgewählter Industrieländer –*

- Entwicklungen und Perspektiven. Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft.* München: ifo-Institut für Wirtschaftsforschung.
- König, Rolf Jürgen, 1990: *Ausschüttungsverhalten von Aktiengesellschaften, Besteuerung und Kapitalmarktgleichgewicht.* Hamburg: S+W Steuer- und Wirtschaftsverlag.
- Kopper, Hilmar, 1998: Perspektiven der Universalbanken. In: Hans E. Büschgen (Hrsg.), *Finanzplatz Deutschland an der Schwelle zum 21. Jahrhundert. Schlaglichter – Herausforderungen – Visionen.* Frankfurt a.M.: Fritz Knapp Verlag, 47–74.
- Korpi, Walter, 1978: *The Working Class in Welfare Capitalism. Work, Unions and Politics in Sweden.* London: Routledge.
- Köstler, Roland, 2000a: *Anforderungen der Arbeitnehmer an eine effektive Unternehmensüberwachung.* Konferenzbeitrag. Konferenz »Institutioneller Wandel in den industriellen Beziehungen«, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln, 8.–9. Dezember 2000.
- , 2000b: Grundsätze der Unternehmensführung und -kontrolle in der Diskussion. In: *Die Mitbestimmung* 46/5, 34–35.
- , 2000c: Mitbestimmung und Belegschaftsaktien. In: *Die Mitbestimmung* 46/5, 53.
- Köstler, Roland/Michael Kittner/Ulrich Zachert, 1999: *Aufsichtsratspraxis. Handbuch für Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat.* 6., überarbeitete Auflage. Köln: Bund-Verlag.
- Köstler, Roland/Matthias Müller, 2001: *Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts.* Arbeitshilfe Nr. 15 für Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Kotthoff, Hermann, 1998: Mitbestimmung in Zeiten interessenpolitischer Rückschritte. Betriebsräte zwischen Beteiligungsofferten und »gnadenlosem Kostensenkungsdiktat«. In: *Industrielle Beziehungen* 5, 76–100.
- KPMG, 2000: *Value Based Management. Shareholder Value Konzepte. Eine Untersuchung der DAX 100 Unternehmen.* Frankfurt a.M.: KPMG Consulting.
- Kraft, Kornelius/Antonia Niederprüm, 1999: Determinants of Management Compensation with Risk-averse Agents and Dispersed Ownership of the Firm. In: *Journal of Economic Behavior and Organization* 40, 17–27.
- Krämer, Werner, 2000: *Trends im Management von Aktien- und Rentenportfolios. Finanzmärkte in Euroland. Funktionsbedingungen und Perspektiven.* Frankfurt a.M.: Bankakademie Verlag.
- Kroll, Dieter, 2000: »Der Börsengang ist eine Chance«. Interview mit Dieter Kroll, dem Vorsitzenden des Konzernbetriebsrats der Thyssen Krupp AG. In: *Die Mitbestimmung* 46/5, 26–29.
- Küller, Hans-Detlev, 1997: Das Shareholder-Value-Konzept aus Gewerkschafts-sicht. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 49, 517–531.
- Kurdelbusch, Antje, 2002: The Rise of Variable Pay in Germany. Evidence and Explanations. In: Anthony Ferner (Hrsg.), *Special Issue of »European Journal of Industrial Relations« on Multinational Companies and Globalisation,* 325–349.

- Küting, Karlheinz, 1999: »Viele bilanzieren progressiv.« Interview mit dem Bilanzexperten Karlheinz Küting. In: *Wirtschaftswoche* Nr. 49, 2. Dezember 1999, 80.
- Lane, Christel, 1989: *Management and Labour in Europe. The Industrial Enterprise in Germany, Britain and France*. Aldershot: Gower.
- , 1992: European Business Systems: Britain and Germany. In: Richard Whitley (Hrsg.), *European Business Systems. Firms and Markets in Their National Contexts*. London: Sage Publications, 64–97.
- , 2000: Globalization and the German Model of Capitalism – Erosion or Survival? In: *British Journal of Sociology* 51, 207–234.
- Larner, Robert J., 1970: *Management Control and the Large Corporation*. Cambridge, MA: Dunellen.
- Lehmbruch, Gerhard, 1969: Konkordanzdemokratie im internationalen System. In: Ernst-Otto Czempiel (Hrsg.), *Die anachronistische Souveränität*. Politische Vierteljahresschrift, Sonderheft 1. Opladen: Westdeutscher Verlag, 139–163.
- , 1979: Consociational Democracy, Class Conflict and the New Corporatism. In: Phillippe C. Schmitter/Gerhard Lehmbruch (Hrsg.), *Trends towards Corporatist Intermediation*. Beverly Hills: Sage Publications, 53–61.
- , 1996: Die korporative Verhandlungsdemokratie in Westeuropa. In: *Swiss Political Science Review* 2, 19–41.
- Liedtke, Rüdiger, 2001: *Wem gehört die Republik? Die Konzerne und ihre Verflechtungen*. Ausgabe 2002. Frankfurt a.M.: Eichborn.
- Lipietz, Alain, 1985: Akkumulation, Krisen und Auswege aus der Krise: Einige methodische Überlegungen zum Begriff »Regulation«. In: *ProKla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 58, 109–137.
- Lijphart, Arend, 1984: *Democracies*. New Haven: Yale University Press.
- , 1994: Democracies: Forms, Performance, and Constitutional Engineering. In: *European Journal of Political Research* 25, 1–17.
- , 1999: *Patterns of Democracy. Government Forms and Performance in Thirty-six Countries*. New Haven: Yale University Press.
- Lindberg, Leon N./John L. Campbell/J. Rogers Hollingsworth, 1991: Economic Governance and the Analysis of Structural Change in the American Economy. In: Leon N. Lindberg/John L. Campbell/J. Rogers Hollingsworth (Hrsg.), *Governance of the American Economy*. Cambridge: Cambridge University Press, 3–24.
- Loewendahl, Henry B., 1999: Siemens' »Anglo-Saxon« Strategy: Is Globalising Business Enough? In: *German Politics* 8, 89–105.
- Luber, Thomas, 2000: Im Visier der Analysten. Investor-Relations-Preis 2000. In: *Capital* 39/19, 90–108.
- Luber, Thomas/Ralf Nitschke, 1999: Nur die Wahrheit zählt. In: *Capital* 38, 10, 40–74.
- Lutz, Burkart, 1984: *Der kurze Traum immerwährender Prosperität. Eine Neuinterpretation der industriell-kapitalistischen Entwicklung im Europa des 20. Jahrhunderts*. Frankfurt a.M.: Campus.

- Maher, Maria/Thomas Andersson, 1999: *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*. Conference paper. The Tilburg University Law and Economics Conference »Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets«, Eindhoven, 4–5 November 1999.
- Mahoney, James, 2000: Path Dependence in Historical Sociology. In: *Theory and Society* 29, 507–548.
- Manne, Henry, 1965: Mergers and the Market for Corporate Control. In: *Journal of Political Economy* 73, 110–120.
- Manow, Philip, 2000: *Wage Coordination and the Welfare State: Germany and Japan Compared*. MPIfG Working Paper 00/7. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Mares, Isabela, 1996a: *Firms and the Welfare State: The Emergence of New Forms of Unemployment*. WZB Discussion Paper FS I 96–308. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin.
- , 1996b: *Is Unemployment Insurable? Employers and the Institutionalization of the Risk of Unemployment*. WZB Discussion Paper FS 96–314. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin.
- , 2000: Strategic Alliances and Social Policy Reform: Unemployment Insurance in Comparative Perspective. In: *Politics & Society* 28, 223–244.
- Maret, Johannes/Lothar Welper, 1999: Internationalisierung der Rechnungslegung – Die Kapitalmarkt- und Anlegerperspektive. In: Karlheinz Küting/Günther Langenbacher (Hrsg.), *Internationale Rechnungslegung. Festschrift für Professor Dr. Claus-Peter Weber zum 60. Geburtstag*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 37–44.
- Marr, Rainer, 1996: Management in Germany. In: Malcolm Warner (Hrsg.), *International Encyclopedia of Business and Management*. London: Routledge, 2860–2868.
- Mayer, Colin, 1988: New Issues in Corporate Finance. In: *European Economic Review* 32, 1167–1188.
- Mayntz, Renate/Fritz W. Scharpf, 1995: Steuerung und Selbstorganisation in staatsnahen Sektoren. In: Renate Mayntz/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), *Gesellschaftliche Selbstregulierung und politische Steuerung*. Frankfurt a.M.: Campus, 9–38.
- McKinsey, 2000: *Investor Opinion Survey June 2000*. London: McKinsey & Company.  
<[http://www.mckinsey.de/knowmatters/organisations/organisations\\_index.htm](http://www.mckinsey.de/knowmatters/organisations/organisations_index.htm)>
- Meissner, Herbert, 1969: *Konvergenztheorie und Realität*. Berlin: Akademie-Verlag.
- Menz, Wolfgang/Steffen Becker/Thomas Sablowski, 1999: *Shareholder-Value gegen Belegschaftsinteressen. Der Weg der Hoechst-AG zum »Life-Sciences«-Konzern*. Hamburg: VSA-Verlag.
- Mikkelson, Wayne H./M. Megan Partch: Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, im Erscheinen.
- Mitbestimmungskommission, 1998: *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen. Bilanz und Perspektiven*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.

- Monopolkommission, 1976: *Mehr Wettbewerb ist möglich. Erstes Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.
- , 1996: *Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs. Elfte Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.
- , 1998a: *Marktöffnung umfassend verwirklichen. Zwölftes Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.
- , 1998b: *Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem. Sondergutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.
- , 2000: *Wettbewerbspolitik in Netzwerkstrukturen. Dreizehntes Hauptgutachten der Monopolkommission*. Baden-Baden: Nomos.
- Morck, Randall/Andrei Shleifer/Robert Vishny, 1990: Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? In: *Journal of Finance* 45, 31–48.
- Müller-Jentsch, Walther/Beate Seitz, 1998: Betriebsräte gewinnen Konturen. Ergebnisse einer Betriebsräte-Befragung im Maschinenbau. In: *Industrielle Beziehungen* 5, 361–387.
- Müller-Stewens, Günter, 2000a: Akquisitionen und der Markt für Unternehmenskontrolle. In: *Student Business Review* 2000/2, 12–16.
- , 2000b: Unternehmenspolitik. In: *Gabler Wirtschaftslexikon*. 15., vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage. Wiesbaden: Gabler, 3173–3175.
- Naßmacher, Karl-Heinz, 1997: Banken als Thema öffentlicher Politik. In: *Der Bürger im Staat* 47/1, 3–10.
- Neubürger, Heinz-Joachim, 2000: Wertorientierte Unternehmensführung bei Siemens. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 52, 188–196.
- Nieber, Thomas/Rolf Jaeger, 2000: Wandel von Finanzmärkten und börsennotierten Unternehmen – Bedingungen und Anforderungen an die Gewerkschaften. In: *Die Mitbestimmung* 46, 44–45.
- Nienenhoff, Horst-Udo, 1999: *Die Praxis der betrieblichen Mitbestimmung. Zusammenarbeit von Betriebsrat und Arbeitgeber, Kosten des Betriebsverfassungsgesetzes, Betriebsrats- und Sprecherausschusswahlen*. Köln: Deutscher Instituts-Verlag.
- North, Douglas C., 1990: *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Norton, Gary/Frank A. Schmid, 1996: *Universal Banking and the Performance of German Firms*. NBER Working Paper 5453. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- OECD, 1998: *Institutional Investors in the New Financial Landscape*. Paris: OECD.
- Ogger, Günter, 1992: *Nieten in Nadelstreifen. Deutschlands Manager im Zwielficht*. München: Droemersch Verlag.
- Pagano, Marco/Paolo Volpin, 1999: *The Political Economy of Corporate Governance*. Paper for the Tilburg University Law and Economics Conference »Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets«, Eindhoven, 4–5 November, 1999.



- Paloheimo, Heikki, 1990: Between Liberalism and Corporatism: The Effects of Trade Unions and Governments on Economic Performance in Eighteen OECD Countries. In: Renato Brunetta/Carlo Dell'Aringa (Hrsg.), *Labour Relations and Economic Performance. Proceedings of a Conference held by the International Economic Association in Venice, Italy*. Houndmills: Macmillan, 353–377.
- Papke, Ulrich, 1998: Kapitalmarktorientierte Ausschüttungspolitik. In: *Betriebs-Berater* 53, 1783–1788.
- Patterson, William, 2000: Den Stier reiten. In: *Die Mitbestimmung* 46/5, 41–43.
- Pellens, Bernhard/Nils Crasselt/Carsten Rockholtz, 1998: Wertorientierte Entlohnungssysteme für Führungskräfte: Anforderungen und empirische Evidenz. In: Bernhard Pellens (Hrsg.), *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1–28.
- Pellens, Bernhard/Carsten Rockholtz/Marc Stienemann, 1997: Marktwertorientiertes Konzerncontrolling in Deutschland. Eine empirische Untersuchung. In: *Der Betrieb* 50, 1930–1933.
- Pellens, Bernhard/Ralf Schremper, 1999: *Theorie und Praxis des Aktienrückkaufs in Deutschland*. Diskussionspapier 3/1999 des Lehrstuhls für Internationale Unternehmensrechnung. Bochum: Ruhruniversität Bochum.
- Pellens, Bernhard/Claude Thomaszewski/Nicolas Weber, 2000: *Beteiligungscontrolling in Deutschland. Eine empirische Untersuchung der DAX 100 Unternehmen*. Arbeitspapier des Instituts für Unternehmensführung und Unternehmensforschung 85. Bochum: Ruhruniversität Bochum.
- Perlitz, Manfred/Jürgen Bufka/Alexander Specht, 1997: *Wertorientierte Unternehmensführung. Einsatzbedingungen und Erfolgsfaktoren*. Arbeitspapier Nr. 3 des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Internationales Management. Mannheim: Universität Mannheim.
- Perlitz, Manfred/Frank Seger, 1994: The Role of Universal Banks in German Corporate Governance. In: *Business & The Contemporary World* 4, 49–67.
- Pierson, Paul, 2000a: Increasing Returns, Path Dependence, and the Study of Politics. In: *American Political Science Review* 94, 251–267.
- , 2000b: The Limits of Design: Explaining Institutional Origins and Change. In: *Governance: An International Journal of Policy and Administration* 13, 475–499.
- , 2000c: Three Worlds of Welfare State Research. In: *Comparative Political Studies* 33, 791–821.
- Piwinger, Manfred, 2000: Investor Relations als Inszenierungs- und Kommunikationsstrategie. In: Klaus Rainer Kirchhoff/Manfred Piwinger (Hrsg.), *Die Praxis der Investor Relations. Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt*. Neuwied: Luchterhand, 3–18.
- Poensgen, Otto H., 1982: Der Weg in den Vorstand. Die Charakteristiken der Vorstandsmitglieder der Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes. In: *Die Betriebswirtschaft* 42, 3–25.

- Polanyi, Karl, 1997: *The Great Transformation. Politische und ökonomische Ursprünge von Gesellschaften und Wirtschaftssystemen*. 4. Auflage. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- , 1992: The Economy as Instituted Process. In: Mark Granovetter/Richard Swedberg (Hrsg.), *The Sociology of Economic Life*. Boulder: Westview, 29–51.
- la Porta, Rafael, et al., 1998a: *Corporate Ownership Around the World*. NBER Working Paper Series 6625. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- , 1998b: Law and Finance. In: *Journal of Political Economy* 106, 1113–1155.
- , 1999: *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*. NBER Working Paper Series 7428. Cambridge, MA.: National Bureau of Economic Research.
- Potthoff, Helmut/Ingo Kipker, 1999: *Job-Maschine Neuer Markt. Personal-Erfolgsfaktoren deutscher Wachstumsunternehmen*. Frankfurt a.M.: Deutsche Börse AG.
- Prangenberg, Arno, 1999: *Der Shareholder-Value-Ansatz*. 3., überarbeitete Auflage. Arbeitshilfen für Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- , 2000: *Konzernabschluss international. Grundlagen und Einführung in die Bilanzierung nach HGB, IAS und US-GAAP*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Price Waterhouse/ZEW, 1998: *Shareholder Value und Corporate Governance. Bedeutung im Wettbewerb um institutionelles Kapital*. Price Waterhouse Studienprojekt zum deutschen Kapitalmarkt in Zusammenarbeit mit dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung und der Gesellschaft für Finanzkommunikation. Frankfurt a.M.: Price Waterhouse.
- Putzhammer, Heinz/Roland Köstler, 2000: Eckpunkte für ein Übernahmegesetz. In: *Die Mitbestimmung* 46/5, 22–23.
- Rajan, Raghuram/Henri Servaes/Luigi Zingales, 1998: *The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment*. NBER Working Paper Series 6389. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Ramb, Fred, 1998: *Finanzierungsstrukturen im Vergleich. Eine Analyse europäischer Unternehmen*. ZEW Discussion Paper 98–17. Mannheim: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.
- Rappaport, Alfred, 1999: *Shareholder Value. Ein Handbuch für Manager und Investoren*. 2., vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Reckendrees, Alfred, 2000: *Das »Stahltrust«-Projekt. Die Gründung der Vereinigten Stahlwerke A.G. und ihre Unternehmensentwicklung 1926–1933/34*. München: Beck.
- Regierungskommission Corporate Governance, 2002: Deutscher Corporate Governance-Kodex. <<http://www.corporate-governance-code.de>>
- Rehder, Britta, 2000: Abweichung als Regel? In: *Die Mitbestimmung* 46/4, 12–16.
- , 2001: *The Impact of Plant-level Pacts for Employment and Competitiveness on the Institutional Change of the German System of Industrial Relations*. Konferenzpapier. Workshop »Industrial Relations – An Anachronism? Industrial Rela-

- tions, Pay and Working Time in the UK and Germany under the Influence of Globalization, Universität Tübingen, 15.–16. Juni 2001.
- , 2002: *Pfadwechsel ohne Systembruch. Der Beitrag betrieblicher Bündnisse für Arbeit zum Wandel der Arbeitsbeziehungen in Deutschland*. Dissertation. Berlin: Humboldt-Universität zu Berlin.
- Reichardt, Ulf, 1999: Wertbeitragsmanagement im Thyssen-Konzern. In: Rolf Bühner/Klaus Sulzbach (Hrsg.), *Wertorientierte Steuerungs- und Führungssysteme. Shareholder Value in der Praxis*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 121–136.
- Reppel, Rolf, 2001: Von der Montanmitbestimmung lernen. In: *Die Mitbestimmung* 47/5, 18–21.
- Rhodes, Martin/Bastiaan van Apeldoorn, 1997: Capitalism versus Capitalism in Western Europe. In: Martin Rhodes/Paul Heywood/Vincent Wright (Hrsg.), *Developments in West European Politics*. London: St. Martin's Press, 171–189.
- Rose, Günther, 1970: *Konvergenz der Systeme: Legende und Wirklichkeit*. Köln: Pahl-Rugenstein.
- Rubach, Michael J./Terrence C. Sebor, 1998: Comparative Corporate Governance. In: *Journal of World Business* 33, 167–184.
- Russell Reynolds Associates, 1999: *1999 European Board Practices Survey*. Unveröffentlichtes Manuskript. New York: Russell Reynolds Associates.
- , 2000: *2000 International Survey of institutional Investors*. New York: Russell Reynolds Associates. <<http://www.russreyn.com/executive/publication.asp>>
- Rußig, Volker/Susanne Deutsch/Andreas Spillner, 1996: *Branchenbild Bauwirtschaft. Entwicklung und Lage des Baugewerbes sowie Einflussgrößen und Perspektiven der Bautätigkeit in Deutschland*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Ryan, Harley E./Emery A. Trahan, 2000: *The Effects of Value-based Management Systems on Firm Performance*. Konferenzbeitrag. Konferenz »The 2000 Eastern Finance Association«, Myrtle Beach, South Carolina, 2.–5. April 2000.
- Sadowski, Dieter (unter Mitarbeit von Joachim Junkes und Cornelia Lent), 1997: *Mitbestimmung – Gewinne und Investitionen. Zusammenfassung und Interpretation der relevanten theoretischen und empirischen Literatur*. Expertise für das Projekt »Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen« der Bertelsmann Stiftung und der Hans-Böckler-Stiftung. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- Schäfer, Harald J., 2000: Bilanzrechtliche Aspekte. In: Klaus Rainer Kirchhoff/Manfred Piwinger (Hrsg.), *Die Praxis der Investor Relations. Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt*. Neuwied: Luchterhand, 87–111.
- Scharpf, Fritz W., 1999: *Regieren in Europa: Effektiv und demokratisch?* Frankfurt a.M.: Campus.
- Scheibe-Lange, Ingrid, 1997: Konzernsparmodelle. In: *Die Mitbestimmung* 43/10, 24–27.
- Scheibe-Lange, Ingrid/Arno Prangenberg, 1997: Mehr Mitbestimmung via US-Börsenaufsicht. In: *Die Mitbestimmung* 43/11, 45–49.

- Schmid, Frank A., 1996: Banken, Aktionärsstruktur und Unternehmenssteuerung. In: *Kredit und Kapital* 29, 402–427 und 545–564.
- , 1997: Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 67, 67–83.
- Schmid, Frank A./Frank Seger, 1998: Arbeitnehmermitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 68, 453–473.
- Schmidl, Patrick, 1997: *Internationalisierung der langfristigen Unternehmensfinanzierung. Prozessbetrachtung – Anlegerverhalten – Kultureinflüsse*. Wiesbaden: Gabler.
- Schmidt, Hartmut, et al., 1997: *Corporate Governance in Germany*. Baden-Baden: Nomos.
- Schmidt, Manfred G., 1982: *Wohlfahrtsstaatliche Politik unter bürgerlichen und sozialdemokratischen Regierungen. Ein internationaler Vergleich*. Frankfurt a.M.: Campus.
- , 1995: *Demokratietheorien*. Opladen: Leske + Budrich.
- , 1998: Wohlfahrtsstaatliche Regime: Politische Grundlagen und politisch-ökonomisches Leistungsvermögen. In: Stephan Lessenich/Ilona Ostner (Hrsg.), *Welten des Wohlfahrtskapitalismus. Der Sozialstaat in vergleichender Perspektive*. Frankfurt a.M.: Campus, 179–200.
- Schmidt, Susanne K., 1998: *Liberalisierung in Europa. Die Rolle der Europäischen Kommission*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Schmitter, Philippe C., 1974: Still the Century of Corporatism? In: *Review of Politics* 36, 85–131.
- , 1990, Sectors in Modern Capitalism: Modes of Governance and Variations in Performance. In: Renato Brunetta/Carlo Dell’Arringa (Hrsg.), *Labour Relations and Economic Performance*. London: Macmillan, 3–39.
- Schmitter, Philippe C./Wolfgang Streeck, 1985: Gemeinschaft, Markt und Staat – und die Verbände? Der mögliche Beitrag von Interessenregierungen zur sozialen Ordnung. In: *Journal für Sozialforschung* 25, 133–157.
- Schmoldt, Hubertus, 2002: Corporate Governance und Mitbestimmung. In: *Die Mitbestimmung* 48/6, 10–16.
- Schneck, Ottmar, 2000: *Lexikon der Betriebswirtschaft. Über 3000 grundlegende und aktuelle Begriffe für Studium und Beruf*. 4., völlig überarbeitete und erweiterte Auflage. München: Deutscher Taschenbuch Verlag.
- Schwalbach, Joachim/Ulrike Graßhoff, 1997: Managervergütung und Unternehmenserfolg. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 67, 203–217.
- Schwetzer, Bernhard, 1999: Shareholder Value Konzept, Managementanreize und Stock Option Plans. In: *Die Betriebswirtschaft* 59, 332–350.
- Sherman, Heidemarie C./Fred R. Kaen, 1997: Die deutschen Banken und ihr Einfluss auf Unternehmensentscheidungen. In: *Ifo-Schnelldienst* 50/23, 3–20.

- Shleifer, Andrei/Robert W. Vishny, 1996: *A Survey of Corporate Governance*. NBER Working Paper 5554. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Shonfield, Andrew, 1965: *Modern Capitalism. The Changing Balance of Public and Private Power*. Oxford: Oxford University Press.
- Siddiqui, Sikandar, 2000: Aktienoptionsprogramme für Management und Belegschaft. In: *Die Mitbestimmung* 46/5, 49–52.
- Sorge, Arndt, 1999: Mitbestimmung, Arbeitsorganisation und Technikanwendung. In: Wolfgang Streeck/Norbert Kluge (Hrsg.), *Mitbestimmung in Deutschland. Tradition und Effizienz. Expertenberichte für die Kommission Mitbestimmung*. Frankfurt a.M.: Campus, 17–134.
- Soskice, David, 1987: Über unzulängliche und wegweisende Beiträge real existierender industrieller Beziehungen zum Beschäftigungsproblem – für einen flexiblen Korporatismus. In: Jan Kregel/Egon Matzner/Alessandro Roncaglia (Hrsg.), *Arbeit ist möglich. Über ökonomische und institutionelle Bedingungen erfolgreicher Beschäftigungs- und Arbeitsmarktpolitik*. Berlin: edition sigma, 219–239.
- , 1990a: Reinterpreting Corporatism and Explaining Unemployment: Co-ordinated and non-coordinated Market Economies. In: Renato Brunetta/Carlo Dell’Arringa (Hrsg.), *Labour Relations and economic Performance*. London: Macmillan, 170–211.
- , 1990b: Wage Determination: The Changing Role of Institutions in Advanced Industrialized Countries. In: *Oxford Review of Economic Policy* 6, 36–61.
- , 1996: The Stake We’re in. In: *Prospect April* 1996, 39–42.
- , 1997: Über unzulängliche und wegweisende Beiträge real existierender industrieller Beziehungen zum Beschäftigungsproblem – für einen flexiblen Korporatismus. In: Jan Kregel/Egon Matzner/Alessandro Roncaglia (Hrsg.), *Arbeit ist möglich. Über ökonomische und institutionelle Bedingungen erfolgreicher Beschäftigungs- und Arbeitsmarktpolitik*. Berlin: edition sigma, 219–239.
- , 1999: Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s. In: Herbert Kitschelt et al. (Hrsg.), *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*. Cambridge: Cambridge University Press, 101–134.
- Speckbacher, Gerhard, 1998: Das Shareholder Value-Konzept im Licht der Corporate Governance-Debatte. In: *Das Wirtschaftsstudium (WiSt)* 27, 95–97.
- Steiger, Max, 2000: *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktiliquidität und Corporate Governance*. Baden-Baden: Nomos.
- Steward, Rosemary, et al., 1994: *Managing in Britain and Germany*. London: Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society.
- Streeck, Wolfgang, 1984a: Co-determination: The Fourth Decade. In: Bernhard Wilpert/Arndt Sorge (Hrsg.), *International Yearbook of Organizational Democracy*, Vol. II: *International Perspectives on Organizational Democracy*. Chichester: John Wiley & Sons, 391–422.

- , 1984b: Neo-corporatist Industrial Relations and the Economic Crisis in West Germany. In: John Goldthorpe (Hrsg.), *Order and Conflict in Contemporary Capitalism: Studies in the Political Economy of Western European Nations*. Oxford: Clarendon Press, 291–314.
- , 1986: *Arbeit, Markt, Vertrag: Die soziologische Kritik der Vertragsgesellschaft*. Unveröffentlichtes Manuskript.
- , 1991: On the Institutional Conditions of Diversified Quality Production. In: Egon Matzner/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Beyond Keynesianism. The Socio-Economics of Production and Full Employment*. Aldershot: Edward Elgar, 21–61.
- , 1995: *German Capitalism: Does It Exist? Can It Survive?* MPIfG Discussion Paper 95/5. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- , 1996: *Mitbestimmung: Offene Fragen*. Reihe »Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen«. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- , 1997: Beneficial Constraints: On the Economic Limits of Rational Voluntarism. In: J. Rogers Hollingsworth/Robert Boyer (Hrsg.), *Contemporary Capitalism: The Embeddedness of Institutions*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 197–219.
- , 2001a: Preface. In: Bernhard Ebbinghaus/Philip Manow (Hrsg.), *Comparing Welfare Capitalism. Social Policy and Political Economy in Europe, Japan and the USA*. London: Routledge, xiv–xx.
- , 2001b: Tarifautonomie und Politik: Von der Konzertierten Aktion zum Bündnis für Arbeit. Mit Kommentaren von Rainer Hank und Klaus Lang. In: Arbeitgeberverband Gesamtmetall (Hrsg.), *Die deutschen Arbeitsbeziehungen am Anfang des 21. Jahrhunderts. Eine Bestandsaufnahme. Wissenschaftliches Kolloquium im Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung aus Anlass des Ausscheidens von Dr. Werner Stumpfe als Präsident von Gesamtmetall*. Köln: Deutscher Institutsverlag, 76–118.
- , 2001c: *The Transformation of Corporate Organization in Europe: An Overview*. MPIfG Working Paper 01/8. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Streeck, Wolfgang/Martin Höpner, 2003: Einleitung. In: Wolfgang Streeck/Martin Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*. Frankfurt a.M.: Campus, im Erscheinen.
- Strenger, Christian, 2002: Was will, was braucht der Kapitalmarkt? In: *Die Mitbestimmung* 48/6, 17–19.
- Strube, Jürgen, 2000: Rede anlässlich der Notierung an der NYSE, 7. Juni 2000, New York. Ludwigshafen: BASF. <[http://www.basf.de/de/corporate/investor/presentationen/jahr\\_00/quartal2\\_00/rede\\_0706/](http://www.basf.de/de/corporate/investor/presentationen/jahr_00/quartal2_00/rede_0706/)>
- Sullivan, Daniel, 1994: Measuring the Degree of Internationalization of a Firm. In: *Journal of International Business Studies* 25, 325–342.
- Sweeney, John J., 2000: Wer bestimmt die Regeln für die Weltwirtschaft? In: *Die Mitbestimmung* 46/11, 50–53.

- Swenson, Peter, 1991a: Bringing Capital Back in, or Social Democracy Reconsidered: Employer Power, Cross-Class Alliances, and Centralization of Industrial Relations in Denmark and Sweden. In: *World Politics* 43, 513–544.
- , 1991b: Labour and the Limits of the Welfare State. The Politics of Intra-class Conflict and Cross-Class Alliances in Sweden and West-Germany. In: *Comparative Politics* 43, 379–399.
- , 1992: Union Politics, the Welfare State, Intra-class Conflict in Sweden and Germany. In: Miriam Golden/Jonas Pontusson (Hrsg.), *Bargaining for Change: Union Politics in North America and Europe*. Ithaca: Cornell University Press, 45–76.
- Swenson, Peter/Jonas Pontusson, 2000: The Swedish Employer Offensive against Centralized Wage Bargaining. In: Torben Iversen/Jonas Pontusson/David Soskice (Hrsg.), *Unions, Employers, and Central Banks. Macroeconomic Coordination and Institutional Change in Social Market Economies*. Cambridge: Cambridge University Press, 77–106.
- Syben, Gerd, 1998: Lage und Perspektiven der Bauwirtschaft. In: *ifo-Schnelldienst* 51/20, 15–23.
- Täger, Uwe Christian, 1998: Hohe Wettbewerbsintensität in der Warendistribution der Europäischen Union. In: *ifo-Schnelldienst* 51/15, 3–12.
- Thelen, Kathleen, 2000: Why German Employers Cannot Bring Themselves to Dismantle the German Model. In: Torben Iversen/Jonas Pontusson/David Soskice (Hrsg.), *Unions, Employers, and Central Banks*. Cambridge: Cambridge University Press, 138–172.
- , 2002: How Institutions Evolve: Insights from Comparative-historical Analysis. In: James Mahoney/Dietrich Rueschemeyer (Hrsg.), *Comparative-Historical Analysis: Innovations in Theory and Method*. Cambridge: Cambridge University Press, im Erscheinen.
- Thelen, Kathleen/Sven Steinmo, 1992: Historical Institutionalism in Comparative Politics. In: Sven Steinmo/Kathleen Thelen/Frank Longstreth (Hrsg.), *Structuring Politics. Historical Institutionalism in Comparative Analysis*. Cambridge, MA: Cambridge University Press, 1–32.
- Thelen, Kathleen/Lowell Turner, 1997: *German Codetermination in Comparative Perspective. Reihe »Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen«*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- Thomsen, Steen/Torben Pedersen, 2000: Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. In: *Strategic Management Journal* 21, 689–705.
- Tinbergen, Jan, 1961: Do Communist and Free Economies Show a Converging Pattern? In: *Soviet Studies* 12, 333–341.
- , 1986: Kapitalismus/Sozialismus – Was spricht für die Konvergenztheorie? In: Wolfram Engels/Hartmut Froels (Hrsg.), *Querschnitte. Sechs Jahrzehnte deutscher Wirtschaftsgeschichte 1926 bis 1986 in »Volkswirt« und »Wirtschaftswoche«*. Düsseldorf: Gesellschaft für Wirtschaftspublizistik, 258–259.

- Towers Perrin, 2000: 1999 *Worldwide Total Remuneration Study*. Unveröffentlichtes Manuskript. New York: Towers Perrin.
- UNCTAD, 1997: *World Investment Report 1997. Transnational Corporations, Market Structure and Competition Policy*. New York, Geneva: United Nations.
- Vitols, Sigurt, 2000: *The Reconstruction of German Corporate Governance: Reassessing the Role of Capital Market Pressures*. Konferenzbeitrag. First Annual Meeting of the Research Network on Corporate Governance, Berlin, Wissenschaftszentrum Berlin, 23.–24. Juni 2000.
- , 2002: From Banks to Markets: Liberalizing Coalitions and Financial Reform in Japan and Germany. In: Wolfgang Streeck/Kozo Yamamura (Hrsg.), *The Future of Nationally Embedded Capitalism in a Global Economy*, im Erscheinen.
- , 2003: Viele Wege nach Rom? BASF, Bayer und Hoechst. In: Wolfgang Streeck/Martin Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*. Frankfurt a.M.: Campus, im Erscheinen.
- Volkart, Rudolf/Peter Labhart, 2000: Investor Relations und Wertmanagement. In: Klaus Rainer Kirchhoff/Manfred Piwinger (Hrsg.), *Die Praxis der Investor Relations. Effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt*. Neuwied: Luchterhand, 146–161.
- von Rosen, Rüdiger, 1997: *Shareholder Value – Ein Reizwort in Deutschland*. Vortrag bei der Deutschen Bank AG am 27. Oktober 1997. Frankfurt a.M.: Deutsches Aktieninstitut.
- von Weizsäcker, Carl Christian, 1999: Mitbestimmung und Shareholder Value. In: *Gewerkschaftliche Monatshefte* 50, 177–184.
- Walgenbach, Peter/Alfred Kieser, 1995: Mittlere Manager in Deutschland und Großbritannien. In: Georg Schreyögg/Jörg Sydow (Hrsg.), *Managementforschung 5. Empirische Studien*. Berlin: de Gruyter, 259–309.
- Weber, Claus-Peter, 1996: Systemvergleich: Spärliche Angaben. Interview mit Athur Andersen-Chef Claus-Peter Weber. In: *Manager Magazin* 26/9, 120–124.
- Weber, Max, 2000: *Börsenwesen. Schriften und Reden 1893–1898*. Herausgegeben von Knut Borchardt in Zusammenarbeit mit Cornelia Meyer-Stoll. Abteilung I, Band 5, 2. Halbband der Max Weber Gesamtausgabe. Tübingen: Mohr.
- Weißberger, Barbara E./Jürgen Weber, 1999: Anreizsysteme und finanzorientiertes Controlling; Stock Option-Pläne als Motivationsinstrument der Unternehmensleitung. In: Karlheinz Küting/Günther Langenbucher (Hrsg.), *Internationale Rechnungslegung: Festschrift für Claus-Peter Weber zum 60. Geburtstag*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 671–696.
- Wenger, Ekkehard/Leonhard Knoll, 1999: Aktienkursgebundene Management-Anreize: Erkenntnisse der Theorie und Defizite der Praxis. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 51, 565–591.
- Whitley, Richard, 1999: *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems*. Oxford: Oxford University Press.



- Williamson, Oliver E., 1964: *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Windisch, Rupert, 2000: Verfügungsrechte. In: *Gabler Wirtschaftslexikon*. 15., vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage. Wiesbaden: Gabler, 3246–3248.
- Windolf, Paul, 1994: Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle. In: *Zeitschrift für Soziologie* 23, 79–92.
- , 2000: *Was wird aus der Deutschland AG?* Konferenzbeitrag. Tagung der Sektion Betriebs- und Industriesoziologie auf dem Kongress der Deutschen Gesellschaft für Soziologie, Köln, 28. September 2000.
- Windolf, Paul/Jürgen Beyer, 1995: Kooperativer Kapitalismus – Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 47, 1–36.
- Windolf, Paul/Michael Nollert, 2001: Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich. In: *Politische Vierteljahresschrift* 42, 51–78.
- Witte, Eberhard, 1980a: Das Einflusspotential der Arbeitnehmer als Grundlage der Mitbestimmung. In: *Die Betriebswirtschaft* 40, 3–26.
- , 1980b: Der Einfluss der Arbeitnehmer auf die Unternehmenspolitik. Eine empirische Untersuchung. In: *Die Betriebswirtschaft* 40, 541–559.
- Wöhe, Günter, 1999: Die Entwicklung der Rechnungslegungsvorschriften der Kapitalgesellschaften im 20. Jahrhundert. In: Karlheinz Küting/Günther Langenbacher (Hrsg.), *Internationale Rechnungslegung. Festschrift für Professor Dr. Claus-Peter Weber zum 60. Geburtstag*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 65–90.
- Ziegler, J. Nicholas, 2000: Corporate Governance and the Politics of Property Rights in Germany. In: *Politics & Society* 28, 195–221.
- Zugehör, Rainer, 2001: Mitbestimmt ins Kapitalmarktzeitalter? In: *Die Mitbestimmung* 47/5, 38–42.
- , 2003: *Zukunft des rheinischen Kapitalismus – Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*. Opladen: Leske+Budrich.
- Zysman, John, 1983: *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Cornell Studies in Political Economy. Ithaca: Cornell University Press.

# Anhang

## Verzeichnis der unternehmensbezogenen Variablen

Die in dieser Arbeit ausgewerteten Variablen sind eine Teilmenge der Daten, die zwischen 1999 und 2001 in die MPIfG-Unternehmensdatenbank eingespeist wurden. Die MPIfG-Unternehmensdatenbank bezieht sich auf die hundert größten deutschen Unternehmen.

In diesem Verzeichnis finden sich alle Variablen, die in der vorliegenden Arbeit ausgewertet wurden. Angegeben werden Bezeichnungen, Definitionen, Datenquellen und Anzahl der validen Fälle der erhobenen Variablen. Die Reihenfolge richtet sich nach der groben Abfolge der Themen im Text.

### *Indikatoren der Kapitalmarktorientierung (im weiteren Sinne)*

Informationsqualität der Geschäftsberichte	Anhand eigener Berechnungen zusammengefasste Ergebnisse aus den Geschäftsberichts-Wettbewerben für die Geschäftsberichte der Jahre 1996, 1997, 1998 und 1999. Datenquellen: Enzweiler/Friese/Nitschke (1997), Enzweiler/Friese/Nitschke (1998), Lubert/Nitschke (1999), Fockenbrock (2000). n=40.
Investor Relations	Anhand eigener Berechnungen zusammengefasste Ergebnisse aus den Investor-Relations-Wettbewerben für die Geschäftsjahre 1996, 1997, 1998 und 1999. Datenquellen: Enzweiler/Friese/Nitschke (1997), Enzweiler/Friese/Nitschke (1998), Lubert/Nitschke (1999), Lubert (2000). n=40.
Renditeziele	Implementation von Renditezielen für das Gesamtunternehmen oder die Teilsegmente (Dummy-Variable) im Herbst 1999. Eigene Recherchen anhand von Geschäftsberichten und Online-Broschüren. n=40.
Anreizkompatibilität der Managervergütung	Analysteneinschätzung zur Anreizkompatibilität der Managervergütung. Bezugsjahr: 1997. Datenquelle: Jahn/Prandl (1997). n=37.

*Indikatoren der Kapitalmarktorientierung (Fortsetzung)*

Shareholder Value	Index der Shareholder-Value-Orientierung in den späten neunziger Jahren. Zusammengefasst aus den Einzelskalen zur Informationsqualität der Geschäftsberichte, zu den Investor Relations, den Renditezielen und der Anreizkompatibilität der Managervergütung. n=40.
Notierungen an der NYSE	Notierung an der New Yorker Börse im Herbst 1999 (Dummy-Variable). Eigene Recherche. n=40.
Aktienrückkäufe	Vorbereitung und Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen. 2=Unternehmen hat eigene Aktien zurückgekauft; 1=Vorstand wurde durch Hauptversammlung ermächtigt, eigene Aktien zurückzukaufen; 0=keine Aktivitäten in Fragen des Aktienrückkaufs. Bezugszeitraum: bis Ende 1999. Eigene Recherche. n=40.
Ratings Standard & Poor's	Rating durch Standard & Poor's (Dummy-Variable). Recherche auf der Homepage von Standard & Poor's. Bezugsjahr: 1999. n=40.
Ratings Moody's	Rating durch Moody's (Dummy-Variable). Recherche auf der Homepage von Moody's. Bezugsjahr: 1999. n=40.
Akzeptanz Übernahmekodex	Selbstverpflichtung des Unternehmens auf die Beachtung des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission (Dummy-Variable). Recherche auf der Homepage der Börsensachverständigenkommission. Bezugsjahr: 1999. n=40.

*Internationalisierungsindikatoren*

Auslandsbeschäftigte	Quotient aus Auslandsbeschäftigten und allen Beschäftigten des Unternehmens. Daten für die Jahre 1996–1999. Datenquelle: Unternehmensdatenbank am MPIfG. n=40.
Streuung der internationalen Aktivitäten	Dreistufiger Index: 1=Beteiligungen in bis zu 6 Ländern; 2=Beteiligungen in 7 bis 16 Ländern; 3=Beteiligungen in mehr als 16 Ländern. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Unternehmensdatenbank am MPIfG (abgedruckt in Hassel et al. 2000). n=38.
Auslandsumsatz	Quotient aus Auslandsumsatz und Gesamtumsatz. Daten für die Jahre 1996–1999. Datenquelle: Unternehmensdatenbank am MPIfG. n=39.
Zugehörigkeit zum Exportsektor	Dummy-Variable zur Zugehörigkeit zum Exportsektor. Eigene Recherche. Bezugszeitraum: späte neunziger Jahre. n=40.
Hassel et al.-Index der realwirtschaftlichen Internationalisierung	Zusammengesetzter Index aus drei Indikatoren der realwirtschaftlichen Internationalisierung: Auslandsbeschäftigte, Auslandsumsatz und Streuung der internationalen Aktivitäten. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Unternehmensdatenbank am MPIfG (abgedruckt in Hassel et al. 2000). n=39.

*Performanz- und weitere ökonomische Indikatoren*

Beschäftigte	Beschäftigte im Inland. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Umsatz	Umsatz im Inland. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission. n=40.
Aktienkurssteigerungen	Prozentuale nominale Aktienkurssteigerungen zwischen Anfang 1996 und Ende 1999. Eigene Berechnungen. Datenquellen: B & W Investment, Handelsblatt, Wirtschaftswoche. n=40.
Ausschüttungsquoten	Quotient aus Dividendenbetrag und Gewinn je Aktie. Durchschnitt für die Jahre 1996–1999. Eigene Berechnung. Datenquelle: Wright Investors' Service. n=40.
Dividendensteigerungen	Prozentuale nominale Steigerung der Dividenden zwischen 1995 und 1999. Eigene Berechnung. Datenquelle: Wright Investors' Service. n=40.
Eigenkapitalrenditen	Quotient aus Gewinn und Eigenkapital. Durchschnitt für die Jahre 1996–1999. Eigene Berechnung. Datenquelle: Wright Investors' Service. n=35.
CFRol	Quotient aus Cash-flow und betrieblich investiertem Kapital. Durchschnitt für die Jahre 1996 bis 1998. Eigene Berechnung. Datenquelle: OnVista-Finanzdatenbank. n=33.
Kapitalkosten	Berechnung der Zeitschrift Capital zur Höhe der Kapitalkosten. Durchschnitt für die Jahre 1996 bis 1998. Datenquelle: Capital. n=40.
Wertschöpfung	Wertschöpfung im Inland. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Diversifizierung	Anzahl der Wirtschaftszweige, in denen das Unternehmen einen Umsatzanteil von mindestens 5 Prozent des Gesamtumsatzes produziert. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Akquisitionstätigkeit	Anzahl der 1996 und 1997 erfolgten Unternehmenszusammenschlüsse, die dem Bundeskartellamt angezeigt wurden. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Eigenkapitalquoten	Quotient aus Eigenkapital und Bilanzsumme. Daten für alle Jahre zwischen 1990 und 1998. Datenquelle: Hoppenstedt. n=39.
Liedtke-Index der Unternehmenspolitik	Rangfolge der Qualität der Unternehmensführung von Rüdiger Liedtke zur Qualität der Unternehmensführung. Fünfstufiger Index: 5=sehr gut; 1=sehr schlecht. Datenquelle: Liedtke (2001). n=30.
Variabilität der Arbeitnehmervergütung	Siebenstufiger Index der Bedeutung variabler Arbeitnehmervergütung im Sinne von ertragsabhängiger Vergütung, leistungsabhängiger Vergütung und Kapitalbeteiligungen. 1=minimale Variabilität; 7=maximale Variabilität. Datenquelle: Kurdelbusch (2002). n=23.

*Variablen zur Aktionärsstruktur*

Streubesitz	Aktienanteil, der breit gestreut ist. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Familienbesitz	Aktienanteil, der von Familien, Einzelpersonen und Stiftungen gehalten wird. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Ausländischer Einzelbesitz	Aktienanteil, der von ausländischen Einzelaktionären (ohne Streubesitzanleger) gehalten wird. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Aktienbesitz in öffentlicher Hand	Aktienanteil, der von der öffentlichen Hand (alle Gebietskörperschaften) gehalten wird. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Aktienbesitz von Großunternehmen	Aktienanteil, der von Unternehmen (inklusive Finanzunternehmen) aus dem Kreis der 100 größten deutschen Unternehmen gehalten wird. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Bankenbesitz	Aktienanteil, der von Banken gehalten wird. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Aktienbesitz von Finanzunternehmen	Aktienanteil, der von Finanzunternehmen (Banken und Versicherungen) gehalten wird. Bezugsjahr: 1996. Datenquelle: Monopolkommission (1998). n=40.
Institutionelle Anleger	Aktienanteil, der von (in- und ausländischen) institutionellen Anlegern gehalten wird. Bezugszeitpunkt: späte neunziger Jahre. Eigene Recherchen: Anfragen bei Investor-Relations-Abteilungen, Geschäftsberichte, Homepages, Zeitungsmeldungen. n=31.
Ausländische Anleger	Aktienanteil, der von ausländischen Anlegern (Streubesitz und Paketbesitz) gehalten wird. Bezugszeitpunkt: späte neunziger Jahre. Eigene Recherchen: Anfragen bei Investor-Relations-Abteilungen, Geschäftsberichte, Homepages, Zeitungsmeldungen. n=35.

*Managerbezogene Variablen*

Berufsausbildung	Anteil an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Vorstandsvorsitzender war, der eine betriebliche Berufsausbildung (im Sinne des heutigen BBiG) absolviert hat. Eigene Recherchen. n=39.
Gewerbliche Berufsausbildung	Anteil an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Vorstandsvorsitzender war, der eine gewerbliche Berufsausbildung (im Sinne des heutigen BBiG) absolviert hat. Eigene Recherchen. n=39.
Studium	Anteil an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Vorstandsvorsitzender war, der ein Studium abgeschlossen hat. Eigene Recherchen. n=39.
Techniker und Naturwissenschaftler	Anteil an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Vorstandsvorsitzender war, der ein naturwissenschaftliches oder technisches Studium abgeschlossen hat. Eigene Recherchen. n=39.
Ökonomen	Anteil an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Vorstandsvorsitzender war, der ein wirtschaftswissenschaftliches Studium abgeschlossen hat. Eigene Recherchen. n=39.
Juristen	Anteil an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Vorstandsvorsitzender war, der ein Jura-Studium abgeschlossen hat. Eigene Recherchen. n=39.
Finanzexperten	Anteil an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Vorstandsvorsitzender war, dessen Karriereweg über das Finanzressort eines Unternehmens verlaufen ist. Eigene Recherchen. n=39.
Hauskarrieren	Anteil an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Vorstandsvorsitzender war, der bereits in der Vorperiode bei demselben Unternehmen beschäftigt war. Eigene Recherchen. n=39.
Verweildauern	Durchschnittliche Verweildauern von Vorstandsvorsitzenden in ihren Ämtern zwischen 1960 und 1997. Den jahresbezogenen Durchschnittswerten liegt jeweils eine unterschiedliche Anzahl valider Beobachtungspunkte zugrunde. Eigene Recherchen. n=37 Jahre.
Image	Note für das Innovationsimage, das den Unternehmen von befragten Managern zugesprochen wird. Fünfstufiger Index: 1=sehr gutes Image; 5=sehr schlechtes Image. Bezugszeitpunkt: 2000. Datenquelle: Wirtschaftswoche vom 1.6.2000, 96–107. n=33.

---

*Variablen zu Aufsichtsräten und Managervergütung*


---

Vertreter von Finanzunternehmen als Aufsichtsratsvorsitzende	Anzahl an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Aufsichtsratsvorsitzender war, der Vertreter eines Finanzunternehmens war. Eigene Recherchen. n=40.
Bankenvertreter als Aufsichtsratsvorsitzende	Anzahl an Jahren zwischen 1990 und 1999, in denen jemand Aufsichtsratsvorsitzender war, der Vertreter einer Bank war. Eigene Recherchen. n=40.
Ex-Manager als Aufsichtsratsvorsitzende	Anzahl an Jahren zwischen 1990 und 1999 (sowie zwischen 1996 und 1999), in denen jemand Aufsichtsratsvorsitzender war, der ehemaliger Manager desselben Unternehmens war. Eigene Recherchen. n=40.
Gewerkschaftsvertreter	Anteil der externen Gewerkschaftsvertreter in den Aufsichtsratsgremien. Bezugsjahr: 1996. Eigene Berechnungen anhand von unveröffentlichten Angaben der Monopolkommission. n=40.
Vorstandsgrößen	Größe der Vorstandsgremien 1996 und 1999. Datenquelle: Geschäftsberichte. n=39.
Vorstandsvergütungen	Vergütung pro Vorstandsgremium sowie durchschnittliche Vergütung jedes Vorstandsmitglieds für die Jahre 1996 und 1999. Ohne Vergütungsbestandteile aus Aktienoptionsprogrammen. Eigene Berechnungen anhand von Angaben aus den Geschäftsberichten. n=39.
Entwicklung der Vorstandsvergütungen	Prozentuale Steigerung der durchschnittlichen Vergütungen pro Vorstandsmitglied zwischen 1996 und 1999. Eigene Berechnungen. n=39.
Stärke der Unternehmensmitbestimmung	Stärke der Mitbestimmung auf Unternehmensebene. Zusammengesetzter Index, der den Umfang zustimmungspflichtiger Geschäfte in den Satzungen der Aufsichtsräte, die paritätische Besetzung der Aufsichtsratsausschüsse, die Herkunft der Arbeitsdirektoren und die Herkunft der stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden berücksichtigt. Bezugsjahr: 2000. Datenquelle: Zugehör (2001a). n=21.

---

---

*Variablen aus der MPIfG-Betriebsrätebefragung*


---

Rechnungslegung	Stellungnahme der Betriebsräte gegenüber der Umstellung der Bilanzierung auf internationale Standards. 1=eher dagegen; 2=Arbeitnehmervertretung sieht Vor- und Nachteile; 3=eher dafür. Unternehmensdatenbank am MPIfG. n=16.
Konzentration auf das Kerngeschäft	Stellungnahme der Betriebsräte gegenüber Strategien zur Konzentration auf Kerngeschäfte. 1=Betriebsrat unterstützt nicht; 2=Betriebsrat unterstützt mit Abstrichen; 3=Betriebsrat unterstützt. Unternehmensdatenbank am MPIfG. n=21.
Renditeziele	Stellungnahme der Betriebsräte gegenüber der Implementation von Renditezielen. 1=Betriebsrat unterstützt nicht; 2=Betriebsrat unterstützt mit Abstrichen; 3=Betriebsrat unterstützt. Unternehmensdatenbank am MPIfG. Diese Frage wurde sowohl für unternehmensweite als auch für segmentspezifische Renditeziele gestellt. n=18 bzw. n=17.
Managervergütung	Stellungnahme der Betriebsräte gegenüber der zunehmenden Kopplung der Managervergütung an den Unternehmenserfolg. 0=Betriebsrat hat nicht gegen die Kopplung Stellung bezogen; 1=Betriebsrat hat gegen die Kopplung Stellung bezogen. Unternehmensdatenbank am MPIfG. n=20.
Ausländische Direktinvestitionen	Stellungnahme der Betriebsräte gegenüber der Tätigkeit von umfangreichen ausländischen Direktinvestitionen. 1=Betriebsrat hat Art und Ort der Investitionen überwiegend nicht gebilligt; 2=Betriebsrat hat Investitionen meistens gebilligt; 3=Betriebsrat hat Investitionen immer gebilligt. Unternehmensdatenbank am MPIfG. n=18.
Dividenden	Stellungnahme der Betriebsräte zur Höhe der Dividenden der letzten Jahre. 1=Dividenden waren zu niedrig; 2=Dividenden waren angemessen; 3=Dividenden waren zu hoch. Unternehmensdatenbank am MPIfG. n=20.

---