SSOAR

Open Access Repository
www.ssoar.info

Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität: zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus

Kädtler, Jürgen

Veröffentlichungsversion / Published Version
Arbeitspapier / working paper

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:
Kädtler, J. (2009). *Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität: zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus.* (SOFI Working Paper, 5). Göttingen: Soziologisches Forschungsinstitut an der Universität Göttingen e.V. (SOFI). https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-283036

Nutzungsbedingungen:
Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.
Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:
This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.
By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

gesis Leibniz-Institut für Sozialwissenschaften

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

SOFI | Soziologisches Forschungsinstitut Göttingen

Jürgen Kädtler

Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität
Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus

SOFI Arbeitspapier I SOFI Working Paper
2009–5

Soziologisches Forschungsinstitut Göttingen (SOFI)
an der Georg-August-Universität

Sociological Research Institute Goettingen (SOFI)

Friedländer Weg 31 I 37085 Göttingen I Germany
www.sofi.uni-goettingen.de I sofi@sofi.uni-goettingen.de
Tel.: + 49 551 522 – 050 I Fax: + 49 551 522 – 0588

Zitationshinweis | Citation:

Jürgen Kädtler (2009)
Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität
Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus
SOFI Arbeitspapier | SOFI Working Paper 2009–5.
Göttingen: SOFI.

© SOFI | ISSN: 1864-6999

Zusammenfassung

Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität

Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im zeitgenössischen Kapitalismus

Die große Bedeutung, die die globalen Finanzmärkte als Gravitationszentrum wirtschaftlichen Handelns in der kapitalistischen Weltwirtschaft seit den 1980er Jahren erlangt haben, beruht – so die hier vertretene These – auf der Entstehung einer spezifischen Finanzmarktrationalität und auf ihrer Etablierung als vorrangiger Begründungsordnung für wirtschaftliches Handeln. Finanzmarktrationalität wird begriffen als bedingte Rationalität auf konventioneller Grundlage. Indem sie es ermöglicht, wirtschaftliches Handeln als rational und legitim zu begründen, stellt sie eine eigenständige Machtressource dar. Zugleich bleibt das, was aus ihr folgt, an konkrete Aushandlungen und Abwägungen gebunden. Durchsetzungs- und Wirksamkeitsbedingungen von Finanzmarktrationalität werden als Wechselspiel zwischen moderner Finanzwissenschaft, politischer Regulierung und Interessendurchsetzung unterschiedlicher wirtschaftlicher Akteure analysiert. Dabei liegt der Fokus auf finanzmarktbezogener Risikoanalyse und finanzmarktorientierte Unternehmensführung sowie auf Auswirkungen finanzmarktorientierten Handelns auf gesellschaftliche Macht- und Verteilungsverhältnisse.

Abstract

Financialisation and Financial Market Rationality

On the Importance of Conventional Framing of Action in Present Day Capitalism

The paramount importance which global financial markets have taken on for the global economy since the 1980s rests on the development of specific financial market rationality and on its establishment as the prevailing order justifying economic action. Financial market rationality is conceived as a type of bounded rationality on a conventional basis. In as far as it gives economic actors the possibility to justify their action as reasonable and legitimate, it serves as a resource of power in its own right. At the same time it always has to be specified by bargaining and consideration. The conditions for establishing and the principles of functioning of financial market rationality are analysed as the interplay of modern financial economics, political regulation, and bargaining of different categories of economic actors. Special focus is placed on problems of financial risk analysis, financialised corporate strategies, and on changes in social relations of power and income as an outcome of financialised economic action.

Inhalt

1. Einleitung 1

2. Finanzialisierung – oder (nur) Finanzmarktkapitalismus als Macht der "neuen Eigentümer"? 2

3. Finanzmarktrationalität als bedingte Rationalität 5

3.1. Finanzmarktrationalität als konventionelle Begründungsordnung und die Finanzmarktöffentlichkeit 6

3.2. Finanzmarktrationalität und die Neuregulierung der Finanzmärkte 8

4. Finanzmarktrationalität und Finanzmarktkrise 10

5. Finanzmarktrationalität und finanzmarktorientierte Unternehmensführung 13

5.1. Finanzmarktorientierung auf der Unternehmensebene und die Bedeutung unterschiedlicher Begründungsordnungen 13

5.2. Finanzmarktorientierte Unternehmensstrategien in der Pharmaindustrie 16

5.2.1 Blockbuster und Fusionen – zwei Seiten finanzmarktorienriterter Pharmastrategie 16

5.2.2 Pharmainnovation und Finanzcontrolling 17

5.2.3 Managementmoden und Finanzmarktöffentlichkeit – Kernkompetenzen und Life Sciences 18

5.2.4 Finanzmarktorientierung als Marginalisierung ausführender Arbeit 19

6. Finanzmarktrationalität – Handlungsoptionen und Akteure 20

7. Ausblick: Die Krise der Finanzmärkte und die Perspektiven für Finanzmarktrationalität 23

Literatur 25

„Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes the by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done."

John Maynard Keynes: The General Theory of Employment, Interest, and Money, London 1936

1. Einleitung

Mit dem Platzen einer über Jahre hinweg aufgebauten Immobilien- und Hypothekenblase in den USA ist im Laufe des Jahres 2008 eine Finanzkrise akut geworden, die spätestens mit der staatlicherseits in Kauf genommenen Pleite einer großen US-Investmentbank alle Züge einer systemischen Krise des globalen Finanzsystems angenommen hat, mit weitreichenden, bislang kaum abschätzbaren Folgen für die Weltwirtschaft insgesamt. Diese Krise steht einerseits als eine weitere in der langen Reihe spekulativer Finanzkrisen, die kapitalistische Ökonomien seit der holländischen Tulipomania von 1636 immer wieder erschüttert haben (vgl. Kindleberger, 2005: 294-303), wenn auch eine mit besonderer Reichweite wegen des mittlerweile erreichten Verflechtungsgrades der Weltwirtschaft gerade im Bereich der Finanzmärkte. Andererseits macht diese Krise Funktionsprinzipien und -probleme des zeitgenössischen Kapitalismus sichtbar. Der vorliegende Beitrag wird sich auf diese zweite Perspektive konzentrieren: auf die spezifische Rolle von Finanzmärkten im Rahmen des aktuellen Kapitalismus. Im Anschluss an Autoren wie Boyer (1999), Cutler (2001), Froud u.a. (Froud, Haslam et al., 1999, 2000; Froud, Sukhdev et al., 2006) und Orléan (1999) sprechen wir hier von Finanzialisierung[1].

Die große Bedeutung, die die globalen Finanzmärkte als Gravitationszentrum wirtschaftlichen Handelns in der kapitalistischen Weltwirtschaft seit den 1980er Jahren erlangt haben, beruht – so die hier vertretene These – auf der Entstehung einer spezifischen Finanzmarktrationalität und auf ihrer Etablierung als vorrangiger Begründungsordnung für wirtschaftliches Handeln. Diese Verselbstständigung und Aufwertung von Finanzmarktrationalität geht im Kern auf das Zusammenwirken von drei Entwicklungen zurück: Veränderungen der steuer- und währungspolitischen Rahmenbedingungen von Unternehmen, in deren Folge finanzwirtschaftliche Expertise wichtiger wird und der Einfluss der Träger dieser Expertise zunimmt; das Aufrücken der mikroökonomisch fundierten, mathematisch ausgerichteten Finanzökonomie von einer Rand- zur Kerndisziplin der herrschenden Wirtschaftswissenschaften; und schließlich die Aufnahme der von daher bereitgestellten Deutungsangebote durch hinreichend viele politische und wirtschaftliche Akteure zur Begründung ihres durchaus interessenbezogenen Handelns. Mit dem Konzept der Begründungsordnungen knüpfen wir an die vor allem von französischen Sozialwissenschaftlern seit den 1980er Jahren entwickelte Konventionentheorie in Verbindung mit Herbert A. Simons Theorie bedingter Rationalität („bounded rationality") an.

Der Akzent der Argumentation liegt damit auf den Handlungsorientierungen und –ressourcen von Akteuren. Finanzmarktrationalität ist nicht der bloße Ausdruck anderweitig begründeter Machtverhältnisse, etwa der Macht ‚neuer Eigentümer'. Insoweit, als sie die Grundlage bietet, wirtschaftliches Handeln als rational und legitim zu begründen, stellt sie vielmehr eine eigenständige Machtressource dar. Wirtschaftliche Akteure, die sich für die Begründung eigener Strategien und Ansprüche erfolgreich auf sie beziehen können, gewinnen dadurch Handlungsspielraum, insbesondere auch gegenüber Anderen, denen das weniger gut gelingt. Wie

[1] Die synonyme Verwendung des Begriffs Finanzmarktkapitalismus unter der Perspektive sprachlicher Gefälligkeit in früheren Beiträgen wird hier aufgegeben, weil der Begriff in der wissenschaftlichen Debatte eindeutig mit dem betreffenden Konzept von Windolf, Deutschmann u.a. assoziiert ist, von dem sich die im vorliegenden Beitrag verfolgte Argumentation in wichtigen Punkten absetzt.

erfolgreich eine solche Begründungsstrategie ist, hängt wiederum auch davon ab, auf welche materiellen und sozialen Ressourcen die jeweiligen Akteure sonst noch zurückgreifen können, um sie zur Verwirklichung eigener Intentionen auf neue Art ins Spiel zu bringen. Umgekehrt stehen Handlungsorientierungen, Ansprüche und Machtpositionen dann in Frage, wenn ihre rationale und normative Begründungsgrundlage brüchig wird.

Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, Durchsetzungs- und Wirksamkeitsbedingungen von Finanzmarktrationalität im Rahmen der jüngsten Phase kapitalistischer Entwicklung zu analysieren. Dazu wird im Folgenden zunächst das Konzept von Finanzialisierung (in Abgrenzung zu „Finanzmarktkapitalismus“) knapp skizziert (Abschnitt 2). Im Anschluss daran wird das Konzept von Finanzmarktrationalität als einer konventionellen Begründungsordnung ökonomischer Realität unter anderen eingeführt und ihre Durchsetzung als Wechselspiel zwischen moderner Finanzwissenschaft und politischer Regulierung analysiert (Abschnitt 3). Auf dieser Grundlage werden finanzmarktbezogene Risikoanalyse (Abschnitt 4) und finanzmarktorientierte Unternehmensführung (Abschnitt 5) als zwei unterschiedliche Ausprägungen von Finanzmarktrationalität diskutiert, die in der Praxis nur lose miteinander verkoppelt sind. Im Anschluss daran werden (Abschnitt 6) wesentliche Wirkungen finanzmarktorientierten Handelns auf gesellschaftliche Macht- und Verteilungsverhältnisse diskutiert. Abschließend (Abschnitt 7) wird die Frage aufgeworfen, in wieweit die neuerliche Finanzkrise Finanzmarktrationalität als kognitiv-normatives Prinzip infrage stellt oder lediglich eine konkrete Form ihrer praktischen Realisierung berührt – verliert also „der“ Markt („Market“) an Legitimität oder nur „ein“ Markt („marketplace“)?.

2. Finanzialisierung – oder (nur) Finanzmarktkapitalismus als Macht der „neuen Eigentümer“?

Der Begriff der Finanzialisierung steht für eine Neuordnung der Hierarchie von Gründen, die für wirtschaftliches Handeln ins Feld geführt werden (können). Und er bedeutet zugleich eine Neuordnung der Rangfolge wirtschaftlicher Akteure, die sich mehr oder weniger gut auf sie berufen können. Dabei ist das Verhältnis dieser beiden Aspekte zunächst einmal offen. Sind es die Akteure, die aufgrund anderweitiger Machtressourcen in der Lage sind, „ihren“ Gründen vorrangige Geltung zu verschaffen? Oder ist es die Anerkennung, die die betreffenden Gründe allgemein genießen, die denjenigen besonderen Einfluss verschafft, die sie effektiver als andere für ihre Sache ins Feld führen können? Konzepte wie das eines Vermögensbesitzer- oder Treuhänderkapitalismus bzw. eines Finanzmarktkapitalismus beantworten diese Frage – im Einzelnen durchaus unterschiedlich begründet – im Sinne der ersten Interpretation (Aglietta, 1998, 2000; Brennan, 2005; Hawley, Williams, 2000; Montagne, 2006). Andere Sichtweisen haben – wiederum mit im Einzelnen unterschiedlichen Argumenten – die Bedeutung von Leitbildern und Rationalitätsvorstellungen in den Vordergrund gestellt, sowie die Handlungs- und Durchsetzungsmöglichkeiten, die sie unterschiedlichen Kategorien von Akteuren eröffnen (z.B. Scott, Meyer, 1994).

Autoren wie Paul Windolf (2005a, 2008, 2005b) und Christoph Deutschmann (2005), die den Begriff des Finanzmarktkapitalismus in der wissenschaftlichen Debatte etabliert haben, stellen im Sinne der ersten Interpretation die Macht von Akteuren in den Mittelpunkt: die Macht institutionalisierter Anleger als der „neuen Eigentümer“, die Martin Höpner (2003) als Träger des Übergangs zum Shareholder-Value-Management in (nicht nur) deutschen Unternehmen ausgemacht hatte. Diese „neuen Eigentümer“ – so der Kern des Arguments – zwingen Unternehmen und anderen Akteuren über den harten Hebel finanzieller Abhängigkeit oder die Drohung mit feindlicher Übernahme ihren Willen auf. Windolf spezifiziert das Argument in einem neueren Aufsatz dahingehend, dass er eine neue „Dienstklasse der Finanzmärkte“ an den Hebeln der Finanzmarktmacht sieht, eine Funktionselite, die neben den neuen Eigentümern im engeren Sinne die strategischen Hilfsgewerke aus Finanzökonomen, Analys-

ten, Rating-Experten, Brokern, Wechselkurs-Managern, Finanzmarkt-Juristen usw. einschließt, also alle diejenigen, „deren Erwerbschancen von Finanztransaktionen auf globalen Finanzmärkten abhängen (Windolf, 2008: 517)[2]. Die Organisierung[3] des Finanzanlegerpublikums in großen Finanzanlagegesellschaften schafft demnach eine Übermacht von Anlegerinteressen gegenüber anderen wirtschaftlichen und politischen Akteuren, die diesen keine Alternative zur Folgebereitschaft lässt. Bereits die Aufkündigung des Weltwährungssystems von Bretton Woods erscheint in dieser Perspektive etwa bei Deutschmann (2005: 63f) als von institutionellen Anlegern erzwungen.

Nun sind die Konzentration des in den USA und dem Vereinigten Königreich zunächst breit gestreuten Aktienbesitzes bei Anlagegesellschaften wie Pensions- und Investmentfonds, Versicherungen etc. (Froud et al., 2006: 40f; Windolf, 2005a: 23f) und die Erweiterung der Handlungsspielräume dieser institutionellen Anleger im Hinblick auf Anlagestrategien (Lavigne, 2002; Montagne, 2000), die Einflussnahme in Unternehmen und koordiniertes Handeln durch rechtliche Neuregulierung in den USA ohne Zweifel wichtige Aspekte der Neupositionierung von Finanzmärkten und Finanzanlegern im zeitgenössischen Kapitalismus. Und zumindest für die anlegerfreundlichen Neuregulierungen in den USA seit den 1980er Jahren lässt sich der Einfluss institutioneller Anleger unmittelbar nachweisen (Davis, Thompson, 1994). Hatte die Managerherrschaft bei Berle und Means (Berle, Means, 1950) gerade die Ohnmacht isolierter Kleinaktionäre zu einer wesentlichen Voraussetzung, so trifft diese Voraussetzung heute definitiv nicht mehr zu. Entsprechend wird der eingetretene Wandel auch als Übergang von einem Manager- zu einem Anlegerkapitalismus gefasst (Useem, 1996).

Gleichwohl greift die Begründung dieser Entwicklung mit der Macht der „neuen Eigentümer“ zu kurz, wenn etwa Veränderungen institutioneller und regulativer Rahmenbedingungen, die Finanzmarktakteuren die Möglichkeit zur Erweiterung ihrer Handlungsspielräume geboten haben, gleichsam im Vorgriff bereits ihrem Einfluss zugeschrieben werden. Nicht nur für die Aufkündigung des Systems von Bretton Woods bietet der Verweis auf politisch-strategische Entscheidungen und Nichtentscheidungen von Regierungen im Hinblick auf die Regulierung weltwirtschaftlicher Beziehungen stichhaltigere Erklärungen als der Verweis auf die (All)Macht der Fonds (vgl. Strange, 1986: 25-59). Darüber hinaus liefern Mary O’Sullivan und William Lazonick (Lazonick, O'Sullivan, 2000; O'Sullivan, 2000) gewichtige Argumente und Belege dafür, dass der Übergang zum Shareholder-Value-Management in den großen US-Unternehmen dem Management nicht von den institutionalisierten Anlegern aufgezwungen worden ist, sondern auf eine strategische Verbindung von Finanzanleger- und Top-Management-Interessen zurückgeht, die von den Konzernmanagern maßgeblich mitbetrieben worden ist. Für das Vereinigte Königreich besteht die Forschergruppe um Julie Froud, Karel Williams u.a. auf der Bedeutung der mit dem Thatcherismus verbundenen politischen Wende als Voraussetzung für das freiere Agieren institutionellerer Anleger (Froud, Leaver et al., 2008; Froud et al., 2006). Und schließlich vermögen pauschal-verallgemeinernde Hinweise auf den Markt für Unternehmenskontrolle und Shareholderaktivismus als zentrales Beherrschungsmittel der ‚neuen Eigentümer’ bei genauerem Hinsehen nicht wirklich zu überzeugen. In allen drei Fällen de facto feindlicher Übernahmen von Unternehmen deutscher Herkunft – Hoesch, Mannesmann, Aventis – wurden Unternehmen übernommen, die geradezu als Musterbeispiele finanzmarktorientierter Unternehmensführung galten und an der Börse auch so bewertet

[2] Die Bedeutung dieser Finanzintermediäre hatten – von Windolf nicht erwähnt – zuvor bereits Folkman u.a. (Folkman, Froud et al., 2007) ins Zentrum ihrer Analysen zur Finanzialisierung des Gegenwartskapitalismus gerückt, freilich mit dem Ergebnis, dass diese Bedeutung gerade nicht in der Durchsetzung eigener Vorgaben für die Unternehmensstrategien besteht.

[3] Wir halten es für angemessener, hier von „Organisierung“ zu sprechen, denn die organisatorische Zusammenfassung individueller Anleger zu großen Anlagegesellschaften allein – und allein auf diesen Aspekt hebt die Rede von „Institutionalisierung“ bzw. „institutionellen Anlegern“ durchweg ab - macht aus diesen nach unserem Verständnis keine Institutionen. Im Hinblick auf „institutionelle Anleger“ schließen wir uns in Folgenden gleichwohl aus pragmatischen Gründen der herrschenden Terminologie an.

wurden. Demgegenüber blieb etwa die Bayer AG, die mit hohen Renditen, relativ niedriger Börsenbewertung (wegen des Festhaltens an einer Konglomeratstrategie) und einem vollständig in Streubesitz befindlichen Kapital eigentlich ein klassisches Abstrafungsobjekt hätte sein müssen, gänzlich unbehelligt (Kädtler, 2006: 110-112, 174-176). Zwar haben institutionelle Investoren die Übernahme der Londoner durch die deutsche Börse verhindert und die Ablösung des Vorstands- und des Aufsichtsratsvorsitzenden der letzteren durchgesetzt. Bis auf Weiteres handelt es sich dabei aber um ein Einzelereignis, das auf sehr spezifische Bedingungen und Interessenkonstellationen des konkreten Falls verweist und kaum als Beleg für allgemein zunehmenden Einfluss von Shareholderaktivismus interpretiert werden kann.

Die Bezugnahme auf „die neuen Eigentümer“ vermag Finanzmarktorientierung darüber hinaus auch dort nicht befriedigend zu erklären, wo die Eigentümer so neu nicht sind. In Deutschland etwa gehörten Versicherungen zu den Eckpfeilern des als „Deutschland AG“ apostrophierten Musterbeispiels eines koordinierten Kapitalismus. Nicht ihr (traditionelles) Gewicht als Finanzanleger, sondern ihr geändertes Anlageverhalten macht sie heute zu Promotoren eines finanzmarktgetriebenen Umbaus des deutschen Kapitalismus (Streeck, Höpner, 2003). Entsprechendes gilt für die Rolle von Banken und Versicherungen im Rahmen der koordinierten industriellen Komplexe (‚*noyaux durs*’) des französischen Kapitalismus, die sich ab Mitte der 1990er Jahre erheblich veränderte (Morin, 1996, 2000). Auch in den USA haben Pensionsfonds als traditionell bedeutsame Anleger früher anders agiert als heute (Fligstein, Shin, 2007; O'Sullivan, 2000). Darüber hinaus gibt es genügend Beispiele für Unternehmen, die auch ohne „neue Eigentümer“ konsequent auf Strategien und Zielsetzungen umgestellt haben, die anderswo unter Bezugnahme auf Finanzmarktanforderungen begründet worden sind (Kädtler, 2006). Der Verweis auf das gewachsene Gewicht einer bestimmten Kategorie organisierter Finanzanleger allein vermag den gewachsenen Einfluss von Finanzmärkten und Finanzmarktgesichtspunkten nicht zu erklären, so wichtig diese Akteure auch sind. Hier kommen zusätzlich grundlegende Fragen der Begründungsordnungen ökonomischen Handelns ins Spiel – der Rationalitäts- und Legitimitätsvorstellungen, die ökonomischem Handeln zugrunde gelegt werden (können).

In diesem Sinne setzt Jürgen Beyer (2006) bei seiner Erklärung des Übergangs vom kooperativen zum Finanzmarktkapitalismus in neoinstitutionalistischer Perspektive auf die Orientierungs- und Legitimierungskraft von „Leitvorstellungen“, wobei sein Konzept deutliche Berührungspunkte mit dem hier vorgeschlagenen aufweist: Leitvorstellungen im Sinne Beyers sind relativ dauerhafte „social definition[s] of reality such that certain ways of action are taken for granted as the ‚right’ if not the only way to do things“ (Scott, Meyer, 1994: 234). Diese sind das Ergebnis von Macht- und Deutungskämpfen der Akteure innerhalb organisationaler Felder im Sinne der neoinstitutionalistischen Organisationssoziologie (Fligstein, 2002; Powell, DiMaggio, 1991). Auslöser für die Institutionalisierung einer neuen Leitvorstellung sind typischerweise Krisen bzw. die kumulative Erosion der Wirkungsmächtigkeit der bislang geltenden, sowie das Auftreten eines oder mehrerer neuer Deutungsangebote, die (auch) an diesen Schwachstellen ansetzen. Was sich schließlich als Leitvorstellung konsolidiert, hat seine Grundlage in hinreichend allgemeiner Anerkennung und nicht per se in überlegener ökonomischer Effizienz. Ökonomische Effizienz ist zwar wichtig, aber „kein unabhängiger Prüfmaßstab, da die Performanzkriterien selbst sozial konstruierter Teil von Leitvorstellungen sind“ (Beyer, 2006: 37). Finanzmarktkapitalismus stellt sich in dieser Perspektive dar als Ausbreitung eines Shareholder-Value-Konzepts der Unternehmenskontrolle mit den entsprechenden Rationalitäts- und Effizienzkriterien. Die Grenze dieser Argumentation liegt in der Engführung der Konzepte von Leitvorstellung, Unternehmenskontrolle und Performanzkriterien, die Beyer hier vornimmt. Die mit der Bezugnahme auf Finanzmärkte und ihre Anforderungen verbundene Auslagerung der Bestimmung grundlegender Rationalitäts- und Effizienzkriterien aus dem Bereich der Realökonomie bzw. dem organisationalen Feld der Unternehmen gerät zur lediglich rhetorischen Figur, wenn der so begründete Finanzmarktkapitalismus dann doch nur mit einem bestimmten Konzept der Unternehmenskontrolle zusammenfällt.

Im Gegensatz dazu wird hier vorgeschlagen, die Finanzmärkte als ein eigenes soziales Feld[4] zu betrachten, und die Leitvorstellung von Finanzmarktorientierung weiter zu fassen: Sie fällt nicht zusammen mit dem Kontrollkonzept shareholderorientierter Unternehmensführung, sondern greift weiter und geht diesem voraus. Diese Leitvorstellung besteht, so die hier zugrunde gelegte These, in der Unterstellung einer spezifischen Finanzmarktrationalität, die – und das ist entscheidend – anderen Formen ökonomischer Rationalität übergeordnet ist. Diese bezieht sich auf ökonomisches Handeln generell und nicht allein auf Kontrollkonzepte für Unternehmen. Dort wo (und in dem Maße wie) dieser Allgemeinheitsanspruch von Finanzmarktrationalität bei der Begründung wirtschaftlichen, aber auch staatlichen Handelns zum Tragen kommt, sprechen wir von Finanzialisierung.

Dieses Verständnis von Finanzmarktrationalität als kollektiver Handlungsorientierung setzt sich ausdrücklich ab vom systemtheoretischen Fokus auf die "kollektive Intelligenz" eines „kognitiven Kapitalismus" (Willke, 2007) sowie von der selbstreferentiellen Eigenlogik eines autonomen, mit dem Wirtschafts- und anderen gesellschaftlichen Teilsystemen lose gekoppelten Finanzsystems (Willke, 2005), bei dem handelnde Personen lediglich als Auslöser von Systemstörungen Relevanz erlangen (vgl. ebd.: 62f). Gegenüber der Annahme einer emergenten Systemintelligenz, die von den gesellschaftlichen Akteuren wenn schon nicht begriffen, so doch wenigstens akzeptiert werden sollte, erscheint die (wie immer bedingte) Rationalität handelnder Akteure in Verbindung mit den von ihnen verfolgten Zielen und Interessen als der fruchtbarere Ausgangspunkt für die Analyse der Entwicklungs- und Umbruchsdynamiken kapitalistischer Gesellschaften. Im Übrigen dürfte Willkes Feststellung, dass es „[i]m Kontext einer sich bildenden Wissensgesellschaft […] gegenwärtig die Ökonomie [ist], welche die Zeichen der Zeit erkannt hat und sich auf einen kognitiven Modus ihrer Ressourcenoptimierung und eine Wissensbasierung ihrer Strukturen und Kernprozesse umstellt" (Willke, 2007: 219) angesichts der jüngsten Entwicklungen der ökonomischen Alltagswirklichkeit als empirisch überholt gelten.

3. Finanzmarktrationalität als bedingte Rationalität

Die These von der Etablierung von Finanzmarktrationalität als vorherrschender wirtschaftlicher Rationalität setzt voraus, dass es im Zeitverlauf, aber auch nach Situationen unterschiedliche Formen wirtschaftlicher Rationalität gibt. Mit dieser Annahme schließen wir an Herbert A. Simons (1949, 1995) Theorie bedingter Rationalität („*bounded rationality*") sowie an das konventionentheoretische Konzept von Begründungsordnungen an (Boltanski, Thévenot, 1991, 2007; Eymard-Duvernay, Favereau et al., 2004, 2006; Orléan, 1994). Wirtschaftliche Rationalität ist demnach nicht objektiv gegeben, sondern entspringt einer pragmatischen Evaluation wirtschaftlicher Handlungen durch die Beteiligten in konkreten Situations- und Erwartungskontexten. Generelle Gültigkeit erlangen Ergebnisse solcher pragmatischer Evaluationen in dem Maße, in dem sie zu Beurteilungsprinzipien und Bewertungskriterien verdichtet werden, die hinreichend allgemeine Anerkennung finden. Die Begründungsordnungen, die sich daraus ergeben, sind damit konventioneller Natur. Ihr mehr oder weniger großer Einfluss hängt davon ab, wie verbreitet und wie lange sie gesellschaftliche Anerkennung finden. Finanzialisierung beruht vor diesem Hintergrund darauf, dass sich eine solche Begründungsordnung mit Finanzmärkten als Bezugspunkt entwickelt und konsolidiert, und dass sie darüber hinaus ein solches Maß allgemeiner Anerkennung bei wirtschaftlichen Akteuren erlangt, dass andere Formen wirtschaftlicher Rationalität mehr oder weniger ins Hintertreffen geraten.

[4] Der hier verwendete Feldbegriff lehnt sich an den von Beckert (2008) entworfenen an. Dieser vermeidet den Strukturdeterminismus der Version Bourdieus und stellt auf die Handlungs- und (Um-)Gestaltungsoptionen von Akteuren (und ihre Grenzen) im Spannungs- und wechselseitigen Beeinflussungsverhältnis von kognitiven Rahmungen, Institutionen und Netzwerken ab. Die Implikationen der unterschiedlichen Perspektiven auf Finanzmärkte als Märkte bzw. als Öffentlichkeit müssen an dieser Stelle offen bleiben.

3.1 Finanzmarktrationalität als konventionelle Begründungsordnung und die Finanzmarktöffentlichkeit

Das hier zugrunde gelegte Konzept von Konventionen ist von Vertretern der *Economie des conventions*[5] entwickelt und für unterschiedliche Problemstellungen und Gegenstandsbereiche konkretisiert worden, von denen einige für den vorliegenden Zusammenhang besonders relevant sind. Luc Boltanski und Laurent Thévenot haben in ihrer grundlegenden Arbeit „De la Justification" von 1991 den anspruchsvollen Versuch unternommen, ein Repertoire von sechs allgemeinen und expliziten Begründungsordnungen[6] aufzustellen, auf die in Unternehmen zur Klärung von Situationen Bezug genommen wird. Diese Begründungsordnungen beruhen auf den Prinzipien individueller Rationalität und Konkurrenz; persönlicher Nähe, Loyalität und Tradition; technisch-industrieller Effizienz und Leistungsfähigkeit; der Berufung auf allgemeine bzw. kollektive Interessen, Ansprüche und Rechte; den Prinzipien von Prestige, Meinung, Außendarstellung; sowie schließlich individueller Genialität und Inspiration. Diese Begründungsordnungen stellen jeweils Kriterien bereit, um in konkreten Situationen entscheiden bzw. Verständigung darüber erzielen zu können, was für ein Verhalten als rational und legitim gilt. Mit dem Ineinssetzen von Rationalität und Legitimität wird unterstellt, dass sich der Unterschied zwischen norm- und interessegeleitetem Handeln in vielen Fällen stimmig als Bezugnahme auf konkurrierende Begründungsordnungen in ein und derselben Situation analysieren lässt. So erscheint z. B. rein zweckrationales Handeln im Sinne individueller Rationalität und Konkurrenz in Situationen, in denen Handeln auf der Basis von Loyalität und Tradition oder allgemeiner bzw. kollektiver Interessen allgemein als rational gilt, nicht nur als illegitim, sondern auch als irrational. Die unterschiedlichen Begründungsordnungen können ihrerseits auf bestimmte Öffentlichkeiten jenseits der Unternehmensgrenzen bezogen werden: technisch-wissenschaftliche Fachöffentlichkeiten, allgemeiner oder branchenbezogener Managementdiskurs, die politische Öffentlichkeit usw. Diese Begründungsordnungen, begriffen als nicht abschließend definierte Inventare, können durchaus über die Unternehmensebene hinaus für die Analyse sozialer Handlungskonstellationen in westlichen Industriegesellschaften fruchtbar gemacht werden. Robert Salais und Michael Storper (1992, 1993, 1997) haben ein Konzept von „Produktionswelten" entwickelt, womit sie unterschiedliche Begründungsordnungen für im engeren Sinne ökonomisches Handeln bezeichnen. Diesen entsprechen unterschiedliche Begriffe ökonomischer Rationalität, je nachdem, ob die Produktstrategien von Unternehmen in Bezug auf Märkte und Ressourcen eher den Umgang mit (als kalkulierbar gedachten) Risiken oder mit (nicht kalkulierbarer) Ungewissheit im Sinne R.H. Knights (1921) implizieren[7]. François Eymard-Duvernay (1989, 2004) hat die konstitutive Bedeutung konventioneller Bestimmungen von Produktqualitäten für das Entstehen und Funktionieren von Märkten herausgestellt. Und André Orléan (1999, 2005) hat – unter Aufnahme früher Überlegungen bei Keynes – eine konventionelle Analyse der (Macht der) Finanzmärkte entwickelt. Auf diese Positionen wird die Argumentation im Weiteren zurückkommen.

Wichtig ist hier die Feststellung, dass Konventionen keine definitive Eindeutigkeit schaffen. Zum einen fungieren sie – wie Olivier Favereau (1994: 132) herausstellt – in der Praxis (wie Regeln generell) als Heuristiken, also als Deutungs- und Interpretationsschemata, mit

---

[5] Für eine aktuelle Präsentation des Ansatzes in deutscher Sprache vgl. den Beitrag von Rainer Diaz-Bone (2009).

[6] Begründung bzw. Begründungsordnung steht hier für die Begriffe „justification" bzw. „cité" im französischen Original. Sie bringen m.E. den integralen Zusammenhang von (rationalem) Begründen und (normativem) Rechtfertigen besser zum Ausdruck als die in der deutschen Ausgabe gewählten Rechtfertigung(sordnungen).

[7] Knight unterscheidet zwischen Risiko (risk) als der mit Hilfe statistischer Verfahren kalkulierbaren und in diesem Sinne einzugrenzenden Form von Unsicherheit und (wirklicher) Ungewissheit (real uncertainty), für die das nicht möglich ist, und die deshalb andere Umgangsweisen erfordert. In beiden Fällen handelt es sich – dieser Punkt ist zentral – nicht um Eigenschaften der betrachteten Realität, sondern um unterschiedliche heuristische Umgangsweisen der Akteure mit dieser. Der erfolgreiche Umgang mit Risiko und/oder Ungewissheit bildet für Knight die Grundlage des Unternehmensgewinns.

denen Menschen sich die Wirklichkeit erschließen, um sie kognitiv handhabbar zu machen, die aber zugleich für jeden konkreten Fall interpretiert werden und sich bewähren müssen. Dass dabei tatsächlich Übereinstimmung erzielt wird, ist nicht von vornherein sicher. Zum andern sind soziale Situationen potenziell mehrdeutig. Damit Regeln greifen, Konventionen wirksam werden können, muss geklärt werden können, in was für einer Situation man sich befindet und welche Konventionen bei der Begründung und Legitimierung von Handeln herangezogen werden können. Auch in diesem Punkt ist Eindeutigkeit nur über gemeinsame Bedeutungszuschreibungen zu erlangen, die selbst nur konventioneller Natur sein können. Das Problem der doppelten Kontingenz wird somit unter Rückgriff auf konventionelle Begründungsressourcen nicht definitiv gelöst, sondern nur in einem pragmatischen Verständigungskontext eingeholt. Entsprechend kann die Klärung der Situation mehr oder weniger gut gelingen. Neben der Verständigung aller Beteiligten auf das Gelten und die Interpretation ein und derselben Begründungsordnung gibt es mehr oder weniger spannungsvolle Kompromisse zwischen unterschiedlichen Situationsdeutungen und ihren jeweiligen Vertretern sowie die Erzwingung des Vorrangs einer bestimmten Situationsdeutung durch Akteure, die dazu auf anderweitige Machtmittel zurückgreifen können. Deutungskonflikte, die nicht aufgelöst oder in stabile Kompromisse überführt werden können, sind auch eine wichtige Quelle von Konventionenwandel. Eine andere bilden Veränderungen der äußeren Realität, sodass diese sich dem gegebenen Repertoire konventioneller Rationalitäts- und Legitimitätskriterien nicht mehr fügt. Bei deren Neukonfigurierung handelt es sich um politisch-soziale Konstruktionsprozesse in einem durchaus praktischen Sinne, bei denen Machtverhältnisse und Interessen zum Tragen kommen und die in aller Regel auch die Veränderung oder Neufundierung gesellschaftlicher Machtverhältnisse beinhalten. Die Etablierung von Finanzmarktrationalität muss als ein solcher Prozess begriffen werden.

Finanzmarktrationalität stellt sich vor diesem Hintergrund dar als eine Form wirtschaftlicher Rationalität unter anderen. Mit diesen teilt sie situative Interpretationsbedürftigkeit und den Status der Heuristik. Finanzmarktkonventionen sind einerseits irgendwie auf Bewährung an der Realität angewiesen. Andererseits bestimmen sie maßgeblich darüber mit, was als Bewährung gilt bzw. in Betracht kommt oder den gegebenen Rahmen definitiv sprengt. André Orléan (2005) vergleicht sie daher mit Paradigmen im Sinne Kuhns: Realitätsdeutungen, die typischerweise nicht durch widersprechende Einzelvorkommnisse zu Fall gebracht werden, sondern allenfalls durch deren Kumulation in Verbindung mit alternativen Deutungsangeboten.

Um Herausbildung und Einfluss einer spezifischen Finanzmarktrationalität zu erklären, bietet es sich zunächst an, Finanzmärkte als eine spezifische, institutionalisierte Öffentlichkeit zu begreifen[8]. In dieser Öffentlichkeit aus Fondsmanagern, Aktienanalysten, Ökonomen und Managementwissenschaftlern, Finanzmedien, Anlegerpublikum und nicht zuletzt Unternehmensverantwortlichen setzen sich bestimmte Deutungen als allgemein oder zumindest mehrheitlich geteilte Überzeugungen durch, als konventionell begründete Handlungsorientierungen also – wenn man so will: die herrschende Meinung der *financial community*. Als solche steht sie nicht ein für allemal fest, sondern ist in mehr oder weniger kontinuierlicher Entwicklung begriffen. Sie kann als eine Mischung aus langfristigen und kurzfristigen Handlungsorientierungen begriffen werden. Als eher langfristige würden wir hier die Begründung der Rentabilitätsschwelle für Unternehmen und Investitionen über eine finanzmarktbezogene Kapitalverzinsung ansehen, die Konzentration von Unternehmen auf Kernkompetenzen im Sinne von Kerngeschäftsfeldern, sowie die Prinzipien der *Corporate Governance*, wie sie von der *financial community* kommuniziert werden. Kurzfristige Orientierungen sind demgegenüber jene Ad-hoc-Theorien, die sich aus der Stilisierung und Generalisierung individueller Erfolgsgeschichten oder situativer Erfolgskonstellationen ergeben: Asiatisches Wunder, New Economy,

[8] Diese Finanzmarktöffentlichkeit ist nicht monolithisch und exklusiv. In ihrem Rahmen lassen sich (z.B. fachliche) Teilöffentlichkeiten unterscheiden, sowie Überschneidungen zu anderen, etwa der Managementöffentlichkeit, ausmachen.

Life-Sciences- oder Internet-Unternehmen etc. Was davon im konkreten Fall gilt, und was dann im Einzelnen daraus folgt, bleibt an konkrete Akteure und ihre jeweiligen Interpretationen gebunden und damit offen für Kontroversen. Ob bestimmte Unternehmen etwa als „Internet-Unternehmen“ angesehen und bewertet werden sollten, oder doch eher als Buch- oder als Spielzeughändler mit Onlinebestellwesen, war zwischen Analysten durchaus kontrovers. Und entsprechend ergibt sich die Börsenbewertung der betreffenden Firmen nicht unmittelbar aus konkreten Geschäftsdaten. Sie richtet sich vielmehr danach, welche der konkurrierenden Deutungen als Rahmen für die Interpretation dieser Daten herangezogen wurde[9].

3.2 Finanzmarktrationalität und die Neuregulierung der Finanzmärkte

Finanzialisierung beruht auf der Annahme, dass von den so verstandenen Finanzmärkten eine besonders hoch zu schätzende Rationalität herzuleiten ist, von der sich verbindliche Kriterien für wirtschaftliches Handeln in ganz anderen Bereichen bis hin zur Bewertung staatlichen Handelns beziehen lassen. Diese Annahme ist keineswegs selbstverständlich, und sie ist durchaus neueren Datums. Tatsächlich hatten Finanzmarktaktivitäten traditionell eher mit dem Ruch halbseidener Geschäfte zu kämpfen (Preda, 2005), und viele der heute weit verbreiteten Geschäftsmodelle – etwa der Handel mit Aktienindizes und den meisten Finanzderivaten – wären noch Anfang der 1970er Jahre als gefährliches Zockertum schlicht verboten gewesen (MacKenzie, 2006). Denn abgesehen von moralischen Aspekten – und wichtiger noch – galt die kollektive Meinungsbildung der Finanzmarktöffentlichkeit spätestens seit Ende der 1920er Jahre als gesamtwirtschaftlicher Krisenherd par excellence. Schließlich reihte sich die damalige Weltwirtschaftskrise mit ihren verheerenden wirtschaftlichen und politischen Folgen ein in eine ganze Reihe spekulativer Blasenbildungen und jeweils anschließender Zusammenbrüche, die – wie Keynes am Beispiel der Schönheitskonkurrenz demonstrieren konnte (Keynes, 1936: 156) – nicht auf irrationales, sondern auf im gegebenen Rahmen rationales Verhalten von Finanzmarktakteuren zurückgingen: Wo der Erfolg der Mehrheitsmeinung entspringt, ist es rational, auf die (ggf. falsche) Auffassung der Mehrheit zu setzen und nicht auf die eigene (ggf. bessere) Einsicht. Die krisenhaften Zusammenbrüche sind dabei nur die Folge des Versuchs, die Konsequenz aus dem Wissen um diesen Zusammenhang zu ziehen, und rechtszeitig den Absprung zu schaffen. Finanzmarktkrisen können von daher geradezu als Musterbeispiel für nicht intendierte Nebenfolgen individuell rationalen Handelns gelten.

Sollte es auf den Finanzmärkten insgesamt auf Dauer rational und berechenbar zugehen, so die allgemeine Überzeugung, dann musste man ihnen die Vernunft durch entsprechend nachdrückliche Regulierung und Limitierung aufzwingen. Die US-amerikanische Banken-, Börsen- und Pensionsfondsregulierung seit den 1930er Jahren wie das 1944 eingeführte Weltwährungssystem von Bretton Woods stellten durchweg darauf ab, die unverzichtbare Vermittlungsfunktion intakter Finanzmärkte dadurch sicherzustellen, dass man ihre Tendenzen zur Eigendynamik durch strikte Regelsetzung weitestgehend unterband. Entsprechend vermochte Susan Strange im Abbau dieser Regulierungen seit den frühen 1970er Jahren nichts anderes zu erkennen als die Rückkehr zu „Mad Money“, charakterisiert „by erratic, unpredictable, irrational behaviour that is potentially damaging to the sufferers themselves or to others“ (Strange, 1998: 1).

Dieser Abbau geht auf durchaus unterschiedliche Faktoren zurück und nicht in erster Linie auf den Druck von Finanzfonds. Im Falle der Währungsbeziehungen war das u.a. die mangelnde Bereitschaft der wichtigsten beteiligten Industrieländer, in die Garantie fester Wechselkurse einschließlich ihrer Voraussetzungen im Sinne eines Kollektivguts zu investieren (Strange, 1986: 25-59). Und dort wo der Einfluss institutioneller Anleger tatsächlich massiv zum Tragen kam, wie im Falle der Kampagne zur Veränderung der Corporate-Governance-

[9] Daniel Beunza und Raghu Garud (2005, 2007) illustrieren dies und die Rolle von Analysten als „framemakers“ an der (wechselnden) Bewertung der Onlinefirma Amazon.

Regeln zugunsten der Anleger in den USA seit den 1980er Jahren, die zum Ab- bzw. Umbau vieler Finanzmarktregulierungen führte, muss dieser Einfluss im Zusammenhang mit der Reagan-Administration und der durch sie geschaffenen Gelegenheitsstruktur gesehen werden. Davis und Thompson resümieren ihre Analyse zu diesem Punkt mit der Feststellung: „The political climate in the Reagan years, far more than any radically altered incentives for collective action, explains the rise of organized shareholder activism“ (Davis, Thompson, 1994: 158). Ein weiterer Faktor – und nach der hier vertretenen Auffassung der zentrale – ist die Etablierung einer grundlegend veränderten Sichtweise von der Rationalität oder Irrationalität von Finanzmarktaktivitäten.

Denn die grundlegende Neuregulierung insbesondere der US-amerikanischen Finanzmärkte seit den 1970er Jahren ist ohne die wissenschaftliche Neubegründung von Finanzmarktrationalität durch die mathematisch fundierte, moderne Finanzökonomie nicht denkbar. Donald MacKenzie (2006) hat dieses Ineinandergreifen von wissenschaftsimmanenter Entwicklung, der Entwicklung neuer Anlagestrategien und politischer Neuregulierung en détail analysiert. Im wissenschaftlichen Fokus stand dabei das optimale Verhältnis von Gewinn und Risiko, die Bereitstellung finanzmathematischer Modelle für Finanzanlagestrategien mit scheinbar verlässlich kalkulierbaren Risiken. Diese wiederum erhielten mit der Neufassung der US-Pensionsfondsgesetzgebung gleichsam normativen Status (Lavigne, 2002: 128-131; Montagne, 2002; Ravikoff, Curzan, 1980). Die Festlegung von Pensionsfonds nicht mehr auf bestimmte, als sicher geltende Anlageobjekte, sondern auf die Einhaltung auf finanzökonomische Expertise gestützter Anlageregeln sind zentrale Voraussetzungen für Expansion und Dynamik zunächst der angelsächsischen und im Weiteren der globalen Finanzmärkte. Erst in Verbindung mit den so begründeten neuen Handlungsbedingungen gewinnt die Organisierung des Anlegerpublikums in großen Pensions- und Investmentfonds praktische Wirksamkeit. Dass und wie „die Wissenschaft“ dabei nicht nur über ihre mathematischen Modelle wirksam wurde, belegt die von Donald MacKenzie (2006: 147) berichtete Geschichte eines Gutachtens, das die Betreiber einer Zulassung des Handels mit Börsenindizes bei Milton Friedman in Auftrag gaben, der zwar kaum als einschlägiger Experte hervorgetreten war, dessen Einfluss als politischer Ökonom aber immens war. Diese Konzentrationsentwicklung wiederum erhält durch die finanzökonomische Portfoliotheorie zusätzliche Schubkraft, weil eine an dieser Theorie orientierte Anlagestrategie große Anlagevolumen voraussetzt. Die ökonomische Theorie hat dadurch, dass sie praktisch handlungswirksam wurde, die ökonomische Realität nachhaltig verändert. Donald MacKenzie hat für diese Wirksamkeit den Begriff der „*performativity*“ finanzwirtschaftlicher Theorien eingeführt (MacKenzie, 2004; 2005, 2006), Michel Callon (1998) spricht allgemein von der „*embeddedness of economy in economics*“, die er speziell für die Finanzmärkte demonstriert[10].

Allerdings setzt die Umsetzung von Finanzrationalität als sozialer Heuristik in manifestes wirtschaftliches Handeln in jedem Fall Interpretation voraus, im Hinblick auf die jeweiligen Handlungskontexte, aber auch im Lichte der Weltsichten und der Interessen unterschiedlicher Akteure. Dabei lassen sich vor allem zwei Perspektiven unterscheiden, die nur ziemlich lose verkoppelt sind: Unter der einen stehen Risikomodelle im Mittelpunkt, bei denen es auf einzelne Unternehmen oder bestimmte Branchen gerade nicht ankommen soll. Unter der anderen geht es gerade darum: um die direkte Verknüpfung von Finanz- und Realökonomie[11], um die Begründung finanzmarktgerechter Strategien konkreter Unternehmen, verbunden mit der Bestimmung von Anhaltspunkten für Erfolgs- oder Misserfolgsprognosen. Wir werden im Folgenden zunächst relativ knapp Grenzen der Finanzmarktrationalität ersten Sinnes diskutieren und dabei auf Aspekte der jüngsten Finanzkrise Bezug nehmen, ausdrücklich ohne eine zu-

[10] Callon geht mit der Annahme, dass die wissenschaftliche Ökonomie sich die Realität gleichsam anverwandelt und dass es auf die Art ihres Gebrauchs durch soziale Akteure nicht ankomme, allerdings über die hier vertretene These entschieden hinaus. Vgl. kritisch dazu (Aspers, 2007; Mirowski, Nik-Khah, 2007).

[11] Genauer: um die Art, in der Finanzmarktrationalität bei der Bestimmung der wirtschaftlichen Erzeugung von Gütern und Dienstleistungen zum Tragen gebracht werden kann.

sammenhängende Erklärung dieser Krise selbst bieten zu wollen. Daran anschließend werden wir (in Abschnitt 5) etwas ausführlicher auf die Finanzialisierung von Unternehmensstrategien eingehen.

4. Finanzmarktrationalität und Finanzmarktkrise

Der Anspruch finanzmathematischer Modelle zielt – wie im vorigen Abschnitt gezeigt – ursprünglich gar nicht auf Orientierungen für realwirtschaftliches Handeln von Unternehmen, sondern im Gegenteil gerade darauf, das Anlageverhalten von Finanzinvestoren ohne Kenntnisse über die Realökonomie kalkulierbar zu machen und in diesem Sinne rational zu begründen. Sie liefern Produktstandards und Bewertungskriterien, die Finanzmarktakteuren die Identifizierung von Produktqualitäten ermöglichen und damit die Marktgängigkeit solcher Produkte begründen[12]. Auf das unter Ertrags-Risiko-Abwägung optimierte Portfolio, nicht auf Prinzipien der optimalen Unternehmensführung stellt hier die Analyse ab. Auf der hinreichend allgemein geteilten Überzeugung, dass auf diese Weise alle relevanten Aspekte und Wirkungen der Real- wie der Finanzökonomie erfasst und in kalkulierbare Risiken überführt und dadurch beherrschbar gemacht werden können, gründet die neue Reputation von Finanzmärkten und Finanzmarktrationalität.

Die mit der allgemeinen Anerkennung dieses Typs finanzmathematischer Modellierung angestoßene Entwicklung und Ausdifferenzierung von Finanzmärkten und Finanzmarktprodukten ist daher auch als avanciertes Beispiel der Entwicklung zu der bzw. einer Wissensgesellschaft analysiert worden (Strulik, 2000; Willke, 2005), und zwar durchaus mit der Pointe, dass zunehmende Wissensintensität nicht allein mit der Auflösung, sondern gleichfalls mit einer Zunahme von Nichtwissen verbunden ist (Beck, 1996; Strulik, 2004). Mit Blick auf die Finanzmärkte (vgl. Strulik, 2000: 179-193): Immer ausgefeiltere Formen des Risikomanagements begründen immer komplexere Anlagestrategien, die wiederum mit neuartigen Ungewissheiten verbunden sind. Diese ergeben sich aus der Komplexität des Gesamtzusammenhangs und nicht aus von vornherein fehlerhaften Strategien angebbarer Akteure. Zu den traditionellen Risiken von Herdenverhalten und spekulativer Blasenbildung, die nicht ausgeschaltet, sondern lediglich hinausgeschoben werden, kommen neue systemische, die sich aus der schlichten Nichtdurchschaubarkeit vielfach vermittelter Ursache-Folge-Beziehungen für die Finanzmarktakteure ergeben.

Diese Zunahme systemischer Risiken markiert freilich nur die eine der Grenzen praktizierter Finanzmarktrationalität auf dieser Ebene. Eine zweite – in gewissem Sinne komplementäre – besteht in der systematischen Ausblendung von Risiken, die der praktischen Alltagsvernunft durchaus zugänglich sind. Denn zumindest einige der Faktoren, die unmittelbar zum Ausbruch der jüngsten Finanzkrise beigetragen haben, sind nicht neu und waren als solche durchaus vorab erkennbar. Dass Finanzmarktkrisen seit den 1980er Jahren häufiger geworden, und dass potenziell katastrophische Eskalationen dieser Krisen regelmäßig nicht durch Selbststabilisierungsmechanismen der Finanzmärkte, sondern durch staatliche ad-hoc-Interventionen vermieden worden waren, war hinreichend bekannt und auch wissenschaftlich breit dokumentiert (vgl. z.B. Krugman, 1999a, 1999b; MacKenzie, 2006; Orléan, 1999; Otte, 2006; Stiglitz, 2005; Strange, 1998). Die US-Immobilienkrise darf mit Fug und Recht zu den bestprognostizierten Krisen der jüngeren Wirtschaftsgeschichte gerechnet werden. Dass Unternehmensbilanzen kein verlässliches Bild der wirtschaftlichen Situation von Unternehmen bieten, wenn riskante Geschäfte ganz legal in außerbilanzielle Gesellschaften ausgelagert werden können, liegt an sich auf der Hand und war mit dem Zusammenbruch des New-Economy-Vorzeigeunternehmens Enron (vgl. Froud, Sukhdev et al., 2004; Windolf, 2003) nachdrück-

[12] Zum Zusammenhang zwischen Qualitätskonventionen und der Konstitution von Produktmärkten vgl. allgemein Eymard-Duvernay (1989, 1994) und Faverau, Biencourt et al. (2002).

lich demonstriert worden. Und für die Erkenntnis, dass der Aufbau von Verschuldungs- und Umschuldungskaskaden auf von Anfang an zweifelhafte Hypotheken ein extrem krisenträchtiges Geschäft ist, bei dem nicht der Ausfall einzelner Hypotheken, sondern die kumulative Hypothekenkrise das kritische Risiko darstellt, brauchte man kein Finanzexperte zu sein.

Im Gegenteil: Es scheint eher so, als musste man Finanzexperte sein, um diese Gefahrenstellen im globalen Finanzsystem ignorieren bzw. sie hinweginterpretieren zu können. Wo der ökonomisch unverbildete Alltagsverstand Bedenken angemeldet hätte, nahm die professionelle Risikoanalyse in ihrer großen Mehrheit kein Problem wahr. Oder sie verfügte über mathematische Modelle, mit denen die betreffenden Probleme als Scheinprobleme oder als zuverlässig beherrschbare Risiken dargestellt werden konnten.

Vor dem Hintergrund dieser wissensintensiven Begründung von Finanzmarktentwicklung und Finanzmarktstrategien erscheinen einige der Begründungen, die von Seiten der Ökonomie heute für das Eintreten der Krise gegeben werden, eigentümlich banal. Das galt schon für den Beinahezusammenbruch des Hedgefonds LTCM, der im Jahr 1999 nur durch massive Staatsintervention in den USA abgewendet werden konnte (MacKenzie, 2005; 2006: 218-242). Der Fall war auch deshalb bemerkenswert, weil mit den Ökonomienobelpreisträgern Robert C. Merton und Myron Scholes zwei der wichtigsten Begründer der modernen, mathematisch fundierten Finanzökonomie in der Unternehmensleitung saßen. Der Fonds scheiterte daran, dass es die Wirklichkeit verändert, wenn man statistische Regelmäßigkeiten der Vergangenheit zur Grundlage einer bewussten Strategie macht, die – gerade wenn sie erfolgreich ist – massenhaft nachgeahmt wird. Die Regeln büßen in der Folge ihre Wirksamkeit ein, ebenso wie ein Geheimtipp keiner mehr ist, wenn er in gängigen Reiseführern steht. Individuelle Amateuranleger mussten diesen Zusammenhang sicherlich nicht erkennen. Dass er aber selbst von den führenden Köpfen der modernen Finanzwissenschaften bei der Konstruktion ihrer Anlage- und Risikomodelle nicht einmal in Erwägung gezogen wurde, signalisiert ein beträchtliches Maß an Realitätsverlust.

Entsprechendes gilt für die verbreitet angebotene Erklärung für Aufschwung und Kollaps der verbrieften Subprimekredite, der die jüngste Finanzkrise schließlich zum Ausbruch brachte[13]: Bankenvertreter wissen zwar, wie traditionelle Kreditgeschäfte in der Praxis funktionieren, verstehen aber die Risikomodelle der Finanzmathematiker nicht. Finanzmathematiker können komplexeste Risikomodelle entwickeln und berechnen, verstehen aber vom alltäglichen Kreditgeschäft nichts. Und Bankenvertreter wiederum verlassen sich auf die Expertise jener Risikoanalysten, deren Modelle sie zwar nicht verstehen, deren Urteil sie aber als valides Expertenurteil hinnehmen (Franke, Krahnen, 2008; Krahnen, 2008). Allerdings brauchten Bankenvertreter die Risikomodelle der Risikoanalysten auch nicht zu verstehen, da die auf diese begründete Finanztechnologie der Kreditverbriefung dazu führte, dass die gut oder schlecht prognostizierten Risiken nicht mehr ihre eigenen waren. Mehr noch: Die Möglichkeiten, diese Risiken weiterzureichen, entlastete sie von der Nachsorge für vergebene Kredite, um die definitiven Ausfälle möglichst niedrig zu halten. Und sie eröffnete die Möglichkeit, in weitaus größerem Maße Kredite zu vergeben und dabei weniger kritisch bei der Risikobewertung zu sein. Nimmt man die Ausweitung von Vergütungs- und Bewertungssystemen, die vorwiegend auf kurzfristige Erfolgskennziffern abstellen hinzu, dann wird bei Geldmanagern die Neigung, in der Konkurrenz um lukrative Anlagemöglichkeiten möglichst ungebremst zuzugreifen, durch die Realitätswahrnehmung der Finanzökonomie nachdrücklich gestützt.

Je komplexer und vermittelter Finanzmarktprodukte und Anlagestrategien werden, desto eher verkehrt sich das Verhältnis zwischen ökonomischer Realität und ihrer finanzmathematischen Repräsentanz, zumindest für einen großen Teil der Finanzmarktspezialisten. Für sie fungiert die Welt der Kennziffern, Formeln, Indizes und Computerbildschirme als die eigentliche Wirklichkeit, während das realwirtschaftliche Pendant außerhalb deren mehr oder weni-

[13] Dabei handelte es sich um Hypothekenkredite, die an nach allen gängigen Kriterien nicht oder nicht ausreichend solvente Kreditnehmer vergeben wurden, in der Erwartung, dass ständig steigende Immobilienpreise die Aufnahme weiterer Hypotheken für den Schuldendienst ermöglichen würden.

ger getrübter Widerschein bildet, an dessen Deutlichkeit es noch zu arbeiten gilt. Dabei handelt es sich nicht um ein schlichtes Wahrnehmungsproblem. Denn komplexe Finanzmarktprodukte wie Derivate, Aktienindizes, x-mal „umgepackte“ Anleihepakete usw. existieren tatsächlich nur in der Welt elektronischer Datennetze (vgl. Knorr-Cetina, Bruegger, 2002a, 2002b). Daher *ist* die Interaktion im Rahmen dieser Netze tatsächlich der für sie relevante Finanzmarkt[14]. Mit dem Glauben an die Zuverlässigkeit finanzmathematischer Modelle werden jene Aspekte der wirtschaftlichen Realität bedeutungslos, die nicht in diese Kalküle eingehen (können). Und in dem Maße, in dem Geschäftsmodelle, Tätigkeitszuschnitte und Einkommensoptionen für Finanzmarktprofis so geschnitten sind, dass die mit jenen ausgeblendeten Aspekten verbundenen Risiken nicht bei ihnen anfallen, ist das Handeln auf der Grundlage einer derart reduzierten Sichtweise durchaus rational. Wo die innerorganisatorische Arbeitsteilung freilich dazu führt, dass die von der einen Akteursgruppe entsorgten Risiken von der anderen zurückgekauft werden, schlägt diese individuelle Rationalität als kollektive Irrationalität auf die Unternehmen zurück und holt mehr oder weniger große Teile der Autoren schließlich doch ein.

Sicherlich gibt es in diesem Punkt Unterschiede zwischen den einzelnen Kategorien von Finanzmarktprofis, wie Aktienanalysten, Risikoanalysten, Devisenbrokern, Derivatehändlern usw. Die Mathematisierung und Schematisierung der Deutung ökonomischer Abläufe auf der Grundlage von Finanzkennziffern ist gleichwohl eine allgemeine Tendenz, und damit auch die Ausblendung anderer Dimensionen der Wirklichkeit, die in die betreffenden Modelle nicht eingehen, und von denen Akteure, für die diese Modellwelt die eigentliche ist, nichts wissen und nichts wissen können. Kein Geringerer als der AXA-Gründer Claude Bébéar, der mit guten Gründen verbreitet als der ‚Pate’ des französischen Finanzmarktkapitalismus angesehen wird[15], macht in einer bereits im Jahr 2003 erschienen Streitschrift mit dem Titel „*Ils vont tuer le capitalisme*“[16] mathematik- und kennziffernorientierte Finanzmarktprofis als die zentrale Bedrohung für den Kapitalismus aus, als die „*saboteurs du capitalisme*“.

Die kennzahlen- und modellgerechte Stilisierung der Ökonomie blendet demnach zentrale Aspekte praktischer ökonomischer Vernunft aus und damit wesentliche Dimensionen, die für die schließliche Entwicklung der wirtschaftlichen Realität ausschlaggebend sind oder werden können, damit letztlich auch für die Entwicklung der Kennziffern selbst. Finanzmarktrationalität zerfällt damit in der Praxis in weitgehend unvermittelt nebeneinander her existierende Domänen von Spezialisten, denen ein Verständnis und das Interesse für den Gesamtzusammenhang weitgehend fehlen. Es gibt aber keine funktionierenden Märkte ohne geteilte Orientierungen, auf die sich die Akteure im Umgang miteinander beziehen können. Märkte kommen mit der Unterschiedlichkeit und auch Gegensätzlichkeit von Interessen zurecht, solange die Marktteilnehmer in ihrem Verhalten füreinander verständlich und irgendwie einschätzbar sind. Gelingt es ihnen nicht, diese Voraussetzungen aufrechtzuerhalten bzw. immer wieder herzustellen, dann nehmen die betreffenden Märkte unmittelbar Schaden. In der Finanzkrise melden sich die ausgeblendeten Bedingungen praktischen Wirtschaftens und die nicht wahrgenommenen Zusammenhänge zwischen den separierten Handlungsfeldern nachdrücklich zurück.

---

[14] Paul Langley (2003) demonstriert allerdings die Notwendigkeit, den Zusammenhang zwischen „global finance“ und den in das gesellschaftlichen Alltagsleben eingelassenen Finanzaktivitäten und –beziehungen im Auge zu behalten, die sehr wohl ihre konkrete Zeit und ihren konkreten Ort haben. Die oben angesprochene Subprime-Hypothekenkrise könnte unter dieser Perspektive als das Durchschlagen der alltagsweltlichen in die globalen Finanzbeziehungen begriffen werden.

[15] Bébéars strategische Entscheidung, den Versicherungskonzern AXA als globales Finanzunternehmen außerhalb der industriezentrierten ‚noyeaux durs’ der französischen Ökonomie aufzubauen, gilt als die entscheidende Weichenstellung zur Finanzialisierung der französischen Ökonomie.

[16] „Sie werden den Kapitalismus umbringen“.

5. Finanzmarktrationalität und finanzmarktorientierte Unternehmensführung

Lässt sich das mit der Konkretisierung von Finanzmarktrationalität verbundene Interpretationsproblem im Falle der Risikomodellierungen des vorigen Abschnitts als eines der (Un-) Vollständigkeit der berücksichtigten Faktoren und Mechanismen begreifen, das zumindest im Prinzip[17] als behebbar vorgestellt werden kann, so ist das mit dem Anspruch finanzmarktorientierter Unternehmensführung aufgeworfene Interpretationsproblem von vornherein grundsätzlicherer Natur. Da die Funktion von Finanzmärkten ja gerade darin besteht, Investitionen in die Realökonomie zu ermöglichen, ohne sich auf die mit der Realisierung realwirtschaftlicher Strategien verbundene längerfristige Bindung von Mitteln einzulassen, gibt es keine direkte Übersetzung von Finanzmarktanforderungen in realwirtschaftliche Unternehmensführung. Diese müssen vielmehr durch Deutungen auf einander bezogen werden. Diese wechselseitige Bezugnahme ist Inhalt der Finanzmarktkommunikation in den verschiedenen Arenen der Finanzmarktöffentlichkeit, wo Deutungen und Bewertungsmaßstäbe mehr oder weniger vorläufig konsolidiert werden.

Dass dabei selbst auf der Ebene der Maßstäbe keine eindeutigen Orientierungen herauskommen, wird schon am Verhältnis der Unternehmen zu den beiden wichtigsten Kategorien von Finanzmarktakteuren deutlich, die mit der Beurteilung und Bewertung von Unternehmen befasst sind: Aktienanalysten und Ratinganaylsten, die auf der Basis weitgehend übereinstimmender Analyseverfahren[18] zu gegensätzlichen Bewertungen kommen können. Denn während für die ersteren der Ertrag für die Aktionäre und die Eigenkapitalrendite im Vordergrund stehen und möglichst umfangreiche Ausschüttungen und die Ersetzung von Eigen- durch Fremdkapital positiv gewertet werden, weist das Urteil von Ratinganalysten, für die die Rückzahlungsfähigkeit der Unternehmens im Vordergrund steht, in diesen Punkten in die entgegen gesetzte Richtung. An einem Beispiel aus der deutschen Chemie- und Pharmaindustrie seit der zweiten Hälfte der 1990er Jahre : Während die Überführung der Hoechst AG in ein Pharma- bzw. Life-Sciences-Unternehmen von den Aktienanalysten nachdrücklich begrüßt und das Festhalten der Bayer AG am Prinzip der integrierten Chemie- und Pharmaunternehmens ebenso nachdrücklich kritisiert wurde, mit entsprechenden Konsequenzen für die jeweiligen Aktienkurse, hatte die Bayer AG durchgängig die besseren Ratings. Wie Finanzmarktanforderungen Rechnung getragen wird und was Finanzmarktorientierung auf der Ebene realwirtschaftlicher Unternehmensstrategien heißt oder heißen kann, muss letztlich in den Unternehmen entschieden werden.

5.1 Finanzmarktorientierung auf der Unternehmensebene und die Bedeutung unterschiedlicher Begründungsordnungen

Als allgemeine Leitidee für finanzmarktgerechte Unternehmensführung hat sich seit den 1990er Jahren die Norm durchgesetzt, dass wirtschaftliche Aktivitäten nur dann als Wert schaffend oder zumindest Wert erhaltend gelten können, wenn sie einen Ertrag erwirtschaften, der oberhalb einer im einzelnen unterschiedlich bestimmten Eigenkapitalverzinsung liegt. Anhand der Etablierung des Economic Value Added (EVA)® der Consultingfirma Stern Steward & Co. als Messgröße für die Bewertung von Unternehmensstrategien hat Frédéric Lordon (2000) detailliert gezeigt, wie sehr das finanzmarktbezogene Konzept der Unternehmenswertschöpfung auf der Umsetzung wissenschaftlicher Positionen in Produktstrategien von Consultingfirmen und auf deren kampagneförmige Vermarktung im Zusammenspiel mit dem Mana-

[17] Es geht hier ausdrücklich nur um die immanente Logik der betreffenden Ansätze, nicht um die tatsächliche Einlösbarkeit des Anspruchs. Auf massive mathematische Kritik an der prinzipiellen Anwendbarkeit von Wahrscheinlichkeitskalkülen auf ökonomische Abläufe kann hier nur verwiesen werden. (vgl. Taleb, 2008).

[18] Die Hinweise auf weitgehend übereinstimmende Analyseverfahren verdanke ich Stefanie Hiss und Michael Faust.

gement einiger großer Unternehmen zurückgeht. Im Ergebnis handelt es sich bei der so begründeten Orientierung am „Unternehmenswert“ um eine fundamentale Neubestimmung des Kriteriums für Wirtschaftlichkeit, um die Popularisierung einer neuen ökonomischen Leitidee, in der Terminologie Frédéric Lordons einer „*idée simple*“[19]. Eine wichtige interne Voraussetzung für deren breite Verankerung in Unternehmen ist im Bedeutungsgewinn der entsprechend qualifizierten Finanzvorstände innerhalb des Top-Managements der großen Unternehmen in den zurückliegenden Jahren zu sehen. Früher randständige Verwalter einer Fachfunktion, rückten sie ins strategische Zentrum der Unternehmenspolitik auf, nachdem das System der festen Wechselkurse 1973 aufgekündigt worden war und in den Folgejahren Wechselkursmanagement zu einem zentralen strategischen Bereich international operierender Unternehmen wurde. In den USA hatte es im Zusammenhang mit umfassenden Veränderungen des Steuerrechts bereits seit Ende der 1960er Jahre einen Vorlauf zu dieser Entwicklung gegeben (Zorn, 2004).

Jenseits des spezifisch technischen Gehalts bestimmter Kennziffern und Konzepte kann die Begrifflichkeit von „Economic Value Added“, „value creation“ und „value based management“, die verbreitet an die Seite der Shareholder-Value-Rhetorik tritt, im Übrigen auch als Ausdruck eines allgemeinen, über die bloße Begründung von Aktionärsansprüchen hinaus weisenden Geltungsanspruchs interpretiert werden. Das Gleiche gilt für die entsprechende Terminologie von „Unternehmenswert“ und „Wertorientierung“ im Deutschen, die rein sprachlich einen substanziellen Wertbegriff nahelegt und keinerlei Spuren externer Partikularansprüche enthält. Diese Herauslösung aus einem semantischen Umfeld, das eng auf einen spezifischen Typus von Unternehmenseigentum und auf die partikularen Ansprüche einer bestimmten Interessengruppe bezogen ist, bildet eine Bedingung für die Generalisierung der Leitidee über ihren ursprünglichen Entstehungskontext hinaus.

Ungeachtet ihres umfassenden Geltungsanspruches bleibt Finanzmarktrationalität auf der Ebene von (Nichtfinanz-)Unternehmen eine bedingte Rationalität unter anderen. In jedem Unternehmen gibt es davon mehrere. Und David Stark hat die Fähigkeit, mit der andauernden Rivalität unterschiedlicher ökonomischer Begründungs- bzw. Bewertungsprinzipien zurecht zu kommen, geradezu als den Kern von Unternehmertum ausgemacht (Stark, 2000). Technische Exzellenz, Fertigungsgerechtigkeit, Kostengesichtspunkte, Markterwartungen, ästhetische Inspiration, betriebliche Sozialintegration und der „Bauch“ oder die „Nase“ anerkannter Kompetenz- und Entscheidungsträger verweisen auf unterschiedliche Begründungsordnungen, die je nach Akteuren und Situationen mit unterschiedlichem Gewicht zur Geltung gebracht werden (können). Ich lehne mich hier an die von Luc Boltanski und Laurent Thévenot (1991, 2007) in *De la Justification* entworfene Grammatik der in Unternehmen vorkommenden Begründungsordnungen an, die in Abschnitt 2 eingeführt wurde.

Zur Erinnerung: Es geht hier nicht um die spezifischen Weltsichten unterschiedlicher Akteursgruppen, sondern um allgemeine Rationalitäts- und Legitimitätsprinzipien, die je nach Situation und Gegenstand mit mehr oder weniger Gewicht zum Tragen kommen (können). Und je nachdem, was dann als wichtig gilt, können unterschiedliche Akteure „ihre“ Gesichtspunkte mit mehr oder weniger Gewicht zur Geltung bringen. Finanzmarktrationalität kommt hier als zusätzliche bzw. neu konturierte Begründungsordnung ins Spiel. Und wo es Akteuren gelingt, diese als objektiven Sachzwang und sich selbst als ihre authentischen Interpreten zu präsentieren, begründet das einen dramatischen Machtzuwachs dieser Akteure. Wir kommen in Abschnitt 6 auf die Positionen von strategischem Management und Finanzintermediären unter diesem Gesichtspunkt zurück.

Gleichwohl hebt Finanzmarktrationalität die Relevanz konkurrierender Begründungsordnungen deshalb nicht auf. So ist es zwar die logische Konsequenz aus der autonomen Begrün-

[19] Unter dem Begriff der ‚idée simple“ fasst Lordon einfache und zugleich vielfältig ausdeutbare Leitideen, die wie zuvor „Wachstum“ oder „Konkurrenzfähigkeit“ in einer Epoche oder Gesellschaft als einheitlicher und allgemein akzeptierter Bezugspunkt für die Begründung und Legitimierung ökonomischen Handelns fungieren können.

dung von Mindestrenditen mit Finanzmarktanforderungen, Renditeansprüche als verbindliche Vorgaben und Arbeitskosten bezogen darauf als variabel zu definieren – in Umkehrung der traditionellen Residualeinkommenstheorie, die die Orientierung am Shareholder Value gerade damit legitimierte, dass die Ansprüche der anderen Anspruchsgruppen über Verträge verbindlich gesichert seien und ein großer verbleibender Rest ihre Befriedigung immer mit einschließe (Lordon, 2000). Das ändert freilich nichts daran, dass die tatsächlichen Verteilungsverhältnisse auch weiterhin in mehr oder weniger kooperativen oder konfliktreichen Aushandlungsprozessen bestimmt werden. Diese verändern sich zwar mit der Neubegründung der Ansprüche der Kapitalseite, sodass etwa in Vorzeigeunternehmen der deutschen Chemieindustrie in ein und demselben Jahr Rekordrenditen mit dem Abbau übertariflicher Leistungen (Kädtler, 2006: 187-191) oder Rekorddividenden mit der Kürzung von Jahresprämien für die Beschäftigten (Kädtler, 2006: 250-252) einher gehen können, in radikaler Abkehr von zwar ungeschriebenen, aber seit Jahrzehnten selbstverständlichen Beteiligungsregeln. Vergleichbare Beispiele finden sich auch in anderen Branchen wie etwa der Automobilindustrie (Kädtler, Sperling, 2002). Wie sehr diese Ansprüche durchschlagen und in welcher Form sie umgesetzt werden (können), hängt aber von konkreten Aushandlungskonfigurationen ab, von den Machtressourcen, auf die die verschiedenen Beteiligten zurückgreifen, und von den alternativen Begründungsordnungen, auf die sie sich beziehen können bzw. die sie in Rechnung stellen müssen. Wo die wirtschaftlichen Ziele sich nicht ohne bestimmte Beschäftigtengruppen oder Belegschaften realisieren lassen, bestimmen deren Ansprüche und Gerechtigkeitsvorstellungen darüber mit, was finanzmarktorientierte Unternehmensführung im konkreten Fall sein kann, je nachdrücklicher sie vertreten werden, desto mehr. Beispiele für die zumindest vorläufige Neujustierung finanzmarktorientierter Unternehmensstrategien in der Folge eskalierender Konflikte um Gerechtigkeitsnormen finden sich sowohl in der deutschen Automobil- wie Chemie- und Pharmaindustrie (Kädtler, 2006; Kädtler, Sperling, 2001, 2002).

Unabhängig von den Beziehungen zwischen Kapital und Arbeit ist offenkundiges Scheitern von Strategien typischerweise Anlass bzw. zumindest Gelegenheit, die Gewichte zwischen unterschiedlichen Begründungsordnungen neu auszutarieren. Ein Beispiel dafür ist etwa das deutsche High-Tech-Projekt „Toll-Collect“ für ein satellitengestütztes LKW-Mautsystem, dessen vorläufiges Scheitern im Herbst 2003 dazu führte, dass ingenieurwissenschaftliche Gesichtspunkte zumindest vorübergehend eine deutliche Aufwertung gegenüber den bis dahin dominierenden des Finanzcontrollings erfuhren. Ein Beispiel dafür, dass offenkundiges Scheitern nicht zwangsläufig zu einer solchen Neuaustarierung führen muss, bietet der Fall (im doppelten Sinne) von General Motors, wo eine an Ausschüttungsinteressen von Anlegern ausgerichtete Politik zulasten der industriellen Kompetenz hartnäckig durchgehalten worden ist, obwohl der operative Misserfolg offensichtlicher nicht sein konnte (Voth, 2008).

Aber auch im Falle der Neuaustarierung zugunsten anderer Logiken steht die Finanzmarktorientierung von Unternehmen nicht grundsätzlich in Frage. An ihnen wird allerdings deutlich, dass Finanzmarktrationalität in aller Regel nicht umstandslos durchgestellt wird, sondern im Lichte anderer Rationalitäten interpretiert und konkretisiert werden muss. Ortmanns Feststellung, dass „[r]ote Zahlen nichts darüber aus[sagen], wie sie wieder schwarz werden“ (Ortmann, 1995) gilt hier entsprechend: Finanzkennziffern sagen nichts darüber aus, wie sie praktisch erreicht werden (i.d.S. auch: Nicolai, Thomas, 2004: 457). Das damit aufgeworfene Ungewissheitsproblem stellt sich unterschiedlich, je nachdem, ob etwa Standardprodukte für Massenmärkte oder z.B. innovative Lösungen für jeweils spezifische Probleme im Mittelpunkt der Unternehmensstrategie stehen. Im einen Fall geht es im Hinblick auf Märkte und interne Kompetenzen um den Umgang mit kalkulierbaren Risiken, im zweiten in beiderlei Hinsicht um Strategien für den Umgang mit wirklicher Ungewissheit („*real uncertainty*“) im Sinne R.H. Knights. Produktstrategien vom ersten Typ können auf wohlbegründete Kalkulationen gestützt und auf dieser Basis kontinuierlich nach Kennziffern gesteuert werden, versprechen aber keine besonders hohen Profite und gelten für Anleger daher als nicht sonderlich attraktiv. Und Produktstrategien vom zweiten Typ, die in der Finanzmarktöffentlichkeit als besonders innovativ und vielversprechend gelten, sind intransparent und setzen einer Steue-

rung nach Finanzkennziffern enge Grenzen. Finanzmarktorientierte Unternehmensstrategien stehen vor dem heiklen Problem, dieses Dilemma irgendwie auszutarieren (Storper, Salais, 1997).

5.2 Finanzmarktorientierte Unternehmensstrategien in der Pharmaindustrie

Im Folgenden soll das Austarieren von Finanzmarktorientierung und realwirtschaftlichen Realisierungsbedingungen an Beispielen aus der Pharmaindustrie illustriert werden. Die Branche kann als besonders prägnantes Beispiel für Dilemmata im Umgang mit wirklicher Ungewissheit im Sinne Knights gelten, denn die Chance, dass aus einem in der Forschung begonnenen Projekt überhaupt ein zulassungsfähiges, wirtschaftlich verwertbares Medikament herauskommt, wird üblicherweise mit 5 Prozent angegeben, was tatsächlich nichts anderes besagt, als dass der Erfolg extrem unwahrscheinlich ist. Entsprechend war das innovative Pharmageschäft traditionell stets in Geschäfte mit (überschaubaren) Risiken eingebunden, wie das Geschäft mit Generika, verschreibungspflichtigen Medikamenten mit abgelaufenen Patenten, oder mit frei verkäuflichen, sogenannten O(ver)T(he)C(ounter)-Präparaten. Bei den deutschen Leitunternehmen Bayer und Hoechst kam die Einbindung in übergreifende Chemie- und Pharmaverbünde hinzu.

5.2.1 Blockbuster und Fusionen – zwei Seiten finanzmarktorientierter Pharmastrategie

Die Neuausrichtung der Pharmaindustrie seit den 1990er Jahren bietet ein Beispiel für das Zusammenspiel von realwirtschaftlichen Impulsen und Finanzmarktorientierung. Diese Neuausrichtung ist ohne die realökonomischen Erfolgsgeschichten von Medikamenten wie Prozac und Zantac nicht denkbar. Im ersten Fall handelte es sich um ein Antidepressivum der US-Firma Eli Lilly, das erfolgreich als Alltagskonsumprodukt zur Stimmungsaufhellung vermarktet und damit auf ein Vielfaches der ursprünglich anvisierten Umsätze gebracht werden konnte. Im zweiten Fall gelang es dem britischen Pharmakonzern GlaxoSmithKline, die gerade eben patentfähige Modifikation eines innovativen Vorläuferprodukts[20] durch Marketing zur grundlegenden Innovation und zum jahresumsatz- und -renditestärksten Medikament der Pharmageschichte zu stilisieren (Froud et al., 2006: 149-223; Wright, 1996). An beiden Fällen wurde deutlich, wie man durch strategisches Marketing in bis dahin unbekannte Umsatzdimensionen vorstoßen kann. Sie lieferten die Prototypen eines Geschäftsmodells, das sich ganz auf sogenannte Blockbuster konzentriert, patentgeschützte, hochrentable Schlüsselprodukte mit einem jährlichen Umsatzpotenzial von mindestens einer Milliarde Dollar – und auf die Märkte und Indikationen, bei denen sich die betreffenden Umsätze und Margen erzielen lassen. Der Umsatzanteil weniger Top-Produkte galt seit den 1990er Jahren unter Analysten als eine Kerngröße zur Bewertung von Pharmaunternehmen. Entsprechend stießen auch die großen deutschen Chemie- und Pharmaunternehmen ihre Generikasparten, also die Geschäfte mit nicht mehr patentgeschützten, verschreibungspflichtigen Medikamenten, mit zum Teil hohen Verlusten ab, nachdem sie diese Geschäftsfelder mit Blick auf die neu zu erschließenden osteuropäischen Märkte eben noch durch strategische Zukäufe erweitert hatten (Kädtler, 2006: 81-83).

Die Fokussierung auf Umsatzträger dieses Kalibers hat eine ausgeprägte Fusionen- und Übernahmedynamik zur Konsequenz. Denn extrem unwahrscheinliche Ereignisse – wie die Entwicklung von Blockbustern – zur exklusiven Grundlage von Unternehmensstrategien zu machen, die zudem dauerhaft hoch rentabel sein sollen, ist nur in Verbindung mit routinemäßigem externem Wachstum eine realitätstaugliche Option. Fusionen und Übernahmen bilden

[20] Die eigentliche Innovation bedeutete das Ende der 1970er Jahre von Smith, Kline & French auf den Markt gebrachte Tagamet, mit dem die Entwicklung operativ zu entfernender Magengeschwüre um rund 80 Prozent verringert werden konnte.

die notwendige Kehrseite der Blockbusterstrategie. Das gilt umso mehr, als die enge Fokussierung auf innovative Produkte nicht mit einem Mehr an Produktinnovationen einher geht. Pointiert gesagt: Die Kontinuität hoher Pharmarenditen wird heute in erster Linie durch defensive[21] Fusionen und Übernahmen, und nicht durch Produktinnovationen gesichert, flankiert von dem langjährigen Scheitern vor allem der US-Administration bei dem Bemühen, die Preise für Pharmaprodukte wirksam zu begrenzen.Und die Stilisierung der Branche als Innovationsindustrie beruht in erster Linie auf einer Verbindung von einzelnen Erfolgsgeschichten, intensivem Marketing und effizienter Finanzmarktkommunikation. Zeitweise kamen euphorische Erwartungen an kurzfristige Erfolge der Bio- und Gentechnologie hinzu, die seither aber einer deutlichen Ernüchterung gewichen sind[22].

5.2.2 Pharmainnovation und Finanzcontrolling

Das routinemäßige Setzen auf defensive Fusionen ist in dieser Form weniger die bewusst gesuchte, sondern vielmehr die nolens volens für tragfähig befundene Strategie. Denn alle Projekte zur Reorganisation von Pharmaunternehmen haben als erste Wahl die Steigerung des eigenen Forschungsoutputs zum Ziel. Und gerade die striktere Steuerung der Forschung nach Finanzkennziffern und eng gefassten, eindeutig adressierten Indikationen wird durchweg auch mit dem Ziel begründet, Sackgassen möglichst früh zu erkennen, Entwicklungszeiten zu verkürzen und dadurch Mittel auf aussichtsreiche Projekte zu konzentrieren. Als Resultat bleibt allerdings fest zu halten: Es hat per saldo alles nichts gebracht: Die Zahl der neu zugelassenen Medikamente ist insgesamt rückläufig, und diese Tendenz ist besonders ausgeprägt, wenn man sogenannte „me-too-Medikamente“ ausklammert, die sich von bereits vorhandenen in Struktur und Wirkungsmechanismus nur minimal unterscheiden (Rydzewski, 2008: 16-18)

Auf die Frage, ob das trotz oder wegen des strikteren Controllings so ist, dürfte es kaum eine gut begründbare Antwort geben. Für die letztere Vermutung könnte etwa ins Feld geführt werden, dass der letzte wirkliche Blockbuster der Bayer AG, das Antiinfektivum Ciprofloxacin, unter Bedingungen entwickelt wurde (o.A., 2000), die es seit den unter ausdrücklicher Bezugnahme auf Shareholder-Value und Unternehmenswert betriebenen Restrukturierungen der 1990er Jahre nicht mehr gibt. Es entstand nicht in der Pharma-, sondern in der Zentralforschung, einer Querschnittsabteilung, die mit der Auflösung industrieller Verbundstrukturen ihre Existenzgrundlage verlor und abgeschafft wurde. Und es kam nur zustande, weil zwei Entwickler das offiziell bereits abgebrochene Projekt in diesem Rahmen unter der Hand weiterbetrieben, eine Eigenmächtigkeit, der seither wirksame Riegel vorgeschoben wurden. Auch wenn sich aus einem Einzelfall wie diesem kaum detaillierte Schlussfolgerungen für eine realitätstaugliche Innovationssteuerung ziehen lassen; die Feststellung bleibt, dass diese bislang letzte große Pharmainnovation des Unternehmens unter den heutigen Bedingungen nicht durchgekommen wäre, und dass vergleichbare Ergebnisse unter diesen Bedingungen noch ausstehen[23]. Das skizzierte Beispiel und die Tatsache, dass Pharmainnovationen nicht selten darauf zurückgehen, dass an einem Stoff Wirkungen entdeckt werden, die man ursprünglich gar nicht im Blick hatte, während er für die ursprünglich anvisierten Ziele nicht taugt, können immerhin als Hinweis darauf gewertet werden, dass Innovation und enge Kenn-

[21] Als defensiv gelten diese Operationen deshalb, weil sie aus der Sicht eines der beteiligten Unternehmen in erster Linie dazu dienen, das Auslaufen wichtiger eigener Patente durch die Übernahme bereits zugelassener Produkte eines anderen zu kompensieren, die noch längere Patentlaufzeiten aufweisen.

[22] Für den Zusammenhang von Innovation und Finanzmärkten im Bereich der „roten“ Biotechnologie vgl. (Briken, Kurz, 2004, 2006).

[23] Ein Vergleich der Pharmaumsätze von 2001 und 2007 nach Medikamenten zeigt, dass der Umsatz aus eigenen Medikamenten 2007 zurückgegangen ist. Die interne Innovation hat somit nicht ausgereicht, um das Auslaufen des Patents für Ciprofloxacin auch nur zu kompensieren. Dass das Unternehmen trotzdem gut dasteht, geht auf die Übernahme der Schering AG zurück, die zwei Blockbuster in die Verbindung einbrachte. Diese bilden 2007 die Hauptumsatzträger von Bayer Pharma.

ziffernsteuerung (vermutlich nicht nur) in der Pharmaindustrie nicht ohne weiteres zusammengehen. Dass das damit aufgeworfene Innovationsproblem durch eine Neuakzentuierung der Arbeitsteilung zwischen Industrie- und akademischer Forschung kompensiert werden kann, ist zweifelhaft. Aktuelle Forschungsergebnisse aus dem Bereich der Biowissenschaften stimmen in diesem Punkt eher skeptisch (Kurz, Wolf, 2009).[24]

5.2.3 Managementmoden und Finanzmarktöffentlichkeit – Kernkompetenzen und Life Sciences

Am Beispiel der Blockbusterstrategie ist bereits auf die Bedeutung realökonomischer Anstöße als Impulsgeber für Finanzmarktleitbilder hingewiesen worden. Die Finanzmarktöffentlichkeit normiert bestimmte realwirtschaftliche Strategien als anlegerorientiert oder Unternehmenswert schaffend, sie kreiert sie nicht. Das gilt auch für allgemeine strategische Prinzipien wie die Fokussierung auf Kernkompetenzen. Diese zählte lange zum Kernbestand finanzmarktbezogener Unternehmensführung, mit der Kehrseite gewichtiger Konglomeratsabschläge bei der Bewertung von Abweichlern. Diese Ausrichtung erscheint in doppelter Weise von Anlegern und Finanzanalysten her motiviert. Sie soll zum einen dem vor allem von Jensen (1993) propagierten Agency-Problem Rechnung tragen, dass Manager sich durch den Aufbau komplexer, intransparenter Konglomerate der Kontrolle durch die Anleger entziehen können. Zum andern gilt der Abschlag als Risikoprämie der Analysten, um ihrer Unsicherheit bei der Bewertung von Konglomeraten Rechnung zu tragen (Zuckerman, 2000). Nun konnten Nicolai, Thomas und Schulz (Nicolai, Thomas, 2006; Schulz, Nicolai, 2008) aber zeigen, dass die betreffende Managementmode durch einen Aufsatz von Prahalad und Hamel in der Harvard Business Review (Prahalad, Hamel, 1990) ausgelöst wurde, der gänzlich ohne jene finanzökonomischen Begründungen auskam. Offenkundig hat man es hier mit einer Wechselwirkung zwischen Managementmoden und finanzökonomischen Interpretationsansätzen zu tun. Die Adaption als Finanzmarktleitbilder trägt, so ließe sich verallgemeinern, nachdrücklich zur Verallgemeinerung anschlussfähiger Managementmoden bei, setzt aber deren Eigendynamik und Lebenszyklen nicht einfach außer Kraft.

Eine eher kurzlebige Managementmode in diesem Sinne bildete das Geschäftsmodell „Life-Sciences“, das wesentliche Impulse für die finanzmarktorientierte Restrukturierung der europäischen Chemie- und Pharmaindustrie in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre geliefert hat. Es beinhaltete die Fokussierung auf innovative Produkte in den Bereichen Pharma und Ernährung als Kernkompetenz, mit den neuen Biotechnologien als gemeinsamer Wissensbasis. Das Konzept entstand als Börsenstory zur Fusion der betreffenden Geschäftsfelder der Schweizer Unternehmen Sandoz und Ciba Geigy, die aus den vormaligen Chemie- und Pharmaverbünden herausgelöst worden waren. Es kam auch im programmatischen Namen des neuen Unternehmens zum Ausdruck: Novartis. Das Konzept avancierte in der Finanzmarktöffentlichkeit umgehend zum Erfolgsmodell und wurde mehr oder weniger weitgehend von vielen Unternehmen adaptiert: Gleichsam idealtypisch wurde es bei Hoechst angegangen, wo der radikale Strategiewechsel von der chemisch-pharmazeutischen Managementholding zum fokussierten Life Sciences-Unternehmen wenige Monate nach der Gründung von Novartis erfolgte (Kädtler, 2006: 106-109). Und es wurde entsprechend schnell wieder aufgegeben, nachdem es vom Erfinder selbst zu den Akten gelegt wurde, mit der Begründung, dass das Setzen auf die gemeinsame Wissenschaftsbasis zwar im Prinzip richtig, die ökonomischen Effekte aber nicht schnell genug zu realisieren seien. Der Hintergrund: Die Fusion hatte sich im Pharmabereich infolge der dramatisch gewachsenen Marketingkapazität als extrem erfolgreich erwiesen, während die Ernährungsrenditen sich vergleichsweise bescheiden entwickelten. Ob man die Begründung – richtig, aber zu langwierig – nun als Beleg für notori-

[24] Davon unabhängig besteht eine fundamentale Beeinträchtigung der Pharmainnovation durch die Steuerung nach Finanzmarktkriterien in der Fokussierung der Forschung auf blockbusterfähige Bereiche selbst. Medikamente für Krankheiten mit kleinen Populationen oder großen Populationen ohne Geld haben hier keinen Ort.

sche Kurzfristigkeit finanzmarktorientierter Renditestrategien nimmt oder als bloße Verlegenheitsausrede: In jedem Fall belegt der Fall die enorme Breitenwirkung, die eine singuläre, aus sehr spezifischen Bedingungen heraus entwickelte Unternehmensstrategie entfalten kann, wenn sie zur Managementmode und zum Kristallisationspunkt von Orientierungen in der Finanzmarktöffentlichkeit wird[25].

5.2.4 Finanzmarktorientierung als Marginalisierung ausführender Arbeit

Als verbreiteter Grundzug finanzmarktbezogener Unternehmensstrategien kann die Bevorzugung immaterieller gegenüber materiellen Ressourcen angesehen werden. Intellectual Property und die zu seiner Begründung erforderlichen Kompetenzen gelten als zentral, die Investition in materielle Produktion und sonstige in jenem Sinne innovative Funktionen eher als in Kauf zu nehmende und möglichst zu minimierende Restriktion. Innovationskompetenz im Bereich von Produktions- und ausführenden Tätigkeiten zu erschließen, hat in dieser Perspektive keinen Ort, es sei denn, sie kann – wie im Falle des Toyotismus – als Übernahme der Standards eines Branchenprimus begründet werden. Investiert – so könnte man die Logik resümieren – wird in die Entwicklung von intellectual property, in Produktions- und Dienstleistungsbereichen wird gespart. Diese letztere Tendenz ist freilich nur mittelbar auf Anforderungen oder ‚Vorgaben' von Investoren und Deutungsautoritäten außerhalb der Unternehmen zurückzuführen. Denn Personalpolitik und personalwirtschaftliche Strategien unterhalb der oberen Managementebenen spielen – wie Faust u.a. (2007) demonstrieren – für die Bewertung von Unternehmen durch Analysten und Fondsmanager keine eigenständige Rolle. Personal kommt in dieser Perspektive nicht als Ressource, sondern als Kostenfaktor in den Blick. Personalkosten sind eindeutig beziffert, während der dem Personal zurechenbare Wertbeitrag ununterscheidbar im Gesamtergebnis enthalten ist. Da Finanzmarktorientierung unternehmensintern verbreitet als kontinuierliche, engmaschige Ergebnisplanung in der Form detaillierter Kennziffernvorgaben ausbuchstabiert wird (Nicolai, Thomas, 2004), liegt es für ausführende Manager, die im Vierteljahresrhythmus ihre Kennzahlen „bringen" sollen, nahe, auf schlichte, unmittelbare Kostensenkung zu setzen und sich nicht auf das stets ungewisse und längerfristige Geschäft arbeitspolitischer Innovation einzulassen. Ausdruck dessen ist die Definition pauschaler Kostensenkungsziele, die auf die verschiedenen Bereiche ‚heruntergebrochen' werden. In diesem Sinne erfolgt im Übrigen auch die Orientierung am Toyotismus als selektives, kennziffernbezogenes *Benchmarking*, und nicht als Übernahme der komplexen, organisationalen Binnenlogik des Ursprungsunternehmens (Kuhlmann, 2004: 323-333). Die Konsequenz ist eine Rekonventionalisierung von Arbeitspolitik. Der Taylorismus, mit der Krise des Fordismus zeitweise ins Wanken geraten, kehrt als Instrument der Kostensteuerung in die ausführenden Bereiche zurück – und wechselt dabei das Gesicht. Ursprünglich Inbegriff materieller Produktivitätssteigerung durch *industrial engineering*, fungiert er nunmehr als Basis für Kostensteuerung durch *financial engineering*. Die Abspaltung zwar betriebsnotwendiger, aber nicht mehr zum Kerngeschäft gerechneter Dienstleistungs- und Infrastrukturbereiche ist eine andere Variante dieser Ausrichtung. Unterschiedliche Unternehmensstrategien in diesem Punkt sowie Rücknahmen bei vollzogenen Ausgründungen belegen allerdings, dass Steuerung der Realökonomie über Finanzcontrolling auch hier an Grenzen stößt, und dass diese – wichtiger noch – auch der Anlass für Neuinterpretationen der wirtschaftlichen Erfordernisse sein können.

Eine weitgehende Auflösung der damit aufgeworfenen Dilemmata könnte rein hypothetisch in einem strikt auf das Management proprietären Wissens fokussierten Geschäftsmodell liegen oder in einem Typus von Finanzholding, die industrielle Geschäfte effektiv als Portfoliomanagement betreibt (Chesnais, 1997). Realistischer erscheint die bei Chesnais mit angelegte Perspektive einer Art arbeitsteiliger Umverteilungsökonomie zwischen wirtschaftlichen

[25] Der Fall lässt sich auch als Illustration von Schellings (Schelling, 1960) Theorie der „focal points" – Koordination durch Hervorstechen – begreifen.

Sektoren: Jenen die offensiv an Finanzmarktkennziffern ausgerichtete Strategien verfolgen (können), und solchen, die Teile des dort realisierten Profits mit erwirtschaften (müssen) (Kädtler, Faust, 2008). Ob die tiefe Krise der Finanzmärkte seit 2008 hinreicht, um Finanzmarktrationalität als Begründungsordnung derart nachhaltig zu erschüttern, dass die Frage nach der Gewichtung unterschiedlicher wirtschaftlicher Rationalitäten auf der Unternehmensebene grundsätzlich neu aufgeworfen wird, muss derzeit offen bleiben. Mehr als vage Hinweise auf eine solche Möglichkeit gibt es derzeit nicht.

6. Finanzmarktrationalität – Handlungsoptionen und Akteure

Die Anlagerungsfähigkeit für unterschiedliche Akteursinteressen – so wurde eingangs argumentiert – bildet eine wesentliche Grundlage für die Vorrangstellung, die Finanzmarktrationalität gegenüber anderen Begründungsordnungen wirtschaftlichen Handelns erlangen konnte. Die Frage nach den Auswirkungen der Finanzialisierung des Kapitalismus kann vor diesem Hintergrund nicht auf eindeutige Ursache-Wirkungsbeziehungen abstellen. Sie stellt sich vielmehr als Frage nach dem Gebrauchswert von Finanzmarktrationalität für unterschiedliche Akteure, nach den Optionen für die Formulierung und Durchsetzung von Strategien, Ansprüchen und Interessen, die sie ihnen eröffnet bzw. eröffnet hat.

Finanzmarktrationalität ist nicht eindeutig und abschließend definiert, und sie bedeutet durchaus Unterschiedliches, je nachdem wer sich in welchem Kontext auf sie bezieht. Wie in den voran stehenden Abschnitten gezeigt wurde, bestehen zwischen der finanzmathematischen Begründung von Anlagestrategien auf den Finanzmärkten und der Begründung finanzmarktgerechter Unternehmensführung nur lose Verbindungen. Mehr noch: Es lässt sich die These vertreten, dass zwischen beiden ein Spannungsverhältnis besteht. Denn von finanzmathematischen Portfoliotheorien, die die Unterschiedlichkeit von Unternehmensstrategien und der mit diesen jeweils verbundenen Ertrags-Risiko-Relationen gerade voraussetzen, führt kein gerader Weg zu allgemeinen Prinzipien finanzmarktbezogener Unternehmensführung.

Etwas zugespitzt formuliert könnte man sagen, dass Finanzmarktrationalität das ist, was die Finanzmarktöffentlichkeit als angemessene Begründung akzeptiert. Das meint nicht Beliebigkeit. Finanzmathematisch begründete Modelle und Kennziffern für Risikobewertung und Ertragserwartungen und die finanzmarktbezogene Begründung von Kapitalverzinsung als Rentabilitätsschwelle für Unternehmen bilden Kernelemente von Finanzmarktrationalität. Was sie im Einzelfall aber bedeuten und wie lang und vermittelt die Verknüpfung mit einem aktuell vorgefundenen *status quo* sein kann, hängt von den Begründungszusammenhängen ab, in die sie eingebunden werden. Froud u.a. (2006) heben die Bedeutung von „narratives“ hervor, Erzählungen, in deren Rahmen die Zahlen gedeutet und zum Sprechen gebracht werden. Den Extremfall einer völligen Entkoppelung von Erzählungen und (aktuellen) Zahlen bildete ohne Zweifel die New Economy, für die diskursiv begründete Zukunftserwartungen alle gängigen Normen von Wirtschaftlichkeit bis auf Weiteres außer Kraft setzten. Bemerkenswert ist auch der Fall von General Electric, das als Industriekonglomerat par excellence als Modellunternehmen der finanzialisierten Ökonomie fungieren (und bewertet werden) konnte, weil Unternehmensstruktur und Geschäftsmodell durch entsprechende *Business Stories* finanzmarktgerecht umgedeutet wurden (Froud et al., 2006: 299-388). Dieser Fall unterstreicht auch die große Bedeutung bildhaft-assoziativer Bewertungen von Top-Managern – hier des langjährigen CEO Jack Welch – für Analysteneinschätzungen (vgl. Faust et al., 2007: 19f). Ohne exzeptionelle Zukunftserwartungen oder *Business Stories* wie diese sind die zeitlichen und sachlichen Spielräume im Umgang mit Standardbewertungen enger, irrelevant sind sie in keinem Fall.

Die Etablierung von Finanzmarktrationalität als ökonomisches Leitparadigma ist bzw. war – wie ökonomische Paradigmenwechsel generell – begründet in einem Effizienzversprechen. Finanzanlagen sollten allgemein effizienter platziert, Unternehmen effizienter geführt

werden, d.h. sich auf Aktivitäten in besonders lukrativen Geschäftsfeldern konzentrieren und andere konsequent aufgeben. Konnte dies auf der Mikroebene, d.h. für das Handeln von (ggf. institutionellen) Einzelakteuren gewährleistet werden, dann wurden zugleich die Bedingungen optimaler Investitionslenkung erfüllt, und makroökonomische Interventionen verloren ihre Berechtigung. Diese „mikroökonomische Wende“ (Fourcade, Khurana, 2008) bildet das ökonomische Kernstück des Neoliberalismus, mit der Wende von der kollektiv-ordnungspolitischen zur kontraktförmigen Regulierung der Wirtschaftsbeziehungen als der rechtlichen Kehrseite: Die Deregulierung auf der staatlich-politischen Ebene ging mit einem dramatischen Ausbau vertragsrechtlicher Regulierungen und Anspruchsgrundlagen in Bereichen wie Aktionärsrechte, Anlegerschutz, *Intellectual Property* etc. einher (Coriat, Orsi, 2002; Coriat, Orsi et al., 2006; 2005). Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, was diese Wende ökonomisch tatsächlich bewirkt hat.

Dabei fällt zunächst einmal auf, was sie nicht bewirkt hat. Der Druck von Finanzmärkten und Finanzmarktakteuren erzwingt offenkundig keine Angleichung von Unternehmensstrategien. So können O’Sullivan (2007) sowie Johal und Leaver (2007) zeigen, dass der Übergang großer Anteile an den börsennotierten Unternehmen des französischen Leitindex CAC 40 in die Hände vorwiegend angelsächsischer Finanzanleger zwar mit einer verstärkten Übernahme von Standards finanzmarktbezogener Corporate Governance verbunden ist – mehr externe Direktoren in Aufsichtsgremien, Zunahme von Streubesitz sowie des Anteils von Stock Options an der Top-Management-Vergütung –, dass dies aber nicht zu einer Annäherung an finanzmarktorientierte Strategien nach angelsächsischem Muster führt. Französische Großunternehmen zeichneten sich in der Vergangenheit durch relativ niedrige (sowohl Eigenkapital- wie Umsatz-)Renditen bei starker Orientierung an Umsatzvolumen aus, und sie tun das auch weiterhin. Finanzmarktorientierung bedeutete hier in erster Linie, dass Aktienemissionen und Anleihen auf den primären Kapitalmärkten platziert wurden, um mit den so erlangten Mitteln in großem Stile Übernahmen anderer, vor allem EU- und US-amerikanischer Unternehmen zu realisieren. Dass weiterhin rund drei Viertel der Vorstandsvorsitzenden (PDG’s) dieser Unternehmen den *Grands Ecoles*, also den Eliteschulen der französischen Staats- und Wirtschaftsadministration, entstammen, ist für die strategische Ausrichtung der Unternehmen offenbar bedeutsamer als die Tatsache, dass sich mittlerweile rund 45 Prozent der Aktien im Besitz ausländischer, vor allem US-amerikanischer institutioneller Anleger befinden.

Untersuchungen der Forschergruppe um Julie Froud, Karel Williams u.a. zur Entwicklung der Unternehmen der Börsenleitindizes in den USA und dem Vereinigten Königreich, also den Vorreiter- und Leitökonomien der Finanzialisierung, für die Zeit zwischen 1983 und 2003 ergeben aber auch dort ein gemischtes Bild, was die Umsetzung von Finanzmarktanforderungen angeht. Zwar haben die Aktionärseinkünfte insgesamt dramatisch zugenommen, jedoch geht diese Zunahme in erster Linie auf Kursgewinne infolge einer stark ansteigenden Nachfrage nach Aktien bei nicht entsprechend zunehmendem Angebot zurück, und nicht auf die vom Management beeinflussbaren Parameter finanzmarktorientierter Unternehmensführung. Außer in Fällen evidenten wirtschaftlichen Misserfolgs stiegen die Kurse der Aktien auch solcher Unternehmen, die unter Zugrundelegung der einschlägigen Kennziffern Unternehmenswert vernichteten. Und Fritz Kröger von der Consultingfirma A.T. Kearney kann auf eine großflächige Untersuchung verweisen, nach der sich die Einführung von Unternehmenssteuerung nach Economic Value Added® im Zeitraum zwischen 1998 und 2005 im Durchschnitt negativ auf den Unternehmenswert ausgewirkt hat (Kröger, 2005). Einen belastbaren empirischen Zusammenhang zwischen zunehmender Finanzialisierung der Ökonomien und Effizienzsteigerung auf der Unternehmensebene gibt es offenkundig nicht.

Die einzige auf der Unternehmensebene beeinflussbare Kennziffer, die sich konsistent und signifikant nach oben entwickelt hat, betrifft die Top-Management-Vergütungen. Die Vergütungen für die jeweiligen fünf Top-Manager der 500 Unternehmen des US-Leitindex S&P 500 haben zwischen 1993 und 2003 um 125 Prozent von 9,5 auf 21,4, die der CEO’s allein um 146 Prozent von 3,7 auf 9,1 Mrd. Dollar zugenommen, wobei nur deutlich weniger als die Hälfte dieser Steigerungen mit Rentabilitätsentwicklung und Umsatzwachstum der Unterneh-

men erklärt werden kann (Bebchuk, Grinstein, 2005). Die CEO-Vergütung der britischen Unternehmen des Leitindex FTSE 100, die bereits 1978/79 dabei gewesen waren, hatten sich bis 2002/03 etwas mehr als versechsfacht (Froud et al., 2006: 56). Die Vorstandsvergütungen in den siebzehn zwischen 1987 und 2005 durchgehend im DAX notierten deutschen Unternehmen haben zwischen 1987 und 1994 durchschnittlich um 64 Prozent, in der darauf folgenden Periode bis 2005 um nicht weniger als 331 Prozent zugenommen, wobei bis zum Platzen der New-Economy-Blase eine Parallelität zur durchschnittlichen Entwicklung der Aktienkurse bestand, während die Entwicklung seither entkoppelt ist (Schmidt, Schwalbach, 2007). Für die Vorstandsvorsitzenden der französischen CAC40-Unternehmen geben Charreaux und Wirtz (2007) für den Zeitraum zwischen 1998 und 2004 eine Verdreifachung der im europäischen Vergleich ohnehin führenden Vergütungen an. In einer Meta-Studie zu Vergütung von CEO's kommen Tosi u.a. im Jahr 2000 zu dem Ergebnis, dass die schlichte, von den Vertretern finanzmarktorientierter Unternehmensführung äußerst kritisch gesehene absolute Unternehmensgröße mehr als 40 Prozent der Höhe von Vergütungen erklärt, während Rentabilitäts- und Veränderungskennziffern bei vier Prozent und darunter liegen. Bedenkt man, dass die Kritik an überzogenen, von Leistung nicht gedeckten Managementgehältern den Ausgangspunkt (Davis, Thompson, 1994), und die Agency-Theorie der Managementkontrolle die Grundlagen finanzmarktorientierter Corporate Governance bilden, dann besteht die Ironie der Finanzialisierung darin, dass eine allgemeine, durch Leistungskennziffern nicht gedeckte Erhöhung von Top-Mamagement-Einkünften zu ihren eindeutigsten Effekten zählt. Die Fokussierung der Finanzmarktöffentlichkeit auf Strategien und Geschäftsmodelle anstelle interner organisatorischer und personalpolitischer Details stärkt die Position derer, die für Strategien und Geschäftsmodelle und deren Präsentation verantwortlich sind. Top-Manager werden heute eher abgelöst als früher (vgl. Freye, 2008; Höpner, 2003: 131). Sie sind damit aber auf dem wichtiger gewordenen überbetrieblichen Markt für Managementpositionen nicht notwendig aus dem Geschäft. Und solange sie im Geschäft sind, verdienen sie sehr viel mehr als früher.

Dem Positionsgewinn der Inhaber von Top-Managementpositionen entspricht außerhalb der Unternehmen der Bedeutungs- und Einkommensgewinn von Finanzintermediären: Consultants, Auditierungsgesellschaften, Finanz- und Unternehmensjuristen, Fondsmanager, Aktienanalysten als Dienstleister, Investmentbanker, Hedge Fonds- und Private Equity Manager, Börsenhändler usw. als Initiatoren und Betreiber von Restrukturierungs- und Finanzinvestitionsprojekten. Die Übergänge sind hier durchaus fließend. Strukturen, Geschäftsmodelle und Einkommensverhältnisse sind hier sehr viel weniger transparent als beim Management großer börsennotierter Unternehmen. Einen instruktiven Überblick aus dem Bereich der Londoner City bietet ein Beitrag von Folkman u.a. (2007). Bei rund 328.000 Beschäftigten insgesamt kommen sie für 2005/06 dort auf rund 16.000 „senior intermediaries", also Inhaber von Top-Positionen, gegenüber rund 600 Top-Managern in den Unternehmen des Leitindizes FTSE 100. Die Gruppe ist also beträchtlich, und die Einkünfte sind – nach Geschäftsfeldern unterschiedlich – denen des Top-Managements der großen börsennotierten Unternehmen durchaus vergleichbar. Diese Einkommensposition gründet in erster Linie auf der Fähigkeit, die Dinge in Bewegung zu halten (Folkman et al., 2007; Froud, Leaver et al., 2007; Froud, Williams, 2007). Da die Einkünfte aus Gebühren und ggf. Erfolgsbeteiligungen für abgeschlossene Deals bestehen, sind Anzahl und Volumen der Deals entscheidend und nicht der längerfristige ökonomische Effekt auf Unternehmensebene. Oder anders: Wenn eine Fusion nicht zum anvisierten Erfolg führt, tangiert das die Einkünfte der beteiligten Intermediäre nicht, möglicherweise eröffnet es aber in Verbindung mit der Folgerestrukturierung neue Einkunftsmöglichkeiten. In diesem Sinne formuliert auch der bereits zitierte AXA-Gründer Bébéar: „Investmentbanken gehen immer mehr dazu über, ihren Kunden Deals vorzuschlagen, die ihnen nützen, aber keineswegs den Kunden" (Bébéar, Manière, 2003: 100, deutsch von JK). Das gilt entsprechend für Fonds- und Anlagemanager, für die Windolf zeigt, dass ihr Geschäftsmodell darauf beruht, die mit Unternehmensanteilen verbundene Eigentümerposition wahrzunehmen und das Risiko auf die Kunden zu verlagern (Windolf, 2008). Allerdings handelt es sich bei

der Eigentümerposition typischerweise um die des Zwischenhändlers. Entsprechend sehen Folkman u.a. in diesen und anderen „change agents […] the marine corps of the intermediary groups who live by deals and novelty" (Folkman et al., 2007: 557).

Die Inhaber strategischer Managementpositionen und von Spitzenpositionen im Bereich der Finanzintermediäre sind die zentralen Akteure und herausgehobene Nutznießer der Finanzialisierung des zeitgenössischen Kapitalismus. Die beiden gemeinsame Machtbasis besteht nicht in der Eindeutigkeit, sondern in der Interpretationsfähigkeit und Interpretationsbedürftigkeit von Finanzmarktrationalität, wenn und solange die Notwendigkeit, sich auf diese zu beziehen, als gesellschaftliche Begründungsnorm etabliert ist. Das schafft aber keine einheitliche Perspektive. Die Interpretationsspielräume und Abwägungszwänge, mit denen auch finanzmarktorientierte Manager in realökonomischen Unternehmen zurecht kommen müssen, sind andere als die von Finanzintermediären in Rechnung zu stellenden. Und deren Interessenorientierungen und Geschäftsmodelle sind überaus heterogen und unter einander nicht notwendig kompatibel. Dieser Gemengelage ergibt keine hinreichend eindeutige, konsistente gesellschaftliche Verwertungslogik, wie sie etwa Autoren aus dem Bereich der Regulationstheorie mit dem Konzept eines ‚Kapitalismus der Vermögensbesitzer' unterstellen, und wie sie auch dem Konzept eines Finanzmarktkapitalismus zugrunde liegt. Aus ihr resultiert vielmehr eine Tendenz zu permanenter Um- und Neustrukturierung auf den verschiedenen Ebenen und in der Konsequenz eine Tendenz zum Vorrang kurzfristiger Opportunitäten gegenüber langfristigen Verwertungsperspektiven.

Dem Vorrang, den Finanzmarktrationalität als Begründungsgrundlage für wirtschaftliches Handeln seit den 1980er Jahren erlangen konnte, entsprechen Positionsverluste anderer Begründungsordnungen sowie solcher Gruppen, die sich vor allem auf diese berufen können (bzw. müssen). Wir sind oben in Abschnitt 4 für die Unternehmensebene bereits auf diesen Punkt eingegangen. Die drastische Umverteilung, die in den zurückliegenden Jahrzehnten in allen kapitalistischen Gesellschaften zugunsten von Vermögens- und zu Lasten von Arbeits- und Sozialeinkommen stattgefunden hat, hat hier zweifellos eine ihrer Grundlagen.

7. Ausblick: Die Krise der Finanzmärkte und die Perspektiven für Finanzmarktrationalität

Was bedeutet die jüngste Krise der realen Finanzmärkte für die zukünftige Rolle von Finanzmarktrationalität als Grundlage für die Begründung wirtschaftlichen Handelns? Schlägt – um Callons Begrifflichkeit aufzunehmen – die Krise der in „*economics*" eingebetteten „*economy*" auf die erstere zurück? Oder handelt es sich um eine, wenn auch besonders dramatische Krise auf der Ebene konkreter Finanzmärkte, die die Funktion ‚des' Finanzmarkts als theoretischer Begründungsinstanz eher unberührt lässt? Und wenn die praktische Krise auf die Begründungsebene durchschlägt, wie weit reicht dieser Rückschlag?

Die Beantwortung dieser Frage hängt zu wesentlichen Teilen von Verlauf und Reichweite der gesamtwirtschaftlichen Krisendynamik ab, die von der Finanzkrise angestoßen worden ist, und von den daraus gezogenen Konsequenzen. Darüber lassen sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt allenfalls mehr oder weniger gut begründete Spekulationen anstellen, und selbst mit diesen würde man sich im Rahmen des vorliegenden Beitrags übernehmen. Das gilt insbesondere auch für die Frage nach den Perspektiven einer Neuregulierung der globalen Finanzmärkte, die heute mit guten Gründen ganz vorn auf den politischen Agenden steht. Wir werden es hier deshalb bei einigen abschließenden Tendenzaussagen belassen, die sich unabhängig von einer detaillierten Krisenanalyse und -prognose formulieren lassen.

Als Faktum muss zunächst einmal festgehalten werden, dass die Umverteilungseffekte der finanzialisierten Ökonomie durch die Finanzkrise nicht revidiert, sondern festgeschrieben werden. Was Top-Manager, Finanzmarktintermediäre und Vermögensbesitzer am Finanzmärkteboom verdient haben, bleibt ihnen erhalten, abgesehen von Wertverlusten bei eigenen

Finanzanlagen. Dem stehen die Wertverluste jener gegenüber, deren laufende Einkommen schon während der Boomphase relativ zurückblieben, und die im Zuge der Reformen der Alterssicherungssysteme verstärkt in den Finanzanlagebereich gedrängt wurden. Hinzu kommen neuerliche Umverteilungseffekte durch die Umschichtung öffentlicher Mittel zur Stützung des Finanzsystems sowie als Folgen der Krise der Realökonomie, die durch die Finanzmarktkrise angestoßen wurde. Dass auch bei Nutznießern des Finanzmarktbooms Einkommens- und Beschäftigungsverluste anfallen, ändert nichts daran, dass die Krise jene bei Weitem härter trifft, die schon damals nicht oder nur am Rande beteiligt wurden.

Die Anforderungen oder Zwänge ‚der Finanzmärkte' wirken auch nach dem spektakulären Zusammenbruch ihrer Begründungsgrundlagen auf paradoxe Weise fort. Zwar gilt ihre Wissensbasis als gründlich diskreditiert. Den Finanzsektor seinem Schicksal zu überlassen gilt spätestens seit der Pleite von Lehman Brothers nicht als verantwortbare Perspektive. Unabhängig davon, ob die Akteure bewusst so kalkuliert oder gar nicht so weit gedacht haben: Das Prinzip des *moral hazard*, Risiken eingehen zu können, weil andere sich im Ernstfall schon um die Folgen kümmern werden, darf im Falle des Bankensektors als bewährt gelten. Die Kehrseite sind freilich manifeste Konflikte darüber, auf welchen Grundlagen ökonomisches Handeln als rational und legitim gelten kann bzw. soll. So müssen die Schwierigkeiten der Bush-Administration, ein Rettungsprogramm für den Bankensektor gegenüber der eigenen konservativen Klientel durchzusetzen, als Ausdruck eines Konflikts zwischen politisch-gesamtgesellschaftlich ausgelegten Rationalitätsprinzipien und Prinzipien von Alltagsgerechtigkeit begriffen werden, die einander unversöhnlich gegenüberstanden. Absehbar ist, dass man bis auf Weiteres wirtschaftliches Handeln nur in engen Grenzen mit dem ausdrücklichen Verweis auf Finanzmarktrationalität begründen können wird.

Was die Diskreditierung von Finanzmarktorientierung für das wirtschaftliche Handeln auf der Unternehmensebene bedeuten kann, erscheint im Lichte der hier vorgetragenen Argumentation als durchaus offen. Es wurde gezeigt, dass zwischen finanzmarktorientiertem Management in der Realökonomie und der Rationalität von Finanzinvestoren auf der Ebene der Finanzmärkte lediglich ein loser Zusammenhang besteht. Von daher ist zu vermuten, dass Begründungen für Unternehmensstrategien insoweit an Bedeutung verlieren, als sie explizit auf Finanzmarktanforderungen oder -zwänge Bezug nehmen. Andererseits gibt es für viele Maßnahmen und Strategien mehrere Begründungen, und es ist durchaus absehbar, dass Kostensenkungsprogramme, die bislang den Mindestrenditeforderungen der Finanzmärkte Rechnung tragen sollten, nunmehr einsichtig mit den Folgen der Finanzkrise begründet werden können. Prinzipien und Methoden ökonomischer Effizienzsteigerung, die zuvor unter Verweis auf Finanzmarktrationalität verfolgt wurden, sind auch in der Vergangenheit bereits technisch interpretiert und in Kontexte übertragen worden, die unmittelbarem Finanzmarktdruck gar nicht unterlagen. Von daher ist eine Revision allein infolge der Krise der Finanzmärkte als Rationalitäts- und Legitimitätsinstanzen nicht zu erwarten. Insofern spricht viel dafür, dass der *market* hinter dem *market place* von den Turbulenzen des letzteren auf längere Sicht nur begrenzt tangiert wird. Einer Neubestimmung von Wirtschaftlichkeitsprinzipien auf der Unternehmensebene, die zu deutlich anderen Orientierungen in puncto Effizienz, Rentabilität, Investitionsfristen, Verteilungsgerechtigkeit führen könnte, könnte auch die paradoxe Befriedungswirkung wirtschaftlicher Krise entgegenstehen: Solange die Chance besteht, sie über konservative Therapien zu beheben, wirken Krisen eher konservativ.

Literatur

Aglietta, Michel (1998). *Le capitalisme de demain.* Paris.

Aglietta, Michel (2000). La globalisation financière. In: CEPII (Hrsg.), *L'économie mondiale 2000* (S. 52-67). Paris: La Découverte.

Aspers, Patrick (2007). Theory, Reality, and the Performativity of Markets. In: *American Journal of Economics and Sociology, 66*(2), 379-398.

Bebchuk, Lucian; Grinstein, Yaniv (2005). The Growth of Executive Pay. In: *Oxford Review of Economic Policy, 21*(2), 283-303.

Bébéar, Claude; Manière, Philippe (2003). *Ils vont tuer le capitalisme*. Paris: Plon.

Beck, Ulrich (1996). Wissen oder Nicht-Wissen? Zwei Perspektiven 'reflexiver Modernisierung'. In: Ulrich Beck; Anthony Giddens; Scott Lash (Hrsg.), *Reflexive Modernisierung. Eine Kontroverse* (S. 289-315). Frankfurt am Main: Suhrkamp.

Beckert, Jens (2008). How Do Markets Change? On the Interrelations of Insitutions, Networks and Cognition in the Evolution of Markets.

Berle, Adolf A.; Means, Gardiner C. (1950). *The Modern Corporation and Private Property* (17.). New York: MacMillan.

Beunza, Daniel; Garud, Raghu (2005). *Securities Analysts as Frame-Makers*. UPF-Working Paper.

Beunza, Daniel; Garud, Raghu (2007). Calculators, lemmings of frame-makers? The intermediary roll of securities analysts. In: *Sociological Review, 26*, 13-39.

Beyer, Jürgen (2006). Vom "kooperativen Kapitalismus" zum Finanzmarktkapitalismus – eine Ursachenanalyse. In: Ulrich Brinkmann; Karoline Krenn; Sebastian Schief (Hrsg.), *Endspiel des Kooperativen Kapitalismus? Institutioneller Wandel unter den Bedingungen des marktzentrierten Paradigmas*. Wiesbaden: VS-Verlag.

Boltanski, Luc; Thévenot, Laurent (1991). *De la justification. Les économies de la grandeur.* Paris: Gallimard.

Boltanski, Luc; Thévenot, Laurent (2007). *Über die Rechtfertigung. Eine Soziologie der kritischen Urteilskraft*. Hamburg: HIS-Verlag.

Boyer, Robert (1999). Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: Le point sur quelques recherches régulationnistes. In: *L'année de la régulation, 3*, 13-76.

Brennan, David M. (2005). "Fiduciary Capitalism," the "Political Model of Corporate Governance," and the Prospect of Stakeholder Capitalism in the United States. In: *Review of Radical Political Economics, 37*(1), 39-62.

Briken, Kendra; Kurz, Constanze (2004). Wissenstransfer in ausdifferenzierten Innovationsketten. Neue Formen der Organisation von Innovationen in forschungs- und entwicklungsintensiven Industrien am Beispiel der Biotechnologie,*Forschungsbericht*. Göttingen.

Briken, Kendra; Kurz, Constanze (2006). Innovationen in der deutschen Pharma- und Biotechindustrie. In: Hartiwg Heine; Michael Schuman; Volker Wittke (Hrsg.), *Wer den Ast absägt, auf dem er sitzt, kann deshalb noch längst nicht fliegen. Innovationen zwischen institutionellem Wandel und Pfadkontinuitäten*. Berlin: sigma.

Charreaux, Gérard; Wirtz, Peter (2007). Corporate Governance in France,*Cahier du FARGO*. Lyon: Université de Lyon.

Chesnais, Francois (1997). *La mondialisation du capital*. Paris: Syros.

Coriat, Benjamin; Orsi, Fabienne (2002). Establishing a new intellectual property right regime in the United States : origins, content and problems. In: *Research Policy, §!*, 1491-1507.

Coriat, Benjamin; Orsi, Fabienne; D'Almeida, Cristina (2006). TRIPS and the international public health controversies : issues and challenges. In: *industrial and Corporate Change, 15*(6), 1033-1062.

Cutler, Tony (2001). Social Insecurity and the Retreat from Social Democracy: Occupational Welfare in the Long Boom and Financaialization. In: *Review of international political economy, 8*(1), 96-118.

Davis, Gerald F.; Thompson, Tracy A. (1994). A Social Movement Perspective on Corporate Control. In: *Administrative Science Quarterly, 39,* 141-173.

Deutschmann, Christoph (2005). Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise. In: *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen* (S. 58-84).

Diaz-Bone, Rainer (2009). Konventionen, Organisation und Institution. Der institutionentheoretische Beitrag der "Economie des conventions". In: *Historical Research. Histrorische Sozialforschung, 34*(2), 235-264.

Eymard-Duvernay, Francois (1989). Conventions de qualité et formes de coordination. In: *Revue Economique, 40*(2), 329-359.

Eymard-Duvernay, Francois (1994). Coordination des échanges par l'entreprise et qualité des biens. In: André Orléan (Hrsg.), *Analyse économique des conventions.* (S. 307-334). Paris: Presses universitaires de France.

Eymard-Duvernay, Francois (2004). *Economie politique de l'entreprise*. Paris: La Découverte.

Eymard-Duvernay, Francois; Favereau, Olivier; Orléan, André; Salais, Robert; Thévenot, Laurent (2004). L'économie des conventions ou le temps de la réunification dans les sciences sociales. In: *Problèmes économiques, 2838*.

Eymard-Duvernay, Francois; Favereau, Olivier; Orléan, André; Salais, Robert; Thévenot, Laurent (2006). Valeurs, coordination et rationalité: trois thèmes mis en relation par l'économie des conventions. In: Francois Eymard-Duvernay (Hrsg.), *L'économie des conventions, méthodes et résultats – Tome 1: débats* (S. 23-42). Paris: La Découverte.

Faust, Michael; Fisecker, Christiane; Bahnmüller, Reinhard (2007). Was interessiert Analysten? Versuch über ein erklärungsbedürftiges Desinteresse an Personalpolitik. In: *Berliner Debatte Initial, 18*(4/5), 16-26.

Favereau, Olivier (1994). Règles, organisation et apprentissage collectif: Un paradigme non standard pour trois théories hétérodoxes. In: André Orléan (Hrsg.), *Analyse économique des conventions.* (S. 113-138). Paris: Presses universitaires de France.

Favereau, Olivier; Biencourt, Olivier; Eymard Duvernay, Francois (2002). Where do markets come from? From (quality) conventions! In: Olivier Favereau; Emmanuel Lazega (Hrsg.), *Conventions and Structures in Economic Organization. Markets, Networks and Hierarchies* (S. 213-252). Cheltenham et al.

Fligstein, Neil (2002). *The Architecture of Markets. An Economic Sociology of Twenty-First-Century Capitalist Societies* (2). Princeton and Oxford: Princeton University Press.

Fligstein, Neil; Shin, Taekjin (2007). Shareholder Value and the Tranformation of the U.S. Economy, 1984-2000. In: *Sociological Forum, 22*(4), 399-424.

Folkman, Peter; Froud, Julie; Sukhdev, Johal; Williams, Karel (2007). Working for Themselves? Capital Market Intermediaries and Present Day Capitalism. In: *Business History, 49*(4), 552-572.

Fourcade, Marion; Khurana, Rakesh (2008). *From Social Control to Financial Economics: The Linked Ecologies of Economics and Business in Twentieth Century America*. Harvard Business Journal – Working Paper 09-037.

Franke, Günter; Krahnen, Jan Pieter (2008). *The Future of Securization.* CFS Working Paper.

Freye, Saskia (2008). *Führungswechsel in der Deutschland AG: Die Wirtschaftselite im Wandel, 1960-2005.* Dissertation, Universität zu Köln, Köln.

Froud, Julie; Haslam, Colin; Johal, Sukhdev; Williams, Karel (1999). *Restructuring for shareholder value and ist implications for labour.*

Froud, Julie; Haslam, Colin; Johal, Sukhdev; Williams, Karel (2000). Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management moves. In: *Economy and Society, 29*(1), 80-110.

Froud, Julie; Leaver, Adam; Tampubolon, Gindo; Williams, Karel (2008). Everything for sale: how non-executive directors make a difference. In: *Sociological Review, 56*(1), 162-186.

Froud, Julie; Leaver, Adam; Williams, Karel (2007). New Actors in a Financialised Economy and the Remaking of Capitalism. In: *New Political Economy, 12*(3), 339-347.

Froud, Julie; Sukhdev, Johal; Leaver, Adam; Williams, Karel (2006). *Financialisation and Strategy: Narrative and Numbers*. London, New York: Routledge.

Froud, Julie; Sukhdev, Johal; Viken, Papazian; Williams, Karel (2004). The Temptation of Houston: A Case Study of Financialisation. In: *Critical Perspectives on Accounting, 15*(6), 885-910.

Froud, Julie; Williams, Karel (2007). Private Equity and the Culture of Value Extraction. In: *New Political Economy, 12*(3), 405-420.

Hawley, James P.; Williams, Andrew T. (2000). *The rise of fiduciary capitalism : how institutional investors can make corporate America more democratic*. Philadelphia; Pa.: Univ. of Pennsylvania Press.

Höpner, Martin (2003). *Wer beherrscht die Unternehmen? : Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*. Frankfurt am Main u.a.: Campus.

Jensen, Michael C. (1993). The Modern Industrial Revolution. Exit, and the Failure of Internal Control Systems. In: *The Journal of Finance, 48*(3), 831-880.

Johal, Sukhdev; Leaver, Adam (2007). Is the Stock Market a Disciplinary Institution? French Giant Firms and the Regime of Accumulation. In: *New Political Economy, 12*(3), 349-368.

Kädtler, Jürgen (2006). *Sozialpartnerschaft im Umbruch. Industrielle Beziehungen unter den Bedingungen von Globalisierung und Finanzmarktkapitalismus*. Hamburg: VSA.

Kädtler, Jürgen; Faust, Michael (2008). The Power of Financial Markets: What Does That Mean and How Does It Work For Different Categories of Companies. In: Katharina Bluhm; Rudi Schmidt (Hrsg.), *Change in SMEs. Towards a New European Capitalism*. Basingstoke: Palgrave MacMillan.

Kädtler, Jürgen; Sperling, Hans Joachim (2001). Verhandelte Globalisierung in der deutschen Automobilindustrie. In: Jörg Abel; Hans Joachim Sperling (Hrsg.), *Umbrüche und Kontinuitäten: Perspektiven nationaler und internationaler Arbeitsbeziehungen* (281-294). München und Mering: Hampp.

Kädtler, Jürgen; Sperling, Hans Joachim (2002). After Globalisation and Financialisation: Logics of Bargaining in the German Automotive Industry. In: *Competition and Change, 8*, 149-168.

Keynes, John Maynard (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcort, Brace and Company.

Kindleberger, Charles P. (2005). *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises* (5). Hoboken, New Jersey: John Wiley.

Knight, Frank H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit.* New York: A.H. Kelly.

Knorr-Cetina, Karin; Bruegger, Urs (2002a). Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets. In: *American Journal of Sociology, 107*(4), 905-950.

Knorr-Cetina, Karin; Bruegger, Urs (2002b). Traders' Engagement with Markets: A Postsocial Relationship. In: *Theory, Culure & Society, 19*(5/6), 161-185.

Krahnen, Jan Pieter (2008). "Banken müssen in der Haftung bleiben". Interview mit Nils-Viktor Sorge, *manager-magazin.de*.

Kröger, Fritz (2005). EVA vernichtet Werte. In: *Harvard Business Manager*(August), 14-16.

Krugman, Paul (1999a). *Die Große Rezession. Was zu tun ist, damit die Weltwirtschaft nicht kippt*. Frankfurt/Main, New York: Campus.

Krugman, Paul (1999b). The Return of Depression Economics. In: *Foreign Affairs, 78*(1), 56-74.

Kuhlmann, Martin (2004). *Modellwechsel? Die Entwicklung betrieblicher Arbeits- und Sozialstrukturen in der Automobilindustrie*. Berlin: Sigma.

Kurz, Constanze; Wolf, Harald (2009). *Kleiner Grenzverkehr: BiowissenschaftlerInnen zwischen Wissenschaft und Wirtschaft*. SOFI Arbeitspapier 4, Göttingen.

Langley, Paul (2003). *The Every Day Life of Global Finance*. IPEG Papers in Global Political Economy.

Lavigne, Stéphanie (2002). *Investisseurs financiers et convention d'évaluation des firmes*. Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université des Sciences Sociales de Toulouse 1, Toulouse.

Lazonick, William; O'Sullivan, Mary (2000). *Perspectives on Corporate Governance, Innovation, and Economic Performance.* (Globalisierung). Paris: European Institute of Business Administration (INSEAD) (http://www.insead.edu/cgep).

Lordon, Frédéric (2000). La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la "valeur actionariale". In: *L'année de la régulation, 4,* 117-168.

MacKenzie, Donald (2005). How a Superportfolio Emerges: Long Term Capital Management and the Sociology of Arbirtrage. In: Karin Knorr-Cetina; Alex Preda (Hrsg.), *The Sociology of Financial Markets* (S. 62-83). Oxford New York: Oxford University Press.

MacKenzie, Donald (2006). *An Engine, Not a Camera. How Financial Models Shape Markets*. Cambridge/Mass., London: MIT Press.

Mirowski, Philip; Nik-Khah, Edward (2007). Markets Made Flesh. Performativity, and a Problem in Science Studies, Augmented with Considerations of the FCC Auctions. In: Donald MacKenzie; Fabian Muniesa; Lucia Siu (Hrsg.), *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.

Montagne, Sabine (2000). Retraite complémentaire et marchés financiers aux Etats-Unis. In: *L'année de la régulation, 4,* 13-45.

Montagne, Sabine (2002). Responsabilité fiduciaire et investissement financier: comment le monde financier a mobilisé le droit des trusts. In: Thierry Kirat (Hrsg.), *Les mondes du droit de la responsabilité. Regards sur le droit en action.* Paris: Maison des Sciences de l'Homme.

Montagne, Sabine (2006). *Le trust, fondement juridique du capitalisme patrimonial*. Recherche & Régulation Working Papers 2006-3, Grenoble.

Morin, Francois (1996). Privatisation et dévolution des pouvoirs: Le modèle francais du gouvernement d'entreprise. In: *Revue économique, 47*(6), 1253-1268.

Morin, Francois (2000). A transformation in the French model of shareholding and management. In: *Economy and Society, 29*(1), 36-53.

Nicolai, Alexander T.; Thomas, Thomas W. (2004). Kapitalmarktkonforme Unternehmensführung: Eine Analyse im Lichte der jüngeren Strategieprozesslehre. In: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 56,* 452-469.

Nicolai, Alexander T.; Thomas, Thomas W. (2006). De-Diversification Activities of German Corporations from 1988 to 2002: Perspectives from Agency and Management Fashion Theory. In: *Schmalenbach Business Review, 58*(1), 56-80.

O'Sullivan, Mary (2000). *Contests for Corporate Control – Corporate Governance and Economic Performance in the Unites States and Germany*. Oxford New York: Oxford University Press.

O'Sullivan, Mary (2007). Acting out institutional change: understanding the recent transformation of the French financial system. In: *Socio-Economic Review, 5,* 389-436.

o.A. (2000). Porträt Dr. Klaus Grohe. In: *Research. Das Bayer-Forschungsmagazin, 12 [2000],* 18-21.

Orléan, André (1999). *Le pouvoir de la finance*. Paris: Éditions Odile Jacob.

Orléan, André (2005). Réflexions sur l'hypothèse d'objectivit´t de la valeur fondamentale dnas la théorie financière moderne. In: David Bourghelle; Olivier Brandouy; Roland Gillet; André Orléan (Hrsg.), *Croyances, Représentations Collectives et Conventions en Finance* (S. 19-42). Paris: Economica.

Orléan, André (Hrsg.) (1994). *Analyse économique des conventions.* Paris: Presses universitaires de France.

Orsi, Fabienne; Coriat, Benjamin (2005). Are 'strong patents' beneficial to innovative activities? Lessons from the genetic testing for breast cancer controversies. In: *industrial and Corporate Change, 14*(6), 1205-1221.

Ortmann, Günther (1995). Rekursivität, Produktivität, Viabilität. In: Günther Ortmann (Hrsg.), *Formen der Produktion. Organisation und Rekursivität.* (S. 98-126). Opladen: Westdeutscher Verlag.

Otte, Max (2006). *Der Crash kommt. Die neue Weltwirtschaftskrise und wie Sie sich darauf vorbereiten*. Berlin: Econ.

Powell, Walter W.; DiMaggio, Paul J. (Hrsg.) (1991). *The new institutionalism in organizational analysis.* Chicago / London: University of Chicago Press.

Prahalad, C.K.; Hamel, Gary (1990). The Core Competence of the Corporation. In: *Harvard Business Manager, May-June*, 79-91.

Preda, Alex (2005). The Investor as a Cultural Figure of Global Capitalism. In: Karin Knorr-Cetina; Alex Preda (Hrsg.), *The Sociology of Financial Markets* (S. 141-162). Oxford New York: Oxford University Press.

Ravikoff, Ronald B.; Curzan, Myron P. (1980). Social Responsibility in Investment Policy and the Prudent Man Rule. In: *California Law Review, 68*, 518-546.

Rydzewski, Robert M. (2008). *Real World Drug Discovery. A Chemist's Guide to Biotech and Pharmaceutical Research*. Amsterdam u.a.: Elsevier.

Salais, Robert; Storper, Michael (1992). The four "worlds" of contemporary industry. In: *Cambridge Journal of Economics, 16*, 169-193.

Salais, Robert; Storper, Michael (1993). *Les mondes de production. Enquête sur l'identité économique de la France.* Paris: Èditions des Hautes Ètudes en Sciences Sociales.

Schelling, Thomas C. (1960). *The Strategy of Conflict.* Cambridge (Mass.) / London: Harvard University Press.

Schmidt, Reinhart; Schwalbach, Joachim (2007). Zu Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütungen in Deutschland. In: Günter Fandel (Hrsg.), *Der ehrbare Kaufmann: modernes Leitbild für Unternehmen*. Wiesbaden: Gabler.

Schulz, Ann-Christine; Nicolai, Alexander T. (2008). *Management Fashions, Core Competencies, and Analysts' Forecast Bias*. 24th EGOS Colloquium.

Scott, W. Richard; Meyer, John W. (1994). *Institutional Environments and Organizations: Structural Complexity and Individualism*. Thousand Oaks u.a.: Sage.

Simon, Herbert A. (1949). *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Process in Administrative Organization*. New York: Macmillan.

Simon, Herbert A. (1995). Bounded Rationality and Organizational Learning. In: Michael S. Cohen; Lee S. Sproull (Hrsg.), *Organizational Learning.* (S. 175-187). Thousand Oaks / London / New Delhi: Sage.

Stark, David (2000). *For a sociology of worth. Prepared for the conference on the economics of convention, France, 1998 and revised for the conference on economic sociology at the edge of the 3rd millenium, Moscow 2000.* New York: Department of Sociology, Columbia University.

Stiglitz, Joseph E. (2005). *Die Roaring Nineties. Vom Boom zum Crash*. München: Goldmann.

Storper, Michael; Salais, Robert (1997). *Worlds of production. The action frameworks of the economy.* Cambridge (Mass.) / London: Harvard University Press.

Strange, Susan (1986). *Casino Capitalism*. Oxford: Blackwell.

Strange, Susan (1998). *Mad Money. When Markets Outgrow Governments*. Ann Arbor: The University of Michigan Press.

Streeck, Wolfgang; Höpner, Martin (2003). Einleitung: Alle Macht dem Markt? In: Wolfgang Streeck; Martin Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG* (S. 11-59). Frankfurt/Main New York: Campus.

Strulik, Torsten (2000). *Risikomanagement globaler Finanzmärkte. Herausforderungen und Initiativen im Kontext der Bankenregulierung*. Frankfurt/Main, New York: Campus.

Strulik, Torsten (2004). *Nichtwissen und Vertrauen in der Wissensökonomie*. Frankfurt/Main New York: Campus.

Taleb, Nassim Nicholas (2008). *Der schwarze Schwan. Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse*. München: Hanser.

Useem, Michael (1996). *Investor capitalism : how money managers are changing the face of corporate America* (1.). New York, NY: BasicBooks.

Voth, Hans-Joachim. (2008, 16. September 2008). Wohin fährt General Motors? *Frankfurter Rundschau*.

Willke, Helmut (2005). The Autonomy of the Financial System: Symbolic Coupling and the Laguage of Capital. In: Torsten Strulik; Helmut Willke (Hrsg.), *Towards a Cognitive Mode in Global Finance* (S. 36-69). Frankfurt am Main und New York: Campus.

Willke, Helmut (2007). Kollektive Intelligenz und die Konturen eines kognitiven Kapitalismus. In: Hanno Pahl; Lars Meyer (Hrsg.), *Kognitiver Kapitalismus : Soziologische Beiträge zur Theorie der Wissensökonomie* (S. 195-221). Marburg: Metropolis-Verlag.

Windolf, Paul (2003). Korruption, Betrug und "Corporate Governance" in den USA: Anmerkungen zu Enron. In: *Leviathan, 31*(2), 185-218.

Windolf, Paul (2005a). Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Paul Windolf (Hrsg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen* (S. 20-57). Wiesbaden: VS.

Windolf, Paul (2008). Eigentümer ohne Risiko. Die Dienstklasse des Finanzmarktkapitalismus. In: *Zeitschrift für Soziologie, 37*(6), 516-535.

Windolf, Paul (Hrsg.) (2005b). *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Wiesbaden: VS.

Wright, Richard (1996). How Zantac Became the Best-Selling Drug in History. In: *Journal of Health Care Marketing, 16*(4), 24-29.

Zorn, Dirk (2004). Here a Chief, There a Chief: The Rise of the CFO in the American Firm. In: *American Sociological Review, 69*(3), 345-364.

Zuckerman, Ezra W. (2000). Focusing the Corporate Product: Securities Analysts and Diversification. In: *Administrative Science Quarterly, 45*(3), 591-619.

SOFI Arbeitspapiere | SOFI Working Papers

(Erscheinen seit 2007 | Published since 2007)

2007–02 Mayer-Ahuja, Nicole / Feuerstein, Patrick (2007): „IT-labour goes offshore: Regulating and managing attrition in Bangalore".

2008–03 Kretschmann, Claudia (2008): Studienstrukturreform an deutschen Hochschulen: Soziale Herkunft und Bildungsentscheidungen. Eine empirische Zwischenbilanz zum Bologna-Prozess.

2009–04 Constanze Kurz / Harald Wolf (2009: „Kleiner Grenzverkehr: Biowissenschaftler Innen zwischen Wissenschaft und Wirtschaft.

SOFI Arbeitspapiere I SOFI Working Papers
finden Sie online unter I are available online:
www.sofi.uni-goettingen.de