

## Shareholder Kapitalismus und das Casino Spiel an den Börsen

Young, Brigitte; Hegelich, Simon

Veröffentlichungsversion / Published Version  
Zeitschriftenartikel / journal article

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Young, B., & Hegelich, S. (2003). Shareholder Kapitalismus und das Casino Spiel an den Börsen. *Österreichische Zeitschrift für Politikwissenschaft*, 32(1), 77-96. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-60166>

### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.de>

### Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC Licence (Attribution-NonCommercial). For more information see: <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0>

# **Shareholder Kapitalismus und das Casino Spiel an den Aktienbörsen**

*Das Konzept des Shareholder Value ist durch die jüngsten Entwicklungen im Unternehmenssektor, vor allem durch die Bilanz- und Betrugsskandale von TNC's und die damit verbundene Vernichtung von Arbeitsplätzen in die Kritik geraten. In den politischen Debatten über Shareholder Value wird ein Systemunterschied zwischen dem „Stakeholder-Ansatz“ (wie im rheinischen Kapitalismus) und dem mit der Liberalisierung der Finanzmärkte Ende der 70er Jahre in den USA entwickelten Begriff Shareholder Value (angelsächsischer Kapitalismus) skizziert. Ziel des Papiers ist es die Widersprüchlichkeit und Ungenauigkeit des Shareholder Value Konzeptes theoretisch zu untersuchen, um dann zu zeigen, wie Shareholder Value den amerikanischen Kapitalismus seit den 70er Jahren verändert hat und warum diese Variante des Kapitalismus sich auch immer mehr als Unternehmerstrategie in Europa durchsetzt.*

Das Konzept des Shareholder Value ist durch die jüngsten Entwicklungen im Unternehmenssektor, vor allem durch die Bilanz- und Betrugsskandale bei amerikanischen Konzernen, aber auch durch die dramatischen Entwicklungen in den deutschen Chefetagen, in die Kritik geraten. Nicht nur sind spektakuläre Fälle von überhöhten Einkünften von Managern im Zuge des High-Tech Booms im Vergleich zu den hohen Verlusten der Kleinanleger und Belegschaftsaktionäre in die öffentliche Diskussion gekommen. Auch die Unternehmenszusammenbrüche seit dem Ende des Booms des „Neuen Marktes“ werfen Fragen nach den Prinzipien und Regeln des Shareholder Konzeptes auf.

Die Serie der großen Bilanzskandale in US-Unternehmen begann im Dezember 2001 mit der Pleite des Energiehandelsgiganten Enron und gipfelte in den spektakulären Insolvenzantrag des US-Telekommunikationsriesen Worldcom. Worldcom-Aktien fielen am 21.07.02 auf den niedrigsten Stand von sechs Cent, erholten sich dann nach der genehmigten Zwischenfinanzierung durch das Konkursgericht auf 29 Cent am 23.07.2002. 1999 hatten die Aktien noch 64 Dollar gekostet. Worldcom hat für die größte Firmenpleite in der amerikanischen Wirt-

schaftsgeschichte gesorgt. Inzwischen breitet sich die „Enronitis“ aus und die Liste der Aktienabstürze hat in der Zwischenzeit einen Flächenbrand ausgelöst und Bilanz- und Betrugsskandale werden bei dem Telekomkonzern Global Crossing, der Biotechnologiefirma Imclone, dem Kopiergerätekonzern Xerox, dem US-Pharmakonzern Merck & Co, dem Pharmaunternehmen Johnson & Johnson, sowie dem Mischkonzern Tyco vermutet. Auch die Geldhäuser wie Barclays, Deutsche Bank, Citigroup, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Lehmann Brothers, Bank of America, J.P. Morgan and Canadian Imperial Bank of Commerce sind durch ihre vermuteten Bilanzierungstricks in die öffentlichen Schlagzeilen gekommen. Die Katerstimmung an der Wall Street hat den Dow-Jones Index von einem Hoch von über 11.000 Zählern im Frühjahr 2000 auf 8.000 Zähler in der zweiten Hälfte des Jahres 2002 in eine Talfahrt rasseln lassen (Frankfurter Rundschau, 22. und 24. Juli 2002).

Der Nobelpreisträger und ehemaliger Chefökonom der Weltbank, Joseph Stiglitz, vergleicht die US-amerikanischen Börsenskandale mit der auf Asien bezogenen Korruption des „crony capitalism“ und warnt vor einer anhal-

tenden Börsenbaisse mit ungünstigen Investitionsbedingungen, weltweiten Entlassungen von Arbeitnehmern und sinkendem Verbrauchervertrauen, die die Weltwirtschaft in große Turbulenzen stürzen könnte (The Guardian, 4. Juli 2002). Der Ökonom Fredmund Malik sieht in der Börsenblase sogar einen „Zeitgeist“: der Glaube an stetig steigende Gewinne, wachsende Produktivität und praktisch ewiges Wachstum. Es war ein sich selbst verstärkender Prozess, der erst zu enormen Höhenflügen führte und dann zum Absturz. Somit haben Firmen keine echten Gewinne produziert, sondern lediglich Geldwerte an der Börse (Der Spiegel 36, 2002).

Die Szenarien von Massenentlassungen und Stilllegungen von ganzen Produktionsstätten ist aber nicht begrenzt auf die US-amerikanische Wirtschaft und die von Finanzkrisen gebeutelten Länder der sogenannten Dritten Welt. Auch die Beschäftigten der österreichischen Semperit-Werke mussten Ende 2001 erfahren, dass der Vorstand des Weltkonzerns Continental die endgültige Stilllegung der Reifenproduktion in Traiskirchen beschloss. Begründet wurde diese Aktion mit der Konjunkturabschwächung und dem massiven Nachfragerückgang nach LKW- und PKW-Reifen. Trotz erheblicher Produktionsrationalisierung und Produktivitätsfortschritte in den letzten Jahren, die von den Beschäftigten mitgetragen wurden, haben die Interessen der Kapitaleigner (*Shareholder*) an einer immer höheren Gewinnmaximierung gegenüber den lokalen Interessen der „*Stakeholder*“ (Beschäftigte, Zulieferbetriebe, Kunden, teilweise auch Staat und Anwohner der Betriebsstätten) gesiegt<sup>1</sup>.

Diese Anekdoten aus der jüngsten Wirtschaftsgeschichte exemplifizieren nicht nur die wachsende Bedeutung des an den Interessen der Kapitaleigner orientierten Shareholder Values in den europäischen Ländern mit sozial-demokratischen Varianten des Kapitalismus, sondern verdeutlichen auch die Widersprüchlichkeit zwischen einer von vielen Unternehmen verfolgten Strategie der an Shareholder Value orientierten Gewinnmaximierung einerseits und einer theoretischen Unklarheit des Shareholder Value Konzeptes anderseits.

Im Folgenden wird kurz die politische Bedeutung und die Debatte unterschiedlicher Akteure in Bezug auf Shareholder Value skizziert. Im Anschluss daran wird „Shareholder Value als Standortstrategie“ diskutiert. Besonders wichtig ist in diesem Zusammenhang zunächst die Liberalisierung des US-amerikanischen Finanzsystems und der Kapitalstruktur seit den 70er Jahren. Erst anhand dieser Entwicklung lässt sich die zunehmende Verbreitung des an den Aktien orientierten Shareholder Values in den USA verstehen. Anschließend werden das Shareholder Value Konzept und seine ökonomische Grundlage entwickelt, um dann zu zeigen, wie die theoretische Konzeption des Shareholder Values den amerikanischen Kapitalismus seit den 70er Jahren verändert hat und warum diese Variante des Kapitalismus sich auch immer mehr im „rheinischen Kapitalismus“ als Unternehmerstrategie durchsetzt.

### **Die Politischen Debatten über Shareholder Value Kapitalismus**

Ob ein auf Shareholder Value orientierter Kapitalismus gewünscht bzw. erforderlich ist, ist eine europaweit noch zu führende Diskussion. Jedenfalls wird in Österreich seit der Schließung von Semperit die Shareholder Value orientierte Unternehmensführung kontrovers diskutiert. Auf der Homepage des ÖGB vom 6.12.2001 hat die ÖGJ das alleinige Ziel der Gewinnmaximierung des Weltkonzerns Continental und die Vernichtung der Arbeitsplätze von mehr als tausend Beschäftigten sowie von dutzenden Zulieferbetrieben kritisiert. Wie die entbrannte Diskussion über die jeweiligen Vor- und Nachteile des „angelsächsischen“ und „rheinischen“ Kapitalismus und die damit verbundenen Unternehmensstrategien gezeigt haben, wird befürchtet, dass sich mit dem Konzept des Shareholder Values nicht nur eine Veränderung des Unternehmensmanagement ergibt, sondern eine Orientierung auf Shareholder Value radikale Veränderungen in Finanzinnovationen, Unternehmensverfassung, Mitarbeiterbeteiligung, Altersversorgung, Unternehmensfinanzierung und Managementstil mit sich bringen würde.

Dass dieser radikale Umbau, der unter dem Etikett „Sachzwang der Globalisierung“ geführt wird, von politischen Parteien, Gewerkschaften und Wirtschaftsinteressen unterschiedlich bewertet wird, hat der Schlussbericht der Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages „Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten“<sup>2</sup> gezeigt. Die Mehrheitsfraktion (SPD, Bündnis 90/Die Grünen) sieht einen Systemunterschied zwischen dem „Stakeholder-Ansatz“ (wie im „rheinischen Kapitalismus“) und dem mit der Liberalisierung der Finanzmärkte Ende der 70er Jahre in den USA entwickelten Shareholder Value Gedanken („angelsächsische Kapitalismus“). Obwohl in dieser Systemkonkurrenz derzeit noch kein „klarer Sieger“ ausgerufen werden kann, fordert die Mehrheitsfraktion in ihren Empfehlungen an die Bundesregierung (Empfehlung 2–3), dass die Interessen aller gesellschaftlichen Gruppen am Unternehmen angemessen berücksichtigt werden. „Das wirtschaftliche, soziale, politische und ökologische Umfeld von Unternehmen ist für den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens ebenso wichtig wie ein gutes Management. Daher ist dafür Sorge zu tragen, dass gegenüber den Interessen der Aktionäre (Shareholder) auch die Interessen anderer Gruppen am Unternehmen (Stakeholder) berücksichtigt werden, da sie von dessen wirtschaftlicher Lage betroffen sind“ (Enquete-Schlussbericht 2002, 114).

Im Minderheitenvotum schließen sich die CDU/CSU und FDP dieser Empfehlung nicht an. Sie suggerieren, dass in Deutschland Shareholder Value vielfach mit einem gesellschaftlichen Feindbild verbunden wird, wohingegen sie aber eine unternehmenswertorientierte Unternehmensführung als positive Strategie beurteilen. Eine Shareholder Value Orientierung „sichert langfristig den Unternehmensbestand, erhöht den Leistungsdruck auf den Vorstand, verschärft die Kontrolle durch Aufsichtsrat sowie Hauptversammlung und fördert die Mitarbeiterbeteiligung“ (Enquete-Schlussbericht 2002, 512). Viel kritischer wird von diesen Parteien „Stakeholder Value“ interpretiert, der mit einer Unternehmensführung gleichgesetzt wird, die besonders von – oftmals nachlässigen – Auf-

sichtsräten, Arbeitnehmern und Betriebsräten geprägt wird (Enquete-Schlussbericht 2002, 512).

Trotz dieser unterschiedlichen Bewertung zum Shareholder Value gelang es weder der Mehrheit noch der Minderheitsfraktion die mit Shareholder Value assoziierten Veränderungen von anderen Zielen zu unterscheiden. Lapidar resümiert die Minderheit, dass „viele der mit einer unternehmenswertorientierten Unternehmensführung verfolgten Ziele unter anderem Etikett ohnehin verfolgt (werden)“ (Enquete-Schlussbericht 2002, 512).

Gerade diese Widersprüchlichkeit und Ungenauigkeit des Shareholder Value Konzeptes ist das Thema dieses Papiers. Einig waren sich die Mitglieder der Enquete-Kommission, dass der Ausgangspunkt für die steigende Bedeutung des Shareholder Value die Liberalisierung der Finanzmärkte in den 70er Jahren in den USA war. Diese Entwicklung wird nun im Folgenden skizziert.

### **Die Entwicklung des US-amerikanischen Finanzsystems**

Von besonderer Bedeutung für die Analyse des Shareholder Values sind der Übergang vom Bretton-Woods-System hin zum heutigen Finanzsystem, die amerikanische Deregulierungspolitik und die Übernahmewelle in den 80er Jahren. Diese Phasen einer polit-ökonomischen Entwicklung, welche die Basis für die heutige Diskussion um Shareholder Value darstellt, sollen im Folgenden skizziert werden. Im System von Bretton-Woods wurde das Währungssystem der neuen „atlantischen Ordnung“ angepasst, indem der Dollar zur internationalen Leitwährung erklärt wurde. Das Bretton-Woods-System basierte in seinem Kern auf der Goldbindung des US-Dollar, der Bindung aller beteiligten Währungen mit fixen Kursen an den US-Dollar, und somit der Herstellung der Konvertibilität der Währungen.

Die USA hatten daher die Möglichkeit ihre eigene Währung als Reservefonds zu nutzen, mussten aber die Konvertibilität in Gold garantieren<sup>3</sup>. Die Goldbindung des Dollars besagte

jedoch nicht, dass tatsächlich der Wert jedes Dollars in Fort Knox in Gold vorliegen musste. So lange das Vertrauen besteht, prinzipiell ließe sich jeder Dollar in Gold eintauschen, kann die Dollarmenge weitaus größer sein als das Gold, das sie repräsentiert, ohne dass das Geld in seinen Funktionen dadurch beeinträchtigt wird. Dieses Finanzsystem ermöglichte es den USA, ihren nationalen Kreditrahmen zu erweitern. Durch das Bretton-Woods-System gelang es den USA eine in der Geschichte des Kapitalismus einzigartige ökonomische Expansion von Produktion und Handel zu gewährleisten<sup>4</sup>. Die internationale Nutzung des Dollars führte aber auch zu wachsenden Dollarbeständen im Ausland.

Durch die exzessive Benutzung dieses „Kredits“ durch die USA (u.a. zur Finanzierung des Vietnamkrieges) verlor die Goldbindung des Dollars 1971 endgültig ihre reale Basis und musste von US-amerikanischer Seite aufgehoben werden. Eine Folge dieser Entwicklung war eine sehr starke Inflation des Dollars, wodurch die USA 1971 zum ersten Mal seit 1891 ein Handelsdefizit hinnehmen mussten. Auf dieser Basis wurde das heutige System der flexiblen Wechselkurse eingeführt.

Als Mitte der 70er Jahre nicht nur die Handelsbilanz, sondern auch die Leistungsbilanz der USA strukturell negativ wurde, reagierte die US-Regierung mit einer Hochzinspolitik, die den Dollarkurs durch Kapitalimport hochtrieb<sup>5</sup>. Diese Hochzinspolitik wurde unter Reagan noch verstärkt, da die Rüstungsvorhaben der USA immense Staatsausgaben bedeuteten, die nicht zu einer Abschwächung des Dollar führen sollten und somit durch ausländisches Kapital ausgeglichen werden mussten. In Form von sogenannten Zero-Bonds wurde Anlegern über eine Laufzeit von 30 Jahren eine Rendite von 12% zugesichert. Diese Politik ließ sich, selbst für die USA, nur in Kombination mit drastischen Einschränkungen in anderen Bereichen der Staatsausgaben aufrechterhalten. Während die Ausgaben für Rüstung und Attraktion des Kapitals in die Höhe schnellten, bestand die andere Seite der „Reagonomics“ in umfangreichen Kürzungen der Sozialleistungen<sup>6</sup>. Insofern ist es nicht verwunderlich, wenn heute unter dem

Stichwort Shareholder Value an diese Wirtschaftspolitik erinnert wird. Der Grund der „Reagonomics“ besteht allerdings in der Ausrüstung der Kriegsmaschinerie und die Kürzungen im Sozialbereich sind dafür ein Mittel.

### **Deregulierung des US-Finanzsystems**

Die Hochzinspolitik wurde komplementiert durch eine Liberalisierung der Finanzmärkte, die den Ausgangspunkt für die steigende Bedeutung des Shareholder Values in den USA bildete.

In den späten Siebzigern kam es zur Aufhebung der „fixed commission on stock exchange transaction“ (Lazonick/O’Sullivan 2000, 16) durch die *Security and Exchange Commission* (SEC). Dadurch gewann der Sektor der Finanztransaktionen an Bedeutung, besonders als mit der Einführung des Computerhandels größere Volumina und schnellerer Transfer ermöglicht wurden. Die Hochzinspolitik, mit der die Regierung ausländisches Kapital ins Land holte, stellte für Renten- und Versicherungsfonds ein Problem dar, da sie ihren Anlegern Renditen zusichern mussten, die über den extrem hohen Leitzinsen lagen. Den Versicherungsanstalten und Rentenfonds wurde daher erlaubt, in risikoreiche, hochverzinsliche Anlageformen zu investieren („junk-bonds“<sup>7</sup>). Dadurch gelang es diesen Institutionen, ihr Kapital auszuweiten. Das maßgebliche Gesetz hierzu (ERISA, *Employee Retirement Income Security Act*) trat bereits 1978 in Kraft. Im Zuge der „Reagonomics“ wurde diese Entwicklung auf die Spitze getrieben. Heute wird allein das Eigenkapital der amerikanischen Rentenfonds auf über 7000 Milliarden Dollar geschätzt (Patterson 2000, 41).

### **Raiders / Übernahmen**

Die Betrachtung der Ursachen der Übernahmewelle in den USA in den 80ern wird häufig auf ökonomische Faktoren beschränkt. Dabei wird außer Acht gelassen, dass wirtschaftliche Entwicklungen oft durch politische Entscheidungen initiiert werden. „Die harten ökonomischen Gründe für Fusionen waren und sind fast immer Veränderungen der Produktionstech-

niken und -methoden, der Absatzmärkte, der Kapitalmärkte und der staatlichen Regulierung der Wirtschaftstätigkeit“ (Schmidt 2000, 1, unsere Hervorhebung).

Besonders die Beteiligung von Fonds in *junk-bonds*-Geschäften ermöglichte eine Reihe von Unternehmensübernahmen in den 80ern. Pensions- und Versicherungsfonds verkauften ihre Anteile an einem Unternehmen an ein *Raider*-Unternehmen und kauften nach der Übernahme mit Hilfe von neu ausgegebenen *junk-bonds* Anteile an dem neuen Unternehmen. Durch solche Übernahmestrategien nahm die Rolle von institutionellen Anlegern in den USA erheblich zu. Heute sind über 65% der Shareholder in den USA Institutionen (Lazonick/O’Sullivan 2000, 18). Diese Veränderung der Kapitalstruktur machte in den USA ein Problem spürbar, das prinzipiell bereits in der Form der Aktie angelegt ist.

### **Das Shareholder Value Konzept**

Der theoretische Ausgangspunkt für die Beschäftigung mit Shareholder Value ist die Aktie selbst. Sie enthält bereits die „Trennung von Eigentum und privater Verfügungsgewalt“, wodurch überhaupt der Shareholder als eigenes Subjekt entsteht. Die Folge ist, dass Management und Shareholder potentiell in Gegensätze geraten können. Das Verhältnis von Shareholder und Management gilt es daher zu bestimmen. Das Shareholder Value Konzept setzt als Form des „Managementcontrolling“ an genau diesem potentiellen Konflikt an, wobei zu klären ist, wie Shareholder Value auf das Managementverhalten wirken kann. Es ist zu fragen, welches Verhalten für ein Unternehmen folgt, wenn es seine Strategien am Shareholder Value Ansatz ausrichtet.

### **Trennung von Eigentum und „privater Verfügungsgewalt“ in der Aktie**

Der Sache nach sind Aktien (*Shares*) ein Teil eines Kapitals, das einen Anspruch auf Verwertung erhebt. Obwohl bei jeder Erstemission der Unternehmenswert ermittelt und durch die auszugebenden Aktien dividiert wird, existiert die

irrig Vorstellung, das in Aktien angelegte Kapital würde doppelt existieren: einmal in der Hand der Unternehmensleitung und zum anderen als Eigentum der Anteilseigner. Shareholder z. B., die sich bei einem Kurseinbruch um ihr Eigentum betrogen sehen, unterliegen diesem Irrtum, da ihr Eigentum in nichts anderem besteht als in dem Eigentumstitel, der ihnen einen Anteil an den erzielten (bzw. zu erzielenden) Profiten des Unternehmens verspricht. Oder anders: Wer eine Aktie sein eigen nennt, die zu einem Preis von 50 • gehandelt wird, besitzt nicht 50 •, sondern einen Eigentumstitel an einem Kapital, das sich verwerten soll. Denn „dies Kapital existiert nicht doppelt, einmal als Kapitalwert der Eigentumstitel, der Aktien, und das andre Mal als das in jenen Unternehmungen wirklich angelegte oder anzulegende Kapital. Es existiert nur in jener letzteren Form, und die Aktie ist nichts als ein Eigentumstitel, pro rata, auf den durch jenes zu realisierenden Mehrwert“ (MEW 25, 485).

Die selbständige Bewegung des Werts der Aktien bestätigt den Schein, dass sie wirkliches Kapital wären, neben dem Kapital oder dem Anspruch, worauf sie Titel sind. Ohne dass sich der Wert des eigentlichen Kapitals ändert, verändert sich der Marktwert der Aktien in doppelter Weise: zum einen durch eine veränderte Einschätzung der Höhe und Sicherheit der zu erwartenden Gewinne, zum anderen durch den Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten.

Eine Aktie, die zu 50 • gekauft wurde, wird im Wert steigen, wenn erwartet wird, dass das Unternehmen höhere Umsätze erzielt. Die Grundlage dieser Wertveränderung ist die Kapitalisierung auf Basis der Rendite. Ist die Aktie zu 50 • gekauft worden bei einem Durchschnittszins von 5% und es stellt sich heraus, dass das Unternehmen 10% an Gewinn ausschüttet, steigt der Wert der Aktie auf 100 •. Die zugrundeliegende Überlegung der Kapitalisierung schließt vom erzielten Gewinn über den Durchschnittszins *rückwärts* auf die eingesetzte Kapitalmasse. Auf Grundlage dieser Kapitalisierungsrechnung verändert sich der Wert einer Aktie entsprechend, wenn andere Anlagemöglichkeiten unattraktiver werden (z. B. Sinken des Durchschnittszinses) und die

Bewertung des Unternehmens gleich bleibt. Der Ausgangspunkt dieser Wertveränderungen ist die Beteiligung der Anteilseigner an den Erträgen des Unternehmens. Da es sich bei der Bewertung aber um *Spekulationen* auf zukünftige Erträge handelt, und nicht bloß die erzielten Erträge bewertet werden, kann ein Unternehmen an der Börse extrem hoch gehandelt werden, obwohl bis auf weiteres keine Ausschüttung von Dividenden in Sicht ist. Der „gute Ruf“ eines solchen Unternehmens erklärt sich damit, dass darauf spekuliert wird, dass in Zukunft die Erträge mit den Erwartungen übereinstimmen werden.

Der Wert einer Aktie existiert also immer nur als Ergebnis der Spekulation, auch wenn die Wertveränderung der Aktien zwar logisch gesehen, wie beschrieben, ihren Ausgangspunkt im realen Vergleich zu anderen Anlagemöglichkeiten hat. Einmal in eine Bewertung zukünftig erwarteter Entwicklungen verwandelt, kann der Wert der Aktie sich durch die Spekulation selbst verändern: Wird eine positive Entwicklung für eine Aktie prognostiziert, steigt ihr Wert. Der steigende Wert ist wiederum Anlass für die Erwartung einer positiven Entwicklung. Insofern lässt sich tatsächlich von einer „*self-fulfilling prophecy*“ sprechen. „Thus certain classes of investment are governed by the average expectation of those who deal on the Stock Exchange as revealed in the price of shares, rather than by the genuine expectations of the professional entrepreneur“ (Keynes 1997, 151). Ihren Rückbezug zu den realen wirtschaftlichen Entwicklungen bekommt die Aktie dadurch, dass die aktuelle Einschätzung immer der Ausgangspunkt für die Erwartungen von morgen sind. Setzt sich beispielsweise die Erkenntnis durch, dass der Markt für Telekommunikation viel kleiner ist als bisher erwartet, werden die Einschätzungen, die in ihm den „Wachstumsmarkt der Zukunft“ gesehen haben, revidiert, was zu entsprechenden Kursverlusten führen kann. In solchen Fällen springt der spekulative Gehalt des Aktienwertes jedem ins Auge. Die Beschwerden richten sich jedoch meist gegen die „überzogenen“ Spekulationen oder die „übertriebenen“ Erwartungen und leben daher vom Ideal einer gekonnten Spekulation, die immer richtig liegt.

Diese Eigenarten der Aktie sind zurückzuführen auf die in ihr vorliegende Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt. „Verwandlung des wirklichen fungierenden Kapitalisten in einen bloßen Dirigenten, Verwalter fremdes Kapitals, und der Kapitaleigentümer in bloße Eigentümer, bloße Geldkapitalisten“ (MEW 25, 452). Bei einem Unternehmen in Privatbesitz entscheidet der Eigentümer über die Verwendung seines Kapitals. Ist das Unternehmen aber eine Aktiengesellschaft, so sind die Eigentümer (die Shareholder) von ihrem Eigentum dergestalt getrennt, dass nicht sie, sondern die Unternehmensführung die Unternehmenspolitik bestimmt. Dass ein „Unternehmen seinen Anteilseignern [gehört] und ihr Recht auf Eigentum ihnen die Verfügungsgewalt über das Unternehmen [garantiert]“ (IG Metall 2000, 29), stimmt eben nur sehr vermittelt: Während der Privateigentümer eines Unternehmens selbst über die Verwendung seines Kapitals entscheiden kann, hat der Anteilseigner zunächst keinen Einfluss<sup>8</sup> auf die Entscheidungen der Unternehmensführung.

### **Das Verhältnis von Shareholder und Management**

Aus der beschriebenen Trennung von Eigentum und der Verfügungsgewalt über dasselbe folgt, dass Shareholder und Management potentiell in einem Gegensatz zueinander stehen. Der Shareholder hat nur die Vermehrung seines Kapitals im Auge, während das Management mit der Vermehrung des gesamten Unternehmenskapitals beschäftigt ist. Beim traditionellen Aktienmarkt sind diese Interessen zunächst antagonistisch (vgl. Hirsch-Kreinsen 1999, 322). Der Aktionär hat ein Interesse an der Vermehrung seines Kapitals, erhofft sich also eine möglichst hohe Rendite in Form einer Wertsteigerung und/oder einer hohen Dividende. Das Management hat die Vermehrung des Unternehmenskapitals insgesamt im Sinn und wertet daher jede Ausschüttung von Dividenden als Abzug vom Kapital<sup>9</sup>. Andererseits vertragen sich die Interessen dahingehend, dass sie sich gegenseitig zum Mittel haben. Damit auch

in Zukunft Gewinne zu verteilen sind, muss der Erfolg des Unternehmens gewährleistet sein. Daher kann es im Interesse der Aktionäre liegen, eine niedrige Dividende hinzunehmen. Für den Erfolg des Unternehmens ist sein Zugriff auf Kapital entscheidend. Ein Unternehmen, das eine hohe Dividende ausschüttet, kann für Anleger attraktiver sein. In einer hohen Dividende kann das Management also durchaus ein geeignetes Mittel sehen, Kapital anzuziehen. Dieser recht versöhnliche Gegensatz ist die Basis für die Debatte, ob ein Unternehmen eher auf kurzfristigen Shareholder Value oder langfristige Wertsteigerung setzen soll. Es zeigt sich bereits an dieser Stelle, dass die Differenz zwischen langfristiger und kurzfristiger Wertsteigerung eine konstruierte ist, die keineswegs den wirklichen Inhalt des Shareholder Value Konzepts trifft.

Wenn die Shareholder nicht auf Dividenden, sondern auf Wertsteigerung insgesamt setzen, sind ihre Interessen zunächst deckungsgleich mit denen des Managements<sup>10</sup>. Die Vermehrung des Unternehmenswertes ist schließlich nichts anderes als die Vermehrung des eingesetzten Kapitals. Aber auch hier entsteht ein „Konflikt“. Die Unternehmensleitung muss bei der Verfolgung langfristiger Strategien eventuell auch kurzfristige Entwertungen hinnehmen. Wenn die Shareholder ihre Investition in das Unternehmen aber als kurzfristige Investition geplant haben, wird diese Strategie auf wenig Zustimmung stoßen<sup>11</sup>. Besonders wenn die Shareholder nicht dem Irrtum der Verdopplung des Kapitals unterliegen, sind Konflikte zwischen Eigentümern und „Dirigenten“ unvermeidlich, da die Shareholder versuchen werden, ihre Shares gewinnbringend zu verkaufen, und damit das Unternehmen tendenziell entwerten. Die Bestimmung dieses Verhältnisses von Anteilseigner und Unternehmensleitung ist nicht zu verwechseln mit der häufig geführten Debatte, ob Shareholder Value nur auf kurzfristige Wertsteigerung setzt oder nicht.

Bisher war unterstellt, dass sowohl Shareholder als auch Management die Vermehrung des Kapitals zum Ziel haben. Ein weiterer Konflikt ergibt sich aber aus der Befürchtung, dass das Management das Unternehmen zur persön-

lichen Bereicherung nutzen könnte. Obwohl dieser Konflikt momentan gerade durch die Shareholder Value Orientierung europäischer Unternehmen in die Schlagzeilen gerät, ist diese Überlegung der eigentliche Ausgangspunkt für die theoretische Orientierung an Shareholder Value.

### **Shareholder Value als Management Controlling**

Das Konzept des Shareholder Values setzt an den beschriebenen Konflikten an. Als Methode der „*Corporate Governance*“<sup>12</sup> soll es den Anteilseignern ermöglichen, das Handeln des Managements stärker zu kontrollieren. Zwar wird davon ausgegangen, dass das Management die Interessen der Shareholder vertreten soll, „[b]ut managers, with effective control over the company, can make decisions and take actions that serve their own interests instead. The best way to ensure they act in the interests of the shareholders is to tie their compensation to the company's performance“ (Aggarwal/Samwick 2000).

Da die Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt der Aktie als solcher eigen ist, ist es nicht verwunderlich, dass sich bereits vor dem Shareholder Value Ansatz Theorien mit diesem Problem befasst haben. Ein solcher Ansatz ist die bereits in den 30ern entwickelte *Agency-Theorie*<sup>13</sup>. Die *Agency-Theorie* beschäftigt sich nicht speziell mit dem Verhältnis von Management und Shareholdern, sondern formuliert das Problem allgemeiner. „Whenever one individual depends on the action of another, an *agency relationship* arises. The individual taking the action is called the *agent*. The effected party is the *principal*“ (Pratt/Zeckenhauser 1985, 2). Das Problem besteht darin, dass der Prinzipal den Agenten für eine Handlung entlohnt, die sich entweder der Beobachtung des Prinzipals entzieht (versteckte Aktion) oder handlungsrelevante Sachverhalte einschließt, die nur dem Agenten, nicht aber dem Prinzipal bekannt sind (versteckte Information) (Arrow 1985, 39–42). Die Aufgabe, die sich die *Agency-Theorie* stellt, ist es nun, eine *Entlohnungsfunktion* zu finden,



die für den Prinzipal einerseits möglichst geringe Kosten bedeutet, die ihm andererseits aber versichert, dass der Agent tatsächlich so handelt, wie es für den Prinzipal am besten ist.

Der Shareholder Value Ansatz überträgt diesen Ansatz auf das Verhältnis zwischen Management und Shareholdern. „In einer Welt, in der die Eigentümer (z. B. Aktionäre) nur beschränkt Kontrolle über ihre Agenten (z. B. Manager) ausüben, ist es möglich, dass diese Agenten nicht immer im besten Interesse der Eigentümer handeln“ (Rappaport 1999, 3). Die Frage ist, wie das Management zu entlohnen ist, damit es am ehesten im Interesse der Shareholder handelt. Der Grundgedanke besteht darin, dass die Unternehmensführung an der Wertsteigerung des Unternehmens selbst partizipiert. Wenn das Management mit Aktien bezahlt wird, so liegt es im Privatinteresse der Manager, den Aktienwert zu steigern. Auf diesem Gedanken beruhen auch die wirtschaftswissenschaftlichen Ansätze zur Berechnung des Shareholder Value wie SVA (*Shareholder Value Added*) und EVA® (*Economic Value Added*). „Die Erfolgsmessung mit Hilfe des EVA und die darauf bezogene erfolgsabhängige Belohnung der Führungskräfte [...] schaffen zusammen die dafür geeigneten Anreize“ (Schmidt 1999, 10).

Die erfolgsabhängige Entlohnung des Managements soll die Konflikte zwischen Management und Shareholdern entkräften. Wenn durch solche Entlohnungsfunktionen, z. B. durch Optionen, das Management von einer Wertsteigerung direkt profitiert, kann natürlich auch der Fall eintreten, dass ein neuer Konflikt entsteht, weil von Seiten der Unternehmensführung eine Wertsteigerung betrieben wird, die langfristig nicht zu Gunsten des Unternehmens verläuft.<sup>14</sup>

Über diese prinzipielle „Vermarktlichung der Steuerungsprozesse“ (Hirsch-Kreinsen 1999, 322) hinaus gibt es einen weiteren Effekt des Shareholder Value Konzepts, der es den Anteilseignern ermöglicht, Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen. In verschiedenen Fällen hat sich gezeigt, dass die Bewertung eines Unternehmens schlechter ausfällt, wenn es nicht auf die Anregungen seiner Anteilseigner reagiert. „Managements that fail to heed their

holders' wishes increasingly find themselves subject to glaring scrutiny“ (Ip 2000). Wenn Shareholder unabhängige Bewertungslisten erstellen („*Shareholder Rankings*“), alternative Unternehmensstrategien propagieren oder öffentlich die Forderung nach einem Managementwechsel vertreten, spricht man von „*Shareholder Activism*“.

Es ist klar, dass der Einfluss der Shareholder abhängig ist von der Größe des Anteils der Aktien in ihrem Besitz. Gerade institutionelle Anleger wie Renten- und Versicherungsfonds haben besonders günstige Voraussetzungen, um per *Shareholder Activism* Einfluss auf ein Unternehmen auszuüben. Erstens halten sie aufgrund ihrer absoluten Kapitalgröße oft relativ bedeutende Anteile an einzelnen Unternehmen, zweitens ist ihr Portfolio weit genug gestreut, um tatsächlich so flexibel agieren zu können, dass sich relativ spontan viel Kapital aus einzelnen Investitionen herausziehen lässt.

Durch *Shareholder Activism* bekommen darüber hinaus nicht nur die Shareholder selbst Einfluss auf das Unternehmen, sondern u. U. auch die Akteure, die unabhängige Bewertungen der Unternehmen betreiben, also in erster Linie „*auditing firms*“. Sind diese Akteure auch selbst in die Gestaltung der Unternehmenspolitik integriert, so existiert der Interessenkonflikt, der durch Shareholder Value gelöst werden soll, fort. „Auditing firms that make more money from consulting than from providing auditing services have a conflict of interest: they have (at least in the short run) an incentive to go easy on their clients or even, as consultants, to help their clients think of ways to improve the appearance of profits“ (Stiglitz 2002, 15). Im Fall Enron scheint die Einheit zwischen Unternehmensberatung und Prüfung der Rechnungslegung durch die Unternehmensberatung Arthur Andersen und der dadurch entstandenen Interessenkonflikt die Manipulierung der Gewinne möglich gemacht zu haben.

In einem auf Shareholder Value ausgerichteten Unternehmen wird das Management somit beeinflusst, zum einen durch den materiellen Anreiz, selbst von einer Unternehmenswertsteigerung zu profitieren, und zum anderen durch „*Shareholder Activism*“ als dem Versuch

einer gezielten Einflussnahme durch wichtige Anteilseigner.

Getrennt von Shareholder Value als Managementcontrolling ist der Shareholder Value Ansatz als Berechnungsmethode des Unternehmenswertes zu untersuchen.

### **Der wirtschaftswissenschaftliche Shareholder Value Ansatz**

Im Modell von Alfred Rappaport bezeichnet der Shareholder Value den Wert des Eigenkapitals eines Unternehmens. Der Unternehmenswert insgesamt ergibt sich aus dem Shareholder Value plus Fremdkapital, wobei unter Fremdkapital die Netto-Finanzschulden des Unternehmens verstanden werden. Dieser Unternehmenswert ist nicht identisch mit dem Marktwert oder Börsenwert des Unternehmens, was mit „unvollkommenen Märkten“ und „unvollständigen Informationen“ begründet wird. Der theoretische Ausgangspunkt dabei ist die Feststellung, dass bei der gängigen Bewertung eines Unternehmens der Gewinn pro Aktie (EPS, *Earning per Share*) als Grundlage dient, wobei bestimmte Faktoren, wie die Zunahme der Debitorbestände, unberücksichtigt bleiben. Für die Shareholder kann dies bedeuten, dass sich ihr Eigentum auch bei positiver EPS-Bilanz verringert, obwohl das Unternehmen Gewinne einfährt, weil z. B. neue Kredite nicht in die Berechnung eingeflossen sind. Die Folge davon ist, dass traditionell berechnete Kennzahlen, wie die Rentabilität des investierten Kapitals (ROI) und die Rentabilität des Eigenkapitals (ROE) nicht so aussagekräftig sind, wie gemeinhin angenommen wird.<sup>15</sup>

Der SVA ist jedoch keine Berechnungsmethode der Kapitalanteile oder des Wertes eines Unternehmens. Dies wäre ein müßiges Unterfangen, da jedes Unternehmen genau weiß, welches Fremdkapital es mit einem Zins zu bedienen hat, und der Wert des Unternehmens nicht abhängt von einer *Rechnung*, sondern sich an der Börse entscheidet. Der SVA versucht, den unsicheren Ergebnissen der Spekulation an den Aktienmärkten die Verlässlichkeit eines mathematischen Modells entgegenzustellen. Im Folgenden soll an den Berechnungen, die der SVA

vollzieht, aufgezeigt werden, dass sie über das Stadium eine Spekulation nicht hinauskommen.

Als Grundlage für den Shareholder Value wird die *angenommene* Entwicklung spezieller „*Value Driver*“ (Werttreiber) betrachtet, die so brisante Unbekannte wie das *Umsatzwachstum* oder die *Betriebliche Gewinnmarge* enthalten. Von diesen Schätzungen ausgehend wird der Cash-flow (Zahlungsfluss) „berechnet“, aus dem dann auf die Kapitalkosten geschlossen wird. Alle Variablen bis auf den Cash-Gewinnsteuersatz basieren auf Schätzungen des Umsatzes.<sup>16</sup>

Als Nächstes erfolgt die „Abzinsung“ des prognostizierten Cash-flows anhand der *Kapitalkosten*. In Bezug auf das Fremdkapital wird anhand der langfristig *zu erwartenden* Zinssätze unter Berücksichtigung der *Inflationserwartung* ein Diskontierungsfaktor geschätzt, d. h. die zu erwartende Bedienung der Kredite des Unternehmens werden als Kapitalkosten abgezogen.

Beim Eigenkapital ist diese Schätzung deshalb noch mal schwieriger, weil es keine vereinbarte Rendite für die Anteilseigner gibt. Rappaport geht von der Überlegung aus, dass „rein ökonomisch betrachtet [...] die zu erwartende Eigenkapitalrendite des Unternehmens die beste Rendite im Vergleich zu alternativen, risikoäquivalenten Anlagen sein [muss], will das Unternehmen Investoren als Eigenkapitalgeber gewinnen“ (Löhnert 1996, 19). Um diese Rendite zu „berechnen“, bedarf es der Schätzung einer Risikoprämie, die die Anleger dazu verleitet, das Risiko einzugehen, Anteilsscheine des Unternehmens und keine Staatsanleihen zu kaufen. Selbst die gegenwärtigen Eigenkapitalkosten sind demnach Resultat einer Spekulation. Denn die „Risikoprämie“ Beta, die zusätzliche Vergütung, die den Investoren theoretisch zugestanden wird, bezieht sich nicht auf die gegenwärtige Lage des Unternehmens, sondern ebenfalls auf seine zukünftige Performance. „Die Prämie sollte auf künftigen Renditen basieren und nicht auf historischen Durchschnittsrenditen“ (Rappaport 1999, 47).

Der SVA begnügt sich bei seiner „Berechnung“ des Shareholder Values nicht mit der beschriebenen Schätzung eines Gegenwartswertes.

Der Shareholder Value ist definiert als der Unternehmenswert ohne Fremdkapital. Für den Unternehmenswert ist neben dem Gegenwartswert der Residualwert entscheidend.

Der Residualwert beschreibt „den Wert, der im Zeitraum nach der Prognoseperiode anfällt“ (Rappaport 1999, 48). Nachdem bereits der Gegenwartswert eine Schätzung auf zukünftige Entwicklungen war, ist es nicht verwunderlich, dass auch die „Berechnung“ des Residualwerts die Bezeichnung „Berechnung“ nicht durch ein exaktes Ergebnis, sondern einzig dadurch verdient, dass sie sich in einer Formel darstellen lässt.

$$\text{Residualwert} = \frac{\text{Betrieblicher Cash-flow}_{t+1}}{\text{Kapitalkostensatz}}$$

Der Residualwert ist demnach nichts weiter als die Übertragung der zuvor angenommenen Unternehmensentwicklung auf eine Zeitperiode. Der spekulative Kern der gesamten Berechnung wird durch die Einführung des Residualwerts also nicht aufgehoben, sondern potenziert, zumal der Residualwert „oft den größten Teil am Unternehmenswert aus[macht]“ (Rappaport 1999, 48).

Der ganze Gehalt dieser „Rechnungen“ ist demnach, dass der Unternehmenswert und damit der Shareholder Value (Shareholder Value = Unternehmenswert – Fremdkapital) umso höher eingeschätzt wird, je größer der Umsatz ist und je kleiner die „Kapitalkosten“ ausfallen, die aus diesem Umsatz bedient werden. Mit anderen Worten: Der SVA kommt zu dem Ergebnis, dass der Wert eines Unternehmens abhängt von den *geschätzten* zukünftigen Gewinnerwartungen im Verhältnis zum eingesetztem Kapital und dessen Zinsansprüchen, also davon, wie gut sich das eingesetzte Kapital verwerten wird. Für diese Einsicht braucht es kein wissenschaftliches Modell, da sie an der Börse jeden Tag *vollzogen* wird.

Die sogenannte Berechnung des Shareholder Values basiert somit auf Spekulationen über den zukünftigen Geschäftserfolg. Es handelt sich folglich um eine „Berechnung ohne Grundlage“ (Hirsch-Kreinsen 1999, 323).

Die Leistung des SVA besteht darin, dass er den spekulativen Charakter des Börsenwertes eines Unternehmens hinter wirtschaftswissenschaftlichen Berechnungen verdeckt, die selbst allesamt auf Spekulationen basieren. Darüber hinaus verplausibilisiert er das Verhältnis, dass das Zahlen einer Rendite an Anteilseigner zugleich eine Beschneidung *ihres* Eigentums ist, indem die *Eigenkapitalkosten* als Abzug vom Shareholder Value (also dem, was die *Shares* eigentlich repräsentieren) betrachtet werden.

### Welche Unternehmenspolitik entspricht dem Shareholder Value?

Dass der SVA sein Versprechen nicht einlöst, den Wert eines Unternehmens objektiv zu berechnen, ändert nichts daran, dass eine Unternehmenspolitik, die auf diesem Ansatz basiert, bestimmte Merkmale aufweist, die in ihrer Verbindung mit dem amerikanischen liberalisierten Finanzsystem steht. Der Shareholder Value Ansatz soll die Managemententscheidungen unmittelbar an die Bedingungen des Kapitalmarktes und damit an die Interessen der Anleger binden. „Die Verbesserung der Fähigkeit, Cash zu schaffen muß daher ein ständiges Anliegen sein“ (Rappaport 1995, 13). Um die Gesamrendite des Unternehmens zu steigern, wird seine Geschäftstätigkeit in einzelne Bereiche zerteilt, die jeder für sich den Anforderungen einer überdurchschnittlichen Rendite genügen sollen. Daraus folgt eine „Konzentration auf das Kerngeschäft“ (Hirsch-Kreinsen 1999, 325). Bei der Übernahme von Mannesmann war Vodafone AirTouch daran interessiert, die Mobilfunk-tätigkeiten von Mannesmann auszubauen, während man sich von den restlichen Unternehmensbereichen gerne getrennt hätte. Zu dieser Strategie passen auch das „Outsourcing“ und die Verlagerung von Unternehmensbereichen, sowie die Fremdvergabe von Aufträgen. „Im Kern läuft die zentrale Empfehlung des Wertmanagement darauf hinaus, ein Unternehmen organisatorisch in Teile zu zerlegen, für die jeweils die Maximierung einer auf den betreffenden Unternehmensteil bezogene Maßgröße für den Shareholder Value Beitrag als Ziel vorgegeben wird [...]“ (Schmidt 1999, 7).

## Shareholder Value als Reaktion auf die Umstrukturierungen in den USA

Wenn der ökonomische Kern des Shareholder Value Konzepts bereits in jeder Form der Aktiengesellschaft zu finden ist, stellt sich die Frage nach dem Zusammenhang der beschriebenen Entwicklung der amerikanischen Finanzsphäre und diesem Managementkonzept. Es geht also darum, die empirischen Erkenntnisse über die Entwicklung des US-amerikanischen Finanzsystems zu verbinden mit den theoretischen Aussagen über Shareholder Value. Auf Basis dieser Verbindung kann gezeigt werden, wie Shareholder Value und die große Bedeutung der Börse in den USA zusammenhängen, wie gesetzliche Rahmenbedingungen Shareholder Value begünstigen und wie der Zusammenhang von Shareholder Value und „New Economy“ zu verstehen ist.

### Das US-Finanzsystem und Shareholder Value

Obwohl vom Prinzip in jeder Aktie enthalten, wird der Gegensatz zwischen Eigentümer und Unternehmensführung unterschiedlich spürbar. Entscheidend ist dabei die Verteilung der Aktien. Solange die Hauptanteilseigner über ihren Aktienbesitz sicherstellen können, dass die Unternehmenspolitik ihren Interessen entspricht, ist das Shareholder Value Konzept wenig attraktiv. Erst durch die Übernahmewelle in den 80ern verloren die traditionellen Eigentümer einer Vielzahl der amerikanischen Unternehmen ihren in großen Aktienanteilen bestehenden Einfluss. Durch die Beteiligung institutioneller Anleger an den Übernahmen wurde der Aktienbesitz viel stärker gestreut.<sup>17</sup> Ein Eigentümer, der z. B. weniger als 20% der Aktien eines Unternehmens sein eigen nennen kann, wird es schwer haben, eventuelle Sonderinteressen bei der Führung des Unternehmens durchzusetzen. Für das Management bedeutet eine solche Aktienverteilung umgekehrt, dass es weniger auf den Einfluss einzelner Aktionäre Rücksicht nehmen muss. So bekommen die Eigentümer zu spüren, was bereits zuvor ihre ökonomische Situation war: Sie sind im Besitz eines Eigen-

tumstitels, der sie von der Verfügung über seinen Inhalt trennt.

Als Unternehmensstrategie passt der Shareholder Value Ansatz gut zu der beschriebenen Situation in den USA. Die Anteilseigner versichern sich einer Unternehmenspolitik, die sich voll und ganz der Vermehrung ihres Kapitals widmet. In den verschiedenen Berechnungsmethoden für Shareholder Value der unterschiedlichen *Consulting-Groups* (z. B. SVA, *Shareholder Value Added* und EVA®, *Economic Value Added*)<sup>18</sup> haben die institutionellen Anleger einen Maßstab, auf dessen Grundlage sie die Leistungen der Unternehmensführungen bewerten. Da die Bewertung eines Unternehmens nicht nur über seinen Marktwert an der Börse entscheidet, sondern auch die Vergabe von Krediten bestimmt, kann es sich kaum ein Management leisten, eine Unternehmenspolitik zu betreiben, die nicht in allen Unternehmensbereichen auf Wertsteigerung setzt. Dies erklärt auch die enge Verbindung zwischen Shareholder Value und der „*New Economy*“. In einem Wirtschaftsbereich, dessen ökonomische Potenz nicht in einer gegenwärtigen Produktion, sondern in seiner zukünftigen Bedeutung gesehen wird, ist die Beschaffung von Krediten das wichtigste Mittel in der Konkurrenz.

### Kredit auf Basis von Shareholder Value

Für die Kreditierung ist der Shareholder Value in zweifacher Weise von Bedeutung. Zum einen ist „*going public*“, also der Gang an die Börse, eine Methode für ein Unternehmen, sich Kredit zu verschaffen. Wenn ein Unternehmen an die Börse geht, richtet sich der Preis der Aktien nicht nach dem aktuellen Wert des Unternehmens, also nach dem vorhandenen Kapital, sondern nach dem Shareholder Value, d. h. nach dem geschätzten zukünftigen Wert des Unternehmens. Das Unternehmen, das neu an die Börse geht, lässt sich also von seinen Anteilseignern auf Basis des erwarteten Erfolgs kreditieren.

Der Shareholder Value ist aber natürlich nicht nur beim Börsengang entscheidend. Das Kreditvolumen, über das ein Unternehmen verfügen

kann, ist ein wichtiges Mittel, um sich in der Konkurrenz durchzusetzen. Ein Unternehmen, dem an der Börse ein hoher Shareholder Value attestiert wird, bekommt leichter Kredit, da die Anleger in ihm eine gute Verwertungsmöglichkeit für ihr Kapital sehen.

Umgekehrt wirkt sich die günstige Kreditierung, die sich ein Unternehmen mit hohem Shareholder Value verschaffen kann, positiv auf seinen Shareholder Value aus. Die Berechnungsmethoden tragen diesem Effekt zweifach Geltung. Zum einen ist die Kreditmenge, über die ein Unternehmen verfügt, Teil seines *Cashflows*, zum anderen sinken die *Eigenkapitalkosten* bei unterdurchschnittlichen Zinsen (s. o.).

### **Gesetzlicher Rahmen und Shareholder Value**

Die große Bedeutung der Börse und die institutionelle Verankerung der Shareholder im Finanzsystem werden ergänzt durch ein gesetzliches Regelwerk, das Shareholder Value Orientierung recht prinzipiell unterstützt.

Basierend auf den „*Security Exchange Act*“ von 1934 gibt es die Möglichkeit für US-Shareholder, die Unternehmensführung zu verklagen, falls der Shareholder Value dramatisch sinkt. Von dieser Klagemöglichkeit wird zur Zeit gegen Daimler-Chrysler Gebrauch gemacht. Als einige Unternehmen der „*New Economy*“ Mitte der 90er starke Kurseinbrüche erlitten, ging die rechtliche Begünstigung des Shareholder-Interesses anscheinend so weit, dass „many investors are starting to consider litigation as a form of insurance against share prices ever falling“ (The Economist, 19.3.1994).

### **Shareholder Value und „New Economy“**

Besonders in Bezug auf die „*New Economy*“ wurde und wird das Shareholder Value Konzept weiterhin angewandt. Die „*New Economy*“ hat ihren Ursprung zweifelsohne in den USA. Getrennt von Trends und Modeerscheinungen lassen sich einige ökonomische Gründe finden, warum Shareholder Value und „*New Economy*“ gut zusammen passen.

In der „*New Economy*“ ist Schnelligkeit ein wichtiges Argument: „Zunehmend sind heute das erste und das zweite Unternehmen, die mit einer Innovation an den Markt treten, die großen Gewinner, während alle, die zu spät kommen, leer ausgehen. [...] Die Schnelligkeit, mit der ein neues Produkt entwickelt und in den Markt eingeführt werden kann, erzwingt eine neuartige Konzentration und Größe“ (Schmidt 2000, 3). Um diese Größe zu erreichen, ist der Shareholder Value eine mögliche Methode der Kreditbeschaffung (s. o.). Hinzu kommt, dass die „*New Economy*“ eine Konzentration auf die Unternehmensbereiche, in denen eine Wertsteigerung erwartet wird, begünstigt.

Im Gegensatz zur „*Old Economy*“ wird die „*New Economy*“ als der Wachstumsmarkt der Zukunft gehandelt. Die *spekulative* Erwartung exorbitanter Umsätze schlägt sich notwendig in einem hohen Shareholder Value nieder.

So kommt es, dass z. B. das Internet-Portal Yahoo! mit einem Börsenwert von 176 Mrd. DM höher gehandelt wurde als Volkswagen, BASF, VEBA, Metro und Lufthansa zusammen (174 Mrd. DM) (vgl. Spiegel 5/2000). Diese absurde Relation ist nach dem Ende des *New Economy*-Booms nach der zweiten Hälfte des Jahres 2000 nach unten korrigiert worden.

Bedenkt man die enorm hohen Werte, mit denen Unternehmen der „*New Economy*“ in der jüngsten Zeit gehandelt wurden, stellt sich natürlich die Frage, inwieweit es eine rationale Basis für diese Bewertung gibt. Auch wenn die Frage in diesem Rahmen nicht geklärt werden kann, so lässt sich doch nach dem Kollaps der „*New Economy*“ feststellen, dass das Shareholder Value Konzept eine gigantische Überbewertung begünstigt. Der Börsenboom war nicht auf Wertschöpfung gestützt, sondern „auf Gier, auf Schulden, auf die Angst, die Chance seines Lebens zu verpassen, und auf systematische Fehlinformation, wie die Zinkereien der Bilanzen von Unternehmen wie Enron oder Worldcom jetzt zeigen“ (Malik, Der Spiegel 36/2002: 133).

Die Frage nach der Überbewertung der „*New Economy*“ stellt sich nicht nur, weil der Shareholder Value dem Begriff nach eine Spekulation ist. Indem der Shareholder Value als Basis für neue Kredite fungiert, lässt sich eine „Spe-

kulationsspirale“ auf der heutigen Bewertung eines Unternehmens aufbauen, die ja bereits auf einer Spekulation auf die Gewinne von morgen basiert.

Es sollte allerdings nicht außer Acht gelassen werden, dass auch die „*Old Economy*“ auf Krediten basiert, die sich auf spekulative Erwartungen begründen. Fraglich ist, inwieweit der Unterschied zwischen „*Old*“ und „*New Economy*“ tatsächlich qualitativen Charakter hat, oder ob es sich eher um eine quantitative Differenz handelt.

### **Shareholder Value im „rheinischen Kapitalismus“**

Es geht darum, zu zeigen, dass die polit-ökonomische Basis, auf welcher das Shareholder Value Konzept basiert, im „rheinischen Kapitalismus“ weit weniger ausgeprägt ist. Wie auch der bereits erwähnte Enquete-Schlussbericht des Deutschen Bundestag erwähnte, lässt sich derzeit bei der Bewertung der „*Corporate Governance*“ und des ihr angemessenen Konzepts „kein klarer Sieger“ ausmachen (Enquete-Schlussbericht 2002, 86).

Damit eine Shareholder Value Orientierung die Ökonomie als Ganze beeinflussen kann, muss erstens der Aktienmarkt eine zentrale Rolle einnehmen, zweitens müssen die Aktien in Besitz von Akteuren sein, die ein Interesse an einer am Shareholder Value ausgerichteten Unternehmensführung haben und drittens muss die Art der Unternehmen eine solche Orientierung begünstigen, d. h. es ist nach dem Stellenwert der „*New Economy*“ zu fragen.

„Dem Shareholder Value Ansatz dürfte um so mehr Bedeutung in der Praxis zukommen und seine Akzeptanz dürfte um so größer sein, je mehr sich seine Umsetzung für die Aktionäre lohnt, je praktikabler er ist und je solider seine theoretische Fundierung ist“ (Schmidt 1999, 3).

Im Vergleich zur Nationalökonomie ist der Aktienmarkt in Deutschland sowie auch in Österreich traditionell relativ klein. 1997 lagen die Umsätze auf dem deutschen Aktienmarkt bei nur relativ geringen 31,4 % des BIP (Jürgens/Naumann/Rupp 2000, 56) und die Anzahl der Aktiengesellschaften lag bei 700. Der Aktien-

boom der letzten zwei Jahre hat zwar eine Tendenz hervorgebracht, die auf eine steigende Bedeutung der Aktienmärkte schließen lässt, im Vergleich zu den USA bleibt die Börse jedoch bisher verhältnismäßig unbedeutend.

Während in den USA die meisten Aktien in Besitz von Finanzinstitutionen (Rentenfonds, Versicherungen, Investmentfonds) sind, sind in Deutschland Unternehmen und Banken die einflussreichsten Shareholder.

Auch der Einfluss der „*New Economy*“ ist eher gering, wenn die Frage nach der momentanen Relevanz gestellt wird. Einige der erfolgreichsten deutschen Unternehmen, die der „*New Economy*“ zugeordnet werden, ließen sich ebenso als herkömmliche Industriewerte verstehen (Infineon, Siemens). Die Eigenart der „*New Economy*“, dass die Bewertung des Unternehmenserfolges völlig unabhängig von einer momentanen Produktion verläuft, tritt damit im „rheinischen Kapitalismus“ in den Hintergrund.

### **Qualitative Unterschiede des „rheinischen Kapitalismus“**

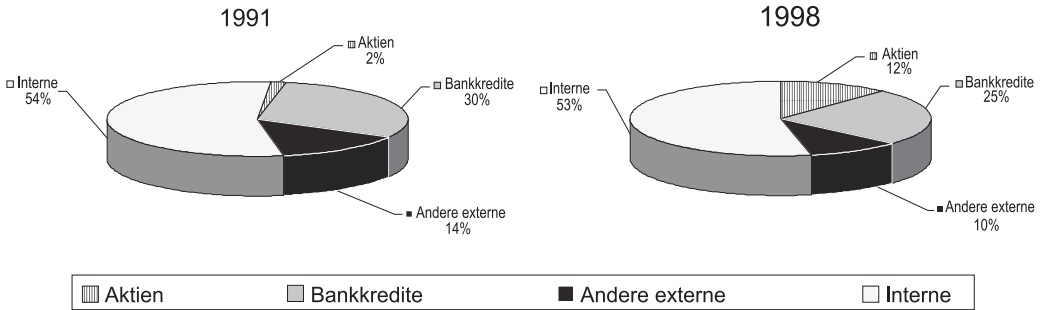
Qualitative Unterschiede werden an drei Strukturmerkmalen des rheinischen Kapitalismus verdeutlicht: die dominante Rolle der Banken, die Verankerung der Mitbestimmung gegenüber dem Management und die Technikorientierung des Managements der Industriebetriebe.

Diese Unterschiede zum amerikanischen System verdeutlichen, dass Shareholder Value kein Konzept ist, das sich aus der Struktur des Kapital- und Finanzsystems ergibt, sondern dass auf der Grundlage der Shareholder Value Diskussion Veränderungen im „rheinischem Kapitalismus“ herbeigeführt werden sollen.

Im Vergleich zu den USA fällt besonders die dominante Rolle der Banken in Deutschland ins Auge. Erstens wird die Verfügung über Kredit in Deutschland größtenteils über die Banken geregelt. Zweitens haben die Banken über das Depotstimmrecht eine privilegierte Position in der Hauptversammlung. Drittens sind Banken oft in den Aufsichtsräten vertreten.

Die Hauptquelle der Finanzierung deutscher Unternehmen ist die Reinvestierung von Gewinn-

Abbildung 1: Finanzierungsstruktur deutscher Unternehmen 1991 und 1998



Quelle: Jürgens/Naumann/Rupp 2000, 62.

nen. Bei der externen Finanzierung sind es in erster Linie die Banken, die Kredit zur Verfügung stellen. Abbildung 1 zeigt die externe und interne Finanzierung deutscher Unternehmen 1991 und 1998.

Im Vergleich zu 1991 hat die Finanzierung über die Börse zwar 1998 an Bedeutung gewonnen, dies hat aber nur bedingt zu einem Rückgang der Bankkredite geführt. 1998 wird immer noch ein Viertel des gesamten Finanzbedarfs über die Banken und nur 12% über die Börse abgedeckt. Für die Finanzierung von Unternehmen spielt Shareholder Value in Deutschland daher weiterhin eine geringe Rolle.

Die Banken sind aber nicht nur als Kreditgeber von größerer Bedeutung als die Börse, sondern haben wiederum einen großen Anteil der Aktien inne. 1995 waren 10,3% der umlaufenden Aktien in Deutschland in Besitz von Banken. Der US-amerikanische Vergleichswert liegt bei 0,2% (vgl. Deutsche Bundesbank 1997, 3). Hinzu kommt, dass es das Depotstimmrecht den Banken erlaubt, das Stimmrecht der bei ihnen Deponierten Aktien auszuüben, sofern der eigentliche Eigentümer nicht selbst davon Gebrauch macht. „Im Rahmen des Wertpapier-Depotgeschäfts erledigt eine Bank zugleich noch die Wertpapier-Verwaltung: Sie löst Zins- und Dividendenscheine ein, übernimmt das Inkasso fälliger Anleihen und übt auch meistens das Stimmrecht aus. [...] Hat der Aktionär seiner Bank keine spezielle Weisung erteilt, dann kann die Bank das Stimmrecht entsprechend den eigenen Vorstellungen ausüben“ (Mühlbradt

1996, 90). Somit haben die Banken eine sehr starke Position auf den Hauptversammlungen. Da der Börsenboom 1997/98 maßgeblich von Kleinanlegern getragen war, hat sich diese Position auf Basis des Depotstimmrechtes noch verbessert.

Diese strukturelle Dominanz der Banken in Deutschland schlägt sich in ihrer institutionellen Verankerung im *Corporate-Governance*-System nieder. Durch ihre wichtige Rolle für die Finanzierung der Unternehmen und ihre starke Position auf den Hauptversammlungen sind die Banken meist auch in die Aufsichtsräte großer Unternehmen integriert. Der Aufsichtsrat steht in Deutschland über dem Management. Die Rolle der Banken im Aufsichtsrat wird noch verstärkt durch die enge Vernetzung der Unternehmen untereinander. Während die Banken Anteile an den Aktien eines Unternehmens haben, hat dieses wiederum Anteile an weiteren Unternehmen. Jürgens et al. argumentieren, dass diese Vernetzung dazu führte, dass Vertreter der Banken auch in den Aufsichtsräten der Unternehmen auftauchen, an denen die Bank nur indirekt beteiligt sei (vgl. Jürgens/Naumann/Rupp, 2000, 60).

Diese dominante Rolle der Banken im deutschen *Corporate-Governance*-System stellt den Kern des Shareholder Value Konzeptes in Frage. Die Trennung von Kapitaleigentum und privater Verfügungsgewalt ist in Deutschland nur ideell gegeben, da die Banken als bedeutende Shareholder reell die Ausübung der Kapitalfunktion stark kontrollieren können. Das „Pro-

blem“, auf das sich das Shareholder Value Konzept bezieht, ist in Deutschland bereits auf andere Art „gelöst“. Insofern bestätigt sich die These, dass die politökonomische Struktur die Verbreitung dieses Konzeptes in Deutschland nicht zu erklären vermag.

Die institutionelle Verankerung von „Mitbestimmungssystemen“ gegenüber dem Management passt ebenfalls nicht zur Shareholder Value Ökonomie, denn die Beteiligung von Arbeitnehmern an Entscheidungsprozessen ist im Shareholder Value Konzept nicht vorgesehen. Vom Standpunkt des SVA gehen alle möglichen Interessen auf in der angestrebten Wertsteigerung. Deshalb bedarf es auch keines Mitbestimmungsrechts. „Von einem wertschaffenden Unternehmen profitieren nicht nur seine Eigentümer, sondern es dient allen anderen Forderungen seiner Anspruchsgruppen; umgekehrt sind alle Anspruchsgruppen in Gefahr, wenn es dem Management nicht gelingt, Shareholder Value zu schaffen. Aufgeklärtes Eigeninteresse schreibt vor, dass sich Eigentümer und andere Anspruchsgruppen partnerschaftlich an der Wertsteigerung beteiligen“ (Rappaport 1999, 8–9).

Als weiteres Merkmal des deutschen *Corporate-Governance*-Systems gilt die Technikorientierung im Management der Industrieunternehmen im Gegensatz zur starken Gewichtung der Finanzsphäre. „The idea that a firm is not a *money making machine* but a place where products get designed, made and eventually sold, with profits ensuing, tends in Germany to restrict the allure of accountants and financial controllers and to dignify the makers and those associated with them“ (Lawrence, siehe Jürgens/Naumann/Rupp 2000b, 12). Das Argument an dieser Stelle ist, dass ein Management, das eher auf technische Entwicklung als auf gute Bewertung setzt, vom Shareholder Value Ansatz weniger profitieren kann.

### **Shareholder Value begünstigende Veränderungen**

Zum einen gibt es Veränderungen, die sich durch die internationale Konkurrenz ergeben. Wenn die Kreditierung über die Börse ein Mit-

tel in der Konkurrenz wird, werden Unternehmen versuchen, dieses Mittel für ihren Erfolg zu nutzen. Wie bereits angedeutet, nimmt die Bedeutung des Aktienmarktes in Deutschland und Österreich zu. Die „typisch deutsche“ Struktur hat sich in einigen Bereichen bereits verändert (Zunahme der Investmentfonds, Veränderung der Investitionsstrategien von Versicherungsgesellschaften hin zu einem auf Shareholder Value abgestimmten Portfolio). Darüber hinaus müssen auch die Shareholder ein stärkeres Interesse an der Vermehrung ihres Shareholder Value gewinnen, wenn dies im internationalen Vergleich als Vorteil einer Anlagemöglichkeit angesehen wird, da sonst ihre Anlagesphäre als Ganze relativ abgewertet wird. Eine Veränderung der Gewichtung von Shareholder Value wird daher von niemandem langfristig ausgeschlossen und ein Wandel des „rheinischen Kapitalismus“ erscheint vielen als wahrscheinlich.<sup>19</sup>

Diese Veränderungen weisen im Vergleich zu den USA einen wichtigen Unterschied auf. Es handelt sich hier nicht um strukturelle Veränderungen, die eine neue Unternehmensstrategie begünstigen würden, sondern um Anpassungen an den amerikanischen Standard. Im Folgenden soll abschließend überprüft werden, welche Folgen die intendierte Umorientierung auf Shareholder Value in Deutschland für Arbeitnehmer und andere Betroffene („*Stakeholder*“) haben könnte.

### **Die Auswirkungen der Shareholder Value Debatte auf die Arbeitnehmer – „Der Kollege als Aktionär“?**

Für die Beschäftigten in Betrieben der „*Old Economy*“ wäre eine Umorientierung des „rheinischen Kapitalismus“ in der Regel mit Entlassungen verbunden, wie dies auch täglich in den Zeitungen nachzulesen ist. Die Schließung des österreichischen Semperit-Werkes war nur der Anfang einer Serie von Stilllegungen und massenhaften Entlassungen. Wenn nur noch die Unternehmensteile weiterexistieren, die die Wertsteigerungsvorgaben erfüllen, werden andere Bereiche eventuell verlagert oder geschlossen.



Letzten Endes ist dies jedoch eine Vermutung, da auch argumentiert werden kann, dass aufgrund der weltweiten Konkurrenz nur die Unternehmen bestehen können, die sich dem internationalen Standard anpassen. Dies würde bedeuten, dass der Verlust von Arbeitsplätzen langfristig die Beschäftigung sichert. Genauso lässt sich bezüglich der Löhne argumentieren.

In Bezug auf die gewerkschaftliche Mitbestimmung lässt sich allerdings sagen, dass ein solcher Einfluss im Shareholder Value Konzept nicht vorgesehen ist. Im Zuge der Diskussion um Shareholder Value wird auch die Frage aufgeworfen, ob für die Arbeitnehmer eine Möglichkeit besteht, durch Beteiligung an den Unternehmensaktien an dem steigenden Unternehmenswert zu partizipieren, und ob damit eine neue Art der Mitbestimmung erreicht werden kann.

Shareholder Value als Handlungsperspektive für Arbeitnehmer ist ein wenig erfolgversprechendes Konzept. Der Einfluss der Arbeitnehmer mit Anteilsbeteiligung wäre verschwindend gering im Vergleich zu Großaktionären.

Zu bedenken ist, dass das Argument, das für die Aktienbeteiligung der Arbeitnehmer sprechen soll, eine negative Ausgangsbasis hat. „Die Attraktivität der Aktie ergibt sich aus ihrer langfristigen Effizienz im Vergleich zu anderen Anlageformen“ (Huber 2000). Mit anderen Worten, nur weil traditionelle Anlageformen, inklusive der Altersversorgung, als wenig ergiebig bewertet werden, kommt die Aktie überhaupt ins Gespräch. Dabei sind allerdings einige Effekte zu bedenken, die den Shareholder Value für Arbeitnehmer unattraktiv machen sollten. Angenommen, der Unternehmenswert steigt tatsächlich, partizipiert der Shareholder reell erst dann an diesem Wertzuwachs, wenn er die Aktie verkauft. Eine Aktie im Wert von 50 • ist eben etwas anderes als 50 • (s. o.). In einem solchen Fall wäre dann aber der zweite erwünschte Effekt, die Einflussnahme auf Unternehmensentscheidungen, gänzlich ausgeräumt.

Hinzu kommt, dass der Arbeitnehmer selbst am Risiko beteiligt ist, dass der Unternehmenswert sinkt. Dadurch befürchten die Gewerkschaften „eine zu enge Bindung der Arbeitnehmer an den Betrieb, woraus der Abbau des

Interessenbewusstseins und mithin eine Schwächung der gewerkschaftlichen Mobilisierungs- und Durchsetzungsfähigkeit entstehen könnte“ (Huber 2000).

Dieselben Bedenken gelten im Übrigen auch in Bezug auf die „Volksaktien“. Denn wenn der „Kleinanleger“ die Börsenwerte studiert und sich als Teilhaber der Unternehmenserfolge wähnt, darf auch er nicht vergessen, dass er den Shareholder Value erst dann realisiert hat, wenn er die Aktie verkauft (es sei denn, es wird eine entsprechende Rendite ausgezahlt). Als „sichere Altersvorsorge“ können Aktien deshalb auch nur als umfangreiches Portfolio gelten.

### **Auswirkungen auf andere „Stakeholder“**

Auswirkungen auf andere Stakeholder lassen sich kaum diskutieren, weil der Begriff „Stakeholder“ selbst mehr als unklar ist. Nach Freeman sind Stakeholder wie folgt definiert: „Any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the firm’s objectives.“ (Freeman 1984, 25)

In diesem Sinne können eine Vielzahl unterschiedlicher Interessengruppen als Stakeholder zusammengefasst werden: „Als Stakeholder einer Aktiengesellschaft gelten neben den Aktionären insbesondere die Beschäftigten, aber auch andere Gruppen, die in besonderer Weise mit dem Unternehmen verbunden sind, z. B. die Kunden, die Fremdkapitalgeber, teilweise auch Staat (Gemeinde) und Anwohner der Betriebsstätten“ (Enquete-Kommission 2002, 86–87).

Wenn also prinzipiell jeder *Stakeholder* ist, der in irgend einer Art und Weise vom Unternehmen tangiert ist, so kann die Frage ob Shareholder Value Strategien im Interesse der Stakeholder sind, eigentlich nicht beantwortet werden, weil damit ein gemeinschaftliches Interesse aller *Stakeholder* unterstellt wird. Der Zulieferer hat aber ganz andere Interessen als der/die ArbeiterIn oder der/die AnwohnerIn in der Nachbarschaft des Unternehmens. Das Konzept des *Stakeholders* taugt also nur für den Verweis auf ein *Allgemeinwohl*. Im Minderheitenvotum des Enquete-Berichtes wird von der FDP kritisiert, dass der „Stakeholder Value

Ansatz“ nicht zur Charakterisierung des rheinischen Kapitalismus herangezogen werden kann. „Insbesondere die idealtypische Gegenüberstellung des ‚Shareholder Value‘ als des hässlichen Antlitzes eines US-amerikanischen Kapitalismus mit dem ‚Stakeholder Value‘, als dem vermeintlich menschengerechten Antlitz des rheinischen Kapitalismus wird der vielschichtigen Realität kaum gerecht.“ (Enquete-Kommission 2002, 511.) Die Hinweise auf mögliche Probleme, die sich aus einer Shareholder Value Ökonomie ergeben, seien hier allerdings noch einmal wiederholt: Veränderung der Anlegerstruktur und damit mögliche Veränderung des Rentensystems, Zunahme von Fusionen und damit mögliche Einsparung von Arbeitskräften durch Synergieeffekte, Unternehmensmanagement, -finanzierung und Managementstil.

### Shareholder Value als Standortstrategie

Von der bisherigen Analyse ausgehend ist im rheinischen Kapitalismus momentan jedoch nicht der Fall gegeben, dass eine bereits stattgefundene Veränderung eine Umorientierung auf Shareholder Value verlangt oder begünstigt. Vielmehr ist zu betonen, dass durch die Übernahme des Shareholder Value Konzept eine Veränderung des „rheinischen Kapitalismus“ erst herbeigeführt wird.

Wenn es aber keine ökonomische Basis gibt, aus der sich eine Umorientierung auf Shareholder Value erklären lässt, diese Umorientierung aber trotzdem stattfindet, dann greifen sowohl die Argumente der Befürworter als auch der Gegner dieses Konzeptes nicht, wenn sie Shareholder Value nicht in seinen gesamtgesellschaftlichen Dimensionen begreifen, sondern auf eine Berechnungsmethode beschränken, die entweder als ökonomische Rationalität<sup>20</sup> oder größenwahnsinniger Turbokapitalismus<sup>21</sup> beurteilt wird.

Das Interesse am Shareholder Value in Deutschland und Österreich fällt daher in den Bereich der aktiven Standortpolitik. In der Hoffnung, dass sich dieses Konzept in Zukunft für den Standort auszahlt, wird ein Sachzwang suggeriert, der sich so nicht ökonomisch belegen

lässt. Die Befürworter einer solchen Veränderung müssen sich darüber bewusst sein, dass es nicht einfach um eine andere Unternehmensstrategie geht, sondern dass die Umorientierung auf Shareholder Value Veränderungen in allen gesellschaftlichen Bereichen nach sich ziehen würde.

Eine solche Umorientierung müsste wahrscheinlich nicht nur von einer Reform des Handels- und Gesellschaftsrechts begleitet sein. Eine verstärkte Ausrichtung auf Shareholder Value impliziert z. B. auch, dass die Rolle der institutionellen Anleger ausgebaut wird, was private Renten- und Versicherungsfonds als Akteure voraussetzen würde.

Die derzeitige Debatte um die Teilprivatisierung der Renten macht sehr gut deutlich, dass zum einen nicht diskutiert wird, dass die Orientierung in einem Bereich auf Shareholder Value zu Veränderungen in ganz anderen Bereichen führen kann und zum anderen, dass es sich um eine politisch initiierte Aktion handelt. Man muss sich klar machen, dass es sich um ein Konzept handelt, aus dem sich nicht einfach beliebige Teile einzeln herauslösen lassen. Es ist fraglich, ob man eine private Rente einführen und gleichzeitig an den Eigenheiten des rheinischen Kapitalismus festhalten kann. Wenn Aktienfonds als Akteure Einfluss auf Unternehmensentscheidungen verlangen, ist der Handlungsspielraum für Mitbestimmung im Aufsichtsrat begrenzt. Solche möglichen Zusammenhänge werden aus der Debatte aber ausgeblendet. Hinzu kommt, dass die Reform des Rentensystems als Sachzwang interpretiert wird: *Weil* es eine gesellschaftliche Veränderung gegeben hat (weniger Einnahmen in den Rentenkassen) muss die Rente privatisiert werden. Von der Analyse des Shareholder Value Konzepts erscheint der Sachverhalt jedoch genau anders herum: *Um* einen amerikanischen Vorteil in der Standortkonkurrenz auszugleichen, werden die Standorte im rheinischen Kapitalismus einem Reformprogramm unterzogen, ohne die Konsequenzen öffentlich zu diskutieren.

Ob solche Veränderungen gewünscht bzw. erforderlich sind, ist eine Frage, ob es zu einer umfassenden und offenen Diskussion kommt, oder aber essentielle Veränderungen unter dem

Etikett „Sachzwang der Globalisierung“ gesellschaftlich akzeptiert werden, ist eine andere.

#### ANMERKUNGEN

- 1 Siehe z. B. [www.gegenargumente.at/radiosend/semperit\\_radio.htm](http://www.gegenargumente.at/radiosend/semperit_radio.htm) (22.10.2002).
- 2 Siehe [www.bundestag.de/globalisierung](http://www.bundestag.de/globalisierung).
- 3 „Wie für seine innere Zirkulation, braucht jedes Land für die Weltmarkt-zirkulation einen Reservefonds“ (MEW 23, 158). Wenn der US-Dollar die Funktion des „Weltgeldes“ einnimmt, so folgt für die übrigen beteiligten Länder daraus, dass ihre Reservefonds ebenfalls in Dollars (oder weiterhin in Gold) bestehen müssen.
- 4 Dieses System war nicht ohne immanente Widersprüche. Der an das Gold gebundene US-Dollar war als Leitwährung einerseits Stabilitätsanker des Systems und musste deshalb zur Wertsicherung knapp gehalten werden. „Da das Währungssystem von Bretton Woods nicht mehr [...] direkt an das Gold, sondern direkt an den US-Dollar und indirekt ans Gold (wegen der Goldbindung des Dollar bis zum Jahre 1971) gebunden war, hing sein Funktionieren einerseits von der *Verfügbarkeit* von Dollar zur *Zirkulation* der Waren und zur Bewältigung der zunehmenden Kapitalbewegung (Geld als Zirkulationsmittel und als Zahlungsmittel) ab, musste aber andererseits institutionell *knapp* gehalten werden, um als Anlagewährung sicher zu bleiben und den festgelegten Dollarpreis des Goldes (35 US\$ je Feinunze) zu halten“ (Altwater/Mahnkopf 1999, 206).
- 5 Als weiterer Grund wird oft die Ölkrise in den 70ern angeführt: „The oil price rise of 1973 brought on the ‚stagflation‘ recession of the mid-1970s and a downturn in growth rates“ (Strange 1996, 75-76).
- 6 „Sein Ideal vom US-Bürger als einem kostenneutralen Dienstleister am Nationalreichtum hat Reagan nicht nur mit aufmunternden Sprüchen verfolgt. Dafür hat er einiges an der Arbeits- und Sozialgesetzgebung verändert, hat Sozialprogramme gekürzt oder ganz gestrichen, die Kriterien der Anspruchsberechtigung für Arbeitslosen- und Sozialhilfe verschärft, alle Mittel der staatlichen Einflußnahme auf Lohndrückerei in Bewegung gesetzt, kurz: die sozialstaatlichen Leistungen reduziert und die ‚Gegenleistungen‘ seiner Klientel heraufgesetzt. Das Ganze hat er schließlich zu einem ganz originellen, wahlkampfwirksamen Programm ausgebaut, dem ‚New Federalism‘, dessen Inhalt schlicht darin besteht, die Kosten der Armut dadurch zu beiseitigen, daß die Fürsorge für sie dem Einzelstaat überlassen bleibt, der sich dann dafür entscheiden darf, daß er die bestehenden Programme nicht mehr weiterführen kann“ (MSZ 1/89).

- 7 „Junk Bonds steht für (wörtlich) ‚Müll-Anleihen‘, also Schuldverschreibungen mit sehr hohem Risiko (Langfristrating unter B-). Bei diesen Papieren besteht innerhalb der Laufzeit eine konkrete Gefahr, dass der Kapitaldienst (Zins und Tilgung) teilweise oder ganz ausfällt. Daher sind die Umlaufrenditen dieser Papiere auch außerordentlich hoch. Emittent können Unternehmen oder Staaten sein. Ein Junk-Bond-Fonds ist ein Rentenfonds, der vorwiegend oder ausschließlich in hochverzinsliche Anleihen ‚wackliger‘ Schuldner investiert. Bei den Schuldnern kann es sich um hochverschuldete Staaten (Entwicklungsländer, Schwellenländer) oder Unternehmen mit niedriger Bonität handeln.“ ([http://www.indexinvestment.de/menue%20\(f\).htm](http://www.indexinvestment.de/menue%20(f).htm), 1.9.2002).
- 8 Natürlich kann der Anteilseigner auf der Hauptversammlung Einfluss ausüben. Auch das Shareholder Value-Konzept soll eine Einflussnahme ermöglichen. Diese Formen der „Mitbestimmung“ sind allerdings keine Widerlegung des angesprochenen Konflikts, sondern belegen einen praktischen Umgang mit ihm.
- 9 Dem Sachverhalt, dass die Dividende einen Abzug vom Unternehmenskapital und damit vom Shareholder Value darstellt, trägt der SVA unter dem Titel „Eigenkapitalkosten“ Rechnung.
- 10 Schließlich ist Shareholder Value eine Unternehmensstrategie.
- 11 Zur Verwandlung von „*fixed investment*“ in „*liquid investment*“ durch die Börse vgl. Keynes 1997, 153-154.
- 12 „*Corporate Governance* beschreibt also die institutionellen Mechanismen, mit denen Unternehmen geleitet und ihre Führungskräfte kontrolliert werden, und die die Beziehungen aller Beteiligten untereinander regeln“ (Frankfurter Rundschau 11.11.00, 11).
- 13 Um die spezifische Bedeutung der Agency-Theorie zu analysieren, wäre eine Betrachtung der Kapitalstruktur zu der entsprechenden Zeit notwendig.
- 14 Solche Vorwürfe werden auf Basis der immensen Kursverluste in letzter Zeit lauter. So beklagt sich z. B. die linke englische Zeitung, The Guardian über die institutionellen Anleger: „They voted through Gent’s £10m bonus for the Mannesmann deal, albeit with few grumbles and a minor concession from the man himself. They raised eyebrows when Jan Leschly, the SmithKline chief executive [...] saw his share options valued at \$100m but the deal sailed through.“ (The Guardian 4.7.2002, 5)
- 15 „Der ROI ist weiterhin die bei weitem beliebteste Kennzahl zur Erfolgsbeurteilung von Geschäftsbereichen. Jedoch lösen die Verwendung eines unzuverlässigen Zählers (d. h. Gewinn) und das In-Beziehung-Setzen zu einem Nenner (d. h. Investitionen), der durch dieselbe fragwürdige Buchungslogik zustande kam, das Problem nicht“ (Rappaport 1999, 24).
- 16 „Die betriebliche Gewinnmarge beschreibt das Verhältnis zwischen dem operativen Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern (*Earnings Before Interest and Taxes* = EBIT) und dem Umsatz. [...] Weil für den Unternehmensexternen eine Schätzung der Investi-

- tionen ins Anlagevermögen auf Basis von Vergangenheitsdaten so gut wie unmöglich ist, schlägt Rappaport vor, diese als Prozentsatz der Umsatzsteigerung zu schätzen. Das gleiche gilt für die Investitionen ins Umlaufvermögen“ (Löhnert 1996, 18).
- 17 Kirk Kerkorian z. B. galt mit 11% der Chrysler Aktien als wichtigster Aktionär.
- 18 „Terminologische Unterscheidungen sind teilweise weniger auf sachliche Unterschiede als auf das Marketing der Beratungsunternehmen zurückzuführen, die diese Konzepte umsetzen. Am weitesten geht dies bei dem [...] Konzept des „economic value added“, dessen Bezeichnung EVA® Stern Stewart & Co. sogar als Markenname geschützt haben“ (Schmidt 2000, 6).
- 19 Z. B.: „Ein Garant und Eckpfeiler des „rheinischen Kapitalismus“ wird bestimmt eingerissen: die klassische Beziehung (oder Kumpanei) eines Unternehmens zu seiner Hausbank, die das Gros der Anteile hält, im Aufsichtsrat sitzt, die Kredite gewährt und die Wirtschaftsprüfung bestellt“ (Leggewie 2000, 8).
- 20 Die unternehmenswertorientierte Unternehmensführung umschreibt betriebswirtschaftlich gesehen eine neue Kennziffer der Unternehmensrentabilität. [...] Gesellschaftspolitische Gefahren gehen vom betriebswirtschaftlichen Konzept selbst indes nicht aus.“ (Enquete-Kommission 2002, 511-512).
- 21 „Zu dem, was bei Semperit an Fragen wegen einer weiteren Rationalisierung vor allem der PKW-Reifenproduktion anstand, gab und gibt es eine gewisse Erklärungsschwäche, wird doch nicht verstanden, weshalb ein Unternehmen noch weiter rationalisieren will, wenn doch schon schöne Gewinne für die Aktionäre erarbeitet werden.“ (Dorfner 2002, 1).

## LITERATUR

- Aggarwal, Rajesh K./Andrew A. Samwick* (2000). Performance Incentives within Firms (mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/raj.aggarwal/perf0001.pdf).
- Albert, Michel* (1991). Capitalisme contre Capitalisme, Paris.
- Altvater, Elmar/Birgit Mahnkopf* (1999). Grenzen der Globalisierung. Ökonomie, Ökologie und Politik in der Weltgesellschaft, Münster.
- Arrow, Kenneth J.* (1985). The Economics of agency, in: John W. Pratt/Richard J. Zeckenhauer (Hg) (1985): Principals and Agents. The Structure of Business, Boston, 37–51.
- Dorfner, Ernst* (2002). Semperit, das Grundeinkommen und die Wertschöpfungsabgabe (www.dieterb.de/newmoney/texte/Grundeinkommen.pdf).
- Frankfurter Rundschau*. Wall Streets düstere Aussichten, 22. Juli 2002, 9.
- Frankfurter Rundschau*. Gericht billigt Zwischenfinanzierung für Worldcom, 24. Juli, 2002, 11.
- Freeman, Edward R.* (1984). Strategic Management. A Stakeholder Approach, Boston.
- Deutsches Aktieninstitut e.V.* (www.dai.de/glossar).
- Deutscher Bundestag*, Schlussbericht der *Enquete-Kommission*, Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten, 14. Wahlperiode, Drucksache 14/9200 (12.06.2002) (www.bundestag.de/gremien/welt/index.html).
- Löhnert, Peter* (1996). Shareholder Value. Reflexion der Adaptionenmöglichkeiten in Deutschland, München.
- Hirsch-Kreinsen, Hartmut* (1999). Shareholder Value. Zum Wandel von Unternehmenstrukturen und Kapitalmarktbedingungen, in: WSI Mitteilungen, 5/1999, 322–330.
- Höhmann, Kai* (1998). Shareholder Value von Banken, Wiesbaden.
- Huber, Berthold* (2000). Der Kollege als Aktionär, in: Frankfurter Rundschau, 02.11.2000, 7.
- IG Metall* (2000). Shareholder Value. Kapitalmarktorientierte Konzepte auf dem Prüfstand, Frankfurt am Main.
- Ip, Greg* (2000). Bull Market Charges Ahead, Led by Activist Shareholders (www.stern.nyu.edu/~adamodar/New\_Home\_Page/articles/activist.htm).
- Jürgens, Ulrich/Katrin Naumann/Joachim Rupp* (2000). Shareholder value in an adverse environment: the German case, in: Economy and Society, Vol. 29/1, 54–80.
- Jürgens, Ulrich/Katrin Naumann/Joachim Rupp* (2000b). Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland, Berlin.
- Keynes, John Maynard* (1997). The general Theory of Employment, Interest and Money, New York.
- Lazonick, William/Mary O'Sullivan* (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, in: Economy and Society, Vol. 29, 13–36.
- Leggewie, Claus* (2000). Der Aktionär als Souverän, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, 5/2000, 6–8.
- Malik, Fredmund* (2002). Meisterwerk der Desinformation, in: Der Spiegel, 36/2002, 132–135.
- Marx, Karl* (*MEW* 23, 1972). Das Kapital – Erster Band, Berlin.
- Marx, Karl* (*MEW* 25, 1972). Das Kapital – Dritter Band, Berlin.
- MSZ* 2/82. Reagonomics. Die Freiheit hat ihren Preis (www.gegenstandpunkt.com/msz/html/82/82\_2/usa.htm).
- MSZ* 1/89. Die Sozialen Ein- und Abfälle der Reagonomics (www.gegenstandpunkt.com/msz/html/89/89\_1/reagan2.htm).
- Mühlbradt, Frank W.* (1996). Wirtschaftslexikon. Daten, Fakten und Zusammenhänge, Berlin.

- O'Sullivan, Mary* (1999). Shareholder Value, Financial Theory, and Economic Performance. The Second Heartland Labour-Capital Conference, Washington.
- Pratt, John W./Richard J. Zeckenhauer* (Hg.) (1985). Principals and Agents. The Structure of Business, Boston.
- Patterson, William* (2000). Den Stier reiten, in: Mitbestimmung, 5/2000, 41–43.
- Rappaport, Alfred* (1995). Creating shareholder value, New York.
- Rappaport, Alfred* (1999). Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, Stuttgart.
- Stiglitz, Joseph* (2002). „Corporate corruption“, in: The Guardian, Juli 4 2002, 15.
- Schmidt, Reinhard* (1999). Drei Missverständnisse zum Thema Shareholder Value, Frankfurt am Main.
- Schmidt, Reinhard* (2000). Fusionen und Übernahmen. Immer wichtiger und immer schwieriger, Frankfurt: am Main.
- Strange, Susan* (1996). The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy, Cambridge.
- The Guardian*. Shares slump as panic hits stock markets, July 4 2002, 1.
- The Guardian*. Merger mania created millionaires but made millions more poorer, July 4 2002, 5.
- Windolf, Paul/Jürgen Beyer* (1995). Kooperativer Kapitalismus, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Jg. 47, H. 1, 1–36.

## AUTOREN

Brigitte YOUNG, Prof. Dr., Professorin am Institut für Politikwissenschaft der Universität Münster; Sachverständige der Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages, Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten.

Forschungsschwerpunkte: Weltwirtschaft, Globalisierung, Internationale Finanzmärkte, Internationale/Vergleichende Politische Ökonomie, Feministische Ökonomie.

Korrespondenzadresse: Institut für Politikwissenschaft, WWU-Münster, Scharnhorststr. 100, 48151 Münster, Deutschland.

<http://e-education.uni-muenster.de>;  
E-Mail: [byoung@uni-muenster.de](mailto:byoung@uni-muenster.de).

Simon HEGELICH, M.A., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Politikwissenschaft der WWU-Münster.

Forschungsschwerpunkte: „Veränderungen des deutschen Sozialstaates“ und „Politische Ökonomie des Kapitalismus“.

Korrespondenzadresse: Institut für Politikwissenschaft, WWU-Münster, Scharnhorststr. 100, 48151 Münster, Deutschland.

E-Mail: [hegelic@uni-muenster.de](mailto:hegelic@uni-muenster.de).