

Textauszug/Schlusskapitel (S. 395-424) aus:

Faust, Michael; Bahnmüller, Reinhard; Fisecker, Christiane (2011): Das kapitalmarktorientierte Unternehmen. Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Personalwesen und Mitbestimmung. Berlin (edition sigma).

6. Fazit und Ausblick

Da wir jeweils abschnittsweise unsere Erkenntnisse zusammengefasst haben und dies nicht noch einmal wiederholen wollen, sprechen wir abschließend pointiert einige Ergebnisse unserer Studie an, die geeignet sind, vorherrschende Einschätzungen in der Debatte um den Wandel des deutschen Modells teils zu ergänzen und teils zu korrigieren.

Unser Erkenntnisinteresse, wie das der meisten Autoren, die sich in diesem Feld bewegen, war und ist darauf gerichtet, herauszufinden, welche Wirkungen von der verstärkten Kapitalmarktorientierung von Unternehmen (bzw. in anderer Diktion: der Herrschaft der neuen Eigentümer) ausgeht. Interessierende Effekte können dabei die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen, namentlich die Innovationsfähigkeit, sein oder arbeits- und beschäftigungspolitische Wirkungen, von denen wiederum weitere gesellschaftliche, wie etwa Einkommensverteilungswirkungen, ausgehen können. Nun hat sich nicht erst anhand dieser Fragestellung herausgestellt, dass in komplexen, dynamischen Systemen mit vielfältigen Wechselwirkungen einzelne Ursache-Wirkungszusammenhänge schwer zu isolieren sind. Die interessierenden Effekte sind meist multipel verursacht, so wie die verursachenden Größen zum einen zumeist mehrdimensional sind und dadurch oft nicht gleichgerichtet wirken und zum anderen im Verbund und in Wechselwirkung mit anderen verursachenden Faktoren wirken. Solche vermittelten Wirkungen in der Perspektive der handelnden Akteure zu rekonstruieren, darum ging es in dieser Studie. Für den einen oder anderen mögen die Antworten auf die Frage: ‚Was bewirkt denn nun die Kapitalmarktorientierung oder der Shareholder Value?‘ zu wenig eindeutig ausgefallen sein; ob ein bestimmter Effekt auftritt, hängt an bestimmten weiteren Bedingungen bzw. bestimmte Effekte, die in der Literatur als Effekte der Kapitalmarktorientierung gehandelt werden, erscheinen in der Perspektive der Akteure ursächlich anders erklärbar. Dies alles ist oft ein schwieriger Abwägungsprozess und die Fallinterpretationen, die wir hier vorgelegt haben, sind das Ergebnis sorgfältiger Abwägung.

Angesichts dieser durch die Mühen der Ebenen gewonnenen Einsichten irritieren uns einige vollmundig-eindeutige Zusammenhangs- bzw. Wirkungserklärungen, die man in der einschlägigen Literatur finden kann.¹ Sie sind wahlweise vorschnell, zu pauschal, begrifflich unscharf und empirisch nicht belegt (sofern überhaupt als empirisch überprüfbare Aussagen formuliert). Wir wollen deshalb

1 Auch bezüglich der einschlägigen Literatur müssen wir selektiv sein: Sicherlich sind mehr als die hier erwähnten Autoren „Kritik würdig“. Andere Autoren, insbesondere diejenigen aus der (vergleichenden) Political Economy (Höpner 2003), haben wir bereits an anderer Stelle (teils kritisch, oft zustimmend) gewürdigt.

abschließend dazu einladen, über einige solcher Behauptungen und/oder Erklärungen noch einmal nachzudenken; dies auch deswegen, weil einige dieser Behauptungen inzwischen wie gesicherte „Befunde“ weitergereicht werden. Die Kritik an einigen Deutungen des „Finanzmarktkapitalismus“ erfolgt durchaus im Bewusstsein der Schwächen und Grenzen unseres eigenen Vorgehens. Unsere Studie ist in mehrerer Hinsicht nicht ausreichend, um die aufgeworfenen Streitfragen wirklich klären zu können, aber kombiniert mit anderweitigen Forschungsergebnissen liefert sie hinreichend Material, um begründete Zweifel an manchen der kursierenden Argumentationsmuster und Deutungen zu formulieren. Daraus ergeben sich schließlich auch Vorschläge, wie einige der festgestellten Mängel durch weiterführende Forschung behoben werden können.

6.1 Eigentümerstruktur und Finanzmarktkapitalismus

Unsere Studie beschäftigt sich unter der Überschrift „Das kapitalmarktorientierte Unternehmen“ mit dem Wandel in einem spezifischen Segment der deutschen Wirtschaft, den börsennotierten Unternehmen. Dieser Aufgabe haben wir uns gewidmet, weil in diesem Teil der Wirtschaft in Deutschland der markanteste Wandel zu verzeichnen ist, aus diesem Kreis wichtige „Mitglieder“ der legendären „Deutschland AG“ stammen und diese Unternehmen über ihre wirtschaftliche Bedeutung (etwa gemessen an Umsatz, Beschäftigung, Einkaufsvolumen) hinaus vermutlich stilbildenden Charakter auch für andere haben. Kurz gefasst lässt sich der Wandel an drei Entwicklungen festmachen, denen auch wir in unserer Studie nachgegangen sind: erstens der vielfach diskutierten Auflösung der „Deutschland AG“, zweitens am Aufstieg der institutionellen Investoren und drittens an der Übernahme von Shareholder-Value-Strategien durch das Management. Der sich auf diesen Feldern abspielende Wandel ist alles andere als trivial. Gleichwohl bleibt die Frage relevant, wie bedeutsam dieses Segment börsennotierter Unternehmen für die deutsche Wirtschaft insgesamt ist, um von dortigen Beobachtungen auf gesamtwirtschaftliche oder gesellschaftliche Transformation zu schließen? Welchen Stellenwert hat der Streubesitz an Aktien und die Dominanz institutioneller Anleger analog dem US-Modell für die Konzeption der neuen Formation „Finanzmarktkapitalismus“? Und nicht zuletzt: In welchem Zusammenhang stehen Eigentümerstruktur und shareholderorientierte Unternehmensführung?

In der Einordnung unseres Fallstudienzugriffs haben wir schon argumentiert, dass der Sektor der börsennotierten Unternehmen in Deutschland vergleichsweise klein geblieben ist (siehe jüngst Deeg 2011) und selbst innerhalb dieses Sektors immer noch eine relevante Anzahl von Unternehmen verbleibt, die stabile Ankerinvestoren (oftmals Familieneigentümer) aufweisen bzw. neuer-

dings solche (nicht immer freiwillig: VW-Porsche; Continental-Schaeffler) dazu gewonnen oder sich sogar explizit gesucht haben. Hinzu kommt eine nicht unerhebliche Zahl von nicht börsennotierten und dennoch großen Unternehmen in Familienbesitz und/oder Stiftungsunternehmen, die durchaus „Weltrang“ haben (man denke an Bosch, ZF, Zeiss, Bertelsmann). All diese Unternehmen weisen somit nicht die Eigentümerstruktur auf, die mit Hinweis auf die USA als typisch für den „Finanzmarktkapitalismus“ gilt: institutioneller Streubesitz. Eine solche Eigentümerstruktur ist in der Konzeption des Finanzmarktkapitalismus nach Windolf (2005b: 20) konstitutiv für den Formationswandel und von strategischer Bedeutung, weil nur so ein wesentlicher Transfermechanismus, der die operatorische Logik der Finanzmärkte in die internen Operationen der Unternehmen trägt, plausibel gemacht werden kann: die Drohung mit feindlicher Übernahme.²

Windolf (2005b) schwankt bei der Antwort auf die selbst gestellte Frage „Was ist Finanzmarktkapitalismus?“ zwischen einer idealtypischen Beschreibung der (neuen) Kapitalismusformation, die als Heuristik zur Untersuchung empirischer, raum-zeitlich eingegrenzter Wandlungsprozesse des Kapitalismus genutzt werden kann, und einer konkreten empirischen Analyse der letzten Jahrzehnte. Als systematische empirische Analyse des deutschen Falls, als die sie immer wieder erscheint und auch verstanden wird, kann die Windolf'sche Analyse unseres Erachtens allerdings nicht durchgehen; allenfalls handelt es sich um sehr selektive, gezielt die theoretischen Postulate bestätigende Auswahl von empirischen Beispielen. So aktualisiert Windolf in seinem Aufsatz zu den „Eigentümern ohne Risiko“ (2008) die Datenlage folgendermaßen: Nachdem er gezeigt hat, dass die Geldvermögen in Deutschland seit Anfang der 1990er Jahre zunehmend in Fonds investiert werden, dennoch im Jahr 2005 nur zu 12,1% in diese Anlageform fließen, wird argumentiert, der Anteil spiegele „nicht den tatsächlichen Einfluss wider, den Fonds auf deutsche Aktiengesellschaften ausüben.“ Vielmehr sei „mit der Auflösung der Kapitalverflechtungen [Deutschland AG] [...] ein Machtvakuum entstanden, in das vor allem ausländische Fondsgesellschaften“ eindringen.³ Exemplifiziert wird dies an dem immer wieder strapa-

2 Bei Windolf und Deutschmann ist der Kern der Formationsveränderung in der Eigentümerstruktur zu suchen; andere (institutionelle) Sphären der Koordination oder Organisation der Wirtschaft spielen im Gegensatz zu den meisten institutionalistischen Ansätzen keine formationsbildende Rolle bzw. sind (wenn erwähnt) allenfalls passiv einem Anpassungsdruck ausgesetzt, der von den neuen Eigentümern ausgeht, etwa im Hinblick auf die Institutionen der Lohnfindung und -gestaltung (siehe unten). Demgegenüber halten wir konzeptionell daran fest, dass es Wechselwirkungen zwischen verschiedenen (institutionellen) Sphären gibt, deren Effekte empirisch zu bestimmen sind: Shareholder Value und Mitbestimmung ist hierbei unser Kernthema (Faust 2011).

3 Windolf 2008: 520. Manche Aussagen zu dem Thema sind so formuliert, dass schlicht unklar bleibt, was gemeint ist. So schreibt Deutschmann (2008b: 514): „Der Einfluss der

zierten Paradebeispiel für eine börsennotierte AG im institutionellen Streubesitz, bei dem zudem noch aktivistische Hedgefonds konkrete Strategiewetten gegen das Management durchsetzten: die Deutsche Börse AG (siehe auch Windolf 2005a). Da für den DAX insgesamt die Datenlage wegen fehlender Meldepflichten für Anteile unter 3% nur geschätzt werden kann, präsentiert Windolf (ebd.: 521) Ergebnisse einer Erhebung von Thomson Capital Research aus dem Jahre 2007. Hiernach halten deutsche Fondsgesellschaften 21% an den 30 DAX-Unternehmen, ausländische Fonds 54%, darunter 18% US-Fonds. Hieraus zieht er die Schlussfolgerung: „Die großen deutschen Aktiengesellschaften (DAX) werden also inzwischen überwiegend von ausländischen Fonds kontrolliert“ (ebd.).

Ob eine solche Schlussfolgerung aus Durchschnittszahlen (unterstellt diese seien korrekt) zulässig ist, kann bezweifelt werden. Jedenfalls werden die folgenden sechs der aktuellen 30 DAX-Unternehmen von Familien kontrolliert: BMW, Beiersdorf, Henkel, Metro, Merck und VW. Bei drei weiteren kann eher von Staatskontrolle als von Investorenkontrolle die Rede sein: Deutsche Post, Deutsche Telekom, Commerzbank. Bei ThyssenKrupp hat die Stiftung eine Sperrminorität, bei SAP gilt dies für die Gründer, bei MAN hält VW inzwischen 30%. Die Sache wird nicht eindeutiger, wenn man statt auf börsennotierte Unternehmen auf „large firms that used to be part of Deutschland AG“ (Streck 2009b: 89) abhebt. Im Gegenteil. Hinzu kommen dann noch Firmen in anderen Rechts- und Eigentumsformen, die dieser Konstellation noch weniger entsprechen (etwa Stiftungsunternehmen wie Bosch, Bertelsmann und ZF; Familienunternehmen und Einkaufsgenossenschaften aus dem Einzelhandel; Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit) (vgl. Monopolkommission 2008: 175–183). Laut jüngstem Hauptgutachten der Monopolkommission sind von den 100 größten Unternehmen in Deutschland nur 20 in mehrheitlich institutionellem Streubesitz (> 50%) (ebd.). Von Autoren, die einen Formationswandel des Kapitalismus in Deutschland für gegeben halten und diesen zentral an den Eigentümerstrukturen festmachen, darf man erwarten, dass sie die empirisch vorhandenen

Fonds wirkt sich aber auch auf der Ebene der Unternehmen und damit der Arbeitsplätze aus. Die durch die Fonds kontrollierten Unternehmen müssen die vereinbarten Renditeziele erfüllen, andernfalls werden sie verkauft oder geschlossen.“ Abgesehen von der problematischen Vorstellung, das Management sei ein fungibler Agent der Fondsmanager und das Unternehmen als Organisation ein einfach handhabbares Instrument zur Zielverwirklichung (im Sinne von „höhere Rendite per Anweisung“), bleibt unklar, was zur empirischen Verbreitung der unterstellten Konstellation gesagt werden soll: Gilt sie nur für die durch die Fonds „kontrollierten“ Unternehmen, eine näher zu bestimmende Teilmenge, oder soll gesagt werden, alle Unternehmen sind inzwischen durch die Fonds in diesem Sinne kontrolliert. Der Text legt in der Folge die letztere Interpretation nahe, da dort pauschal von fatalen Folgen für die „Innovationsfähigkeit der Wirtschaft“ (ebd.; Hervorhebung d.V.) gesprochen wird.

unterschiedlichen Konstellationen der Eigentumsstrukturen argumentativ berücksichtigen und nicht einfach ignorieren, zumal es keine Anzeichen dafür gibt, dass die Finanzmarktkapitalismus-Konstellation weiter auf dem Vormarsch ist, d.h. sich über kurz oder lang durchsetzen wird. Eher lässt sich beobachten, dass Manager und bestimmte Eigentümergruppen sich strategische Investoren suchen, um der potenziell instabilen Konstellation des institutionellen Streubesitzes ohne Ankerinvestoren zu entkommen.

Wir ziehen daraus folgenden Schluss: Ob und inwieweit die Finanzmarktkapitalismuskonstellation gegeben ist, kann und muss empirisch ermittelt werden. Um graduelle Abstufungen erfassen zu können, unterscheiden wir nach Graden der Kapitalmarktexposition. Die Finanzmarktkapitalismuskonstellation steht dann für starke Kapitalmarktexposition. Mit diesen Unterscheidungen gewappnet, kann man dann die Folgefragen angehen, etwa wie sich die Bedingungen für Einflussnahme oder Kontrolle durch die institutionellen Investoren jeweils darstellen (siehe unten) und welche Auswirkungen dies auf die strategischen Handlungsspielräume des Management und in der Folge auf die Arbeitsbeziehungen hat. Die Tatsache, dass die Finanzmarktkapitalismuskonstellation des Unternehmenseigentums in Deutschland insgesamt nur eingeschränkt verwirklicht ist, stellt einen Gesichtspunkt dar, warum wir von einer uneindeutigen Mittellage diesseits von liberalem und/oder Finanzmarktkapitalismus gesprochen haben.⁴ Mit den Mitteln unserer Studie konnten wir eine wichtige Unterscheidung einfangen, nämlich die zwischen börsennotierten Unternehmen mit und ohne stabilen Ankerinvestor (oft Familie). Hier zeigte sich als wesentliche Erkenntnis, dass die Drohung mit feindlicher Übernahme als argumentative Ressource und gerne bemühte Drohgebärde nach innen ausfällt und das Management erklärtermaßen gelassener mit Analysten- und Investorenmeinungen, -erwartungen und -empfehlungen umgehen kann. Nicht dass Kapitalmarktmeinungen und -erwartungen keine Rolle spielen, das tun sie sogar recht nachdrücklich, wenn z.B. das Management den (primären) Aktienmarkt für eine Kapitalerhöhung nutzen will, aber der spezifische Konformitäts- bzw. Zeitdruck, der von den Aktienmärkten ausgeht, wird als geringer wahrgenommen.

4 Wir fokussieren hier auf die Varianten des „Finanzmarktkapitalismus“, die die Kontrolle der nicht-finanziellen Unternehmen durch Finanzinvestoren zu einem Kernelement machen. Andere Konzeptionen setzen breiter an und nehmen insgesamt den hypertrophen Finanzsektor in den Blick (jüngst auch Windolf 2008). Diese Perspektive hat mit der 2008er Weltfinanzkrise und den daran anknüpfenden Ursachenanalysen an Bedeutung gewonnen (für Überblicke zu neueren Beiträgen siehe: Streeck 2009b; Sorge 2011), nicht zuletzt deswegen, weil dieser Finanzkrise keine Blasenbildung an den Aktienmärkten vorausging wie um die Jahrtausendwende, sondern eine Kredit- und Kreditderivateblase, bei der nicht einmal der Unternehmenssektor, sondern der Privatsektor (Haus- und Konsumkredite) im Vordergrund standen (siehe hierzu Dullien et al. 2009).

Gegen die Auffassung, dass die Koexistenz unterschiedlicher Eigentümerstrukturen und die relativ geringe Verbreitung der „Finanzmarktkapitalismus-konstellation“ in der deutschen Wirtschaft eine relevante Differenz zu einem voll ausgebildeten, idealtypischen „Finanzmarktkapitalismus“ nach Windolf (2005b) darstellt, lassen sich auf anderer Ebene Einwände formulieren. Natürlich muss berücksichtigt werden, dass die der Anzahl nach wenigen großen börsennotierten Unternehmen in institutionellem Streubesitz einen überproportionalen Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wirtschaftskraft und Beschäftigung halten und ihre Strategien zudem aufgrund ihrer oft zentralen Stellung in großen Zuliefernetzwerken über das eigene Unternehmen hinaus Wirkungen auch auf nicht börsennotierte Unternehmen haben (siehe etwa Streeck 2009b: 89). Es ist ferner mit „Ausstrahlungseffekten“ auf andere Sektoren der Wirtschaft zu rechnen. Dies kann sich auf Methoden der Unternehmensführung beziehen, die zwar in dem Sektor der börsennotierten Unternehmen ihren Ursprung haben, sich dann aber als „good“ oder „best practices“ darüber hinaus durchsetzen. Indizien dafür fanden wir in unserem Untersuchungssample. So konnten wir zeigen, dass die so genannte wertorientierte Unternehmensführung auch in den familiendominierten Unternehmen verbreitet ist, was vor Augen führt, dass man unterschiedliche Verbreitungsgrade von „Finanzmarktkapitalismus“ findet, je nachdem, welche Dimension des Wandels man in den Vordergrund rückt: Eigentumsstrukturen oder die „Diffusion“ von kapitalmarktorientierten Konzepten (Shareholder Value).⁵ Insgesamt bestärken unsere Befunde die gesteigerte Aufmerksamkeit für „varieties within varieties of capitalism“ in der international vergleichenden Kapitalismusforschung (vgl. Lane/Wood 2011).

5 Nur vermuten können wir, dass (womöglich) die am Kapitalmarkt geforderten höheren Renditen unter den Bedingungen gesteigerter Publizität und Öffentlichkeit auch bei Familieneigentümern zum anerkannten Maßstab werden. Gerade in Familienunternehmen mit weit verteilter, prinzipiell berechtigter Verwandtschaft mit nachlassenden familiären Bindungskräften kann die Vorgabe einer kapitalmarktkonformen Zielrendite eine wichtige Einigungsformel bzw. Bindungsmittel der auseinanderstrebenden Familienmitglieder darstellen: nach dem Motto: ‚Seht her, liebe Verwandtschaft, ihr bekommt auf alle Fälle das, worauf ihr auch woanders Anspruch hättet.‘ Dann kann es immer noch eine Differenz geben im Hinblick darauf, dass Familieneigentümer in zeitlicher Hinsicht geduldiger sind. Aber, zugegeben, wir verfügen hierzu über keinerlei empirische Einblicke, sind aber davon überzeugt, dass es eine viel versprechende Forschungsstrategie ist, den Spezifika des kapitalmarktorientierten Unternehmens gerade im Vergleich mit dem Familienunternehmen auf die Spur zu kommen, weitgehend Terra incognita für die Arbeits- und Industriesoziologie.

6.2 Welchen Stellenwert hat die Kapitalmarktorientierung für die börsennotierten Unternehmen?

Unsere allgemeine Antwort auf die Frage, welchen Stellenwert Kapitalmarktorientierung für börsennotierte Unternehmen hat, lautet: Sie dient einerseits der Autonomiesicherung der dominanten Koalition gegenüber der (wie wir gesehen haben) unterschiedlich ausgeprägten Gefahr der feindlichen Übernahme und der Sicherung bzw. Gewinnung von Ressourcen für Wachstums- und Innovationsstrategien, was die Übernahme anderer Unternehmen einschließen kann. Entgegen der erstaunlich hartnäckigen Annahme, dass die Aktie zum „dominanten Finanzierungsinstrument“ wird,⁶ konnten wir auch mit Fallstudienmaterial zeigen, dass Kapitalzufuhr über den (primären) Aktienmarkt eine (im Einzelfall durchaus relevante) Ausnahme, aber eben eine Ausnahme darstellt. Angesichts der Dominanz der Innenfinanzierung („retained earnings“) und der Relevanz von Kredit und mit ansteigender Tendenz der Anleihe (verbriefter Kredit) bei der Außenfinanzierung, ist es keine große Überraschung, dass es keinen Run auf die Börsenzulassung gibt (DAI 2008). Dass der Kapitalbedarf der Unternehmen „zunehmend nur über die Börse zu befriedigen“ sei, wie Sauer (2010: 560) meint, kann jedenfalls keinen wesentlichen Grund für einen Wandel zum „Finanzmarktkapitalismus“ darstellen.⁷ Wenn aber ein Unternehmen börsennotiert ist, wird der Börsenkurs aus den oben genannten Gründen relevant: Autonomiesicherung und fallweise Ressourcengewinnung. Hinzu kommt, dass das Management Börsenkursabhängigkeit auch bewusst inszenieren kann, um mit den mehr oder weniger authentisch artikulierten Kapitalmarkterwartungen intern unterneh-

6 Windolf 2005b: 23. Erstaunlicherweise verweist Windolf in der relativierenden Fußnote auf die unterschiedlichen Anteile der Kreditvergabe der Banken an den Unternehmenssektoren in den USA, Japan und Deutschland. Einmal abgesehen davon, dass die Zahlen gar nicht so klar zwischen den Länder-Fällen diskriminieren, ist doch die interessantere Größe, welchen Anteil die Aktie an der Unternehmensfinanzierung hat. Diesbezüglich sind die Befunde eindeutig. Die Aktie ist weder in den USA noch in Deutschland „dominantes Finanzierungsinstrument“ (vgl. Treeck et al. 2007).

7 Solche Auffassungen, einmal durch relevante Autoren wie Windolf autorisiert, scheinen sich ohne weitere Prüfung in der einschlägigen Literatur fortzupflanzen: Im Aufstieg des institutionellen Investors, so Brinkmann (2011: 22) „spiegelt sich zugleich der Bedeutungsverlust des für die rheinische Variante des Fordismus konstitutiven Bausteins eines ‚relational contracting‘ zwischen dem Unternehmen und ‚seiner‘ Hausbank und damit der tendenziellen Umstellung der Unternehmensfinanzierung von Krediten [dem ‚geduligen Kapital‘ der Banken, vgl. Windolf 2005b] auf Aktien.“ Dieser Vorstellung gemäß können die Fonds, den Unterschied zwischen Sekundär- und Primärmarkt verkennend, auch mit Abzug ihres Kapitals drohen (ebd.: 25): wenn der Aktionär seine Aktie verkauft, fließt Geld vom neuen Aktionär zum bisherigen Aktionär, nicht aber vom Unternehmen zu irgendeinem Aktionär, allenfalls hat der Verkauf Wirkungen auf den Aktienpreis.

menspolitische Weichenstellungen durchzusetzen. Wie abhängig und gefährdet ein Unternehmen am Kapitalmarkt ist, welche Erwartungen an es gerichtet werden, wie dominant und einheitlich diese sind, welche Konsequenzen bei Nichtbeachtung zu erwarten sind, all dies sind Fragen der Interpretation der Situation und der Kräfteverhältnisse, bei der die kapitalmarktnahen Personen an der Spitze natürliche Vorteile haben. Solche Kontroversen haben wir mit Fallmaterial einfangen können, z.B. bezüglich der Konstruktion von Übernahmegefahren. Ob es sich jeweils um eine bewusste Inszenierung handelt, ist für Beteiligte wie externe Beobachter auch deswegen nicht so einfach zu durchschauen, weil generell Kapitalmarkterwartungen unternehmensintern kommunikativ konstruiert werden und nicht „feststehen“ – Interpretation ist nicht für den Sonderfall der Inszenierung reserviert.

Einen Gesichtspunkt, weswegen der Börsenkurs auch dann relevant sein kann, wenn das Unternehmen nicht auf Kapitalzufuhr an der Börse angewiesen ist, haben wir leider nur unzureichend klären können: Wie sind Börsenbewertung mit den Kredit- bzw. Anleihekonditionen verbunden (externes oder Bankenrating)? Aus Interviews mit Investor Relations gibt es Hinweise darauf, dass die Aktienpreisentwicklung (insbesondere Volatilität) Auswirkungen auf die Konditionen der Kreditvergabe hat und der Börsenwert ein Signal für die Profitabilität des Unternehmens darstellt, die ihrerseits Bedingungen dafür schafft, dass Kredite oder Anleihen bedient werden können. Andererseits sind die Interessen der Kreditgeber andere als die der Aktionäre, zum Beispiel was die (unterstellte) Risikoneigung angeht (vgl. Kädtler/Faust 2008) – darauf hebt das bekannte Argument für „geduldiges Kapital“ in „bank-based“ gegenüber „market-based systems“ (Vitols 2005) ab. Jedenfalls macht all dies darauf aufmerksam, dass börsennotierte Unternehmen in aller Regel nicht nur am Aktienmarkt engagiert sind, sondern zumeist auch Kredite beziehen und Anleihen ausgeben, also mit verschiedenen Kapitalmärkten und Kapitalmarktakteuren zu tun haben, auf denen auch unterschiedliche Wissensintermediäre (Analysten und/oder Ratingagenturen) mit (vermutlich) zumindest partiell abweichenden epistemischen Praktiken und Interessendefinitionen auf die Unternehmen einwirken.⁸ Wie dies zusammen geht und ob sich daraus gegebenenfalls auch Autonomiespielräume für das Management ergeben, bedarf der Klärung durch weiterführende Forschung.

8 Das spricht auch für eine differenzierte Redeweise mit Blick auf institutionelle Investoren. Die pauschale Rede von *den* Fonds, Sammelstellen des wachsenden gesellschaftlichen Finanzvermögens (Deutschmann 2008b), die die Unternehmen (vorgeblich) „kontrollieren“, unterschlägt unter anderem die Unterscheidung zwischen Aktien- und Rentenfonds, die Geld unter anderem in Unternehmensanleihen anlegen. Aktienkauf geht zumindest mit Stimmrecht einher und deswegen kann man von einer potenziellen Ausübung von Kontrolle sprechen; für den Anleihenkauf gilt dies nicht, wohl aber sind Einflussnahmen möglich, nicht zuletzt von Marktintermediären wie Ratingagenturen.

6.3 Einfluss und/oder Kontrolle

Wir haben einigen Aufwand betrieben, zu analysieren wie Analysten und Fondsmanager Aktien bzw. Unternehmen bewerten. Alleine schon dadurch, dass diese ihre Kriterien und Maßstäbe der Analyse und Bewertung laufend kommunizieren, sei es in den Medien der Finanzmarktöffentlichkeit, sei es in den Kanälen der direkten Kommunikation mit den Unternehmen, nehmen Analysten und Fondsmanager Einfluss. Hinzu kommen klar kommunizierte Erwartungen in Bezug auf Corporate-Governance-Themen, aber auch fallweise Strategieempfehlungen. Letzteres bezieht sich auf „professionelle“ Vorlieben wie das Fokussierungsthema, kann aber auch andere Themen beinhalten, die aus Wettbewerbsvergleichen abgeleitet werden. Der Übergang von Analyse und Bewertung zur Einflussnahme ist fließend; häufiges Nachfragen einer Vielzahl von Kapitalmarktakteuren zu einem Gesichtspunkt, signalisiert: Es muss etwas getan werden und eine Richtung ist auch schon erkennbar: ‚Warum ist das gebundene Kapital in Beständen so viel höher als bei den wichtigsten Wettbewerbern? Warum gibt es noch keine China-Strategie?‘

Einige der Kriterien, nach denen Analysten und Fondsmanager bewerten bzw. Einfluss nehmen, sind kapitalmarktspezifisch, d.h. aus der spezifischen Eigentümerposition abgeleitet, wie sie in der Agenturtheorie begründet ist (Faust/Bahn Müller 2007): eine anreizkompatible Managervergütung, das Recht, eine Diversifizierung selbst vornehmen zu können und nicht zuletzt die Forderung nach einer kapitalmarktadäquaten Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals. Anderer Kriterien stammen aus der vergleichenden Wettbewerbsanalyse und sind nah an dem, was auch in Business Schools und Managementberatungen gemacht wird. Dieses Wissen unterliegt den gleichen Zyklen und Modewellen, wobei wir vermuten, dass die Kapitalmarktakteure wegen ihrer spezifischen Beobachterposition modeanfälliger sind. Insofern kann man hier von einem homogenisierenden Einfluss ausgehen. Dies wäre noch nicht „acting in concert“ im Sinne von abgestimmten Entscheidungen in den formellen Gremien der Unternehmensaufsicht oder als Käufer/Verkäufer auf dem Aktienmarkt, aber eine gleichgerichtete Einflussnahme auf der Grundlage gleichartiger Interessendefinition und kognitiver Rahmungen (vgl. auch Nicolai et al. 2010).

Aber darin geht es nicht auf. Analysten sind auf Differenzierung von anderen Analysten angewiesen, um sich im Markt der Meinungen interessant zu machen. Sie reagieren damit auf das Differenzierungsbedürfnis ihrer Kunden, der institutionellen Investoren. Dies kann bedeuten, dass eine bestimmte Firma in einer anderen Interpretationsrahmung analysiert wird als üblich; es kann aber auch bedeuten, dass von Zeit zu Zeit neue Rahmungen entstehen. Die „New-Economy“-Story war eine solche neue Rahmung, die gesamtwirtschaftliche Auswirkungen hatte, weil sie zugleich große Teile der Wirtschaft „alt“ aussehen

ließ: „Old Economy“ eben, auf dem absteigenden Ast mit geringen Wachstumsaussichten und Gewinnmargen. Andere neue Rahmungen sind oft feld- oder sektorenspezifischer, etwa die Biotechnologie-Story, die Life-Science-Story (Kädtkler 2006) oder die Nanotechnologie-Story. Börsennotierte Firmen sind jedoch nicht nur passive Objekte der Analyse und Einordnung. Um gut dazustehen, kann es sich empfehlen, eine „Equity-Story“ zu entwickeln, welche die eigene Firma in einen vorteilhafteren Rahmen stellt. Auch ganz neue „Storys“ sind keine ausschließlichen Erfindungen der Kapitalmarktakteure. Wissenschaft, Managementberatung und Wirtschaftspresse sind Mitkonstrukteure neuer „grand narratives“ (Froud et al. 2006) wie die „hero manager“ und Gründer der jeweils neu entstehenden und viel versprechenden „Welten“. Analysten und Fondsmanager, die solche Fiktionen aufgreifen, können allerdings einen besonderen Effekt auslösen, weil sie unmittelbar Geldbewegungen anstoßen bzw. veranlassen.

Mit unserer Studie konnten wir zu diesen Fragen erstmals qualitative Empirie beisteuern; dennoch sind wir uns der Grenzen unseres empirischen Zugriffs bewusst. Vieles davon bedarf weiterer sorgfältiger und systematischer Analyse.

Zum einen bezieht sich dies auf notwendige Differenzierungen zwischen verschiedenen Arten von institutionellen Investoren, die Aktien halten, und auf die Differenzierung von Richtung und Intensität ihrer Einflussnahme auf oder gegebenenfalls auch Kontrolle über Unternehmen. In unserer Studie haben wir eine spezielle Gruppe von Kapitalmarktakteuren befragt, nämlich diejenigen, die sich in ihren Strategien auf das realwirtschaftliche Referenzobjekt beziehen: Analysten, die Fundamentalanalyse betreiben und Fondsmanager, die auf dieser Grundlage Aktien bzw. Unternehmen zur Geldanlage auswählen. Für diese Investoren erweist es sich prinzipiell als sinnvoll, Einfluss auf die Unternehmen zu nehmen und in der Kommunikation mit dem Management Empfehlungen und Forderungen aussprechen. Aber selbst unter ihnen sind Einflussnahmen jenseits allseits anerkannter Corporate-Governance-Themen nicht immer gleichgerichtet, etwa zwischen Fonds mit unterschiedlichen Anlagestrategien, und zudem im Zeitablauf wechselnd. Ferner kann man nicht umstandslos davon ausgehen, dass alle Investoren mit Bezug zum realwirtschaftlichen Referenzobjekt auch die Kosten und Energie aufbringen wollen oder können, die enge Überwachung, Kommunikation mit dem Management, Einflussnahme oder gar Kontrollausübung erfordern. Anders als Windolf (2005b) halten wir „Shareholder Activism“, und erst recht gleichgerichtetes „acting in concert“ für voraussetzungsvoll.⁹ Es muss näher geklärt werden, unter welchen Umständen es zustande kommt, zumal die Konkurrenz von kostengünstigen passiven Fonds, die überwiegend Indi-

9 Bei Windolf (2008: 531) heißt es hierzu: „Die Fonds realisieren die Option voice, wenn sie ihr Verhalten koordinieren und das Management zwingen, ihren Anweisungen zu folgen.“

zes nachbilden, jegliches kostenträchtige Monitoring unter Begründungspflicht setzt. Mehrkosten müssen sich in Mehrrendite umsetzen, was recht selten gelingt. Generell wirft Shareholder Activism Probleme kollektiven Handelns auf. Nahe liegend ist es, dass Trittbrettfahrer auftreten, die sich auf das Monitoring und den Activismus der Wenigen verlassen. Auch unter diesem Gesichtspunkt kann nicht so einfach von den institutionellen Investoren als einem Kollektivakteur ausgegangen werden, wie das Windolf (2005b) nahelegt. Dies gilt erst Recht, wenn wir diejenigen institutionellen Investoren mitberücksichtigen, die ohne Bezug zum realwirtschaftlichen Referenzobjekt, etwa auf Basis von technischer Analyse der Preisbewegungen von Aktien, in Aktien investiert sind. Sie beeinflussen ebenfalls die Aktienpreise, haben aber kein Interesse die Unternehmenspolitik zu analysieren oder gar zu beeinflussen, da ihre Investitionsentscheidungen vollkommen losgelöst davon erfolgen. Dies alles bedarf genauerer Analyse.¹⁰

Dies schließt auch die Frage ein, wie institutionelle Investoren neben der Einflussnahme über die direkte Kommunikation mit dem Management und als Mitkonstrukteur der Finanzmarktöffentlichkeit und deren diskursive Figuren (Kädtler 2003, 2009, 2010) ihr Stimmrecht nutzen, um über die formalen Gremien der Hauptversammlung und des Aufsichtsrats die Unternehmenspolitik direkter (mit-)bestimmen zu können.¹¹ Aus dem Wenigen, was wir bisher in Erfahrung bringen konnten und was die bisherige Forschungsliteratur zu Deutschland hierzu beitragen kann (Steiger 1998; Bassen 2002), ergibt sich, dass Shareholder Activism in diesem Sinne recht selten ist, und konzertierte Aktion in besonderem Maße voraussetzungsvoll (zu Erfahrungen aus der angelsächsischen Welt: Black 1998; Black/Coffee 1994). Allerdings gibt es auch immer wieder Meldungen über das Auftreten von Fondsmanagern auf Hauptversammlungen und jüngst sogar Forderungen nach Vertretung im Aufsichtsrat (Infineon). Angesichts dieser Sachlage haben wir in unserer Studie überwiegend von Einflussnahme und nicht Kontrolle gesprochen. Einflussnahme kann je nach Konstellation durchaus wirksam sein, da die Voice-Option mit der Drohung der Exit-Option kombiniert werden kann, die wiederum den Aktienpreis beeinflusst und damit die Verwundbarkeit der dominanten Koalition und der darin aufgenom-

10 Ein derzeit am SOFI Göttingen laufendes, von Jürgen Kädtler und Michael Faust durchgeführtes Forschungsprojekt geht solchen Unterscheidungen zwischen verschiedenen Investorengruppen und ihren Strategien nach, um ein besseres Verständnis davon zu gewinnen, zu welchen Themen und Fragen Einflussnahme einheitlich ist und wo eher diffus und wechselnd.

11 Die scheidenden Bankvertreter in den Aufsichtsräten wurden jedenfalls nicht durch Fondsmanager oder Vertreter der Kapitalanlagegesellschaften ersetzt, dies sind weiterhin heroische Ausnahmen (Kädtler 2006); stattdessen nahm erst einmal der Anteil der ehemaligen Manager zu, die in den Aufsichtsrat oder gar deren Vorsitz wechseln (Höpner 2003).

menen Interessen. Dies haben wir in unsere Studie mit Fallmaterial näher analysiert und eine zentrale Aussage besteht darin, dass die (interpretationsbedürftige) Kapitalmarktexposition diese Verwundbarkeit in bedeutsamer Weise beeinflusst.

Diese unterschiedlichen Arten von Beziehungen zwischen Fonds und Management bzw. Unternehmen haben wir mit dem „Doppelcharakter der Aktie“ einzufangen versucht. Die Aktie stellt einerseits eine Geld- bzw. Vermögensform dar, die sich von den Bewegungen der Wirtschaftseinheiten emanzipieren kann, auf die sie sich ursprünglich bezog (das emittierende Unternehmen), und andererseits einen Rechtstitel, der Eigentums- bzw. Kontrollrechte begründet, die das Potenzial engerer Rückbindung impliziert (formale Stimmrechte, informelle Einflussnahme). Von daher reichen die Beziehungsmuster von Indifferenz gegenüber dem realwirtschaftlichen Referenzobjekt, dem Unternehmen und der Unternehmenspolitik, über informelle Einflussnahme (mit dem Drohpotenzial Exit-Option und des Umschaltens auf formale Kontrolle ausgestattet) bis hin zur Wahrnehmung formaler Kontrollrechte (kulminierend in dem ultimativen Recht der Neubesetzung des Vorstands). Was unter welchen Bedingungen der Fall ist und welche Entscheidungen auf Unternehmensebene in welcher Weise gerahmt oder gar determiniert werden, muss empirische Analyse herausfinden. Einige Schritte auf diesem Weg sind wir gegangen, weitere sind zu gehen.

Angesichts dieser Sachlage verwundert die einseitige Festlegung auf erzwingende Kontrollausübung in zentralen Texten zum Finanzmarktkapitalismus (Windolf 2005b, 2008; Deutschmann 2008a, 2008b), die zudem mit klaren Vorstellungen über deren inhaltliche Bestimmungen verknüpft werden. Windolf (2008: 527) sieht

„den Aktienmarkt nicht als einen Markt, auf dem der Erwartungswert zukünftiger Erträge gehandelt wird, sondern als einen Markt, auf dem Eigentumsrechte gehandelt werden, d.h. Kontrollchancen, mit deren Hilfe Anleger die Höhe und den Zeitpunkt von Auszahlungen beeinflussen können. Investment-Fonds veranlassen das Management z.B., die Aktien des Unternehmens zurückzukaufen, um Kurssteigerungen auszulösen. Die Auszahlung von Sonderdividenden ist eine weitere Methode, den free cash flow möglichst weitgehend abzuschöpfen.“¹²

Bei Deutschmann (2008b: 514) sind die Konsequenzen noch drastischer: die „durch die Fonds kontrollierten Unternehmen“ können sogar „verkauft oder ge-

12 Obwohl Windolf hier von „Kontrollchancen“ spricht, ist nicht immer klar, ob damit die Ausübung von Kontrollrechten in den dafür vorgesehenen Gremien gemeint ist. Die Kombination von Voice-Option mit Exit-Drohung, die wir als Einflussnahme verbucht haben, scheint auch als „Kontrolle“ aufgefasst zu werden. Auf alle Fälle ist die Einflussnahme als „zwingend“ konzipiert, so als ob bindende Beschlüsse in zuständigen Gremien gefasst worden wären.

geschlossen“ werden, wenn die „vereinbarten Renditeziele“ nicht erfüllt werden.¹³ Von beiden Autoren werden die Aussagen nicht plausibilisiert bzw. die Bedingungen näher bestimmt, unter denen die Kontrolle in der jeweils beschriebenen Weise wahrgenommen wird. Haben Fonds nicht über längere Zeiträume gut an den Kurssteigerungen von New-Economy-Unternehmen verdient, obwohl die betreffenden Unternehmen weit davon entfernt waren Renditeziele (ob vereinbart oder nicht) zu erfüllen? Was rechtfertigt es anzunehmen, dass Kontrollchancen vor allem bezüglich der Festlegung der Höhe und des Zeitpunkts von Auszahlungen wahrgenommen werden? Und wie soll man sich (zumal unter den Bedingungen einer dualen Struktur der Unternehmensaufsicht wie in Deutschland) vorstellen, dass Fonds bei Nichterfüllung von Renditezielen das Schließen des gesamten Unternehmens veranlassen können? Allenfalls kann gemeint sein, dass die Unternehmensleitung gedrängt wird, renditeschwache Unternehmensteile zu schließen oder zu verkaufen. Auch bleiben bei – in Fußnoten dargestellten – „Belegen“ für die strikte Managerkontrolle durch die neuen Eigentümer viele Fragen unbeantwortet bzw. werden erst gar nicht gestellt. So „belegt“ Windolf (2008: 531) seine Aussage, dass die Fonds „ihr Verhalten koordinieren und das Management zwingen, ihren Anweisungen zu folgen“ mit einem BBC-Business-Bericht, wonach ein Hedgefond das Management von Cadbury angehalten habe, einen britischen Produktionsstandort zu schließen und die Produktion nach Polen zu verlagern, was dann auch erfolgte. Kann man Fälle ausschließen, in denen sich das Management entsprechenden Empfehlungen von Fondsmanagern widersetzt oder aus eigener Erwägung, ganz ohne Einflussnahme oder Kontrolle durch Fonds, zu entsprechenden Entscheidungen kommt? Kann dies auch in Unternehmen geschehen, die nicht börsennotiert sind und diesen Einflussnahmen gar nicht ausgesetzt sind? Wie ist dies dann zu interpretieren: als Finanzmarktkapitalismus ohne die zugehörige Eigentümerstruktur? Kann es vorkommen, dass börsennotierte Unternehmen kostenmotivierte Verlagerungen aus anderen, auch wettbewerbsrelevanten Gründen wieder zurücknehmen oder von vorneherein unterlassen oder wird das generell durch die Fonds als kontrollierende Eigentümer unterbunden? Die Berechtigung dieser Nachfragen wird durch unsere Untersuchungsergebnisse vielfältig belegt (siehe vor allem Kapitel 2).

13 An anderer Stelle legt Deutschmann (2005: 66) nahe, dass die neuen Eigentümer so weitgehend Kontrolle ausüben, dass die Trennung von Eigentum und Kontrolle aufgehoben scheint: „Um ihre Kontrolle über das Unternehmen zu erhöhen, versuchen die Eigentümer das Verhalten der Manager und Beschäftigten durch detaillierte Kennziffersysteme, Zielvereinbarungen und Gewinnvorgaben zu steuern.“

6.4 Die Kontroverse um die Kurzfristorientierung und Profitmaximierung

Eine verbreitete Annahme in der einschlägigen Literatur lautet, dass der Finanzmarktkapitalismus die Unternehmen zu einer „kurzfristigen Strategie der Profitmaximierung“ zwingt (Windolf 2005b: 20). Diese These wird in Variationen von verschiedenen Autoren vertreten. Bei Windolf (ebd.) und bei Deutschmann (2005) sind es die Fonds als die neuen Eigentümer an den Unternehmen, welche die Unternehmen zu dieser Strategie zwingen, Dörre/Brinkmann (2005: 101) hingegen argumentieren, dass eine „neue Managerelite“ selbst „das Streben nach kurzfristiger Gewinnmaximierung ins Zentrum des eigenen Handelns stellt.“ Während bei Windolf und Deutschmann eher ein widerstrebendes Management von den neuen Eigentümern zur kurzfristorientierten Gewinnmaximierung genötigt wird, ist bei Dörre/Brinkmann das „strategiefähige Management“ der treibende Faktor des Wandels zu einem finanzialisierten „flexiblen Produktionsmodell“. Im Ergebnis gleichen sich die Positionen an; auch nach Dörre et al. (2011) ist der Finanzmarktkapitalismus auf Unternehmensebene durch ein „Management der kurzen Frist“ verbunden mit einer „Kultur der *Maximalprofite*“ (ebd.: 80, Hervorhebung d. V.) charakterisiert.

Allerdings gibt es zwischen den zitierten Autoren hinsichtlich der Effekte auf der Unternehmensebene (und der potenziellen gesamtwirtschaftlichen Aggregatwirkungen) erhebliche Unterschiede, die unseres Wissens bislang unkommentiert nebeneinander existieren. Deutschmann (2005, 2008a, b) argumentiert vor allem mit den innovationsfeindlichen Wirkungen der Kontrolle durch die neuen Eigentümer, die mit „depressiven Effekten“ auf das Wirtschaftswachstum verbunden sind. Eine ganze Reihe von Faktoren trägt zu der dem Finanzmarktkapitalismus innewohnenden Tendenz zur Innovationsschwäche bei: die Dauerbeobachtung der Investitionsentscheidungen des Management und deren Begründungspflicht, die zur Unternehmenswertung eingesetzten Kennziffersysteme, die der Standardisierung von Strukturen und Entscheidungen Vorschub leisten, aber auch der Zwang, liquide Mittel vorrätig zu halten, um sie bei drohender feindlicher Übernahme zum Kauf eigener Aktien verwenden zu können. „Die durch die institutionellen Investoren durchgesetzten Reorganisationen auf Unternehmensebene“ erzeugten auf diese Weise „ein eher ungünstiges Umfeld für innovative Prozesse und Projekte und mit ihnen für das Wachstum der Unternehmen“ (Deutschmann 2008a: 172). Als Alternativen zu Innovation zur Erfüllung der dennoch unabweisbaren kurzfristigen Gewinnmaximierung stehen dann nur noch Strategien auf Kosten der abhängig Beschäftigten zur Verfügung: Lohnsenkungen und Steigerung der Leistungsanforderungen (Deutschmann 2005: 77). Kapitalverwertung verwandelt sich damit „aus einem Positivsummen- in ein Nullsummenspiel, das kein wirtschaftliches Wachstum mehr hervor-

bringt, sondern sich in der Umverteilung der Lohn- zugunsten der Kapitaleinkommen erschöpft“ (ebd.).¹⁴

Während bei Deutschmann Innovationen erschwert, wenn nicht unterbunden werden, läuft bei Windolf (2008) die Argumentation genau in entgegengesetzter Richtung. Ihm zufolge können Fonds, die selbst unter erheblichem Konkurrenzdruck stehen, die erforderlichen Renditen nur erzielen, wenn sie die kontrollierten Unternehmen zu immer riskanteren Innovationen treiben. Die institutionellen Investoren versuchen jene Strategien in den Unternehmen durchzusetzen, „die eine Maximierung der kurzfristigen Rendite erwarten lassen“ (ebd.: 521), diese können aber nur noch mit riskanten Innovationen erzielt werden.

„Je höher die Renditeforderungen der Finanzinvestoren, umso riskanter werden die Innovationen, auf die sich das Unternehmen einlassen muss, und umso höher ist die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns.“¹⁵

Bei Windolf (ebd.) führt die Entwicklung gewissermaßen in einen Innovationswettbewerb, der aber immer mehr Innovationen scheitern lässt, während bei Deutschmann die Entwicklung in ein Erlahmen der Innovationstätigkeit mündet, weil die innovativen Projekte, die eventuell höhere Renditen „verdienen“ könnten, gar nicht mehr in den Blick kommen bzw. deren Grundlagen trocken gelegt wurden.

Was können wir mit unserer Studie zur Klärung der These beitragen, dass der Finanzmarktkapitalismus in den hier zugrunde gelegten Fassungen zur dominanten Herausbildung kurzfristig orientierter Profitmaximierung führt? Vorab ist zu sagen, dass die aufgeworfene Frage schon deswegen schwierig zu beantworten ist, weil sie mit begrifflichen Unklarheiten belastet ist, wodurch generell empirische Überprüfungen erschwert werden. Sie betreffen vor allem den Begriff der Profit- oder wahlweise Gewinnmaximierung, genauer die Maximie-

14 Dörres (mit Kollegen) Beiträge bestätigen diesbezüglich tendenziell die Position Deutschmanns (vgl. zuletzt Dörre et al. 2011).

15 Windolf 2008: 522. Diese Position Windolfs hat jenseits der schon diskutierten Kontrollunterstellung spezifische Unklarheiten. Wie kann es sein, dass besonders ertragreiche (weil definitionsgemäß riskante) Innovationen ausgerechnet „kurzfristig“ ins Werk gesetzt werden können und diese Optionen dem Management einfach so zur Verfügung stehen, als eine Art Portfolio vorab nach Risikograd und Rendite differenzierter Innovationsvorhaben, die man nur nach Lage der extern geforderten Rendite abzurufen braucht. Diese Vorstellung scheint zu sehr von der finanzökonomischen Theorie (Trade-off zwischen Rendite und Risiko) und zu wenig von der Innovationsforschung inspiriert zu sein. Sie steht in starkem Gegensatz zu dem von Deutschmann (2005) zu Recht betonten Emergenzcharakter von Innovationen. Auch stehen diese Aussagen in Widerspruch zu anderen Aussagen im gleichen Text, wonach das Bestreben der Fonds vor allem darauf gerichtet ist, möglichst viele freie Mittel ausgeschüttet zu erhalten (Windolf 2008: 527), was die verfügbaren Mittel für interne Innovationsvorhaben gerade beschränkt.

rungsvorstellung, die darin enthalten ist. Wir plädieren dafür, sich von der Rede-weise der Profitmaximierung gänzlich zu verabschieden. Es handelt sich um eine Denkfigur aus dem Modellbaukasten der ökonomischen Wissenschaft, die in der Praxis allenfalls als rechtfertigende Rhetorik Verwendung findet, aber kein instruktives Handlungsziel abgibt. Maximierung ist nur in einer Theorie-welt möglich, in der die jeweilige Größe in einer stetigen Funktion anderer Grö-ßen mit einem Maximalwert dargestellt werden kann. In der realen Welt, in der wirtschaftliche Entscheidungen mit Ungewissheit belastet sind, ist Maximierung kein instruktives Ziel und zwar in einem elementareren Sinn als bei anderen Ziel-ausprägungen (Gewinnsteigerung etwa). Gemeinsam ist allen Steuerungsversu-chen über Zielgrößen die Ungewissheit, durch welches Handeln bei unbekann-tem Mithandeln anderer eine Veränderung oder Verbesserung der Zielgröße erreicht werden kann. Bei der Maximierungsvorstellung kommt hinzu, dass kein Manager oder institutioneller Investor wissen kann, wann das Ziel erreicht ist; bei jedem nach einer bestimmten Periode erzielten Ergebnis kann allenfalls fest-gestellt werden, ob es mehr oder besser ist als vorher, mehr oder besser als bei anderen.¹⁶ Deswegen werden Manager (und andere Mitarbeiter) in realen Orga-nisationen nie mit Maximierungszielen konfrontiert, weil diese nicht operationa-lisiert, nicht incentiviert und auch nicht kontrolliert werden können.

Aus diesen Gründen finden wir es auch nicht sinnvoll, Profitmaximierung als eine empirisch festzustellende neue Handlungsweise zu behaupten. So argu-mentiert Windolf (2005b: 23), dass in den 1960er Jahren Manager großer Aktien-gesellschaften nur „zufriedenstellende“ Profite („Satisficing“) angestrebt hätten, während im neuen Regime unter der Herrschaft der neuen Eigentümer nunmehr Profitmaximierung Einzug hält. Eine solche Behauptung ließe sich allenfalls auf der Ebene der Rhetorik über Ziele nachweisen. Wie der von Windolf als Beleg zitierte Aufsatz von Simon (1979; seine Nobelpreisrede) zeigt, beruht die Unter-scheidung zwischen *Satisficing* oder *Maximizing* nicht auf der Annahme empi-risch beobachtbarer und daher auch im Zeitablauf änderbarer Zielsetzungen bzw. Zielausprägungen. Die Unterscheidung geht auf die empirische Entschei-dungsforschung zurück, die herausstellte, dass *Maximizing* nur in restriktiven ökonomischen Modellwelten möglich ist (Schimank 2005). Die Differenz beruht auf Ungewissheit: „the replacement of optimization by targets and satisficing goals“ (Simon 1979: 510). „Als Praktik inkrementalistischen Entscheidens ist ‚satisficing‘ so allgegenwärtig, dass es schwer fällt, überhaupt Beispiele für ‚maximizing‘ zu benennen“ (Schimank 2005: 275). Das gilt gerade auch für Unternehmen und das Thema Profitmaximierung.

16 Entgegen der Absichten der Autoren, die den Terminus „Profitmaximierung“ verwen-den, kann in der Logik dieser Begriffswelt, auch eine sehr niedrige Rendite maximal sein: „Ich habe maximiert, mehr geht unter den obwaltenden Umständen nicht“.

„Je wichtiger eine Entscheidung ist, desto höher ist wahrscheinlich ihre Komplexität, desto unumgänglicher wird faktisch ‚satisficing‘, aber desto unverzichtbarer wird deklaratorisch ‚maximizing‘.“ (Ebd.: 277)

Gerade strategische Entscheidungen in Unternehmen sind von hoher Komplexität und genuiner Ungewissheit gekennzeichnet. Schimank betont, dass „Satisficing“ nicht bedeutet, dass man sich beliebig herunterhandeln lässt oder lassen muss (ebd.). In Bezug auf Gewinn- oder Renditeziele kann das heißen, dass anstelle von Maximierung bestimmte Mindestziele definiert werden, wie das im Zuge der Einführung „wertorientierter“ Steuerungssysteme in den Unternehmen erfolgt, die die Renditeerwartungen des Kapitalmarkts aufgreifen. Wie wir zeigen konnten, werden die Zielvorgaben in unserem Fallspektrum auch weithin als höher als früher wahrgenommen.¹⁷ Auf diese Weise lassen sich solche Mindestziele auch schrittweise als periodische Zielvorgaben zur Steuerung einsetzen, wenn das Unternehmen oder ein Unternehmensteil noch weit von den „utopischen“ Renditezielen entfernt ist (vgl. Kapitel 3.3).

Ortmann (2010: 250) hat als Alternative zum Konzept des Satisficing das Konzept der „Überbietung“ als „institutionellen Imperativ“ für kapitalistische Ökonomien bzw. Unternehmen vorgeschlagen. Das Konzept der Überbietung ist im Einklang mit der spezifischen „kapitalistischen Dynamik“ (Deutschmann 2008a) bzw. der Marx’schen Vorstellung, dass kapitalistische Unternehmer „bei Strafe des Untergangs“, getrieben durch das „äußere Zwangsgesetz der Konkurrenz“, die Produktionsinstrumente und Produkte fortwährend revolutionieren müssen. Man weiß nie, ob das Erreichte genug ist, weil hinter dem Rücken Wettbewerber an neuer Überbietung arbeiten; dennoch kann „Überbietung“ auf unterschiedliche Arten operationalisiert, als Handlungsziel für organisationale Prozesse instruktiv gemacht, die Erreichung kontrolliert und gegebenenfalls mit Belohnungen versehen werden. So kann Überbietung bedeuten, in jeder Periode besser zu werden als zuvor oder besser als die anderen, die Wettbewerber. Auf alle Fälle bedarf es eines Vergleichsmaßstabes. Wie wir zeigen konnten, tragen die externen Kapitalmarktakteure zu solchen Mechanismen der Überbietung bei, indem sie Unternehmen in einen permanenten Wettbewerbsvergleich zwingen, den diese – anders als bei eigenem „Benchmarking“ – viel weniger steuern können.¹⁸ Außerdem kommen neue Vergleichsmaßstäbe hinzu, die aus der spezifi-

17 Noch einmal angemerkt: Ziele und Zielerreichung sind nicht gleichzusetzen. Auch Mindestziele können „utopisch“ sein. ‘Financialization sets firms utopian objectives such as value creation by management intervention. This corporate objective is almost certainly unrealizable in most firms most of the time, yet the world may be changed by management’s attempts to achieve that objective’ (Froud et al. 2006: 4).

18 Notabene: Überbietung wird als ein allgemeiner „institutioneller Imperativ“ des Kapitalismus verstanden, der nicht spezifisch ist für kapitalmarktorientierte Unternehmen. Für

schen Eigentümerposition begründet werden. Es muss mehr sein als eine risikofreie Anlage und es muss das Risiko der Aktienanlage generell und des spezifischen Unternehmens berücksichtigt werden.

Konzeptionell bietet die Abkehr von der Maximierungsvorstellung die Möglichkeit, dass Veränderungen prinzipiell empirisch beobachtbar werden, z.B. als Veränderungen von Ziel- bzw. Mindestrenditen im Zeitablauf, die dann mit den tatsächlich erreichten Renditen verglichen werden können (beispielhaft für die USA und UK: Froud et al. 2006). Aufschlussreich, aber schwieriger zu realisieren, wären Vergleiche zwischen verschiedenen Sektoren der Wirtschaft, speziell börsennotierten und nicht-börsennotierten Unternehmen. Die Behauptung einer Umstellung von Satisficing auf Profitmaximierung kann hingegen nicht überprüft werden; allenfalls ließe sich eine veränderte Rhetorik festhalten. Die These von der Umstellung auf Profitmaximierung bleibt unüberprüft, weil nicht überprüfbar.¹⁹

Was die Frage der Fristigkeit angeht, plädieren wir dafür, strikt zwischen der Fristigkeit der Anlageentscheidungen der jeweiligen Investoren und der Fristigkeit der Strategien der betreffenden Unternehmen im Hinblick auf die Erreichung finanzieller Oberziele zu unterscheiden (seien sie nun als Maximierung formuliert oder nicht). Auf dieser Grundlage kann dann bestimmt werden, wie diese beiden Fristigkeiten aufeinander bezogen sind und wie die Strategien der Fonds und die Übernahme von Konzepten der „wertorientierten Unternehmensführung“ die Fristigkeit der Unternehmensentscheidungen beeinflussen können. Unter anderem mit den Ergebnissen unserer Untersuchung konnten wir zeigen, dass die beiden Fristigkeiten nicht so eng aufeinander bezogen sind, wie das Windolf (2005b) gefasst hat, der argumentiert, die operatorische Logik der Finanzmärkte greife notwendig auf die Unternehmen über. Dies liegt auch darin begründet, dass die finanziellen Oberziele von Investoren (Aktionärsrendite) und von Unternehmen (Unternehmensrendite) nicht so eng verkoppelt sind.²⁰

letztere gelten nur spezifische Ausprägungen der Überbietung als institutioneller Imperativ.

- 19 Ein spezielles terminologisches Problem stellt die Kombination „kurzfristige Profitmaximierung“ dar, weil der Zusatz „kurzfristig“ nicht als semantische Ergänzung (nähere Kennzeichnung), sondern als Negation wirkt. „Kurzfristig“ zeigt an, dass die verfügbaren Handlungsoptionen durch zeitliche Begrenzung eingeschränkt sind (z.B. nur Kostensenkung). Somit wird suggeriert, dass mit mehr Zeit und damit mehr oder anderen, nur durch mehr Zeit verfügbare Optionen (Innovationen) auch bessere Ergebnisse erzielt werden könnten. All dies zeigt nur an, dass Maximierung ohne klar definierte Kontextbedingungen zeitlicher und sachlicher Art ein vollkommen leerer Begriff ist.
- 20 So können Investoren hohe Renditen aus Aktien von Unternehmen erzielen, deren Unternehmensrenditen unterdurchschnittlich oder gar nicht vorhanden sind, die aber ein plausibles, auch von anderen geteiltes Zukunftsversprechen haben (wie im Fall der New-Economy-Ära oder von Value-Investoren, die in vielversprechende „underperformer“

Hinzukommt der oben schon erwähnte Aspekt, dass für Investoren, die sich in ihrer Anlagestrategie überhaupt nicht auf die realwirtschaftliche Strategie des Unternehmens beziehen (wie etwa Anlagestrategien auf Basis technischer Analyse der Preisbewegungen der Aktie selbst), weder der Grad der Profitabilität noch die Fristigkeit der Unternehmensentscheidungen eine Rolle spielen.²¹

Unser eigener empirischer Beitrag zur Klärung der Frage, ob die Kapitalmarktorientierung zur Kurzfristorientierung der Unternehmen beiträgt, auf welchen Wegen und unter welchen Bedingungen dies geschieht, setzt an der erwähnten Ebenenunterscheidung an: (a) externe Beobachtung, Bewertung und Einflussnahme und (b) interne Organisation und Steuerung.

Die externe (vergleichende) Beobachtung und Bewertung der Unternehmen durch („fundamental“ arbeitende) Analysten und Fondsmanager, die mit der auf verschiedenen Kommunikationswegen erfolgenden Übermittlung mehr oder weniger expliziter und einheitlicher Erwartungen, Empfehlungen oder Forderungen einhergeht, kann unter näher zu bestimmenden Bedingungen einen erheblichen kurzfristigen Anpassungsdruck auf die Unternehmen ausüben. Zumindest müssen sie sich erklären und rechtfertigen; Ankündigungen und Versprechen der Besserung oder Veränderung werden in kurzen Zyklen gehalten und auf Einhaltung und Erfolg überprüft („Promise and Deliver“). Als wesentliche Bedingung dafür, wie stark der kurzfristige Anpassungsdruck wahrgenommen wird („Maßnahmen zur kurzfristigen Kurspflege zu ergreifen“ wie es im IR-Interview hieß), erweist sich die Kapitalmarktexposition, die wesentlich an der Eigentümerkonstellation und der Abhängigkeit vom Börsenkurs hängt. Denn das hauptsächliche Druckmittel der Investoren ist die Drohung mit Abwanderung, die sich negativ auf den Börsenkurs und damit auf die Übernahmegefahr auswirken kann.

Wie die Innovationstätigkeit von Unternehmen extern beobachtet und bewertet wird und welche Einflüsse gegebenenfalls über Forderungen und Empfehlungen ausgeübt werden, haben wir nicht so systematisch untersucht, wie es für die oben aufgeworfenen Fragen wünschenswert gewesen wäre. Es ist aber ausreichend klar, dass die Innovativität des Unternehmens einen zentralen Beobachtungs- und Bewertungsgesichtspunkt darstellt, weil Innovationen als wesentlich für Wachstumsaussichten und Margenverbesserungen gelten (siehe auch

investieren). Umgekehrt können Investoren niedrige Aktionärsrenditen erzielen, obwohl die Unternehmen hohe Renditen erwirtschaften, weil sie sich bei diesen Firmen zu einem Zeitpunkt engagierten, als die guten Performance(-aussichten) sich schon überall herumgesprochen hatten und die Preise schon hoch waren.

21 Im Fall von Investoren ohne Bezug zum realwirtschaftlichen Referenzobjekt ist überhaupt keine Rückwirkung auf das Unternehmen zu erwarten: Die Preisbewegungen, die hierdurch gegebenenfalls ausgelöst werden, sind stumm und nicht instruktiv für das Unternehmen. Umgekehrt kann das Unternehmen durch die Ausgestaltung seiner Equity-Story die Kalküle der Akteure auch nicht auf nachvollziehbare Weise beeinflussen.

Kädtler 2009: 16). Allerdings trifft auch zu, dass Unternehmen, die mit Innovativität nicht oder nicht mehr punkten können, besonders hartnäckig nach anderen Strategien zur Renditesteigerung befragt werden.²² Insgesamt kann aus der externen Beobachtung, Bewertung und Einflussnahme durch die Kapitalmarktakteure jedenfalls nicht generell auf innovationsfeindliche Tendenzen (Deutschmann 2005) geschlossen werden. Eher gilt: Innovativität ist bei allen Problemen der externen Erfassung auch am Aktienmarkt ein wichtiges Bewertungsmerkmal und die Unternehmen streichen in ihrer Equity-Story ihrerseits die Innovationsfähigkeit und konkrete Innovationsprojekte heraus. Allerdings wird auch die Position von Windolf (2008) nicht gestützt, dass die Unternehmen zur Verfolgung besonders riskanter und scheiternsanfälliger Innovationen gedrängt würden; diese sind den externen Kapitalmarktakteuren schlicht unbekannt.

Was die internen Steuerungsformen angeht, die mit der „wertorientierten Unternehmenssteuerung“ Einzug halten, argumentiert unsere Studie, dass die Kombination von wertorientierten Spitzenkennzahlen, Zielvereinbarungssystemen und daran gebundenen Vergütungssystemen für das Management eine intern erzeugte Kurzfristorientierung bewirken kann. Dies gilt insbesondere, weil die einperiodischen und vergangenheitsorientierten Spitzenkennzahlen wie EVA oder CVA kurzfristig wirksame „Wertsteigerungen“ ermöglichen (z.B. über Investitionszurückhaltung), die dem jeweiligen Positionsinhaber über variable Vergütungsanteile zugute kommen, sich aber mittel- bis langfristig negativ auswirken. Über diesen Mechanismus kann auch die Innovationsfähigkeit beeinträchtigt werden.

Auch bezüglich der internen Prozesse haben wir nicht dezidiert die Auswirkungen auf die Innovationsfähigkeit der Unternehmen untersucht, die zu einem großen Teil außerhalb der normalen Geschäftstätigkeit projektförmig organisiert ist. Dennoch sind wir auf einen zusätzlichen Mechanismus gestoßen, der die In-

22 Um es an einem Beispiel zu verdeutlichen: Nokia wurde sicherlich danach befragt, wann es endlich ein internetfähiges Smartphone mit Touchscreen anzubieten hat, das dem Pionierprodukt von Apple Paroli bieten kann. Wenn Nokia seinen Kultstatus als Handyanbieter verliert, wird es mit hoher Wahrscheinlichkeit vermehrt mit Rationalisierungs- und Verlagerungsthemen konfrontiert werden. Das Beispiel verdeutlicht zugleich, dass die externen Analysten und Fondsmanager nur bekannte Innovationen abfragen können und selbst keinerlei Einblicke in oder ein vertieftes Verständnis für die unternehmensinternen Innovationsprozesse haben (vgl. Deutschmann 2005). Man kann vermuten, dass daher von der externen Beobachtung und Bewertung die Konventionalisierung von Innovationen befördert wird, weil sich Unternehmen unter Druck an Bekanntes anpassen. Darunter kann sich auch viel Mimikry befinden, was wiederum die Beobachter und Bewerter verwirren kann: wenn die Nanotechnologie als innovativ und zukunftssträftig gilt, vermehren sich die Unternehmen, die „Nano“ im Namen tragen oder Nano-Produkte anbieten in einem größeren Tempo, als die technischen Veränderungen nahe legen.

novationsfähigkeit beeinträchtigen kann. Die wertorientierte Unternehmenssteuerung etabliert nämlich die Renditevorgabe als intern gültige „hurdle rate“ für Investitionen, was vermutlich auch für Innovationen gilt, die oft an Investitionen gebunden sind. Dies kann dazu führen, dass Innovationsvorhaben nicht angegangen oder vorzeitig abgebrochen werden, weil nicht plausibel gemacht werden kann, dass sie die Renditevorgaben erfüllen können und Manager womöglich Karrierenachteile befürchten, wenn sich nachträglich herausstellt, dass die Vorhaben die Erwartungen nicht erfüllen können.

Wir haben aber auch festgestellt (siehe Kapitel 3), dass solche negativen Effekte intern beobachtet werden, und Korrekturen an den Zielvereinbarungs- und Belohnungssystemen vorgenommen wurden, um diese unerwünschten Effekte zu vermeiden. Überhaupt gibt es unterschiedliche Varianten der Gestaltung „wertorientierter“ Steuerung und vor allem unterschiedliche informelle Nutzungsweisen dieser Systeme, die die geschilderten Effekte in unterschiedlichem Maße aufweisen. Nur auf die formale Systemgestaltung zu schauen und daraus die Effekte abzuleiten, reicht nicht aus, um zu verstehen, was passiert. Auch beim Innovationscontrolling gibt es solche Spielräume der Interpretation und Handhabung, insbesondere bei „strategischen“ Innovationsvorhaben mit langen Zeiträumen der Auszahlung. Die vermeintlich strikte „hurdle rate“ wird durch die notwendigerweise „weichen“ Berechnungsmethoden bei Kosten und Returns von Innovationsvorhaben mit weitem Griff in die Zukunft ebenfalls weniger strikt wirksam.

All dies haben wir unter jeweils kontextspezifischer „Übersetzung“ („translation“) des Shareholder-Value-Konzepts (siehe auch Goutas/Lane 2009) verbucht. In der Gesamtschau ergeben sich Zweifel an der generellen Gültigkeit der These, dass das Regime der institutionellen Investoren in Verbindung mit kapitalmarktorientierter Unternehmenssteuerung die Innovationsfähigkeit der Unternehmen untergräbt bzw. unmöglich macht. Auch alltagsweltliche Erfahrungen, was man so als lesender und „vernetzter“ Industriesoziologe über die aktuelle Unternehmensentwicklung weiß, lassen einen stutzen. Diese Zweifel legen nahe, mit der empirischen Forschung zu beginnen, die die von Deutschmann (2005) benannten Mechanismen systematisch auf ihre Gültigkeit bzw. Wirksamkeit überprüft. Hierzu müsste die Forschung stärker mit der empirischen Innovationsforschung verknüpft werden. Hirsch-Kreinsen (2010) hat hierzu Vorarbeiten geleistet.

6.5 Gewinn als Kontrakt- und Lohn als Residualeinkommen – Rollentausch zwischen Kapital- und Lohneinkommen?

Die Einführung „anreizkompatibler“ Vergütungssysteme gehört zu den Grundforderungen der Befürworter des Shareholder-Value-Konzepts (Rappaport 1994; Lammerskitten et al. 1997). Dieser Forderung wurde, wie wir zeigen konnten, auch in unseren Untersuchungsfällen durchgehend nachgekommen. Alle Unternehmen unseres Samples setzen variable, wie immer an der Performance des Unternehmens ausgerichtete Vergütungssysteme ein. Diese Systeme sind allerdings auf einen meist kleinen Kreis von „Beschäftigten“ beschränkt – das Topmanagement der Unternehmen. Das entspricht auch den Erwartungen der Kapitalmarktakteure, die den Vorstand und maximal die darunter liegende Ebene der Geschäftsbereichsführung in den Blick nehmen, da sie und nicht die „normalen“ Beschäftigten für den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens verantwortlich sind.

In der einschlägigen Literatur wird allerdings nicht nur ein Wandel in den Grundsätzen der Vergütung des Top-Managements diagnostiziert, sondern ein weit darüber hinausgehender. Konstatiert wird ein Rollentausch zwischen Gewinn und Lohneinkommen derart, dass aus Gewinnen Kontrakteinkommen und aus Löhnen Residualeinkommen würden. Schwankten bisher Erträge, die den Aktionären zufließen, im Konjunkturverlauf, wurde eine hohe Dividende ausgeschüttet, wenn die Geschäfte gut liefen und gingen die Aktionäre in Zeiten der Krise leer aus, versuchten Fonds-Manager nun das unternehmerische Risiko der Aktionäre zu reduzieren „und das so bezeichnete Residualeinkommen der Aktionäre in eine fixe Größe zu verwandeln.“ Parallel zu den steigenden Eigenkapital-Renditen finde eine „Flexibilisierung des Faktors Arbeit“ und eine „Umverteilung des unternehmerischen Risikos von den Eigentümern auf die Beschäftigten“ statt (Windolf 2006: 20). Changiert Windolf in seiner Darstellung – wie schon bei anderen Themen – zwischen idealtypischer Beschreibung und Reanalyse, hat sich die Transformation des Gewinns von einer Residualgröße zu einem Kontrakteinkommen bei Deutschmann bereits weitgehend vollzogen. „Gewinne“, so heißt es bei ihm,

„sind nicht länger nur ‚Residualeinkommen‘, wie es früher in den Lehrbüchern der Betriebswirtschaftslehre hieß, sie werden zunehmend zu einer neuen Art von Kontrakteinkommen in Form von Zielvereinbarungen zwischen den Eigentümern und dem Management. Die Löhne und Gehälter dagegen sind nicht länger ‚Kontrakteinkommen‘, tarifliche und arbeitsvertragliche Regelungen verlieren ihre Verbindlichkeit. Die Beschäftigten bekommen nur noch, was übrig bleibt, nachdem die Anteilseigner ihre Ansprüche befriedigt haben.“ (Deutschmann 2008b: 514)

Auch bei anderen Kritikern des Finanzmarktkapitalismus findet die Windolf'sche Figur Anklang und wird zudem so erweitert, dass nicht nur die Löhne, sondern

auch alle anderen Arbeitsbedingungen über residuale Fonds finanziert werden. „Kapital und Lohnarbeit“, so lesen wir bei Detje et al. (2011: 31) wiederum in enger Anlehnung an Windolf,

„absolvierten einen Rollentausch; während die Kapitalrenditen fixiert werden, sollen sich die Fonds für Löhne und Arbeitsbedingungen nach den Wettbewerbsbedingungen nicht nur auf den Angebotsmärkten [dem ‚Reservearmeemechanismus‘] sondern auch auf den Kapitalmärkten richten und werden zu einer ‚Residualkategorie‘.“

Dörre et al. (2011: 91) gehen begrifflich noch einen Schritt weiter, indem sie die neue Phase kapitalistischer Entwicklung als „Planwirtschaft im Dienste stabiler Gewinnmargen und Renditen“ kennzeichnen, die zwischenzeitlich ganz ohne Bezug zum Leitbild des Shareholder Value auskomme.

Unsere Einwände gegen diese griffige und offenbar populär gewordene Argumentationsfigur gehen in zwei Richtungen.

Ein erster Einwand betrifft Unklarheiten in den Begrifflichkeiten. Wessen Gewinn ist gemeint, der Unternehmensgewinn, auf den sich zumeist die Rede von der Zielrendite bezieht, oder der individuelle Gewinn des Aktionärs in Form seiner Aktionärsrendite. Diese beiden Größen können aus vielfältigen Gründen erheblich auseinanderfallen. Nicht nur weil ganz ohne Gewinne des Unternehmens erhebliche Aktionärsrenditen anfallen können (die New-Economy-Erfahrung), sondern auch weil bei kapitalmarktadäquater Verzinsung des Eigentums am Unternehmen der Aktionär sehr schlecht wegkommen kann, da die Profitabilität des Unternehmen schon im Aktienkurs „eingepreist“ war, als der Aktionär die Aktie kaufte. Offen bleibt zudem, wer mit wem die Kontrakte neuer Art zur Fixierung der Gewinneinkommen abschließt. Sind es „Kontrakte“ zwischen dem Aufsichtsrat als dem Vertreter (in mitbestimmten Unternehmen nicht nur) der Eigentümer und dem Vorstand oder direkt zwischen Fondsmanagern und gegebenenfalls anderen Eigentümergruppen und demselben? Und welchen Charakter haben diese „Kontrakte“? Sind sie in ihrem Rechtscharakter und in ihrer Verbindlichkeit Arbeitsverträgen vergleichbar, mit denen sie die Rolle ja tauschen sollen? Davon kann wohl nicht die Rede sein. Justiziabel sind die gemeinten Kontrakte wohl nicht, jedenfalls ist uns von Gerichtsklagen von Eigentümern gegen Manager wegen nicht eingehaltener Renditemargen bisher nichts bekannt geworden. Welchen Charakter haben die „Kontrakte“ dann? Unseres Erachtens kann sinnvollerweise nur davon gesprochen werden, dass Fondsmanager gegenüber dem Management, die von den zitierten Autoren wohl gemeinten kontraktschließenden Akteure, bezüglich der Rendite Erwartungen formulieren, die sich Manager im Rahmen „wertorientierter Unternehmensführung“ zumeist in ähnlicher Weise als Zielgröße (Mindestrendite) zu eigen machen. Die Verfehlung von Renditezielen ist durchaus begründungspflichtig und je nach Konstel-

lation (siehe oben) kann mehr oder weniger wirksam Einfluss ausgeübt und „Druck gemacht“ werden. Die fehlleitende Umdeutung dieser Beziehungen in einen Kontrakt neuer Art liegt auf der generellen Argumentationslinie dieser Literaturgattung, das Management als einen fungiblen Agenten der Fondsmanager aufzufassen, während zugleich das Unternehmen als Organisation ein willfähiges und kommandierbares Instrument des Managements darstellt, das zudem ganz ohne Widerstreben von Konkurrenten, Kunden und Lieferanten gewünschte Ergebnisse herbei kommandieren kann. Solche „paradiesischen“ Zustände sind im Kapitalismus nicht gegeben; wie dann im „Finanzmarktkapitalismus“?

Dies leitet zu unserem zweiten Einwand über. Er betrifft den Unterschied zwischen dem „Programm“ von Fondsmanagern, Gewinne zu einer Fixgröße und Löhne bzw. Arbeitskosten zu einer Residualgröße²³ zu machen und der empirisch vorfindbaren Realität. Wir stimmen Windolf u.a. in der Diagnose zu, wonach Fondsmanager nachdrücklich versuchen, eine risikoadäquate Verzinsung des Eigenkapitals, wie hoch die im Einzelfall auch immer ist, als verpflichtend zu erklären und in diesem Sinne zu einer nicht hintergehbaren Steuerungsgröße zu machen, die auch unternehmerische Entscheidungen präformiert. Unbestritten gibt es auch, wie u.a. von Dörre (2007) seit Jahren beschrieben, vielfach Versuche der Risikoverlagerung von den Eigentümern zu den Beschäftigten, seit geraumer Zeit auch solche, aus Marktrisiken Verdienstrisiken der Arbeitnehmer zu machen (Bahnmüller 2001). Allerdings ist das Wunschprogramm von Kapitalmarktakteuren und Arbeitgebern weder in die eine noch in die andere Richtung bisher in Erfüllung gegangen. Es gibt bisher keinen Beleg dafür, dass sich die Renditeerwartungen an börsennotierte Unternehmen erfüllen und auch nicht für eine Transformation von Arbeitnehmerverdiensten in eine Residualgröße, wonach nur noch bezahlt wird, was am Ende des Monats oder Jahres nach Abzug der fixierten Gewinne und der sonstigen Kosten noch übrig bleibt. Die ungleiche Einkommens- und Vermögensverteilung ist ein Faktum und es gibt gute Gründe sie neben Gerechtigkeitsgründen für ihre destabilisierenden Wirkungen zu kritisieren. Dazu braucht es aber nicht die Behauptung, der „Finanzmarktkapitalismus“ mache Gewinneinkommen zu Kontrakteinkommen.²⁴

23 Ob Fondsmanager tatsächlich *expressis verbis* die Forderung erheben, die Arbeitseinkommen zu einer Residualgröße zu machen oder ob sie nur je nach Konstellation die vertragsförmig festgelegten Arbeitseinkommen für zu hoch oder zu unflexibel halten, steht auf einem anderen Blatt.

24 Zum Widerspruch reizen auch Formulierungen, wonach „Gewinnmargen (...) nicht mehr als das Ergebnis wirtschaftlicher Leistungen erscheinen“, sie würden vielmehr „als Anspruch der Eigentümer vorausgesetzt und so zur zentralen Planungsgröße der gesamten Unternehmensorganisation“ (Dörre 2009: 60). Auch unter den Bedingungen kapitalmarkt-orientierter Steuerung bleibt es dabei: Die *erzielten* Gewinnmargen sind das (vom Management nur begrenzt beeinflussbare) Ergebnis wirtschaftlicher Leistungen. Und auch

Die Behauptung wird nicht dadurch besser verständlich, dass die Arbeits-einkommen, traditionell als Arbeitsvertrags- und damit Kontrakteinkommen definiert, nunmehr zu Residualeinkommen werden sollen. Rein formallogisch ließe sich natürlich argumentieren, Gewinne würden als fix definiert und auf alle Fälle ausgezahlt, auch wenn dem keine geeigneten Markterlöse entsprechen, weil zur Not die Lohneinkommen nachträglich, d.h. am Ende der Periode, so weit gedrückt werden, dass die Gewinnmarge erreicht wird. Technisch würde das voraussetzen, dass schon ausbezahlte Löhne nachträglich wieder zurück gefordert werden können, was absurd klingt und wohl auch nicht gemeint sein dürfte. Die andere Variante wäre: Die Löhne werden vorab schon so niedrig festgestellt, dass nach aller Erwartung die Gewinne das erstrebte Niveau erreichen. Das wäre dann der Normalfall, der immer impliziert, dass man sich getäuscht haben kann (es kommt doch nicht so raus wie gehofft), die Löhne jedoch auch in diesem Fall kontraktförmig vereinbart blieben. Kontraktförmig blieben sie auch, wenn Tarifverträge ihre Verbindlichkeit verlieren, wofür es insgesamt deutliche Hinweise gibt, die aber nicht so häufig auf börsennotierte Unternehmen zutreffen. Wie auch immer: Es existieren dann aber immer noch Arbeitsverträge. Verlieren diese, wie Deutschmann meint, wie Tarifverträge ihre Verbindlichkeit? Was kann damit gemeint sein? Ist damit gemeint, im Finanzmarkt-

unter dem laut Dörre zuvor existierenden „Regime der organisierten Zeit“, das an „längeren Planungsfristen“ (ebd.) orientiert war, gab es ex ante Plangrößen, die von den ex post erzielten Gewinnmargen vermutlich des Öfteren abwichen. Dazu neigen Plangrößen notorisch. Arbeits- und Industriesoziologen haben sich in der Vergangenheit jedoch meist nicht für diese Fragen interessiert, nicht zuletzt deshalb, weil sie zum Teil ganz generell von Profitmaximierung ausgingen und damit jedwedes Ergebnis definitionsgemäß das Maximum darstellte. Zudem haben Unternehmen im „Regime der organisierten Zeit“ über ihre Planungsgrößen nicht öffentlich gesprochen, was sie jetzt zu tun gezwungen sind. Differenzen zwischen Plan- und realisierten Größen fielen somit nicht so leicht auf. Sollte mit der zitierten Passage gemeint sein, Renditeziele würden zu Planungsgrößen gemacht und unternehmerische Entscheidungen anleiten, dann sind wir vollkommen d'accord; gerade dafür haben wir mit unserer Studie Belege geliefert und näher gezeigt, in welcher Weise dies bei verschiedenen Typen von Entscheidungen und auf verschiedenen Ebenen erfolgt. Wenn mit dem zitierten Satz allerdings suggeriert werden soll, Unternehmen und ihre Manager könnten nun plötzlich eine (noch dazu) erhöhte Profitabilität per Planung durchsetzen, während sie zuvor (im koordinierten oder organisierten Kapitalismus) einfach darauf los wirtschafteten und die Gewinnmarge hinnahmen, die daraus resultierte, dann müssen wir doch Einspruch erheben. Mit solchen – nennen wir es – laxen Sätzen wird eher auf beifälliges Nicken eines kapitalismus-kritischen Publikums geschickt, analytisch aber nichts gewonnen. In den „guten alten Tagen“ des „Regimes der organisierten Zeit“ waren die *erzielten* Gewinnmargen jedenfalls deutlich höher als in den Zeiten des aufkommenden Finanzmarktkapitalismus, in dem die nun besser erkennbare Differenz zwischen Zielrenditen und erzielten Renditen ins Auge sticht (Brenner 2002; Froud et al. 2006).

kapitalismus ließen Arbeitgeber ihre Beschäftigten ohne Vertrag oder ohne Lohnfestlegung arbeiten und bezahlen, nachdem sie ihre Gewinnhöhe bestimmt haben, nachträglich den resultierenden Lohn aus? Wohl kaum.

Gemeint sein könnte, dass zunehmend Anteile des vertraglich vorab festgelegten Arbeitseinkommens nach bestimmten Schlüsseln an Gewinngrößen gebunden und dadurch variabel werden. Damit würde das Lohneinkommen zwar nicht den Charakter von Kontrakteinkommen verlieren, aber doch teilweise dem unternehmerischen Risiko ausgesetzt. Ob dem so ist, lässt sich empirisch beantworten, und wir haben das entsprechende Material zusammengetragen (siehe Kapitel 4). Ertragsabhängige Entgeltbestandteile sind wenig verbreitet, es gibt sie bisher in weniger als einem Zehntel aller Betriebe (Bispink 2007) und wo es sie gibt, übersteigt ihr jährlicher Anteil in den seltensten Fällen einen Monatsverdienst. Dass die Flexibilisierung der Lohneinkommen nur eingeschränkt stattfindet, hat damit zu tun, dass es weiterhin Gewerkschaften und Betriebsräte gibt, die wirksam dagegen Einspruch erheben, aber auch Manager und Eigentümer, die durchaus einen Sinn darin sehen, Arbeit im herkömmlichen Sinne kontraktförmig zu kaufen, weil sie eine Ansammlung von Arbeitenden, die immer auf dem Sprung sind, um ihre Chancen anderweitig zu suchen, für weniger produktiv halten als eine auf kalkulierbaren Grundlagen arbeitende, in einen verbindlichen Sozialzusammenhang eingebundene „Gemeinschaft der Produzenten“ (Kotthoff).

Aber nicht nur die Kausalität ist nicht überzeugend und empirische Belege bleiben aus, auch einige implizit unterstellte Korrelationen stimmen nicht überein. In traditionell „liberalen“ oder finanzmarktkapitalistischen Ländern wie Großbritannien war im letzten Jahrzehnt die Lohndynamik größer und innerhalb Deutschlands sind es nicht die börsennotierten Unternehmen, die in besonderer Weise für schwache Lohnzuwächse verantwortlich zeichnen.

Schließlich wäre auch ideologisch die Umstellung der Arbeitnehmereinkommen auf Residualeinkommen ein Pyrrhussieg. Die Forderung des Managements, unternehmensintern mit kapitalmarktadäquaten Gewinnmargen zu „rechnen“, wird ja gerade mit dem Risiko der Aktionäre als Residualeinkommensbezieher begründet. Würden die Arbeiter zu ebensolchen Residualeinkommensbeziehern gemacht, entfielen auch die besondere Begründung für die Renditeziele und die Arbeiter könnten Gleichbehandlung mit den bisherigen Residualeinkommensbeziehern einfordern.

6.6 Schlussbemerkung

In diesem Kapitel haben wir auf den letzten Seiten eine Reihe von Einwänden gegen allzu „steile“ Wirkungshypothesen der Theorien des „Finanzmarktkapita-

lismus“ formuliert, welche die Effekte der neuen Eigentümerkonstellation auf Unternehmensebene ins Zentrum rücken. Diese richteten sich einerseits gegen Dramatisierungen, andererseits gegen die Bedingungslosigkeit der Hypothesen. Angemahnt haben wir somit die genauere Klärung der Umstände, unter denen bestimmte Wirkungen zustande kommen oder gegebenenfalls modifiziert werden. In verschiedenen Fällen fehlt auch schlicht die empirische Überprüfung.²⁵ Mit diesen kritischen Nachfragen fühlen wir uns in guter Gesellschaft. So wandten sich Froud et al. (2006: 68) gegen die von O’Sullivan (2000) vorgetragene Hypothese, dass die Finanzialisierung im Zuge eines grundlegenden Formationswandels zu einem generellen Wechsel der strategischen Leitlinien von vormals “retain and reinvest” zu dem seit den 1980er Jahren gültigen Leitsatz der neuen Ära führt: “downsize and distribute”. Weil – nach Froud et al. – der Shareholder Value als soziale Rhetorik von verschiedenen sozialen Akteuren angeeignet und zurecht gebogen werden kann (wir sprachen von „Übersetzung“ eines Managementkonzeptes) geht die Finanzialisierung nicht mit einem invarianten Set von Konsequenzen einher, sei es in Bezug auf die Unternehmensleistung oder das Managementverhalten (Froud et al. 2006: 7). Wie die Autorinnen in der Folge mit Daten über die Entwicklung in den USA und Großbritannien seit den 1980er Jahren zeigen, sind zwei Erkenntnisse herauszustreichen, die in bestimmter Hinsicht eher für Kontinuität als für Wandel sprechen (ebd.: 74). Zum einen ist der herausragende Erfolg der Manager, sich persönliche Gewinne zu sichern, wesentlich größer als ihre generelle Fähigkeit, in den großen Firmen für die Shareholder Wert zu generieren, indem sie die Rückflüsse auf das eingesetzte Kapital (ROCE – return on capital employed) erhöhen oder die Firma (organisch) wachsen lassen. Zum anderen ist dieser mittelmäßige Erfolg der Manager bei der Wertgenerierung nicht generell mit rücksichtsloser („ruthless“) Umverteilung verbunden, wobei das Management die Belegschaft verkleinert (downsize), um steigende Auszahlungen an die Shareholder zu ermöglichen.²⁶

25 Die Soziologie „droht, ihre Fähigkeit zur Kritik, zur Unterscheidung von gesichertem und ungesichertem Wissen einzubüßen“, so kritisierte Deutschmann (2008a: 131; ursprünglich 2003 erschienen) zu Beginn des letzten Jahrzehnts mit guten Gründen die kursierenden Theorien der Wissensgesellschaft und Wissensarbeit. Die Soziologie, so fährt Deutschmann fort, scheine „auf eine historisch tiefenscharfe Begriffsbildung, die dem Alten im Neuen und dem Neuen im Alten nachgeht“ keinen Wert mehr zu legen (ebd.). An die Stelle historischer Reflexion träten abstrakte Phasenschemata, die den Bruch zwischen Alt und Neu vollkommen erscheinen ließen. Dieser berechtigte Ruf nach einer Industriesoziologie als „Wirklichkeitswissenschaft“ scheint unseres Erachtens auch in dem hier zur Debatte stehenden Feld gelegentlich angebracht.

26 Froud et al. 2006. Für Deutschland fehlen vergleichbare Zeitreihen. Bislang präsentierte Daten (Höpner/Jackson 2001; wiederverwendet in Streeck 2009a: 261), die im Jahr 2000 noch erhebliche Differenzen (Profitabilität, Wachstum, Beschäftigung) zwischen britischen und deutschen Großunternehmen dokumentieren, drücken die Erwartung aus, dass

Stark vereinfacht gibt es in der vorhandenen Literatur, die sich mit Wirkungen und Erklärungen des „Finanzmarktkapitalismus“ auf der Unternehmensebene auseinandersetzt, zwei unterschiedliche Herangehensweisen, die wohl nicht nur mit theoretischen Vorlieben, sondern auch mit den vorherrschenden Forschungszugriffen der jeweiligen Autoren zu tun haben.

Die eine Herangehensweise, mit der wir uns in diesem Abschnitt vorrangig befasst haben, geht vom Wandel der Eigentümerstruktur aus, wobei die Veränderungen der institutionellen Regeln der Corporate Governance und der Managementkonzepte als eigenständige, nicht notwendigerweise gleichgerichtete Impulse der Veränderung schon weniger Beachtung finden. Im Zentrum stehen die neuen Eigentümer, die, mit einheitlichen Interessen ausgestattet und zu kollektivem Handeln befähigt und willens, das Management über verschiedene Transfermechanismen zur Übernahme ihrer Interessen „zwingen“ können. In dieser Perspektive werden die Topmanager weitgehend zu „fungiblen Agenten“ (Faust/Bahn Müller 2007), wie sie in der Agenturtheorie des Unternehmens konzipiert sind, und die Organisation (das Unternehmen) zugleich als willfähiges Instrument der Strategieverwirklichung (nicht selbst als Quelle und Ort der Mit-erzeugung von Strategien).²⁷ Widerstreitende Interessen innerhalb und außerhalb der Organisation erscheinen so als ebenso vernachlässigbar wie Institutionen, die andere Interessendefinitionen und Strategien zu ihrer Verwirklichung ermöglichen (Mitbestimmung, Verbände/Gewerkschaften, Tarifverträge). Obwohl Autoren dieser Richtung sich in der Bestimmung der vorrangigen Effekte (z.B. im Hinblick auf das Innovationsthema, siehe oben) unterscheiden, ähneln sie

die deutschen Daten über kurz oder lang so aussehen werden wie die britischen. Für Frankreich hat sich das schon nicht so realisiert, obwohl sich die Wirtschaft dort im Hinblick auf die Eigentümerstruktur noch weit mehr der Konstellation des „Finanzmarktkapitalismus“ angenähert hat. Französische Großunternehmen wurden durch die neuen Eigentümer entgegen den Erwartungen nicht dazu „gezwungen“, ihre bislang unterdurchschnittliche Profitabilität zu steigern, sondern haben die neuen Gelegenheiten nutzen können, um über (internationale) Akquisitionen zu wachsen. In Frankreich erwiesen sich die Fonds (oft aus den USA) auf dem Sekundärmarkt (vorschnell als die kontrollierenden Eigentümer identifiziert) nicht als „disziplinierend“, während die Investmentbanken auf dem Primärmarkt über Anleiheemissionen gerne die internationale Expansion der französischen „giant firms“ finanzieren halfen: „permissive“ statt „disciplinary“ (Johal/Leaver 2007: 350). Dieses Beispiel macht die anhaltende Relevanz internationaler Vergleiche deutlich, nicht um nationale Differenzen komparativ-statisch festzuschreiben (Faust 2011), sondern um Varianz der Effekte bei gleichen strukturellen oder institutionellen Faktoren zur Überprüfung und Reformulierung von Theorien zu nutzen.

27 Jürgen Kädtler hat dies in seinem Beitrag zur „Kapitalismuskonferenz“ in Jena recht plastisch als das „pneumatische Modell“ der Finanzmarktorientierung und des Unternehmens bezeichnet. Der Druckausübung von außen oder oben folgt eine über Leitungen determinierte Druckverteilung.

sich im Hinblick auf die Beweisführung. Aus theoretischen Zusammenhängen (deren ursprüngliche empirische Kontexte nicht immer reaktiviert werden müssen) entwickelte Hypothesen, die unserem Verständnis nach ein empirisches Forschungsprogramm anregen können, das systematisch nach Bestätigung und Widerlegung sucht, werden bislang nur selektiv mit empirischen Bestätigungen plausibilisiert (dabei hin und wieder bezugnehmend auf den Forschungsstand der Autoren aus der zweiten Richtung).

Die andere Herangehensweise wird überwiegend von Autoren verfolgt, die sich anhaltend mit den Veränderungen der Arbeit und der Betriebsorganisation und (schon eingeschränkter) der Unternehmensorganisation und -strategie befassen. Sie sind seit längerem auf der Suche nach einer neuen begrifflichen Fassung für die neue Phase, die nach landläufiger Auffassung den „Fordismus“ (wahlweise auch mit deutschem Dialekt) ablöst. Bisher verwendete Begriffe wie „Postfordismus“ oder „flexibler Kapitalismus“ erscheinen zunehmend als Verlegenheitslösungen. „Finanzmarktkapitalismus“ gilt nun als der größere Zusammenhang, in dem die bislang auf Meso- und Mikroebene beobachteten Phänomene erklärbar werden. Diese Autoren sind gut informiert über die empirischen Weiten des Unternehmens, des Betriebs, und natürlich des Shop Floors und besser gewappnet gegen die Vorstellungen einer instrumentellen Verfügbarkeit der betrieblichen Organisation. Die ferneren Akteure, Fondsmanager und Analysten, erscheinen hier auch nicht omnipotent – das Management bleibt prinzipiell strategiefähig und kann die diskursiven Ressourcen der neuen Ära auch selektiv nutzen. Diese Herangehensweise, die Kausalität nach „oben“ sucht, bleibt aber auch den erklärenden Nachweis schuldig, dass und wie die betreffenden Phänomene durch die neue Rahmung „Finanzmarktkapitalismus“ bedingt sind; der Nachweis erfolgt oft vorschnell durch Zuschreibung. Mehr noch: Es lässt sich eine Tendenz beobachten, alle als negativ wahrgenommenen Phänomene der letzten Jahre (Prekarisierung etwa) als durch den Finanzmarktkapitalismus verursacht wahrzunehmen. Dann wäre auch mit arbeitsmarkt- und beschäftigungspolitischen Reformen, die zum Teil Re-Reformen der früheren Reformen sein müssten, wenig auszurichten. Wir hingegen können uns (naiverweise?) auch eine kapitalmarktorientierte Firma (im Eigentum von institutionellen Investoren) vorstellen, die Neuregelungen zur Leiharbeit (womöglich genauso ungern und zögerlich) akzeptiert wie familiengeführte Mittelständler.

Für die Mobilisierung abstrakter politischer Ablehnung des „Finanzmarktkapitalismus“ mögen solche Zurechnungen ausreichend sein, für die analytische Durchdringung unseres Erachtens nicht. Zum Beispiel: Ob die kapitalmarktorientierten Unternehmen und darunter diejenigen mit starker Kapitalmarktexposition in besonderer Weise Prekarisierung befördern oder ob es nicht zumindest ebenso die Lidl und Schleckers sind, die etablierte Beschäftigungsstandards unterminieren und sich dabei auf Regierungsbeschlüsse der letzten Jahre stützen

können, die womöglich eher durch klassischen deutschen Mittelstandslobbyismus als durch US-Investmentfonds herbeigeführt wurden, müsste sowohl konzeptionell als auch empirisch geprüft werden. Die fehlende Tiefenschärfe bei der kausalen Erklärung problematischer Entwicklungen von Arbeit und Beschäftigung rächt sich dann, wenn man jenseits von allgemeinen Ablehnungsbekundungen Reformbestrebungen verfolgt (etwa wie Dullien et al. 2009) oder auf Unternehmensebene als Betriebsräte und gewerkschaftliche Arbeitnehmer im Aufsichtsrat (weiterhin) Einfluss auf die Unternehmenspolitik genommen werden soll.

Beide Herangehensweisen treffen sich im Grunde in der ungenügenden Rekonstruktion von kausalen Mechanismen auf der Unternehmensebene. Genau diese haben wir mit unserem Zugriff ins Zentrum gerückt und damit auch das Postulat, dass wir eine Organisationstheorie brauchen, in der das Unternehmen grundsätzlich nicht nur kapitalmarktorientiert sein kann. Eine Stakeholder-Orientierung gegen eine Shareholder-Orientierung zu setzen, ist nicht nur eine Frage der normativen Orientierung, sondern auch eine der analytischen Angemessenheit. Wir hoffen, dass unser Untersuchungszugriff zur weiteren Klärung der benannten Kontroversen und zur Strukturierung der anstehenden Forschungsaufgaben beitragen kann.

