

Shareholder-Value als Leitbild unternehmerischer Verantwortung?

Hansjörg Herr

1. Paradigmen in den Sozialwissenschaften

Hochschulen sind Teil der gesellschaftlichen Willensbildung.¹ Um diese Aufgabe zu erfüllen, müssen sie bei ihrer Lehre verschiedene Positionen und die dahinter liegenden Interessen darstellen. Sie sollten einen Lehrkörper haben, der verschiedene Positionen vertritt oder zumindest darzustellen in der Lage ist. Schließlich müssen sich Hochschulen, wollen sie ihre Funktion erfüllen, Forschungsleistungen erbringen und Teil der wissenschaftlichen Debatte sein. Da in Sozialwissenschaften seit ihrem Bestehen verschiedene Paradigmen gleichzeitig existieren und es keine Möglichkeit gibt, durch empirische Untersuchungen die Richtigkeit des einen oder anderen Paradigmas zu belegen, kann nur ein möglichst offener Diskurs die rationale Entwicklung einer Gesellschaft versuchen zu garantieren. Der Unterschied der Sozialwissenschaften ist an diesem Punkt übrigens nicht so groß wie oftmals geglaubt. Auch in den Naturwissenschaften gibt es verschiedene Paradigmen, die sich jedoch abgesehen von kurzen Perioden in einer historischen Abfolge entwickeln. Die Weltsicht vor Galileo Galilei, die geozentrische Weltsicht, sah die Erde im Zentrum des Universums und die Gestirne um die Erde kreisen. Die beobachtbare Bewegung der Sterne konnte mit diesem Paradigma wunderbar erklärt werden. Albert Einstein brachte die Newtonsche Physik zum Einsturz, indem er die Postulate einer absoluten Zeit oder eines absoluten Raumes aufhob (Kuhn 1962). In der Soziologie, Psychologie, der Volkswirtschaftslehre und auch den Rechtswissenschaften spielen verschiedene paradigmatische Ansätze eine große Rolle. Auch in der Betriebswirtschaftslehre ist paradigmatisches Denken angelegt, obwohl sich gerade bei ihr leicht die Idee einer „Objektivität“ einschleichen kann und dann nur noch die Vermittlung der richtigen Instrumente im Zentrum steht. Dass die Betriebswirtschaftslehre wie alle Sozialwissenschaften paradigmatische Auseinandersetzungen kennt, soll in diesem Beitrag exemplarisch gezeigt werden.

Es soll in einem der Kernbereiche der Betriebswirtschaftslehre, der *Corporate Governance*, gezeigt werden, wie wissenschaftliche Vorstellungen und auch spezifische Interessen die Debatte geprägt und zu Änderungen der Corporate Governance geführt haben. Zunächst wird das Modell der Corporate Govern-

1 Für hilfreiche Anmerkungen danke ich *Bernd Pfeiffer*.

ance, das in den 1950er und 1960er Jahren in den westlichen Ländern dominierte, kurz dargestellt. Danach erfolgen eine kurze Analyse der Veränderungen in den Finanzmärkten und die theoretische Debatte darüber. Dann wird auf das *Shareholder-Value-Prinzip* als die moderne Variante der Corporate Governance eingegangen. Eine Schlussbemerkung beendet den Beitrag.

2. Der Stakeholder-Kapitalismus

Nach der Großen Depression in den 1930er Jahren hat sich ein regulierter Typus des Kapitalismus herausgebildet, der in den USA unter dem Namen New Deal bekannt wurde, aber faktisch noch ausgeprägter in Kontinentaleuropa und Japan ausgebildet war. In Deutschland sprachen konservative Theoretiker vom Modell der sozialen Marktwirtschaft. Der Kapitalismustypus, der sich nach der Katastrophe der 1930er Jahre und ihren ökonomischen und politischen Folgen entwickelte und in den 1950er und 1960er Jahren seine Blüte erfuhr, hatte als zentrale Elemente regulierte nationale und internationale Finanzmärkte, regulierte Arbeitsmärkte mit starken Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden, einen ausgebauten Sozialstaat, eine vergleichsweise ausgeglichene Lohnstruktur und eine relativ ausgeglichene Einkommensverteilung generell. Dieser Kapitalismustypus war äußerst erfolgreich und bescherte bei weitem nicht nur Deutschland ein „Wirtschaftswunder“. Wachstumsraten des Sozialproduktes in den 1950er und 1960er Jahren waren höher als in den Jahrzehnten danach, Arbeitslosenquoten waren vergleichsweise gering, es existierten Wohlfahrtsstaaten und prekäre Beschäftigungsverhältnisse gab es in den meisten Ländern nicht. Auch Produktivitätserhöhungen und technologische Erneuerungen standen in den 1960er und 1970er Jahren denen der letzten Jahrzehnte nicht nach. Die Gesellschaften waren insgesamt gerechter, zumindest wenn die Einkommens- und Vermögensverteilung oder die Unsicherheit der Lebensverhältnisse als Indikatoren gewählt werden. Nicht umsonst wurde vom „goldenem kapitalistischen Zeitalter“ (Marglin/Schor 1992) gesprochen.

Ein Element dieses regulierten Kapitalismus war eine spezifische Gestaltung der Corporate Governance, das Stakeholder-Modell der Unternehmensführung. Im Stakeholder-Modell sucht das Management einen Kompromiss zwischen den Eigentümern des Unternehmens, den Arbeitnehmern, den Gläubigern, den Zulieferern, den Kunden und der Region der Ansiedlung des Unternehmens. Selbstverständlich musste das Unternehmen Profite erwirtschaften, das konnte auch von keinem der Stakeholder bestritten werden, jedoch wurde dieses Ziel nicht als absolut gesetzt, sondern es musste ein Kompromiss mit anderen Stakeholdern gefunden werden. Der Sache nach sind Gewerkschaften neben den Eigentümern die wichtigsten Stakeholder, so dass ein Kompromiss zwischen den Eigentümerinteressen und den Arbeitnehmern gefunden werden musste.

Aber auch zwischen Großunternehmen und ihren Zulieferern galt nicht das Gesetz des puren Wettbewerbs, sondern auch hier wurde ein Interessenkompromiss gesucht. Banken spielten in vielen Ländern die zentrale Rolle bei der Finanzierung der Unternehmen und hielten beispielsweise in Kontinentaleuropa große Aktienpakete. Banker wurden zu „Ephoren“ der Unternehmen, wie Joseph Schumpeter (1926) es nannte. Investitionsvorhaben mussten von Banken geprüft werden, die in der Regel einen größeren Sachverstand haben als die Eigentümer einer Aktiengesellschaft. Die „Deutschland AG“ der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg bestand aus einer engen Verflechtung zwischen Großunternehmen und Banken. Das Management hatte nicht nur die verschiedenen Interessen möglichst „unter einen Hut“ zu bringen, das Management wurde auch von den verschiedenen Stakeholdern kontrolliert. Sehr hohe Gehälter wären beispielsweise von den Arbeitnehmern und anderen Anteilseignern ebenso wenig akzeptiert worden wie eine Kurzfristorientierung bei der Unternehmensführung.

Das skizzierte Modell der Unternehmensführung fand sich nicht nur in Deutschland mit seiner ausgeprägten betrieblichen Mitbestimmung, sondern in allen westlichen Industrieländern. Kenneth Galbraith (1967) konnte in den 1960er Jahren für die USA schreiben:

„Management does not go out ruthlessly to reward itself – a sound management is expected to exercise restraint. (...). With the power of decision goes opportunity for making money. ... Where everyone to seek to do so ... the corporation would be a chaos of competitive avarice. But these are not the sort of thinks a good company man does; a remarkably effective code bans such behaviour. Group decision-making insures, moreover, that almost everyone's action and even thoughts are known to others. This acts to enforce the code, and, more than incidentally, a high standard of personal honesty as well.“ (Zitiert in Krugman 2002)

Das insgesamt erfolgreiche Modell des Kapitalismus der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg kam in den 1970er Jahren in eine Krise und wichen einem neoliberalen Globalisierungsmodell, das bis heute existiert. Die krisenhaften Entwicklungen zeigten sich unter anderem in inflationären Entwicklungen. Die damals in den meisten Ländern regierenden sozialdemokratischen Regierungen und die erstarkten sozialen Bewegungen waren nicht in der Lage das goldene Zeitalter des Kapitalismus zu reformieren und zu retten (zu den Einzelheiten vgl. Dullien et al. 2009). Bei der Gruppe der westlichen Industrieländer spitzte sich die Situation besonderes in Großbritannien und den USA zu, die beide in den 1970er Jahren mit tiefen Währungskrisen und hohen Inflationsraten zu kämpfen hatten. Die USA hatten zudem mit der Erosion der internationalen Rolle des US-Dollars zu kämpfen. In beiden Ländern gewannen radikal konservative Regierungen die Wahlen: Margaret Thatcher siegte 1979 in Großbritannien, Ronald Reagan war der Wahlsieger in den USA im Jahre 1980. Beide hatten äußerst klare Vorstellungen über die einzuleitende konservative Revolution, beide hatten Berater aus

konservativen Denkfabriken, die von einem marktradikalen Wirtschaftsmodell überzeugt waren (Harvey 2007). In dieser Phase wurde der neoliberalen Globalisierungszug auf die Schienen gesetzt. Er hinterließ auf seinem Weg eine lange Liste von Krisen zunächst primär in den Entwicklungsländern und dann auch in den Zentren der Globalisierung selbst. Die Subprime-Krise, die im Jahre 2007 ausbrach und sich dann zu einer Weltwirtschaftskrise ausweitete, ist der bisherige Höhepunkt der Entwicklung.

3. Veränderungen im Finanzsystem durch Deregulierungen

Das neoliberalen Globalisierungsmodell folgte dem Motto „Deregulierung, Liberalisierung, Privatisierung“. Kernbereiche der Politik waren die Finanzmärkte und Arbeitsmärkte, die beide massiv dereguliert wurden. Uns interessieren hier die Finanzmärkte, die sofort nach der Regierungübernahme von Margaret Thatcher und Ronald Reagan dereguliert wurden. Andere Länder zogen nach. In Deutschland kam die Deregulierung der Finanzmärkte erst sehr spät in den 1990er Jahren (Hein/van Treeck 2008). Die Entwicklung führte dazu, dass die Finanzmärkte eine größere Rolle in der Ökonomie spielten, Personen und Institutionen in den Finanzmärkten wurden machtvoller, Finanzmarktmotive in allen Bereichen der Gesellschaft wurden wichtig und die nationalen Finanzmärkte der wichtigen Industrieländer und auch teilweise der Entwicklungsländer begannen sich zu integrieren (Epstein 2005). Die wichtigsten Dimensionen der Veränderungen waren:

Verbriefung von Kreditverhältnissen: Verbriefung an sich ist ein altes Finanzinstrument und erleichtert die Übertragung von Forderungen. Da verbriefte Kredite auf Sekundärmarkten gehandelt werden, erhöht sich durch Verbriefung die individuelle Liquidität. Allerdings nimmt die Liquidität im Finanzsystem insgesamt nicht zu, da nicht alle gleichzeitig ihre Kreditforderungen verkaufen können. Verbriefung birgt ein Moral-Hazard-Problem in sich, da der erste Kreditgeber nicht auf die Qualität des Kredits achtet, wenn er den Kredit an andere verkaufen kann. Wird ein Kredit mehrmals weitergereicht und möglicherweise tranchiert und mit anderen Krediten gemischt, dann kann der letzte Halter der Forderung die Qualität des Kredits nicht mehr einschätzen. Die Subprime-Krise ist ein Beispiel dafür.

Abbau von Segmentierungen im Finanzsystem: Beispielsweise wurde der Markt für Immobilienkredite, der in allen westlichen Finanzsystemen ein spezifischer und abgeschotteter war, mit dem Rest des Kreditmarktes verbunden. Während der Kreditexpansion vor dem Ausbruch der Subprime-Krise wurden beispielsweise verbriefte zweitklassige Immobilienkredite in die gesamte Welt verkauft.

Steigende Bedeutung von Nicht-Bank-Finanzintermediären: Dies hatte drei Konsequenzen. Erstens sind Investmentbanken, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds etc. risikofreudiger als traditionelle Banken. Sie agieren zweitens mit einem größeren Kredithebel. Drittens – und dies verstärkt die ersten zwei Tendenzen – sind sie weniger reguliert als Geschäftsbanken oder unterliegen keinerlei Regulierung beispielsweise bei der Eigenkapitalhaltung. Nimmt man die Finanzgeschäfte hinzu, die über Offshore-Zentren oder nicht offiziell organisierte Börsen abgewickelt werden, dann hat sich ein gigantisches Schattenbankensystem ohne adäquate Regulierung entwickelt. Anfang 2007 betrug allein die Bilanzsumme der fünf größten Investmentbanken in den USA 4 Billionen US-Dollar und das der Hedge-Fonds 1,8 Billionen US-Dollar, während das gesamte US-Bankensystem eine Bilanzsumme von rund 10 Billionen US-Dollar hatte (Krugmann 2009, S. 161).

Zunehmende Bedeutung quantitativer Risikomodelle: Diese auf der Theorie effizienter Finanzmärkte basierenden Modelle sind auf Daten der Vergangenheit aufgebaut und unterstellen alle in der einen oder anderen Variante, dass sich vergangene Entwicklungen in der Zukunft fortsetzen. Mit Hilfe vergangener Kreditausfallraten, Korrelationen zwischen der Preisentwicklung von Vermögenswerten etc. werden „optimale“ Wertpapiere gebastelt. In der Subprime-Krise hat sich gezeigt, dass vergangene Daten keineswegs ein guter Ratgeber für zukünftige Entwicklungen sind. Zuvor unkorrelierte Kreditrisiken wie Immobilienkredite, Kreditkartenkredite oder Kredite an Entwicklungsländer wurden zur Überraschung der Käufer dieser Papiere alle gleichzeitig faul. Quantitative Risikomodelle haben zudem den Nachteil, dass sie prozyklisch wirken, da in Expansionsphasen Risiken systematisch unterschätzt und in Krisenphasen überschätzt werden. Auch Institutionen, die für die Überwachung von Finanzinstituten zuständig sind, basierten ihre Ansätze auf quantitativen Risikomodellen. Basel II erlaubte bankspezifische Risikomodelle zur Berechnung der Eigenkapitalhinterlegungspflicht von Banken. Rating-Agenturen, welche die Qualität von Finanzprodukten bewerten, nutzen ebenfalls quantitative Risikomodelle. All diese Entwicklungen haben die Eigenkapitalhaltung selbst im regulierten Teil des Finanzsystems reduziert und prozyklische Effekte verstärkt. Buchführungsnormen wurden so verändert, dass Vermögenswerte immer nach aktuellen Marktpreisen bewertet werden müssen (Hellwig 2008). Im nächsten Abschnitt werden wir uns explizit mit den Unterstellungen bei diesen Modellen beschäftigen.

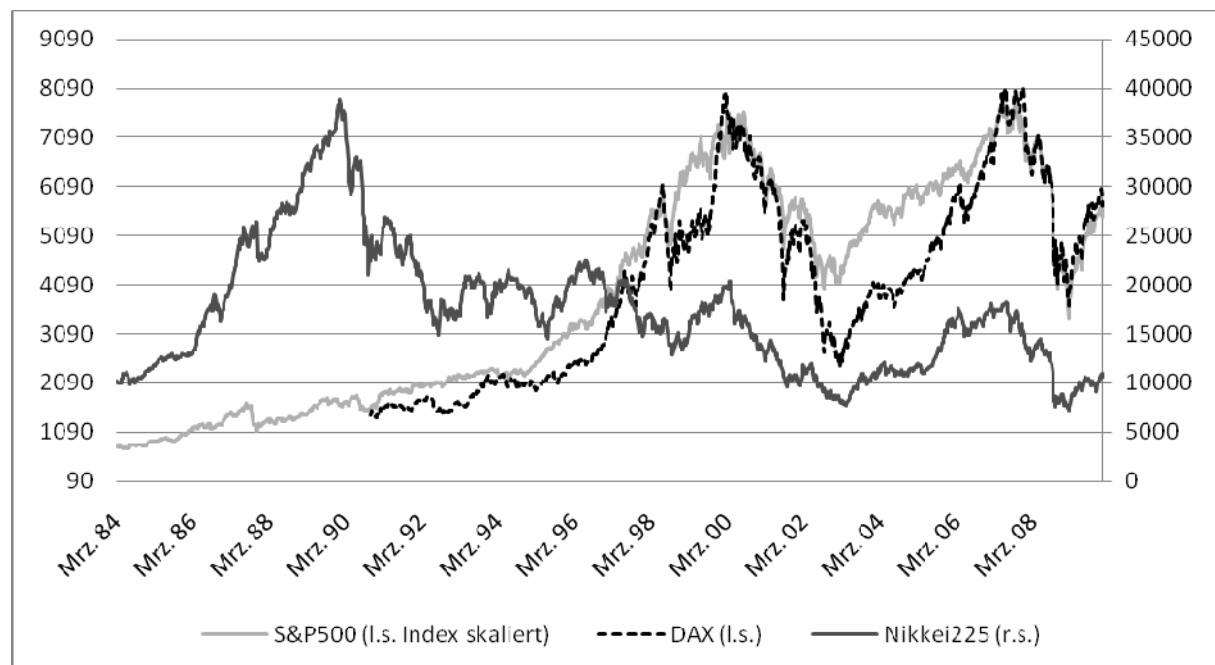
Veränderung des Verhaltens der Akteure: Die stärkere Risikoorientierung einer steigenden Anzahl der Agierenden im Finanzsystem schlug sich in steigenden Renditeansprüchen, einer spekulativen Orientierung und einer Verkürzung des Zeithorizonts der Wirtschaftssubjekte nieder.

Internationale Kapitalströme: Kapitalströme zwischen verschiedenen Währungsräumen nahmen massiv zu, wurden instabil und erzeugten destabilisierende

Wechselkursbewegungen und große Leistungsbilanzungleichgewichte in entwickelten Ländern und Entwicklungsländern. Der US-Dollar hat seine Stabilität eingebüßt. Aber auch der Euro ist international keine stabile Währung. Entwicklungsländer wurden von hohen Kapitalzuflüssen und plötzlichen Kapitalabflüssen betroffen. Da die Periode der Kapitalzuflüsse mit einem Aufbau der Auslandsverschuldung in Fremdwährung verbunden ist, führten die Kapitalabflüsse zu simultanen zerstörerischen Währungs- und inländischen Finanzmarktkrisen (Herr/Hübner 2005).

Die Veränderungen auf den Finanzmärkten haben zu dem geführt, was erwartet werden konnte, nämlich zu einer drastischen Zunahme von Instabilität. Der gigantische Anstieg internationaler Kapitalströme erzeugte, wie schon vermerkt, destabilisierende Wechselkursbewegungen und Leistungsbilanzungleichgewichte. Schließlich wurden der Ölpreis und selbst Nahrungsmittel spekulativen Preischwankungen unterworfen. Uns interessiert hier insbesondere die Entwicklung der Aktienkurse (vgl. Abb. 1). In den USA (S&P500) und in Deutschland (DAX) entwickelten sich die Aktienmärkte weitgehend parallel. Im Rahmen des New-Economy-Booms in den 1990er Jahren explodierten die Aktienkurse, um dann nach 2000 abzustürzen. Eine ebenso massive Aktienpreisinflation entwickelte sich nach 2003 zusammen mit der Immobilienblase in den USA und vielen anderen Ländern. Der Absturz kam mit der Subprime-Krise. Im Jahre 2009

Abb. 1: Aktienpreisindex in den Vereinigten Staaten, Japan und Deutschland



Quelle: Yahoo Finance 2009

stiegen die Aktienkurse dann wieder massiv an. Japan hatte eine Aktien- und Immobilienblase in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre, die 1990 ihr Ende fand. Bis heute hat sich Japan nicht von den Folgen der Vermögensmarktblase erholt.

Es spricht alles dafür, dass die Aktienpreisentwicklung (wie auch die Entwicklung anderer Vermögenspreise) nicht von Fundamental faktoren bestimmt sein kann. Vermögensmärkte lassen schlicht und einfach keinen Anker erkennen, der sich aus Fundamental faktoren ergeben könnte. Wer sollte denn glauben, dass die gigantischen Schwankungen der Aktienpreise durch Produktivitäts schocks oder ähnliche Fundamental faktoren begründet sein könnten? Was wir bei den Vermögensmärkten und auch den Aktienmärkten vor Augen haben sind irrationale Übertreibungen sowohl in Boom-Phasen als auch in Phasen von Vermögensmarkt deflationen. Neu ist diese Erkenntnis über Vermögensmärkte nicht. Theoretiker wie Irving Fisher (1933), John Maynard Keynes (1936), Hy men Minsky (1975), Charles Kindleberger (1996), Robert Shiller (2008) ebenso wie der Ansatz der verhaltensorientierten Finanzwissenschaft (Andrei Schleifer 2000) betonen diesen Punkt schon lange.

4. Die Hypothese effizienter Finanzmärkte

In diesem Abschnitt beschäftigen wir uns mit einem paradigmatischen Streit, der auch für die Betriebswirtschaftslehre von großer Bedeutung ist. Das neoklassische Paradigma sieht die Wirtschaftswissenschaft in der Tradition der Physik. Von den Naturwissenschaften wird erstens die Idee des Marktes als ein sich selbst regulierendes Systems übernommen, zweitens werden aus der Physik bekannte Verfahren übernommen, um ökonomische Prozesse zu erfassen. Hören wir Léon Walras (1874, S. 305f.), einen der Begründer der Neoklassik:

„Maximum effective utility, on the one hand; uniformity of price, on the other hand ... these always constitute the double condition by which the universe of economic interests is automatically governed, just as the universe of astronomical movements is automatically governed by the double condition of gravitation which acts in direct proportion to the masses and in inverse proportion to the square of the distances. ... Furthermore, an important truth, which economists have proclaimed over and over again, but have left unproven, is finally established in the face of the denials of socialists, namely, that under certain conditions and within limits the mechanism of free competition is a self-driven and self-regulating mechanism not only for transforming services into products but also for turning savings into capital goods.“²

2 Die von Walras begründete „Allgemeine Gleichgewichtstheorie“ hat sich weiterentwickelt und wurde nicht zuletzt von den Ökonomen Gerard Debreu und Kenneth Arrow in

Dieser Gedanke steckt auch hinter der Annahme effizienter Finanzmärkte, der von Eugene Fama (1970) in die modernere Theoriegeschichte eingeführt wurde und der dann in den 1970er Jahren seinen Siegeszug in die Hörsäle und die Finanzwelt begann. Effiziente Finanzmärkte unterstellen, dass Vermögenspreise wie Aktien durch Fundamental faktoren bestimmt werden. Dies bedeutet, dass der Aktienkurs eines Unternehmens dadurch bestimmt wird, dass die künftigen Cash-Flows, welche das Unternehmen zu erwarten hat, mit einem risikogewichteten Zinssatz abgezinst und so der Vermögenswert des Unternehmens und davon abgeleitet der Aktie bestimmt wird. Nehmen wir als Beispiel Siemens: Es müssen zunächst die zukünftigen Cash-Flows von Siemens, sagen wir die nächsten 50 Jahre, geschätzt werden. Dann muss ein Abzinsungsfaktor gefunden werden, der das spezifische Risiko von Siemens etwa im Vergleich zu einer Staatsanleihe ausdrückt. Die Annahme ist, dass im einfachsten Fall alle Wirtschaftssubjekte eine solche langfristige und in der Tat anspruchsvolle Kalkulation vornehmen und auch alle zum gleichen Ergebnis kommen. Das Argument kann komplizierter gestaltet werden, wenn angenommen wird, dass einige Wirtschaftssubjekte Fehler machen. Haben die Fehler eine Normalverteilung, dann gleichen sie sich aus. Aber selbst wenn die Fehler keine Normalverteilung haben, führt ein Arbitrageprozess immer sofort dazu, dass der Vermögenspreis im Gleichgewicht ist und den Fundamental faktoren entspricht. Denn informierte Akteure auf Börsen werden es sich nicht entgehen lassen, aus der Dummheit anderer Börsenteilnehmer einen Gewinn schlagen zu wollen. Spekulative Gewinne sind unter diesen Annahmen nicht möglich, da Aktienkurse immer im Gleichgewicht sind, das sich aus Fundamental faktoren ergibt. Neue Informationen werden von allen Wirtschaftssubjekten sofort in der gleichen Form verarbeitet, so dass der Markt sofort in sein neues Gleichgewicht springt.³

Die moderne Finanzwissenschaft hat auch ökonomische Prozesse modelliert und daraus Risikoberechnungen abgeleitet. Auch hier stand die Physik Pate. William Sharpe (1992, S. 2) spricht von einer „atomaren Finanzwirtschaft“:

„An important subfield of physics – Nuclear Physics – deals with smallest particles of which matter is composed. Constructs developed by Kenneth Arrow and

ihre moderne Form gebracht. Es besteht Einigkeit, dass es keinen Beweis gibt, dass ein Prozess existiert, der das individuelle Verhalten von Haushalten und Unternehmen über Märkte zu einem Pareto-optimalen Ergebnis führt. Das Modell muss sich auf die Suche von (in der Regel mehreren) Gleichgewichtslösungen beschränken.

³ Auf makroökonomischer Ebene findet die Annahme effizienter Finanzmärkte ihre Entsprechung im Modell rationaler Erwartungen. Für Modellbauer sind rationale Erwartungen ein „Segen“. Denn sie brauchen sich nicht um Erwartungen der Wirtschaftssubjekte zu kümmern. Denn es kann unterstellt werden, dass alle an die Fundamental faktoren des Modells glauben und die Gleichgewichtslösung des Modells erwarten.

Gerard Debreu provide similar foundations for financial economics. With a bit of hyperbole, the approach may be termed *nuclear financial economics*.“

In der Tat baut das bekannteste Preismodell für Vermögenswerte, das Black-Scholes-Merton-Modell, auf der Brownschen Molekularbewegung auf (Black/Scholes 1973; Merton 1973).⁴ Der schottische Botaniker Robert Brown beobachtete im 19. Jahrhundert, dass Getreidepollen sich in einer Flüssigkeit in einem unvorhersehbaren Zickzack hin und her bewegen. Albert Einstein entwickelte in Jahre 1905 mit Hilfe der Wärmelehre eine Formel zur Beschreibung der Molekularbewegung, die Brownsche Formel.⁵ Die Grundidee des Black-Scholes-Merton-Modells besteht darin, dass die zukünftige Kursentwicklung von Aktien einem Zufallsprozess folgt, jedoch die vergangene Volatilität des Preises eines Vermögensobjektes die zukünftige Volatilität bestimmt.⁶ Damit wird bei diesem Modell die Vergangenheit in die Zukunft fortgeschrieben. Dieser Tatbestand bleibt bestehen, auch wenn die Modelle immer komplizierter ausgestaltet werden. Beispielsweise kann die Annahme der Normalverteilung von Volatilitäten aufgegeben, die beim Black-Scholes-Merton-Modells unterstellt ist, oder es können in der Zukunft schwankende Volatilitäten angenommen werden. Unterstellt man nun – basierend auf Fundamental faktoren – einen langfristigen Trend der Aktienkursentwicklung, dann kann über diesen Trend die Brownsche Bewegung gelegt werden und schon produziert das Modell einen gezackten Verlauf des Aktienkurses langfristig entlang des unterstellten Trends. Die Volatilität der Kursentwicklung wird dann zur entscheidenden Größe zur Berechnung des Risikos der Aktie. Auch das Risiko ganzer Portfolios kann errechnet werden, etwa mit Hilfe von „Value at Risk“-Modellen.

Diese Art von Berechnungen wurde in allen Bereichen der Finanzwissenschaft in Theorie und Praxis sehr populär. Mathematisches Wissen war in vielen Bereichen wichtiger als ökonomischer Sachverstand. Beispielsweise war im Jahre 2005 jeder zehnte Akademiker, den die Deutsche Bank in Deutschland einstellte, Naturwissenschaftler. Beim Derivate-Eigenhandel der Hypo-Vereinsbank waren fünf von sechs Mitarbeitern Physiker oder Mathematiker (FAZ 2005).

Das keynesianische Paradigma steht der Hypothese effizienter Finanzmärkte sowie der Berechnung von zukünftigen Risiken auf Basis wahrscheinlichkeitstheoretischer Modelle skeptisch gegenüber, da die dahinterliegenden axiomati-

4 Fisher Black ist Physiker.

5 Fünf Jahre davor hatte schon Luis Bachelier ein ähnliches Modell für die Börsenspekulation entwickelt.

6 Albert Einstein stand übrigens einer wahrscheinlichkeitstheoretischen Interpretation der Brownschen Bewegung skeptisch gegenüber. In einem Brief an Max Born schrieb er: „Die Theorie liefert viel, aber dem Geheimnis des Alten bringt sie uns kaum näher. Jedenfalls bin ich überzeugt, dass der Alte nicht würfelt.“ (Calaprice 1996, S. 354)

schen Annahmen als nicht haltbar angesehen werden. Es wird erstens bestritten, dass alle Wirtschaftssubjekte die gleichen Erwartungen haben bzw. dass sich über Arbitrageprozesse ein gleichgewichtiger Preis bildet, der irgendwelchen Fundamentalfaktoren entspricht. Nehmen wir wiederum die Aktienbewertung von Siemens. Es ist nicht davon auszugehen, dass Wirtschaftssubjekte in der Lage sind, die künftigen Cash-Flows für die nächsten 50 Jahre zu bestimmen. Selbst wenn Experten dies versuchen sollten, würden sie zu gänzlich unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Denn es wird keine Übereinstimmung geben können, welches die relevanten Fundamentalfaktoren sind und welche im Falle Siemens eine Rolle spielen. Ebenso wenig gibt es eine befriedigende Theorie, einen Abzinsungsfaktor zu finden, der das spezifische Risiko von Siemens zum Ausdruck bringen kann (Herr/Stachuletz 2010). Das Problem wird noch dadurch verschärft, dass Erwartungen die zukünftigen Fundamentalfaktoren verändern (Soros 2008).

Die These effizienter Finanzmärkte unterstellt, dass die Zukunft aus wahrscheinlichkeitstheoretischer Sicht bekannt ist und sich das zukünftige Risiko aus objektiven Wahrscheinlichkeiten ergibt und berechnet werden kann. Denn nur dann werden Wirtschaftssubjekte zu gleichen Erwartungen kommen können. Da auch die Anhänger effizienter Finanzmärkte und Praktiker im Finanzsystem die Zukunft nicht kennen, nehmen sie Daten der Vergangenheit, die dann Schlussfolgerungen für die Zukunft liefern sollen. Implizit wird der Newtonsche Zeitbegriff unterstellt, der keine historische, sondern nur logische Zeit kennt. Dieses Vorgehen ist moderne Metaphysik. Denn es muss als verfehlt angesehen werden, im Bereich der Sozialwissenschaften aus der Vergangenheit quantitative Schlussfolgerungen für die Zukunft ziehen zu wollen. Ebenso verfehlt ist es, soziale Prozesse auf der Ebene von Molekularbewegungen abzuhandeln. Soziale Prozesse, die sich gerade auf Aktienmärkten abspielen, sind durch nicht-lineare Entwicklungen und Massenpsychologie gekennzeichnet, die nicht berechnet werden können. Philosophisch gesprochen haben Menschen einen Entscheidungsspielraum und schaffen die Welt im historischen Prozess. Wenn die Zukunft erst geschaffen wird, dann kann sie nicht erkannt werden.

Keynes, der sich mit der Wahrscheinlichkeitstheorie intensiv beschäftigte (Keynes 1921), lehnte eine wahrscheinlichkeitstheoretische Erfassung der Zukunft ab. Denn, formal gesprochen, sind nicht alle zukünftigen Ereignisse bekannt und selbst bekannte Ereignisse kann oftmals keine objektive Wahrscheinlichkeit zugeordnet werden. „We simply do not know“ (Keynes 1937, S. 214) – so charakterisierte Keynes die Unsicherheit gerade bei der Abschätzung langfristiger Entwicklungen wie die von Aktienkursen. Jede historische Entwicklung ist einmalig, so dass von vergangenen quantitativen Entwicklungen nichts Berechenbares für die Zukunft gelernt werden kann. Auf einer axiomatischen Ebene müssen in diesem Fall Erwartungen als exogen angesehen werden

(Hahn 1981). Subjektive Wahrscheinlichkeiten helfen nicht weiter. Erstens hat in diesem Fall jedes Wirtschaftssubjekt individuelle Erwartungen, und diese müssen nicht von Fundamental faktoren beherrscht werden. Zweitens muss angenommen werden, dass Wirtschaftssubjekte davon ausgehen, dass sie nicht alle zukünftigen Ereignisse kennen und selbst bekannten Ereignissen keine Wahrscheinlichkeiten zuordnen können. In solchen Fällen ist der formale Apparat der Wahrscheinlichkeitsrechnung bei vielen Entscheidungen nicht anwendbar. Die Aktienkursentwicklung ist ein Beispiel dafür.

Keynes (1936, S. 136) hat den exogenen Charakter der Erwartungen so ausgedrückt:

„Wahrscheinlich können die meisten unserer Entschlüsse, etwas Positives zu tun, dessen volle Wirkungen sich über viele zukünftige Tage ausdehnen werden, nur auf Lebensgeister zurückgeführt werden – auf einen plötzlichen Anstoß zur Tätigkeit, statt zur Untätigkeit, und nicht auf den gewogenen Durchschnitt quantitative Vorteile, multipliziert mit quantitativen Wahrscheinlichkeiten.“

Schumpeter (1926) spricht in diesem Zusammenhang über Unternehmertum. Lebensgeister – „animal spirits“ in der englischen Fassung – hängen von institutionellen, sozialen und politischen Faktoren ab. Sie sind nicht rein ökonomisch begründet, sondern Ausdruck der gesellschaftlichen Situation. Ohne ausreichende Einbettung in Institutionen und Regulierungen sind Erwartungen äußerst sprunghaft.

Bisher wurde unterstellt, dass Wirtschaftssubjekte nach langfristigen Entwicklungen suchen. Dies gilt beileibe nicht für alle. Auf Aktienmärkten tummeln sich Spekulanten, welche einen kurzfristigen Zeithorizont haben oder sich an technische Analyseverfahren halten, die als Humbug bezeichnet werden müssen.

Zusammenfassend gilt, dass auf Aktienmärkten kumulative Prozesse und Übertreibungen typisch sind, die sich aus schnellen und weitreichenden Veränderungen der langfristigen Erwartungen ergeben *und* durch Spekulationen im engeren Sinne und kurzfristige Erwartungen massiv verstärkt werden. Die Deregulierung der Finanzmärkte hat gewaltige liquide Vermögenswerte geschaffen, die schnell umgeschichtet werden können. Finanzinstitute können mit gigantischen Kredithebeln Vermögensblasen insbesondere durch Geschäfte auf Zukunftsmärkten antreiben, die nur mit einer Implosion enden können. Aktienmärkte (und andere Vermögensmärkte) im Rahmen unregulierter Finanzmärkte sind Quellen der Instabilität mit unberechenbaren kurzfristigen und viel wichtiger mittelfristigen Schwankungen, die nicht prognostiziert werden können.

5. Shareholder-Value als Modell der Unternehmensführung

Das Shareholder-Value-Modell der Unternehmensführung reflektiert die Veränderungen in der Ökonomie und die gestiegene Macht des Finanzsystems im Rahmen der neoliberalen Globalisierung. Es drückt aus, dass das Management nicht mehr einen Kompromiss zwischen den verschiedenen Stakeholdern am Unternehmen suchen muss, sondern nur noch einem Herrn dienen soll, den Eigentümern. Einer der Wegbereiter der Shareholder-Value-Bewegung in den 1980er Jahren war Jack Welch, Vorstandsvorsitzender von General Electric. Auf einer theoretischen Ebene entwickelte Alfred Rappaport (1986) das Shareholder-Value-Modell. Es besagt, dass in der obersten Zielfunktion der Unternehmenssteuerung ausschließlich die Interessen der Aktionäre enthalten sein sollten. Die als zu komplex erachtete Zielfunktion des Stakeholder-Prinzips sollte vereinfacht werden. Selbstverständlich erhofften sich die Eigentümer der Unternehmen, die oftmals durch institutionelle Investoren repräsentiert wurden, durch die Veränderung der Unternehmensführung höhere Renditen. Nach der Shareholder-Value-Sicht lässt sich der Erfolg eines Unternehmens objektiv an der Entwicklung des Aktienkurses messen. Analog zu Fama (1970) wird der Shareholder-Value eines Unternehmens durch die Abdiskontierung aller zukünftigen (freien) Cash-Flows berechnet, wobei von diesem Wert dann noch der Gegenwartswert der Verbindlichkeiten abgezogen werden muss. Um die Interessen der Manager mit denen der Eigentümer deckungsgleich zu machen, wurden Manager mit Aktienoptionen entlohnt.

Akzeptiert man, dass Unternehmen nur den Eigentümern verpflichtet sind, macht im Rahmen effizienter Finanzmärkte der Shareholder-Value-Ansatz einen Sinn. Hat die Aktienkursentwicklung allerdings keinen Anker in Fundamental faktoren und ist Spielball von unberechenbaren langfristigen Erwartungen und kurzfristiger Spekulation, ist der Aktienkurs ein denkbar schlechter Indikator für die Messung der Leistungen des Managements. Schlimmer noch: Orientiert sich das Management an der kurzfristigen Entwicklung der Aktien, dann wirkt sich das schlecht auf die Unternehmensentwicklung und die Gesellschaft aus. Keynes (1936, S. 134) machte diesen Punkt sehr deutlich:

„Spekulanten mögen unschädlich sein als Seifenblasen auf einem steten Strom der Unternehmungslust. Aber die Lage wird ernsthaft, wenn die Unternehmungslust die Seifenblase auf einem Strudel der Spekulation wird. Wenn die Kapitalentwicklung eines Landes das Nebenerzeugnis der Tätigkeit eines Spielsaales wird, wird die Arbeit voraussichtlich schlecht getan werden.“

Eine rationale Unternehmensführung sollte gerade nicht auf den Aktienkurs – so wie es in den Zeiten der Wirtschaftswunder nach dem Zweiten Weltkrieg der Fall war – ausgerichtet sein.

Eine weitere Problematik besteht darin, dass der Shareholder-Ansatz, außer dem Ziel der rücksichtslosen Durchsetzung der Eigentümerinteressen, eine leere Hülse ist. Sie bietet zunächst einmal keinerlei konkrete strategische Orientierung. Welch, der sich gegenüber dem Shareholder-Ansatz nun kritisch äußert, argumentiert:

„Shareholder-Value als Strategie ergibt überhaupt keinen Sinn. Strategien treiben das Geschäft, nicht das Ziel eines steigenden Aktienkurses. Damit kann im Unternehmen niemand etwas anfangen, niemand weiß dann, was er tagtäglich tun soll, es motiviert niemanden. Strategien sind dagegen klare Vorgaben, ich kann versuchen, der Anbieter mit den niedrigsten Kosten zu sein oder der Technologieführer oder eine Gesellschaft, die ihre Stärken international ausspielt.“ (Wirtschaftswoche 2009)

Das Ziel des Shareholder-Value-Ansatzes hat in der Hinsicht geklappt, dass viele Unternehmen nun in brutaler Weise den Verwertungsinteressen der Eigentümer folgen oder von institutionellen Anlegern dazu getrieben werden. Nicht geklappt hat, die Interessen der Manager mit denen der Eigentümer in Einklang zu bringen. Dazu haben verschiedene Punkte beigetragen. So müsste, wenn das Shareholder-Value-Prinzip ernst genommen wird, ein Management nur außerordentlich entlohnt werden, wenn der Aktienkurs des eigenen Unternehmens sich besser als der Durchschnitt entwickelt. Denn ein genereller Anstieg des Aktienkurses ist kein hinreichender Indikator für eine herausragende Leistung eines Managements, er kann ausschließlich eine allgemein optimistische Stimmungslage widerspiegeln. Eine Entlohnung nach der relativen Entwicklung des Aktienkurses findet sich jedoch nur in einem verschwindenden Anteil der Unternehmen (Rappaport 1999).

Entgegen den eigentlichen Zielen des Shareholder-Value-Ansatzes hat sich eine Kurzfristorientierung bei der Unternehmensführung durchgesetzt. Selbst Rappaport (2005) geißelt diese Entwicklung. Die Kurzfristorientierung kam dadurch zustande, dass die Bonuszahlungen an das Management an die kurzfristige Aktienkursentwicklung gekoppelt wurden. Dadurch hatte das Management einen Anreiz, den kurzfristigen Aktienkurs zu erhöhen. Es konnte eine Hit-and-Run-Strategie verfolgen, nämlich eine Unternehmenspolitik betreiben, die den Aktienkurs kurzfristig hochtreibt. Auch gibt es für das Management einen Anreiz, mit hohen Kredithebeln die Eigenkapitalrendite und damit den Aktienwert nach oben zu treiben. Gelingt die Strategie, dann wird das Management fürstlich belohnt, misslingt sie, dann gibt es nur allzu oft einen goldenen Handschlag. Zudem haben Agenten auf den Aktienmärkten einen äußerst kurzfristigen Zeithorizont. Quartalsdaten oder kurzfristige Gewinnwarnungen der Unternehmen dürften bei einer langfristigen Orientierung die Aktienkurse nicht tangieren. Dem ist aber nicht so. Das Management betreibt in der Regel eine kurzfristige

„Aktienpflege“, um den Bedürfnissen der Börse nachzukommen. Managern wurde durch die Möglichkeit des Rückkaufs eigener Aktien zudem eine perverse Anreizstruktur geboten. Es ist bei dieser Möglichkeit nichts einfacher als Aktien zu kaufen, um das eigene Gehalt zu erhöhen – im Notfall mittels Kreditaufnahme.⁷ Das obige Argument von Welch stimmt also nicht ganz. Die Shareholder-Value-Orientierung hat zu ganz spezifischen Anreizstrukturen und Strategien geführt, die für die gesellschaftliche Produktivitätsentwicklung und die Stabilität des Unternehmenssektors schädlich sind.

Selbst die Kontrolle des Managements durch die Eigentümer wurde nicht gelöst. Das Management konnte sein Einkommen in einem extremen Ausmaß erhöhen und das auf Kosten der Gesamtgesellschaft und auch der Aktionäre. Nehmen wir als Beispiel die USA. Zwischen 1970 und 1999 erhöhte sich das durchschnittliche jährliche Gehalt (preisbereinigt mit dem Basisjahr 1998) von 32.522 US-Dollar auf 35.864 US-Dollar, eine moderate Erhöhung um rund 10%. Nimmt man die 100 am besten verdienenden Vorstandsmitglieder in den USA, dann hat sich deren preisbereinigtes Gehalt im gleichen Zeitraum von 1,3 Millionen US-Dollar auf 37,5 Millionen US-Dollar erhöht. 1970 verdienten die 100 Topmanager 39 mal so viel wie ein durchschnittlicher Arbeitnehmer, 1999 waren es mehr als 1.000 mal so viel (Krugman 2002).

Das Stakeholder-Modell mit dem Zwang zum Kompromiss zwischen den verschiedenen Interessengruppen und der gegenseitigen Kontrolle war viel besser in der Lage, eine Ausbeutung der Unternehmen und der Gesellschaft durch das Management zu verhindern als das Shareholder-Modell. Ein neues Modell eines regulierten Kapitalismus mit einem neuen Modell der Unternehmensführung ist möglich. Die Shareholder-Orientierung wurde politisch geschaffen, sie kann auch wieder abgeschafft werden. Gelingen kann dies allerdings nur, wenn die Ökonomie wieder stärker in Institutionen und Regulierungen eingebettet ist (Dullien et al. 2009).

6. Hochschulen und gesellschaftliche Interessen

Die Debatte um die Corporate Governance und die faktischen Veränderungen bei der Unternehmensführung in Deutschland und auch weltweit haben gezeigt, dass unterschiedliche theoretische Auffassungen existieren, die nicht unabhängig von gesellschaftlichen Interessen und Machtverhältnissen sind. Auch wurde deutlich, dass der Übergang zum Shareholder-Value-Prinzip volkswirtschaftli-

7 Aktienrückkäufe können auch anderen Zielen dienen, etwa der Verhinderung feindlicher Übernahmen. Bei den geltenden Bonusregelungen griff man bei Aktienrückkäufen gerne auf dieses Argument zurück.

che und gesellschaftliche Konsequenzen hat. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass viele Unternehmen im Rahmen des Shareholder-Value-Ansatzes einer Kurzfristorientierung folgen, die für die langfristige Entwicklung einer Gesellschaft schädlich ist. Auch hat das Shareholder-Value-Prinzip zu einer ungleichen Einkommensverteilung beigetragen, die gesellschaftliche Bedeutung hat.

Auch betriebswirtschaftliche Ausbildung und Forschung ist in einen gesamtwirtschaftlichen und gesamtgesellschaftlichen Kontext einzubauen. Nur so kann verhindert werden, dass Diskussionen um die richtige Unternehmensführung als „technische“ Fragen missverstanden werden. Die Einbettung der Betriebswirtschaftslehre in breitere Zusammenhänge geht nicht ohne einen interdisziplinären Ansatz bei der Lehre und eine angemessene Berücksichtigung von volkswirtschaftlichen, politologischen, soziologischen und juristischen Ausbildungsteilen.

Die Hochschule für Wirtschaft und Recht hat sich seit ihrer Gründung um ein solches interdisziplinäres und breites Profil bemüht. Gefördert wurde dies nicht zuletzt von allen Rektoren und Leitungsgremien der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin (HWR) (davor Fachhochschule für Wirtschaft Berlin) und in ganz besonderem Maße von Franz-Herbert Rieger, dem diese Festschrift gewidmet ist. Denn die Umstellung der Diplomstudiengänge in Bachelor- und Master-Studiengänge, die in seine Amtszeit fiel, trug die Gefahr in sich, die einzelnen Fachdisziplinen zu sehr in den Mittelpunkt der Ausbildung zu schieben und nur noch betriebswirtschaftliche Studiengänge anzubieten. Dies ist nicht geschehen. Es ist zu hoffen, dass das Erbe dieser Orientierung der HWR auch in der Zukunft erhalten bleibt und sich die HWR den sich ändernden ökonomischen und gesellschaftlichen Realitäten weiter als aktive breit aufgestellte akademische Institution verpflichtet sieht.

Literatur

- Black, F./Scholes, M. (1973): The Pricing of Options and Corporate Liabilities. In: *Journal of Political Economy*, Jg. 81, S. 637–654
- Dullien, S./Herr, H./Kellermann, C. (2009): *Der gute Kapitalismus*. Bielefeld
- Calaprice, A. (1996): Einstein sagt. Einstein-Archiv 8-180. München
- Epstein, G. A. (ed.) (2005): *Financialisation and the World Economy*. Cheltenham
- Fama, E. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: *Journal of Finance*, Vol. 25, S. 383–417
- Fisher, I. (1933): The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. In: *Econometrica*, Vol. 1, S. 337-57
- FAZ (Frankfurter Allgemeine Zeitung) (2005): Einsteins Erben in den Banken. 20.5.2005
- Galbraith, J. K. (1967): *The New Industrial State*. New York

- Hahn, F. (1981): General Equilibrium Theory. In: Bell, D./ Kristol, I. (eds.): *The Crisis in Economic Theory*. New York, S. 123–138
- Harvey, D. (2007): *Kleine Geschichte des Neoliberalismus*. Zürich
- Hein, E./Treeck, T. van (2008): Finanzmarktorientierung – ein Investitions- und Wachstums- hemmnis? Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Report Nr. 26
- Hellwig, M. (2008): Systemic Risk in the Financial Sector. An Analysis of the Subprime- Mortgage Crisis. Max Planck Institute for Research on Collective Goods, November
- Herr, H./Hübner, K. (2005): Währung und Unsicherheit in der globalen Ökonomie. Eine geld- wirtschaftliche Theorie der Globalisierung. Berlin
- Herr, H./Stachuletz, R. (2010): Die Immobilien-Bubble – Makro- und mikroökonomische Entstehungsmuster nachhaltiger Instabilitäten und Wege aus der Krise. Handbuch der Immobilienbewertung. Stuttgart
- Keynes, J. M. (1921): *A Treatise on Probability*. London
- Keynes, J. M. (1936): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. Berlin
- Keynes, J. M. (1937): The General Theory of Employment. In: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51, S. 209–223
- Kindleberger, C. P. (1996): *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises* (3. Aufl.). New York
- Kuhn, T. S. (1962): *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago
- Krugman, P. (2002): For Richer. In: *The New York Times*, 20.10.2002
- Krugman, P. (2009): *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. New York
- Marglin, S./Schor, J. (1992): *The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Postwar Experience*. Oxford
- Merton, R. C. (1973): Theory of Rational Option Pricing. In: *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 4, S. 141–183
- Minsky, H. (1975): *John Maynard Keynes*. New York
- Rappaport, A. (1986): *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York
- Rappaport, A. (1999): How to Link Executive Pay With Performance. In: *Harvard Business Review*, S. 91–101
- Rappaport, A. (2005): The Economics of Short-Term Performance Obsession. In: *Financial Analysis Journal*, Vol. 61, S. 65–79
- Sharpe, W. F. (1993): Nuclear Financial Economics, Stanford University, Graduate School of Business, Research Paper 1275
- Schumpeter, J. (1926): *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* (2. Aufl.). München
- Shiller, R. J. (2008): *Irrational Exuberance* (2. Aufl.). Princeton
- Shleifer, A. (2000): *Inefficient Markets. An Introduction to Behavioural Finance*. Oxford
- Soros, G. (2008): *The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What in Means*. London
- Walras, L. (1874/1974): *Elements of Pure Economics. Or the Theory of Social Wealth*. London
- Wirtschaftswoche (2009): Jack Welch: Keine Abkehr vom Shareholder Value. Wirtschafts- woche vom 28.3.2009