

---

# Auf dem Weg zum Stakeholder-Kapitalismus: Merkmale und Konsequenzen einer sich verändernden institutionellen Logik



*Günter Müller-Stewens und Joachim Stonig*

**Stichwörter:** Strategisches Management, Stakeholder Management, institutionelle Logik, Shareholder Value, Wertschöpfungs-Logik, Purpose, Ethik



**Zusammenfassung:** Wie in Unternehmen entschieden und gehandelt wird, ist durch Prozesse der gesellschaftlichen Institutionalisierung geprägt. Seit einigen Jahren ist sowohl in der Unternehmenspraxis als auch in der wissenschaftlichen Diskussion der Ruf nach einer Veränderung der dominanten institutionellen Logik lauter geworden. Gefordert wird ein «Stakeholder Kapitalismus». In diesem Übersichtsbeitrag erläutern wir die Hintergründe und Charakteristika der Stakeholder-Logik und grenzen sie gegenüber der vorangegangenen Investoren-Logik und Konzern-Logik ab. Im zweiten Teil analysieren wir, wie die Stakeholder-Logik sich auf die Elemente der Führungsorganisation auswirken wird.

**Towards Stakeholder Capitalism:  
Characteristics and Consequences of a Changing Institutional Logic**

**Keywords:** Strategic management, shareholder value, stakeholder management, institutional logic, value creation logic, purpose, ethics

**Summary:** Processes of institutionalization shape how decisions are made and actions are taken in companies. In recent years, calls for a change in the dominant institutional logic have become louder both in corporate practice and in the academic debate. Many are advocating for "stakeholder capitalism". In this overview article, we explain the background and characteristics of the stakeholder logic and distinguish it from the previous investor logic and corporate logic. In the second part, we analyze how a stakeholder logic is likely to affect the elements of organization design.

Die Aktivitäten von Unternehmen haben bedeutende Auswirkungen auf Wirtschaft, Gesellschaft und Ökologie. Was Manager in Unternehmen als angemessenes Handeln und Entscheiden verstehen, wird maßgeblich durch gesellschaftliche Erwartungen bestimmt. In der Vergangenheit konnten sich viele Unternehmen bei strategischen Entscheidungen auf die Beurteilung der wirtschaftlichen Auswirkungen beschränken. Zunehmend erwartet die Gesellschaft jedoch von Unternehmen und ihren Entscheidungsträgern, dass sie die ökologischen und sozialen Aspekte des wirtschaftlichen Handelns stärker berücksichtigen. Unternehmen sollen ihre Macht und ihre Ressourcen auch dazu einsetzen, an der Lösung

der drängenden großen Herausforderungen unserer Zeit, wie z.B. dem Klimawandel oder der Migration, sichtbar und spürbar mitzuwirken.

Dies deutet darauf hin, dass wir uns in einer Zeit des Umbruchs der gesellschaftlichen Erwartungen an Unternehmen befinden. Die Wirtschaftssoziologie bezeichnet solche gesellschaftliche Erwartungsstrukturen als institutionelle Logiken (Thornton/Ocasio 2008). Diese Logiken, welche das Handeln und Entscheiden von Unternehmen maßgeblich beeinflussen, sind keine Naturgesetze, sondern gesellschaftlich konstruiert. Ob und wie sich Unternehmen in Gesellschaft und Ökologie integrieren, hängt also wesentlich davon ab, was unsere Theorien und Sichtweisen zum Daseinszweck und der Verantwortung von Firmen sind. Dies impliziert auch, dass wir – sei es als Forscher, Strategen oder gesellschaftliche Akteure – an der Entwicklung dieser Logiken beteiligt sind und auf deren Ausgestaltung einen gewissen Einfluss haben.

Im ersten Teil dieses Artikels wollen wir eine Übersicht über die historische Evolution der dominanten institutionellen Logiken im betriebswirtschaftlichen Kontext geben. Dazu lassen sich aus unserer Sicht historisch drei Logiken abgrenzen: Zuerst ab den 1960er-Jahren die Konzern-Logik, welche die Fähigkeiten von Managern in den Mittelpunkt stellte. In den 80er-Jahren wurde diese Logik weitgehend durch eine Shareholder-Logik abgelöst, welche die Interessen der Eigentümer in den Mittelpunkt stellte. Seit einigen Jahren wird in der Unternehmenspraxis als auch in der wissenschaftlichen Diskussion der Ruf nach einer weiteren Veränderung laut. Was gefordert wird, ist eine Logik, bei dem nicht ein einzelner Stakeholder priorisiert wird, sondern bei der das Management sich gegenüber allen relevanten Anspruchsgruppen verantwortlich zeigen muss. Aktuell wird dafür der Begriff des «Stakeholder-Kapitalismus» verwendet. Um sich ein differenzierteres Bild von dieser Evolution der institutionellen Logiken machen zu können, und die Auswirkungen der Veränderung zum Stakeholder-Kapitalismus zu analysieren, werden wir zuerst diese drei Logiken nach einem einheitlichen Schema voneinander abgrenzen. Sollte sich die Stakeholder-Logik breitflächig durchsetzen, so hätte dies erhebliche Auswirkungen auf die Führungspraxis. Welche dies sein könnten, erörtern wir im zweiten Teil des Beitrags.

Methodisch basieren unsere Erkenntnisse auf der Auswertung relevanter Literatur, aber auch aus dem – vorerst nur anekdotischen – Verfolgen strategischer Transformationsprozesse. Zu Beginn werden wir einen kurzen theoretischen Überblick über das Konzept der institutionellen Logiken geben, diese anschliessend historisch einordnen und auf dieser Basis die Implikationen für die Führungsorganisation ableiten.

## Managementpraktiken als Prozess gesellschaftlicher Institutionalisierung

Wie Unternehmen entscheiden und handeln ist durch Prozesse der gesellschaftlichen Institutionalisierung geprägt (Hasse/Krücken, 2008). Organisationprozesse, -strukturen, und -strategien erlangen Legitimität in den Augen der Stakeholder, in dem sie der dominanten institutionellen Logik entsprechen (Meyer & Maier, 2017; Sykes, 2005). Unter einer *institutionellen Logik* verstehen wir die normativen Erwartungen, wie Organisationen auf der Grundlage des an einem Ort präsenten Managementwissens zu führen sind.<sup>1</sup> Institutionel-

1 Ein nicht unähnliches Konzept zur institutionellen Logik ist das der «*dominant logic*» aus dem Strategischen Management. Es geht auf Prahalad & Bettis (1986) sowie Bettis (1995) zurück. Sie gehen ebenfalls davon aus, dass die Art und Weise, wie Topmanager mit der zunehmenden Komplexität und Vielfalt strategischer Entscheidungen in einem Unternehmen umgehen, von deren kognitiven Orientierung abhängt. Diese emergiert aus den mentalen Landkarten, die sich aus den im Kerngeschäft

le Logiken bilden einen normativen Referenzrahmen für wirtschaftliches Handeln, der mit einem spezifischen Wahrnehmungsraster und einem Set an dazugehörigen und breitflächig akzeptierten Praktiken verbunden ist (Friedland & Alford, 1991). Die Kernannahme dabei ist, dass die Interessen, Identitäten, Werte und Annahmen von Akteuren und ihren Organisationen in die vorherrschende institutionelle Logik eingebettet sind. Institutionelle Logiken bilden daher eine Brücke zwischen individuellem Handeln und den übergeordneten gesellschaftlichen Strukturen (Thornton & Ocasio, 2008).

Institutionelle Logiken können sich in einer verschachtelten Form auf verschiedenen Ebenen entwickeln, z. B. in Märkten, Branchen, Unternehmen, interorganisationalen Netzwerken oder Organisationseinheiten (Thornton & Ocasio, 2008). In diesem Beitrag konzentrieren wir uns auf institutionelle Logiken, welche der Unternehmensführung und -kontrolle zugrunde liegen. Um diese von institutionellen Logiken in anderen Bedeutungsebenen zu unterscheiden, bezeichnen wir diese als *Wertschöpfungs-Logiken*. Jede Wertschöpfungs-Logik baut auf einem anders verstandenen Daseinszweck von Unternehmen auf. Je nachdem, welches Verständnis dominiert, müssen andere Schlussfolgerungen zur Ausgestaltung der Führungsorganisation gezogen werden. Wie sollten etwa die Strukturen (z.B. die Aufbauorganisation) und Systeme (z.B. die Anreizsysteme) in einem Unternehmen ausgestaltet werden, um den gesellschaftlichen Erwartungen zu entsprechen?

In diesem Sinne prägen Wertschöpfungs-Logiken die Überzeugungen von Führungskräften bezüglich vieler Geschäftspraktiken. Sie stellen eine Art «Ideologie» oder ein «Glaubenssystem» dar, welches das Handeln der Akteure, wie zum Beispiel im Bereich Corporate Governance, leitet (Cutler & Waine, 2000). Sie erklären dadurch die Vorherrschaft bestimmter Managementpraktiken und -ideen während einer Periode wirtschaftlicher Entwicklung.

Wertschöpfungs-Logiken beeinflussen die Interpretation von Ereignissen im Unternehmen und ihrem Umfeld. Sie bestimmen über die Angemessenheit von gewissen strategischen Entscheidungen und nehmen im Gegenzug manchen Entscheidungen die Legitimation (Friedland & Alford, 1991). Die Wertschöpfungs-Logik beeinflusst die Erwartungen der Stakeholder eines Unternehmens, und hier insbesondere der Investoren, und schlägt sich in den Entscheidungsarenen des Managements als Prämissen und in den Erwartungsstrukturen der Organisation nieder. So regulieren die Entscheidungsträger ihre Anschlussfähigkeit an das, was um sie herum geschieht und erwartet wird.

Entsprechend kommt es bei einer Veränderung der Wertschöpfungs-Logik zu einer Neubildung der fundamentalen Annahmen über den eigentlichen Zweck und das «Funktionieren» der Unternehmensführung. Die neuen Annahmen werden mit Narrativen zu Veränderungen im Funktionieren des wirtschaftlichen Umfeldes begründet und legitimiert (Scott, 2001). Dabei erfassen diese Veränderungen nicht nur Unternehmen, sondern ganze Branchen bis hin zu Volkswirtschaften.

---

gesammelten Erfahrungen entwickelt haben. Auch sie bezieht sich auf die wichtigsten Mittel, die in einem Unternehmen zum Einsatz gelangen, um Gewinne zu erzielen. Insbesondere stellt sie aber auch eine verbindende Denkweise zwischen den Geschäftseinheiten eines diversifizierten Unternehmens dar. Was hier jedoch nicht zum Tragen kommt, ist der Aspekt der sozialen Konstruktion der Logik.

## Veränderungen von Wertschöpfungs-Logiken und Marktbewertung

Grundsätzliche Änderungen in der Wertschöpfungs-Logik haben damit Konsequenzen in alle Entscheidungsbereiche des Managements (Thornton, 2002). Nimmt die Zahl derer, die eine neue Wertschöpfungs-Logik übernehmen zu, so entsteht eine Art «Herdentrieb», der auch immer mehr andere Organisationen erfasst (Fligstein, 1991). Zumindest oberflächlich übernehmen sie die neuen Praktiken dieser Wertschöpfungs-Logik, was aber nicht zwangsläufig heisst, dass diese auch effizient sind oder intern umgesetzt werden (Zajak & Westphal, 1995). Änderungen der Wertschöpfungs-Logik sind auch mit Reaktionen der Kapitalmärkte verbunden, wo Investoren Bewertungen abgeben, welche Strategien und Organisationen sie als technisch effizient und besonders zukunftstauglich erachten. Der Marktwert eines Unternehmens ist somit das Ergebnis eines institutionellen Prozesses der sozialen Konstruktion (Zajak & Westphal, 2004).

Ein Beispiel für die Einbettung von Management-Praktiken in Erwartungsstrukturen von Investoren sind zum Beispiel die historischen Mergers & Acquisitions-Wellen (Müller-Stewens, 2019), welche jeweils durch eine bestimmte Wertsteigerungserwartung getragen wurden. Dazu gehörten zum Beispiel die Effizienzsteigerungserwartungen aus der Industrialisierung oder aktuell die Potentiale der Digitalisierung. Je mehr die Investoren eine M&A-Welle mit ihren Investitionen positiv verstärken, desto mehr Unternehmen springen auf diese auf. Es entsteht also ein wechselseitiges Aufschaukeln der beteiligten Akteure. Dies findet auch im negativen Fall statt, wenn die neue Idee an Zugkraft verliert bzw. ihre weitere Tauglichkeit in Frage gestellt wird. Man erinnere sich hier z.B. an das Platzen der Dotcom-Blase im März 2000, die insbesondere die vielen Start-up-Unternehmen der New Economy traf. Zu dem Boom kam es wegen der hohen Gewinnerwartungen der Investoren, die durch neue technologische Entwicklungen – wie dem Internet und dem Mobiltelefon – entfacht wurden. Entscheidungen in Unternehmen richteten sich damit auch an Erwartungen und Einschätzungen von Investoren aus.

## Historische Entwicklung Wertschöpfungs-Logiken

Schematisch lässt sich eine historische Sequenz von drei unterschiedlichen Wertschöpfungs-Logiken unterscheiden: «Konzern-Logik», «Investoren-Logik» und «Stakeholder-Logik». Wir bauen bei dieser Unterscheidung auf die Arbeit von Zajak & Westphal (2004) auf, die die vergangenen Jahrzehnte bereits in eine «Corporate Logic» und eine diese ablösende «Agency Logic» unterschieden haben.

(1) *Konzern-Logik*: Diese Wertschöpfungs-Logik dominierte bis zu den 1980er Jahren. Unternehmen waren relativ autonom und Topmanagementteams konnten es sich leisten, die Aktionäre weitgehend zu ignorieren, wenn sie dies wollten (Davis & Thompson, 1994). Dies war möglich, weil Manager aufgrund ihrer fachlichen Kompetenz weitreichende Wertschätzung genossen. Man billigte ihnen zu, dass sie über das einzigartige strategische Wissen verfügen, das für eine effiziente Allokation von Unternehmensressourcen nötig ist. In einigen Fällen zog diese Macht in den Händen der angestellten Topmanager aber ein eigennütziges Verhalten nach sich.

Diese «Allmacht» von Managern, von welcher diese eigennützig profitieren konnten, führte zu der Kritik, dass in der Konzern-Logik signifikante Agency-Kosten entstehen, die den Unternehmenswert verringern (Fama & Jensen, 1983, S. 304). Es wurde davon ausgegangen, dass Manager häufig Strategien bevorzugen, die mit den Interessen der

Aktionäre kollidieren («Principal-Agent-Konflikte»). So wuchs der Druck aus dem Kapitalmarkt, den Entscheidungsspielraum des Managements einzuengen und die Anreize von Managern stärker an den Erwartungen der Investoren auszurichten. Im Vierteljahresrhythmus mussten börsennotierte Gesellschaften nun über ihre Fortschritte in Richtung der gesetzten Finanzziele und hinsichtlich der Strategieumsetzung berichten. Auch wurden Unternehmensführungen in der Qualität ihrer Führungsarbeit verglichen: Welches Managementteam ist der bessere Eigentümer seiner Ressourcen? Damit ebnete sich der Boden für eine Wertschöpfung-Logik, die den Eigentümern mehr Einfluss gab und die Allmacht des Topmanagements in Schranken wies.

(2) *Investoren-Logik*: Ende der 1970er Jahre rückten die Erwartungen der Kapitalmärkte immer mehr ins Zentrum des unternehmerischen Handelns. Während Spitzenmanager in der vorangegangenen Phase primär als Fachleute angesehen wurden, betrachtete man das Management nun als Agenten der Aktionäre, mit einer Informationsasymmetrie zugunsten der Manager und Managerinnen. Primäre Verantwortung des Managements sollte es nun sein, die Interessen und Erwartungen der Eigentümer zu vertreten und dabei den Shareholder Value zu maximieren. Vertreter des Kapitalmarkts übten zunehmend Einfluss auf das Management aus. Die Annahme war, dass wenn die Führungskräfte tatsächlich entlang der Erwartungen der Eigentümer entscheiden, sich dies auch positiv im Kapitalmarkt und gegenüber den anderen Stakeholdern niederschlagen sollte.

Spätestens mit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 kam der Ansatz einer Shareholder Value Maximierung jedoch stärker in die Kritik. Er wurde als Ausdruck eines Turbo-Kapitalismus betrachtet, der nur dem Finanzmarkt dient und die wahren Interessen anderer Stakeholder, insbesondere der Gesellschaft, den meist kurzfristigen Erwartungen des Kapitalmarkts unterordnet.

(3) *Stakeholder-Logik*: Als kleine Sensation wurde es gefeiert, als 2019 der «Business Roundtable» (BRT) verkündete, dass Unternehmen Verantwortung gegenüber allen wesentlichen Anspruchsgruppen tragen sollten. Diese Vereinigung der wichtigsten CEOs in den USA war zuvor klarer Vertreter einer Investoren-Logik. Im Angesicht der grossen sozialen und wirtschaftlichen Herausforderungen, denen wir uns gesamtgesellschaftlich gegenübersehen, reflektierte dieses neue Verständnis des BRT die immer stärkere Erwartungshaltung der Gesellschaft gegenüber dem Management, eine aktiver Rolle in der Gestaltung einer besseren Zukunft für alle einzunehmen (Gümüsay et al., 2020).

Die akademischen Grundlagen der Stakeholder-Logik gehen auf Freeman (Freeman et al., 2010, Harrison et al., 2019) zurück, der davon ausgeht, dass ein Unternehmen langfristig nur dann erfolgreich sein kann, wenn es in der Lage ist, die Erwartungen und Interessen aller Stakeholder in den Entscheidungen zu berücksichtigen. Stakeholder sind dabei alle Personen bzw. Organisationen, die von den Entscheidungen eines Unternehmens betroffen sind und die über ein wesentliches Interesse an der weiteren Entwicklung des Unternehmens verfügen. Die konsequente Umsetzung einer Stakeholder-Logik beinhaltet, neben den Eigentümern auch zu den anderen Anspruchsgruppen ausgewogene Beziehungen zu unterhalten und ihnen faire Anteile an der gemeinsam erwirtschafteten Wertschöpfung zuzugestehen.

Die zunehmende Popularität der Stakeholder-Logik zeigte sich in neuen Management-Praktiken. Der Ansatz der *Corporate Social Responsibility* (CSR) kann als Indikator für den Übergang zu einer Stakeholder-Logik betrachtet werden, da neben der ökonomischen Dimension (Eigentümer) auch die soziale (Gesellschaft) und ökologische (Umwelt)

Dimension eines Unternehmens prominent bearbeitet werden. Ähnlich verlangt das immer weiter verbreitete *ESG-Reporting* eine Berichterstattung zum Handeln des Unternehmens gegenüber der Umwelt («environment») und der Gesellschaft («social»), sowie der Verankerung dieser Dimensionen in der Führungsorganisation («governance»). Wird dies nicht in ausreichendem Mass geleistet, drohen z.B. grosse Vermögensanlagegesellschaften, das Unternehmen aus ihrem Anlageportfolio zu nehmen.

Dass die Stakeholder-Logik immer bedeutender wird, zeigt sich auch im stark erhöhten *Aktivismus*, der von vielen Stakeholder-Gruppen ausgeht und sich unter anderem auf den Hauptversammlungen börsennotierter Unternehmen bemerkbar macht. So sieht sich das Management solcher Unternehmen mit einer stark erhöhten Anzahl von *Shareholder-Proposals* konfrontiert, welche soziale und ökologische Themen ansprechen. So berichtete das Sustainable Investments Institute von einem Anstieg der Klima-orientierten Proposals um 42 % von 2021 auf 2022. Immer häufiger werden diese Proposals auch angenommen, z.B. hinsichtlich der Besetzung von Verwaltungsratspositionen auf Antrag von Umweltaktivisten. Durch aktivistische Proposals wollen Stakeholder-Gruppen Unternehmen in eine bestimmte Richtung bewegen, denn der Kauf von Aktien allein führt nicht unbedingt zu Verhaltensänderungen.

Hauptsächlicher Kritikpunkt am Stakeholder-Ansatz ist, dass er die Interessen der Eigentümer verwässert (Amis et al., 2020). So stellte sich das Council of Institutional Investors (CII), eine mächtige Vereinigung von Vermögensverwaltern, auf den Standpunkt: «*Rechenschaftspflicht gegenüber allen bedeutet Rechenschaftspflicht gegenüber niemandem.*»<sup>2</sup> Hinzu kommt die Sorge, dass eine formelle Bekennung zur Stakeholder-Logik nur dem «Greenwashing» dient, also keine Taten folgen. So zeigen z.B. Raghunandan & Rajgopal (2021), dass viele der 183 Firmen, die die Erklärung des Business Roundtable unterschrieben haben, es versäumt hatten, ihren Worten auch Taten folgen zu lassen. Bei ihnen gab es relativ gesehen sogar mehr Verstöße gegen Umwelt- und Arbeitsvorschriften als bei anderen Unternehmen. Insbesondere in den USA sind Nachhaltigkeit und die Debatte um ESG auch zum Gegenstand politischer und ideologischer Auseinandersetzung geworden. Gegner lamentieren, dass sich der Staat hier ein neues Vehikel geschaffen hat, um Unternehmen einer noch umfassenderen Kontrolle zu unterziehen.

Eine Wertschöpfungs-Logik ist nicht in allen Organisationen gleich stark spürbar und beeinflusst nicht alle Entscheidungen gleichermaßen. So kann man in Organisationen unterschiedliche Ausprägungen der Wertschöpfungs-Logik antreffen. So findet man derzeit eine ganze Reihe von Unternehmen, die eine Art «Shareholder Value Maximierung unter Nebenbedingungen» praktizieren: Im Kern lebt man noch die Investoren-Logik, hat aber erste Aktivitäten in Richtung einer Stakeholder-Logik gestartet. Die Performance wird aber immer noch ausschliesslich am finanziellen Wertbeitrag für die Aktionäre gemessen.

## Wertschöpfungs-Logiken im Vergleich

Um nun noch trennschärfer die Stakeholder-Logik beschreiben zu können, soll im Folgenden ihre Abgrenzung zu den beiden vorangegangenen institutionellen Logiken zur Wertschöpfung erfolgen. Man vergleiche dazu Abbildung 1. Dabei bauen wir in den beiden ersten Spalten auf die Ausführungen von Zajak & Westphal (2004) auf.

---

2 [https://www.cii.org/aug19\\_brt-response](https://www.cii.org/aug19_brt-response) (abgerufen am 20.8.2019). Übersetzt von den Autoren.

	Konzern-Logik	Investoren-Logik	Stakeholder-Logik
<b>Kontext</b>	Bis in die 1980er Jahre: Weitgehende Binnenorientierung; Aktionären wird kaum Beachtung geschenkt; «Topmanagement Primacy».	Ab Mitte 1980er Jahre: Unter Druck der Investoren Öffnung zum Kapitalmarkt; «Shareholder Primacy».	Ab Ende 2010er Jahre: Stakeholder-Aktivismus führt zur weiteren Öffnung gegenüber Erwartungen der Gesellschaft; «Stakeholder Primacy».
<b>Sichtweise der Firma</b>	Institution mit einzigartigen Kernkompetenzen.	Nexus von Verträgen zwischen Eigentümern und Management.	Beziehungsgeflecht zwischen denen, die ein legitimes Interesse an der Firma haben.
<b>Theoretische Basis</b>	Managerialismus-Ansatz von Chandler (1962)	Agency-Theorie von Jensen/Meckling (1976)	Stakeholder-Theorie von Freeman (1984)
<b>Sichtweise auf das Top-management</b>	Fachliche Kompetenz befähigt und ermöglicht es zu effizienten Ressourcenallokationsentscheiden.	Es wird eigennützig auf Kosten der Aktionäre gehandelt, wenn nicht explizit mit der Verantwortung betraut, im Interesse der Eigentümer zu handeln.	Es hat den Auftrag, sich der Erwartungen aller Stakeholder anzunehmen (Stewardship). Ziel sind fair ausgewogene Beziehungen mit und zwischen den Stakeholdern.
<b>Gefahren</b>	«Alleinherrcher» mit Tendenz zur Allmacht und zum «Empire-Building».	«Getriebene» mit Tendenz zur Ohnmacht und Kurzfristoptimierung.	«Diener vieler Herren» mit Tendenz zur Verwässerung der Verantwortung.
<b>Ressourcenallokation</b>	Das Management weiss auf Grund seiner Kompetenz und seines Wissens am besten, wie die Ressourcen auf die Geschäfte zu verteilen sind.	Aktionäre sind besser in der Lage ihr Portfolio der Geschäfte, in denen sie engagiert sind, selbst zu diversifizieren.	Aufgabe ist, die Ressourcen so zu verteilen, dass der Wert für alle Stakeholder optimiert wird.
<b>Verwendung von Cashflow</b>	Die Erträge aus den Geschäften bleiben im Unternehmen und werden wieder reinvestiert.	Die Erträge aus den Anlagen gehen direkt an die Aktionäre.	Dort, wo durch gemeinsame Ressourcennutzung ein Mehrwert geschaffen wurde, erwächst auch ein Anspruch auf faire Beteiligung daran.
<b>Zielgrössen</b>	Unternehmensziele im Sinne einer professionalen Unternehmensführung.	Wertbeitrag für die Aktionäre aus Sicht der Kapitalmärkte.	Wertschöpfung für alle Stakeholder, also auch Werte, die dem Gemeinwohl dienen. Aufbau von Beziehungskapital.

Abbildung 1: Wertschöpfungs-Logiken im Vergleich

**Sichtweise der Firma:** Aus Sicht der Konzern-Logik besteht das Unternehmen aus einem Bündel einzigartiger Kernkompetenzen. Auf ihnen bauen die einzelnen Geschäfte und

deren Wachstumsstrategien auf. Diese Kernkompetenzen verhelfen dem Unternehmen zu nachhaltigen Vorteilen im Wettbewerb, die es durch das Management herauszuarbeiten gilt. Dies entspricht den Theorien von Chandler (1962), demzufolge die Professionalisierung des Managements wesentlich zur Entstehung großer Unternehmen und zum wirtschaftlichen Wachstum im späten 19. und 20. Jahrhundert beitrugen.

Die Investoren-Logik interpretiert dagegen eine Firma als *Nexus von Verträgen* (Jensen & Meckling, 1976) zwischen „Principals“ und „Agents“. Diese so zu entwickeln und zu optimieren, dass die Agency-Kosten aus potenziellen Interessenkonflikten möglichst gering gehalten werden, ist Aufgabe der Corporate Governance.

In der Logik eines Stakeholder Managements (Freeman, 1984) ist die Firma ein Geflecht von Beziehungen (*Nexus of Relationships*) zwischen Menschen (und nicht Objekten), die ein legitimes Interesse an der Firma haben. Dazu zählen alle Anspruchsgruppen, die durch das Handeln des Unternehmens beeinflusst werden bzw. es beeinflussen. Das Unternehmen soll im Einklang mit dieser Gemeinschaft von Stakeholdern handeln. Die Erfüllung der Verantwortung gegenüber den Stakeholdern wird dabei nicht nur an dem für die Eigentümer geschaffenen Wert gemessen, sondern an allem, was Wert für die Stakeholder schafft.

**Sichtweise auf das Topmanagement und damit verbundene Gefahren:** Aus Sicht der Konzern-Logik sind Führungskräfte mit hoher fachlicher Kompetenz ausgestattet, was sie dazu befähigt und ermächtigt, effiziente Ressourcenallokationsentscheide zu treffen. Im Extremum kann dies – trotz Kontrollorganen – zu einer «Allmacht» des Managements über die strategische Ausrichtung des Unternehmens führen. Unter dem Schlagwort «*Empire Building*» war zum Beispiel der Aufbau breit diversifizierter Konglomerate, die sich nicht als profitabel erwiesen, eine Konsequenz dieser Logik (Useem, 1993, S. 21). In der Investoren-Logik wird dem Topmanagement unterstellt, dass es eigennützig auf Kosten der Aktionäre handelt, wenn man es nicht explizit dazu anleitet, im Interesse der Eigentümer zu handeln. Die Gefahr dieser Logik ist, dass Entscheidungsträger zu «Getriebenen» kurzfristig ausgerichteter und mächtiger Investoreninteressen und Analystenempfehlungen werden und dabei teilweise «ohnmächtig» sind, die Strategie des Unternehmens zu gestalten.

Ganz anders dagegen verlangt die Stakeholder-Logik, dass, um langfristig erfolgreich zu sein, das Management sich umfassend der Erwartungen und Interessen aller relevanten Stakeholder anzunehmen hat. Verantwortung gegenüber allen Stakeholdern ist nicht einfach ein Hinzufügen zur Verantwortung gegenüber den Eigentümern. Es ist ein integraler Teil eines Konzepts, bei dem das Management als Treuhänder agiert (*Stewardship*; Davis et al., 1997). Die Beziehungen mit den Stakeholdern sind dabei nicht unilateral, sondern dialogisch und tiefgreifend in der Interaktion («*Stakeholder Engagement*»). Dies verlangt eine Bereitschaft zur Verbindung, d.h. sich aufeinander einzulassen und Differenzen zu ertragen. Ziel sind hinsichtlich der Verteilung von Kosten und Erträgen fair ausgewogene Beziehungen mit und zwischen den Stakeholdern. Die Gefahr hingegen ist eine Verwässerung der Verantwortung aufgrund der hohen Komplexität der verschiedenen Stakeholder und begrenzt tauglicher Messverfahren.

**Allokation von Ressourcen und generiertem Cashflow:** Eine der zentralen Aufgaben von Topmanagementteams ist die Allokation von Ressourcen. Je nach Wertschöpfungs-Logik erfolgt dies jedoch sehr unterschiedlich. Folgt man der Konzern-Logik, befindet sich das Topmanagement auf Basis seiner Kompetenz sowie seines Wissens und internen Informationsvorsprungs in der besten Position zur Zuteilung der Ressourcen auf die einzelnen Geschäfte im diversifizierten Unternehmen. In den Geschäften erwirtschaftete

Erträge werden zurückbehalten und in das Portfolio der Geschäfte reinvestiert. Aus der Perspektive der Investoren-Logik wollen Eigentümer selbst über die Diversifikation ihrer Anlagen entscheiden, d.h. in welche Geschäfte sie investieren. Sie machen dies effizienter als Konzerne, da sie nicht den «Umweg» über eine Konzernzentrale gehen müssen, mit der auch immer Gefahren wie Quersubventionierungen von Geschäften verbunden sind. So gehen freie Cash-Flows als Dividenden auch direkt an die Eigentümer.

Bei der Stakeholder-Logik ist die primäre Aufgabe des Managements die Schaffung von Nutzen für die verschiedenen Anspruchsgruppen entlang deren Erwartungen. Dazu müssen Ressourcen in die Stakeholder-Beziehungen investiert werden. In Stakeholder-Beziehungen kann dadurch Mehrwert generiert werden, indem Unternehmen und Stakeholder ihre Ressourcen gemeinsam und *ko-spezialisiert* nutzen (Barney, 2018). Ein Beispiel hierfür ist die Entwicklung neuer Produkte zusammen mit Schlüsselkunden (Ko-Innovation). Dafür, dass Stakeholder ihre Ressourcen einbringen, erwarten sie allerdings auch einen fairen Anteil am generierten Mehrwert (Sachs & Rühli, 2011, S. 44). Natürlich kann es in diesem Kontext sein, dass Ressourcen, die für ausgewogene Beziehungen zu Stakeholdern aufgewendet werden, möglicherweise nicht mehr für die Investoren in Form von Dividenden zur Verfügung stehen. Doch die Stakeholder-Theorie konzentriert sich darauf, den «Gesamtkuchen» langfristig zu vergrößern.

**Zielgrößen:** In der Management-Logik folgt man bei der Ermittlung der Performance den über ein professionelles *Controlling* zur Verfügung gestellten Instrumenten. In der Investoren-Logik wird die Performance primär über die Entwicklung des finanziellen *Unternehmenswerts* abgebildet.

In der Stakeholder-Logik tragen auch nicht-finanzielle Größen zur Schaffung von *Wert gegenüber allen Anspruchsgruppen* bei. Qualitativ hochwertige Beziehungen zu Stakeholdern werden als eine Form von sozialem Kapital betrachtet. Es gibt Ansätze, die versuchen das Beziehungskapital («*Relational Capital*») des Beziehungsgeflechts mit den Anspruchsgruppen zu ermitteln. Es geht um die Qualität dessen, wie es uns gelingt, uns als menschliche Wesen in Beziehung zu bringen (Ashcroft et al., 2016, Schluter, 2023). Beziehungskapital beruht auf gegenseitigem Vertrauen und Interaktionen auf individueller Ebene zwischen den Stakeholdern und dem Unternehmen. Aus ihm erwächst die Grundlage für wechselseitiges Lernen und gemeinsame Entwicklungsprozesse ohne zu grosse Sorge vor opportunistischem Verhalten eines Partners (Kale et al., 2000).

### Konsequenzen der Stakeholder-Logik auf die Führungspraxis

Aus den obigen Eigenschaften der Wertschöpfungs-Logiken ergeben sich eine Reihe von Schlussfolgerungen für die Führungspraxis in Unternehmen, die sich in einem Wandel in Richtung einer Stakeholder-Logik befinden. Ein solcher Wandel verlangt in vielen Fällen signifikante Veränderungen bei allen wesentlichen Komponenten einer Führungsorganisation. Im Kern handelt es sich um einen grossen und anspruchsvollen Transformationsprozess, den es zu gestalten und umzusetzen gilt (Hug et al., 2022). Man vergleiche dazu die Übersicht in Abbildung 2. Wir lehnen uns bei unserer Analyse an das 7S-Modell von Peters/Waterman (1982) an.<sup>3</sup>

---

3 In der Praxis wird dafür in manchen Unternehmen ein eigener Chief Transformation Officer eingesetzt (Gorter et al., 2016). Er hat die grosse Anzahl von Einzelinitiativen zu koordinieren, die solch ein komplexer Prozess umfasst.

	Konzern-Logik	Investoren-Logik	Stakeholder-Logik
<b>Strategie</b>	Im Zentrum stehen Strategien zur Erlangung von verteidigbaren Wettbewerbsvorteilen und Marktmacht. Fokus auf Zielgrößen wie Marktattraktivität und Marktanteil.	Im Zentrum stehen Strategien zur Steigerung des Shareholder Value. Fokus auf finanzielle Zielgrößen wie Rendite und Wachstum als Unternehmenswerttreiber.	Im Zentrum stehen Strategien zur Schaffung von Wert für alle Stakeholder. Fokus auch auf nicht-finanzielle Zielgrößen (z.B. ESG-Reporting).
<b>Systeme: Performance Messung</b>	Erreichen der Unternehmensziele im Sinne einer professionellen Unternehmensführung.	Der Wertbeitrag für die Aktionäre aus Sicht der Kapitalmärkte; Werttreiberbäume als Instrument.	Werte, die für alle Stakeholder geschaffen wurden, also auch Werte, die dem Gemeinwohl dienen.
<b>Systeme: Anreize</b>	Konzeption von Anreizmechanismen, um herausragende Führungskräfte rekrutieren und halten zu können.	Konzeption von Anreizmechanismen, um die Interessen des Managements an denen der Eigentümer auszurichten; Bedeutung von Boni.	Konzeption von Anreizmechanismen, um einem mehrdimensionalen Performance-Verständnis zu entsprechen.
<b>Strukturen: Aufbau-organisation</b>	Häufig eine divisionale Struktur mit einer Unternehmenszentrale (Holding) an die die Geschäfte berichten; Einrichten von Managementabteilungen (Controlling, Marketing, Vertrieb usw.).	Verankerung einer Stabsabteilung Investor Relations in der Zentrale; Regelmäßige Investorkonferenzen.	Verankerung einer Stabsabteilung Stakeholder Relations in der Zentrale; Regelmäßige Stakeholder Dialoge; Nachhaltigkeit als eigene Zuständigkeit in den Führungsgremien.
<b>Strukturen: Ablauf-organisation</b>	Fokus auf die Optimierung der betrieblichen Wertschöpfungsprozesse (z.B. Supply Chain).	Fokus auf die Wirksamkeit der Interaktionsprozesse mit den Shareholdern.	Fokus auf die Wirksamkeit und Ausgewogenheit der Interaktionsprozesse mit und zwischen den Stakeholdern.
<b>Fähigkeiten</b>	Eigenverantwortlichkeit; Hohes Gewicht von Managementqualifikationen als Kriterium in den Personalpraktiken.	Knowhow zum Funktionieren der Kapitalmärkte; Einsatz von Tools zur finanziellen Steuerung.	Kollaborationskompetenz als Eigenschaft bei Mitarbeitenden; Lösung von Interessenkonflikten; Herstellen von Verteilungsgerechtigkeit
<b>Führungsstil</b>	Direktive Führung; Vorgaben von oben, Disziplin und Leistungsorientierung stehen im Zentrum.	Meritokratische Führungskultur, bei der Leistung das ist, was beim Aktionär ankommt.	Schaffung von Vertrauen in der Interaktion mit Stakeholdern; Förderung offener Diskurse, deren Inhalte sich in Entscheiden wiederfinden.

	Konzern-Logik	Investoren-Logik	Stakeholder-Logik
Werte	Deklarierte Corporate Values als Führungsinstrument und Teil des normativen Rahmens.	Die angestrebten Werte stehen im Dienst eines ökonomischen Denkmodells. Die Werte sind die einer Meritokratie. Was zählt sind individuelle Leistungen oder auch besondere Verdienste.	Adressierung der sozialen Verantwortung der Entscheidungsträger in einer Marktwirtschaft lässt auch Fragen von Moral und Werten zum Tragen kommen.

Abbildung 2: Auswirkungen institutioneller Logiken auf die Führungspraxis

**Strategie:** Bei der Konzern-Logik sah man den Schlüssel zum Erfolg in Geschäftsstrategien zum Erlangen von verteidigbaren Wettbewerbsvorteilen in wachsenden Märkten und im Anstreben von Marktmacht. Auf der Gesamtunternehmensebene wurde das Portfolio der Geschäfte unter Aspekten der Risikodiversifikation, der Synergienpotenziale und des Wachstums gesteuert. Bei der Investoren-Logik rückte der Shareholder Value mit Zielgrößen wie «Return on Equity», Wachstum und Earnings-Per-Share ins Zentrum der Strategie. Annahme war, dass die Schaffung von Wert für die Aktionäre letztendlich auch Wert für alle anderen Stakeholder schafft.

Folgt man dagegen der Stakeholder-Logik, dann muss Wert für alle Stakeholder geschaffen werden. Das heisst, dass man es mit einem mehrdimensionalen Performance-Ansatz zu tun hat, der auch nicht-finanzielle Formen von Wertschaffung zu berücksichtigen hat.

Im Stakeholder-Ansatz wird bei der Strategiearbeit auf der Corporate-Ebene das Setzen eines normativen Rahmens besonders wichtig (Müller-Stewens & Brauer, 2021). Dieser inkludiert häufig die Definition eines «*Corporate Purpose*», den das Unternehmen in seiner Entwicklung anstrebt. So ist z.B. die Konfiguration des Portfolios der Geschäfte mit dem gewählten Purpose in Einklang zu bringen.

Tendenziell erhöht eine Stakeholder-Logik die Komplexität der Strategiearbeit. Daraus erwächst automatisch die Frage, ob sich dieser Aufwand auch lohnt, oder ob wir es primär mit zusätzlichen Kosten zu tun haben. Erste Indizien sprechen dafür, dass Wertsteigerungspotential vorhanden ist. Ioannou/Serafeim (2015) konnten z.B. zeigen, dass mit einer zunehmenden Ausrichtung der Unternehmensführung auf das Thema Nachhaltigkeit sich dies in Folge auch positiv auf dessen Bewertung niederschlägt.

Mit der Stakeholder-Logik verändern sich auch die *Prozesse der Strategieentwicklung*. Sie müssen transparenter und partizipativer werden, zum Beispiel durch den Einbezug von Stakeholdern wie Schlüsselkunden. Dabei kann neben den klassischen Strategieprozessformen auch auf Praktiken von «*Open Strategizing*», wie Blogging, Jamming oder auch Crowdsourcing, zurückgegriffen werden (Hautz et al., 2017, Matzler et al., 2023). Es geht hier darum, den Beteiligten prozessuale Rahmenbedingungen zu bieten, die sie zur gemeinsamen Strategiebildung befähigen.

**Performance-Messung und Anreizsysteme:** In der Konzern-Logik erfolgt die Performance-Messung auf Basis des Erreichens der gesetzten betriebswirtschaftlichen Ziele, insbesondere von Umsatz- und Gewinnwachstum. Bei der Investoren-Logik richtet sie sich hingegen am *Shareholder Value* bzw. der Steigerung des Unternehmenswerts aus. Dieser wird über Werttreiberbäume auf die verschiedenen organisatorischen Einheiten heruntergebrochen, woraus diese dann ihre zu erreichenden Unterziele ableiten. Ein prominenter

Ansatz hierzu war der «Economic Value Added» (EVA). In der Stakeholder-Logik bedarf es multidimensionaler Performance-Messungs-Systeme. Die derzeit vielerorts diskutierten *ESG-Ratings* sind ein erster Ansatz, um multidimensionale Performance systematisch zu messen. Nichtsdestotrotz ist dieser Ansatz immer noch stark an den Bedürfnissen der Kapitalmärkte ausgerichtet und weist konzeptionelle Mängel auf.

Abgeleitet von den Performance-Messsystemen erfolgt die Incentivierung. Folgt man der Konzern-Logik, dann gilt es die Anreizsysteme so auszugestalten, dass es gelingt, herausragende Führungskräfte zu rekrutieren und sie auch zu halten. Ganz anders in der Investoren-Logik: Dort werden die Anreize so gesetzt, dass es zu einem Alignment der Interessen von Führungskräften und Eigentümern kommt. So können z.B. Boni und Aktienoptionen zum Einsatz gelangen, die als variable Vergütungskomponente zum Ziel haben, die Interessen von Investoren und Management zu harmonisieren. Gefahr sind Lohnexzesse mit den man Führungskräften ihre «Entmachtung» versüsst.

Bei der Stakeholder-Logik müssen die Anreize an den gegenüber den jeweiligen Anspruchsgruppen verfolgten Zielen ausgerichtet werden. So haben z.B. Unternehmen damit begonnen, Teile der Entlohnung an das Erreichen der ESG-Ziele zu binden. Es ist allerdings eine grosse Herausforderung, wie das Erreichen von nicht-finanziellen Zielen sinnvoll in die *Bonus- und langfristigen Anreizpläne* integriert werden kann. Gefahr ist, dass wegen der Messproblematik zwar vielleicht die Zielgrößen erreicht werden, aber der daraus erwartete Effekt nicht eintritt oder viele unerwünschte Nebenwirkungen zu verzeichnen sein werden. Zudem stellt sich die Problematik der Quantifizierung. Wie will man z.B. emotionale Aspekte wie «Wohlbefinden» geeignet messen, falls diese Teil der Unternehmensziele sind?

**Organisationsstrukturen:** Im Kontext der Konzern-Logik trifft man meist eine *divisionale Struktur* an, bei der die einzelnen strategischen Geschäftsfelder an den Vorstand der Muttergesellschaft (Holding) berichten. In den Geschäften herrscht eine *Funktionalstruktur* mit Abteilungen wie Controlling, Marketing oder Vertrieb vor. Ein Fokus liegt auf der Optimierung der betrieblichen Wertschöpfungsprozesse. Bei der Investoren-Logik kommt in der Konzernzentrale meist eine *Stabsabteilung Investor Relations* hinzu, mit der man der Bedeutung der Interessen der Aktionäre Rechnung trägt. Regelmäßige, unterjährige *Investorenkonferenzen* sind ein wichtiges Instrument zur Ausgestaltung der Interaktionsprozesse mit den Aktionären. Schlüsselaktionäre haben häufig einen Sitz im Verwaltungsrat.

In der Stakeholder-Logik braucht es Stäbe bzw. Funktionsbereiche, die sich um die Beziehungen zu den wichtigsten Stakeholdern kümmern. Wichtige Stakeholder-Themen sollten auch in den Führungsgremien verortet sein oder sogar mit einem Sitz und einem Ausschuss im Aufsichtsgremium. Besondere Bedeutung kommt hier aktuell den Themen Nachhaltigkeit und Klimawandel zu. Es braucht weiter Ablaufprozesse, deren Wirksamkeit auf ausgewogene und faire Interaktionen mit den Stakeholdern ausgerichtet sind. Regelmäßige *Stakeholder-Dialoge* sind ein mögliches Instrument, um Transparenz zu schaffen und Vertrauen aufzubauen.

Auch braucht es in der Stakeholder-Logik *neue Organisationsformen* für kollaborative und partnerschaftliche Formen der Zusammenarbeit. Ob es um die Bewältigung der wirtschaftlichen Folgen von Inflation und Pandemie geht oder um neue Lösungen zur Bekämpfung des Klimawandels: Mehr denn je müssen die dringlichsten Herausforderungen dieser Welt gemeinsam angegangen werden. Solche Kollaborationen müssen in den

Organisationsstrukturen abbildbar sein. Ein Beispiel hierfür sind Ökosysteme (vgl. Stonig et al., 2022) oder Zellstrukturen, in denen verschiedene Fachabteilungen aus dem Beziehungsgeflecht zusammenarbeiten (Puranam et al., 2014).

**Fähigkeiten:** Mit der Konzern-Logik bekamen Managementqualifikationen ein hohes Gewicht als Kriterium in der Personalführung. Mit dem Aufkommen der Investoren-Logik gewann das Wissen über das Funktionieren der Kapitalmärkte, aber auch die Kompetenz zum Umgang mit deren Vertretern (Analysten, institutionelle Investoren usw.) an Bedeutung.

Eine zentrale Fähigkeit bei Unternehmen, die der Stakeholder-Logik folgen, ist die *Kollaborationskompetenz*. Angesichts der gestiegenen Komplexität der Problemstellungen wird die Fähigkeit zum Aufbau ausgewogener und vertrauensvoller Langfristbeziehungen mit den Stakeholdern immer bedeutender. Man muss in der Lage sein mit verschiedenen, teilweise auch konfliktären Perspektiven auf die zu bearbeitenden Themen umzugehen. Aus einer philosophischen Perspektive heraus geht es um das Herstellen von *Verteilungsgerechtigkeit* (Sandel, 2021). Hilfreich sind in diesen Prozessen Transparenz, Flexibilität, Offenheit gegenüber Dritten, Selbstorganisation und die Bereitschaft zur Eigenverantwortung. Auf Agilität ausgerichtete Techniken können hier helfen, Interaktionsprozesse zu verbessern.

**Führungsstil:** Die Führung im Kommando-Stil oder Planungs-Stil (Hart, 1992) ist dominierend in der Konzern-Logik. Vorgaben vom Topmanagement, Disziplin und Leistungsorientierung stehen im Zentrum. Freiheitsgrade und Eigenverantwortlichkeit bestehen hinsichtlich der Strategien, die untergeordnete Einheiten zur Erfüllung der Vorgaben wählen. Bei der Investoren-Logik dominiert ein auf die Kapitalmärkte ausgerichteter *meritokratischer Führungsstil*. Leistung ist dabei das, was für die Eigentümer zählt.

Fokus des Führungsstils in der Stakeholder-Logik ist die Schaffung einer stabilen Vertrauensbasis, die auf Fairness in der Interaktion mit den Stakeholdern aufbaut. Dazu müssen *offene Diskurse* gefördert werden, bei denen die einzelnen Zugänge von Unternehmen und Stakeholdern transparent aufeinandertreffen. Die dabei auf beiden Seiten vertretenen Ansichten sollten sich in den Entscheiden wiederfinden. Dies setzt auch eine *klare und transparente Kommunikation* voraus. Um gemeinsam Mehrwert zu schaffen, braucht es eine *creative und unternehmerische Herangehensweise* an sich bietende Chancen.

**Werte:** Unternehmen, die der Konzern-Logik folgen, verfügen oft über deklarierte Soll-Werte zur Lenkung des Verhaltens ihrer Mitarbeitenden. Solche *Corporate Values* sind Teil des *normativen Rahmens*. Oft mangelt es bei den Corporate Values allerdings an deren Umsetzung in der Organisation. Bei der Investoren-Logik stehen die angestrebten Werte ganz im Dienst des ökonomischen Denkmodells. Angestrebte Werte sind die einer *Meritokratie*. Was für das eigene Vorankommen zählt, sind individuelle Leistungen oder auch besondere Verdienste um das Unternehmen. Ansage ist, jeder kann alles erreichen, solange die dazu nötige Leistung erbracht wird. Es wird damit suggeriert, dass die Chancen für alle gleich sind, was aber längst nicht immer der Fall ist. Alle darüberhinausgehenden Werte fallen in den Aufgabenbereich der staatlichen Regulierung, nicht in den Bereich der Unternehmensstrategie.

Über die Stakeholder-Logik wird die soziale Verantwortung der Entscheidungsträger in einer Marktwirtschaft adressiert, womit auch *Fragen zu moralischen Werten zum Tragen kommen*. So lassen sich Soll-Werte für die Ausgestaltung der einzelnen Stakeholder Relations definieren, die es braucht, um die an die Stakeholder abgegebenen Nutzenversprechen

zu erfüllen. Bei vielen Entscheidungen sehen sich die Entscheidungsträger auf Grund der Komplexität der Problemstellung in einem Dilemma: Soll man z.B. verfügbaren Cashflow in den Klimawandel investieren oder dieses Geld den Eigentümern als Dividende zukommen lassen? Mit Dilemmata umzugehen, verlangt nach einem *ethischen Regulativ*, das uns den Ausweg weist. Dabei kann ein Corporate Purpose Entscheidungshilfe leisten.

So besteht in einer Stakeholder-Logik vermehrter Handlungsbedarf zu zeigen, dass man eine nach einer moralischen Haltung strebende Organisation ist und aus solchen Fällen Lehren gezogen werden. Auch die Mitarbeitenden sind Stakeholder und wollen sehen, dass sich ihre Führungsmannschaft für die ethischen Entscheidungen einsetzt, von denen sie meinen, dass sie gefällt werden müssen.

Weiter öffnet sich mit der Stakeholder-Logik uns die Chance, zur Einseitigkeit und Dominanz des rein ökonomischen Denkens und Handelns mit einer *menschlich-ethischen Perspektive* einen entscheidenden Gegenpol für unser aller langfristiges Wohlergehen zu setzen (Müller-Stewens & Bilhuber Galli, 2022; Sachs & Kujala, 2022). Leitidee wäre eine *humanitäre Philosophie des Unternehmens*, das heißt eine menschenfreundliche, auf den Menschen und dessen soziale Beziehungen ausgerichtete Philosophie auf der Basis des Grundwerts einer universal verstandenen Menschenwürde. Ein Unternehmen, das über engagierte und eigenverantwortlich handelnde Mitarbeiter verfügen möchte, sollte im Denken und Handeln aller umfassend von der Haltung getragen werden, dass es dazu da ist, den Menschen beziehungsweise der Menschheit zu dienen (Davis et al., 1997).

## Offene Fragen

Vieles deutet darauf hin, dass wir es mit einem langsamen Übergang von der Investoren-Logik zu einer Stakeholder-Logik zu tun haben. Diese Veränderung erfolgt jedoch keineswegs linear und konfliktfrei. Ein Beispiel dafür ist die Debatte um die Implementierung von ESG-Zielen in börsennotierten Unternehmen. Viele Investoren vertreten die Auffassung, dass das Verfolgen von ESG-Zielen nicht zu Lasten der Rendite gehen dürfe. Andere Investoren verkündigen, dass sie sich von bestimmten Unternehmensanteilen trennen werden, da sich deren Aktivitäten ungünstig auf das ESG-Rating des Gesamtunternehmens auswirken. Doch die globalen CO<sub>2</sub>-Emissionen werden nicht reduziert, wenn nun andere Investoren diese Geschäfte weiterbetreiben.

Vieles wird also davon abhängen, welchen Einfluss Stakeholder-orientiertes Handeln auf die finanzielle Performance hat. Erste Studien senden hier vorsichtig positive Zeichen in manchen Teilbereichen (Ademi & Klungseth, 2022; Kandura et al., 2022). Allerdings muss man konstatieren, dass wenn ESG-Kriterien erkennbar zu einer höheren Rendite beitragen würden, dies die Portfolio-Manager der Anlagegesellschaften in ihrem Investmentverhalten wohl bereits reflektiert hätten. Jedoch können nicht-finanzielle Mechanismen (z.B. politische) ökonomisch und ökologisch durchaus attraktive Projekte behindern, wie das Beispiel von Investments in Windenergie im traditionell konservativen Texas zeigt (Krugman, 2023).

Einige der Charakteristika und Implikationen der Stakeholder-Logik haben wir in diesem Beitrag diskutiert. Es sind jedoch noch viele Fragen offen, was diesen Transformationsprozess betrifft. Verfestigt sich der in seinen ersten Ansätzen beobachtete Wandel der Wertschöpfungs-Logik zu einer Stakeholder-Logik in der betrieblichen Praxis? Falls ja: Welche Spielart wird sich dabei durchsetzen? Und was heisst dies für die verschiedenen Stakeholder?

Ob sich die Stakeholder-Logik durchsetzt, wird erstens von der Bereitschaft der *Top-managementteams* abhängen, sich mit dem Ansatz auseinanderzusehen, sich auf ihn einzulassen und die dafür nötige Transformation voranzutreiben. Hier sind Fortschritte zu erkennen, doch das professionelle Management der neuen Komplexität von Stakeholder-Netzwerken stellt sicher vielerorts noch eine grosse Herausforderung dar. Im Zentrum steht hier die Frage: Wie kann angemessen hinsichtlich der Trade-offs bei Entscheidungen vorgegangen werden, wenn multiple Stakeholder-Interessen einander gegenüberstehen (Lazzarini, 2021)? Eine Frage ist auch, ob sich das Topmanagement aus einer inneren Überzeugung der Stakeholder-Logik zuwendet oder ob dies gewissermassen alternativlos von aussen erzwungen wird – zum Beispiel über staatliche Regulierung.

Zweitens wird die Haltung der *Kapitalmärkte* entscheidend sein: Betrachtet man die Stakeholder-Logik als Wertsteigerungspotenzial, oder zumindest als ein Potenzial zur Verhinderung von Wertvernichtung? Eine solche Haltung setzt zumindest eine Mittelfristperspektive und das Denken in «wahren Kosten» voraus, also eine vollständige Betrachtung der durch das eigene Wirtschaften tatsächlich auch der Gesellschaft verursachten Kosten. Solange Unternehmen Anreize haben, Umweltverschmutzung zur Reduktion ihrer Kosten in Kauf zu nehmen, weil sie dabei für den erzeugten Schaden nicht aufkommen müssen, werden es viele auch weiterhin tun.

Ein konzeptionelles Problem an den Kapitalmärkten ist immer noch der Mangel an tauglichen Bewertungsmassstäben, auch wenn es immer mehr standardisierte Daten gibt, die eine verbesserte Nachhaltigkeitsberichterstattung erlauben. Grundsätzlich positiv zu vermerken ist der starke Anstieg der in Nachhaltigkeitsstrategien investierten Mittel, ohne die die angestrebte Transformation nicht zustande kommen kann. Doch zu einer Verbesserung der Welt trägt dies nur dann bei, wenn nicht nur die ESG-Ratings verbessert wurden, sondern es zu wirklichen Verhaltensänderungen gekommen ist.

Immer häufiger sieht sich das Management allerdings mit konkurrierenden Logiken von Seiten der Eigentümer konfrontiert (Smith/Besharov, 2019). Viele grosse Vermögensverwalter vertreten zum Beispiel ESG-Ansätze («Impact Investing»). Über ihre Index Funds kontrollieren sie bereits heute wesentliche Teile des Eigentums an börsennotierten Gesellschaften mit einem Interesse an deren langfristigen Entwicklung. Ihnen entgegen stehen auf der Eigentümerseite aber auch Hedgefonds, die mit ihren Interventionen eine kurzfristige Steigerung des Aktienkurses erreichen wollen.

Drittens wird auch die Rolle des *Regulators* von Bedeutung sein: Werden hier die entscheidenden Hebel zur Transformation adressiert oder neigt man zu einer bürokratischen Übersteuerung des Systems?

Und viertens muss gefragt werden, wie sich die zunehmenden *aktivistischen Aktivitäten* der einzelnen Stakeholder-Gruppierungen weiterentwickeln werden? Wird es hier zu mehr Konfrontation und Behinderung der Unternehmen kommen? Oder werden Wege zu einer fruchtvollen Kollaboration mit den Unternehmen zu Gunsten der Gesellschaft gefunden?

Seitens der Managementwissenschaften eröffnet sich hier ein äussert reichhaltiges Forschungsfeld in der Analyse der Transformationsprozesse und der Suche nach evidenzbasierten Lösungsansätzen bei den anstehenden Herausforderungen.

## Literatur

- Ademi, B, & Klungseth, NJ (2022). Does it pay to deliver superior ESG performance? Evidence from US S&P 500 companies. *Journal of Global Responsibility*, 13(4), 421–449.
- Amis, J, Barney, J, Mahoney, JT, & Wang, H (2020). Why we need a theory of stakeholder governance – and why this is a hard problem. *Academy of Management Review*, 45(3), 499–503.
- Ashcroft, J, Childs, R, Myers, A, & Schluter, M (2016). *The relational lens: Understanding, managing and measuring stakeholder relationships*. Cambridge University Press.
- Barney, JB (2018). Why resource-based theory's model of profit appropriation must incorporate a stakeholder perspective. *Strategic Management Journal*, 37, 1299–1315.
- Bettis, RA, & Prahalad, CK (1995). The dominant logic: Retrospective and extension. In: *Strategic Management Journal*, Vol. 16, Nr. 1, 5–14.
- Chandler, AD (1962). *Strategy and structure: Chapters in the history of the American industrial enterprise*. MIT Press.
- Cutler, T, & Waine, B (2000). Managerialism reformed? New labour and public sector management. *Social Policy & Administration*, 34, 318–332.
- Davis, GF, & Thompson, TA (1994). A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 39, 141–73.
- Davis, JH, Schoorman, FD, & Donaldson, L. (1997): Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47.
- Fama, EF, & Jensen, MC (1983): Separation of ownership and control. *Zeitschrift für Recht und Wirtschaft*, 26(Juni), 301–325.
- Fligstein, N (1991): Die strukturelle Transformation der amerikanischen Industrie: An Institutional Account of the Causes of Diversification in the Largest Firms, 1919–1979,
- Freeman, RE, Harrison, JS, Wicks, AC, Parmar, B., & Colle, S. de (2010): Stakeholder theory. The estate of the art, Cambridge University Press.
- Friedland, R, & Alford, RR (1991): Bringing society back in: Symbols, practices, and institutional contradictions. In: WW Powel & PJ DiMaggio (Hrsg.): *The new institutionalism in organizational analysis*, (S. 232–267). University of Chicago Press.
- Gorter, O., Hudson, R., & Scott, J. (2016). The role of the chief transformation officer. *McKinsey Quarterly*, November 2016.
- Gümüsay, AA, Claus, L, & Amis, J (2020). Engaging with grand challenges: An institutional perspective, *Organization Theory*, I, 1–20.
- Harrison, JS, Barney, JB, Freeman, RE, & Philips, RA (Hrsg., 2019). *The Cambridge handbook of stakeholder theory*. Cambridge University Press.
- Hart, SL (1992). An integrative framework for strategy-making processes. *Academy of Management Review*, 17(2), 327–351.
- Hasse, R. & Krücken, G (2009). Neo-institutionalistische Wirtschaftssoziologie. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*. Sonderheft *Wirtschaftssoziologie*, 49, 194–207.
- Hautz, J, Seidl, D, & Whittington, R (2017). Open strategy: Dimensions, dilemmas, dynamics. *Long Range Planning*, 50(3), 298–309.
- Hug, M., Mayer, H., & Seidl, I.. (2022). Transformative enterprises: Characteristics and a definition. *Geography Compass*, 16(12), 1–21.
- Jensen, MC, & Meckling, WH (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–50

- Kale, P, Singh, H, & Perlmutter, H (2000). Learning and protection of proprietary assets in strategic alliances: Building relational capital. *Strategic Management Journal*, 21, 217–237.
- Kandura, P, Pittis, N, & Plataniotis, A (2022). The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination, Proceedings of The 9th International Conference on Sustainable Development, 12.4.22 (<https://www.mdpi.com/2673-4931/15/1/13>).
- Krugman, P. (2023). Texas's thriving wind industry got sucked into the culture wars. *New York Times*, 172(59'804).
- Lazzarini, S (2021). Capitalism and management research: The worst of times, the best of times. *Academy of Management Review*, 46(3), 613–622.
- Matzler, K, Stadler, C, Hautz, J, Eichen, SF, & Anschober, M (2023). Open Strategy. Durch offene Strategiearbeit Disruption erfolgreich managen. The MIT Press.
- Meyer, M, & Maier, F (2017). Managerialismus: Eine Herausforderung (nicht nur) für NPOs. *Die Unternehmung*, 71(2), 104–125.
- Müller-Stewens, G, & Bilhuber Galli, E (2022). Das Richtige tun. Aufbruch zu einer menschlicheren Wirtschaft. *NZZ Libro*.
- Peters, T, & Waterman, R (1982). *In Search of Excellence*. Harper & Row.
- Prahalad, CK, & Bettis, RA (1986). The dominant logic: A new linkage between diversity and performance. *Strategic Management Journal*, 7(6), 485–501.
- Puranam, P., Alexy, O., & Reitzig, M. (2014). What's "new" about new forms of organization? *Academy of Management Review*, 39(2), 162–180.
- Raghunandan, A, & Rajgopal, S (2021). Do socially responsible firms walk the talk? <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3609056> (abgerufen am 22.5.20).
- Sachs, S, & Kujala, J (2022). Stakeholder engagement in humanizing business. In M. Dion, RE Freeman & SD Dmytriiev (Hrsg.). *Humanizing business. What humanities can say to business* (S. 559–572). Springer.
- Sachs, S, & Rühli, E (2011). Stakeholder matter. A new paradigm for strategy in society. Cambridge University Press.
- Sandel, MJ (2021). Gerechtigkeit. Wie wir das Richtige tun. Ullstein.
- Schluter, M (2023). Is corporate capitalism the best we've got to offer? Salt Desert Media.
- Scott, WR (2001). *Institutionen und Organisationen*, 2. Auflage, Sage.
- Smith, W. K./Besharov, M. L. (2019). Bowing before dual gods : how structured flexibility sustains organizational hybridity, *Administrative science quarterly*, 64, S. 1–44.
- Stonig, J, Schmid, T, & Müller-Stewens, G (2022). From product system to ecosystem: How firms adapt to provide an integrated value proposition. *Strategic Management Journal*, 43(9), 1927–1957.
- Thornton, PH (2002). Der Aufstieg der Gesellschaft in Kontingenzen der Macht in Organisationen: Executive Succession in the Higher Education Publishing Industry, 1958–1990. *American Journal of Sociology*, 105, 801–843.
- Thornton PH/Ocasio W. (2008). Institutional logics. In *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*, SAGE Publications Ltd.
- Treleaven, L, & Sykes, C (2005): Loss of organizational knowledge: From supporting clients to serving head office. *Journal of Organizational Change Management*, 18, 353–368.

Useem, M (1993): Executive defense: Shareholder power and corporate reorganization. Harvard University Press.

Zajak, EJ, & Westphal, JD (2004). The social construction of market value: Institutionalization and learning perspectives of stock market reactions. *American Sociological Review*, 69(June), 433–457.

**Günter Müller-Stewens**, Prof. em. Dr., ist Emeritus am Institute of Management & Strategy der Universität St. Gallen.

*Adresse:* Institute of Management & Strategy, University of St. Gallen, Dufourstrasse 40a, CH-9000 St. Gallen, phone: +41 71 224 2355, email: Guenter.Mueller-Stewens@unisg.ch

**Joachim Stonig**, Dr., ist Dozent und Habilitand am Institute of Management & Strategy der Universität St. Gallen.

*Adresse:* Institute of Management & Strategy, University of St. Gallen, Dufourstrasse 40a, CH-9000 St. Gallen, phone: +41 71 224 7619, email: Joachim.Stonig@unisg.ch