



Bernhard Emunds

Modernisierung des deutschen Finanzsystems – Ende der Sozialen Marktwirtschaft ?

Frankfurt, Februar 2009

**Oswald von Nell-Breuning Institut
für Wirtschafts- und Gesellschaftsethik**

Offenbacher Landstr. 224
60599 Frankfurt/Main, Germany
Tel. 0049 (0) 69-6061-0, Fax -559
eMail: nbi@sankt-georgen.de
web: www.sankt-georgen.de/nbi

Zu den besonders einflussreichen Aspekten im Werk von Bertram Schefold gehört sein Rückgriff auf das Konzept des Wirtschaftsstils, bei dem es ihm um die „zusammenhängende Charakterisierung der Besonderheit der Wirtschaftsweise in einer bestimmten Epoche und einem bestimmten Raum“ (Schefold 1994, 99), insbesondere um die spezifische Ausprägung eines Wirtschaftssystems geht. Auf der Grundlage einer Liste von Arthur Spiethoff (1932, 76-77) hat er die folgenden Dimensionen des Wirtschaftsstils benannt¹: (1) die natürlichen und technischen Grundlagen der Wirtschaft, (2) die Wirtschaftsverfassung, (3) die Gesellschaftsverfassung, (4) die Wirtschaftsstruktur und Wirtschaftsdynamik sowie (5) die Wertedimension. Mit dem Begriff des Wirtschaftsstils betont Schefold erstens den inneren Zusammenhang der verschiedenen Aspekte des Wirtschaftens, sozusagen die Stimmigkeit in der Zusammenstellung der verschiedenen Dimensionen. Zweitens verweist er mit dem Begriff auf die wichtige Frage, ob die spezifische Art und Weise des Wirtschaftens zu den nicht-ökonomischen Institutionen und zu den kulturellen Orientierungsmustern der Gesellschaft passt. Und drittens nutzt er den Begriff, weil er es erleichtert, in Abgrenzung zu den diversen Richtungen materialistischer Geschichtsdeutung von einer prinzipiellen Gleichrangigkeit der verschiedenen Stildimensionen einschließlich der Wertedimension auszugehen (vgl. Schefold 1994, z.B. 25, 28, 53, 99).

Dabei ist für Schefold „das eigentlich interessante ... nicht der Stil in statischer Betrachtung, sondern der Stilwandel“ (ebd., 26). Und mit einigen kurzen Sätzen deutet er an, welche Forschungsfragen sich stellen, wenn man den gegenwärtigen Stilwandel zu erfassen sucht, „der in der Bundesrepublik mit dem Auslaufen der Wiederaufbauphase sich abzeichnen begonnen hat“ (ebd., 27): „Ökonomische Aspekte spielen jedenfalls insofern eine größere Rolle, als in den Medien mehr von ihnen die Rede ist als je zuvor, während das Wachstum sich stark abgeschwächt hat. Die Außenorientierung ist geblieben, der Binnenmarkt schwächer. Die der Stabilität zugrundeliegende zurückhaltende Lohnpolitik sieht sich in Frage gestellt. Die Ausdehnung der Staatsquote ist an eine Grenze gestoßen. Wie sind nun Deregulierung, die wachsende Rolle des Kapitalmarkts, die fortschreitende Konzentration, der Kampf um neue Technologien, die Umschichtung der Staatsausgaben zu interpretieren? Mit welchen Wertänderungen gehen der Übergang zu kleineren Familien, zu neuen Berufen, die gewachsene Arbeitslosigkeit (besonders bei der Jugend), die veränderten Aufgaben der Manager einher? Oder wie hängen die Veränderungen des Steuersystems und das Wertesystem zusammen“ (ebd.)?

Der vorliegende Beitrag greift einen Aspekt dieses Stilwandels auf, der in der kurzen Liste Schefolds als „wachsende Rolle des Kapitalmarkts“ erscheint. Dabei werden die grundlegenden Veränderungen in der privaten Finanzwirtschaft der Bundesrepublik, der Bedeutungszuwachs der Wertpapiermärkte und des Investmentbanking sowie die damit verbundene Ausbreitung eines neuen Leitbilds unternehmerischen Handelns als ein tief greifender Wandel begriffen, der die Langfristorientierung deutscher Unternehmen in Frage stellt. Und diese Langfristigkeit in den Zielvorstellungen unternehmerischen Handelns wird

¹Vgl. Schefold 1994, 25 sowie Meyer-Abich/Schefold 1986, 144-162.

als Grundlage herausgestellt für ein zentrales Charakteristikum des Wirtschaftsstils „Soziale Marktwirtschaft“: das auch in den Unternehmen selbst verankerte Bemühen, zwischen den Interessen der Kapitalgeber-Gruppen und denen der Arbeitnehmer-Gruppen einen Ausgleich zu finden. Die damit angedeutete Herausforderung, die der aktuelle Stilwandel im Bereich der Finanzwirtschaft für den Wirtschaftsstil der Sozialen Marktwirtschaft insgesamt beinhaltet, wird in dem vorliegenden Beitrag in drei Argumentationsschritten herausgearbeitet. Zuerst wird die Soziale Marktwirtschaft als ein Wirtschaftsstil charakterisiert, für den die Langfristigkeit unternehmerischer Strategien von entscheidender Bedeutung ist. Dann wird aufgezeigt, inwiefern das rein bankendominierte Finanzsystem, das in der Bundesrepublik bis Mitte der 90er Jahre weitgehend intakt blieb, diese Langfristorientierung finanzwirtschaftlich absicherte. Dabei dient der US-Aktienmarkt der 80er Jahre, der als Markt für Unternehmenskontrolle fungierte, als Kontrastfolie, welche die Besonderheiten dieser mittlerweile historischen Konstellation der Finanzwirtschaft deutlicher hervortreten lässt. Und schließlich geht der Beitrag der Frage nach, inwiefern es den Vorständen deutscher Unternehmen durch neuere Entwicklungen des Finanzsystems erschwert wird, an einer langfristorientierten Geschäftspolitik festzuhalten.

1 Die Soziale Marktwirtschaft als Wirtschaftsstil der Langfristorientierung

Das Konzept „Soziale Marktwirtschaft“ kann man als ein gesellschaftspolitisches Leitbild verstehen, in dem es grundlegend geht um „einen produktiven Kompromiß zwischen wirtschaftlicher Freiheit und sozialem Ausgleich. (...) Wesentlich für das Verständnis der Sozialen Marktwirtschaft ist, daß wirtschaftlicher Erfolg und sozialer Ausgleich als gleichrangige Ziele und jeweils der eine Aspekt als Voraussetzung für die Verwirklichung des anderen begriffen werden“ (Sozialwort der Kirchen von 1997, Ziffer 143). Zugleich wird das Konzept auch verwendet, um eine gesellschaftliche Realität, den in der Bonner Republik verwirklichten Wirtschaftsstil zu bezeichnen. Die doppelte – nämlich einerseits normative bzw. prinzipielle, andererseits die gesellschaftliche Zusammenhänge beschreibende – Verwendung von „Soziale Marktwirtschaft“ ist mit der Geschichte des Begriffs untrennbar verbunden – und ist zugleich immer wieder Anlass zu Missverständnissen. Im Folgenden soll „Soziale Marktwirtschaft“ als Ausdruck für einen Wirtschaftsstil gelten, der in der Bundesrepublik von der Mitte der 50er Jahre zumindest bis Mitte der 90er Jahre realisiert wurde.

Als wichtigstes Merkmal des Wirtschaftsstils „Soziale Marktwirtschaft“ gilt zumeist die Verbindung von kapitalistischer Unternehmensverfassung bzw. Marktallokation bei der Bereitstellung vieler Güter einerseits mit einem vergleichsweise stark umverteilenden Wohlfahrtsstaat andererseits. Von zentraler Bedeutung für diesen Wirtschaftsstil ist aber auch, dass der soziale Ausgleich nicht nur in den Strukturen staatlicher Umverteilung, sondern eben auch auf der Unternehmensebene verankert war. Im alten Wirtschaftsstil der Sozialen Marktwirtschaft waren die industriellen Beziehungen – jenseits einzelner Konflikte –

geprägt durch die Bereitschaft zu Kooperationsbeziehungen zum Vorteil aller Beteiligten oder zu einer Befriedung von Konflikten durch einen fairen Kompromiss. Das galt sowohl für die tarifvertragliche Ebene zwischen Unternehmerverbänden und Gewerkschaften, als auch für die Ebene des Betriebs oder Unternehmens zwischen der Geschäftsführung und dem Betriebsrat bzw. den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat. Unternehmensverbände, Gewerkschaften und berufliche Fachverbände wirkten z.B. zusammen, um das duale System der beruflichen Bildung entsprechend dem industriellen Strukturwandel weiter zu entwickeln (vgl. Soskice 1999, 206). Das durch dieses System bedingte vergleichsweise hohe Niveau der betriebsspezifischen Qualifikation wurde ergänzt durch die ausgeprägte Motivation der qualifizierten Mitarbeiter, einen hochwertigen Beitrag zum Erfolg des Betriebs zu leisten. Ermöglicht wurden beide durch die langfristige Bindung zwischen den Unternehmen und ihrer (Kern-)„Belegschaft“, m. a. W. durch die im internationalen Vergleich starke Verpflichtungskraft der impliziten Verträge zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern. U. a. aufgrund der starken Position der Arbeitnehmervertreter in der Unternehmens- bzw. Betriebsverfassung war das Vertrauen der Mitarbeiter vergleichsweise hoch, dass das Management auch in Zukunft unternehmerische Herausforderungen nach Möglichkeit durch Strategien im Interesse aller Beteiligten beantworten oder zumindest die für sie schmerzhaften Veränderungsprozesse durch faire Kompromisse abfedern würde. Dieses Vertrauen förderte natürlich die Motivation der Mitarbeiter. Zugleich ermutigte der Schutz vor einer Übervorteilung die Beschäftigten dazu, eine hohe betriebsspezifische Qualifikation aufzubauen, die im Falle einer Kündigung ja weitgehend entwertet würde. Und die starke Bindung der Beschäftigten an „ihren“ Betrieb bzw. an „ihr“ Unternehmen bot auch den Firmen die Sicherheit, dass sich hohe Ausgaben für die Qualifizierung ihrer Mitarbeiter noch auszahlen würden². Mit einer derart motivierten und für das Wohl des Betriebs „eingespannten“ Facharbeiterschaft gelang es der deutschen Industrie besonders gut, die Vorteile flexibler, computergesteuerter Fertigungssysteme für eine Steigerung der Qualität und Variantenvielfalt ihrer Produkte zu nutzen. Das Ergebnis war – und ist z.T. bis heute – eine erfolgreiche Verbindung der Massenproduktion qualitativ hoch stehender Grundelemente oder -typen mit der Produktion kleiner Chargen kundenspezifisch zugeschnittener Produkte, die Wolfgang Streeck (1992, 4-6) als diversifizierte Qualitätsproduktion charakterisiert hat.

In kapitalistischen Unternehmen gibt es prinzipiell in der langen Frist eine gewisse Interessenkonvergenz zwischen den Eignern bzw. Aktionären des Unternehmens und den vor allem von ihnen kontrollierten Managern einerseits, sowie den Arbeitnehmern andererseits: Alle haben sie das Ziel, die eigenen Einkommensströme dauerhaft zu sichern und ggf. nachhaltig zu steigern. Da sie die Einkommen für die Mitwirkung im Unternehmen bzw. das Bereitstellen von Kapital erhalten, sind sie sich darin einig, dass die dauerhafte Bewährung des Unternehmens am Markt – und nach Möglichkeit auch die Ausdehnung der dort erzielten Umsätze – ein vorrangiges und grundlegendes Ziel ist. Dessen Erreichen ist

²Vgl. Soskice 1999, 214; Hackethal/Schmidt 2000, 76-77.

Voraussetzung für das Verfolgen der meisten anderen, nicht selten auch zwischen den beteiligten Gruppen umstrittenen Ziele. Wenn das Unternehmen langfristige Liefer- und Kundenbeziehungen hat, kann man diese in die Betrachtung einbeziehen: Auch die Lieferanten und Kunden, für die das Unternehmen ein wichtiger Geschäftspartner ist, teilen das gemeinsame Langfristinteresse von Eigenkapitalgebern, Managern und Arbeitnehmern.

Die oben skizzierte, für westdeutsche Unternehmen zumindest bis Mitte der 90er Jahre typische Konstellation bedeutet, dass diese Interessenkonvergenz in der langen Frist das Handeln der Akteure vergleichsweise stark prägen konnte. Das spiegelte sich nicht nur im Selbstverständnis vieler Betriebsräte als Co-Manager wieder, sondern auch in einem langfristigen Planungshorizont, der auffällt, wenn man die Geschäftspolitik deutscher Unternehmen mit der britischer oder US-amerikanischer Unternehmen vergleicht. Vor allem weil sich Investitionen in die Motivation (und unternehmensspezifische Qualifikation) der Mitarbeiter nur langfristig auszahlen, war diese Langfristorientierung der Geschäftspolitik eine wichtige Voraussetzung dafür, dass sich die Manager deutscher Unternehmen vergleichsweise stark darum bemühten, bei ihren Entscheidungen auch die Interessen der Beschäftigten, insbesondere natürlich ihr Interesse an sicheren Arbeitsplätzen, zu berücksichtigen.

2 Das geduldige Kapital

Finanzwirtschaftlich wurde die langfristige Gewinnorientierung deutscher Unternehmen durch das sog. geduldige Kapital (Streeck 1999, 24, Lane 2000, 210) abgesichert. Mit diesem Begriff werden die Finanzierungsbedingungen und die Strukturen der Kontrolle von Unternehmen durch ihre Kapitalgeber charakterisiert, wie sie im deutschen Finanzsystem bis Mitte der 90er Jahre typisch waren. Seitdem ist es zu einem massiven Bedeutungszuwachs der Wertpapiermärkte, also der Märkte für Aktien, Renten- und Geldmarktpapiere sowie für Derivate, und des Investmentbanking, d.h. der Wertpapier-bezogenen Finanzdienstleistungen, gekommen. Das deutsche Finanzsystem wurde zwar nicht völlig umgekrempelt, vor allem in den Beziehungen zwischen den Volks- und Raiffeisenbanken bzw. Sparkassen, den Privathaushalten und den Kleinen und Mittleren Unternehmen (KMU) blieben die Grundstrukturen des Bankengeschäfts weitgehend erhalten; aber „oberhalb“ dieses traditionell-bankwirtschaftlichen Bereichs ist ein international orientiertes „finance“-Segment entstanden, in dem – außer in Krisenzeiten – durch Transaktionen auf den internationalen Wertpapiermärkten sowie durch die Entwicklung und den Vertrieb immer neuer Finanzgeschäfte viel Geld verdient wird. In diesem „oberen“ Segment hat sich das deutsche Finanzsystem in den letzten zehn Jahren dem US-amerikanischen und dem britischen System stark angeglichen. In diesen beiden Finanzsystemen, in denen es schon lange Wertpapiermärkte mit hohen Umsatzvolumina, vor allem Aktienmärkte mit einer – im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt – hohen Marktkapitalisierung gegeben hatte, war es bereits seit den 80er Jahren zu einem Transformationsprozess gekommen. Im Zuge dieser

Modernisierung war bei den privaten Haushalten der direkte immer mehr durch den indirekten, über große Pensions- und Investmentfonds vermittelten Wertpapierbesitz verdrängt worden und zugleich – mit Hilfe immer neuer Finanzinnovationen – das Investmentbanking erstarkt. Seit etwa zehn Jahren setzt sich diese Konstellation nun auch im „oberen“, international orientierten Segment des deutschen Finanzsystems durch – allerdings mit der Besonderheit, dass die Fondsgeschäfte und das Investmentbanking, sofern sie überhaupt in deutscher und nicht in angloamerikanischer Hand sind, weitgehend in den entsprechenden Abteilungen der deutschen Großbanken abgewickelt werden.

Der Begriff „geduldiges Kapital“ gewinnt Konturen, wenn man sich als Kontrastfolie den – vor allem im US-Finanzsystem der 80er Jahre funktionsfähigen – Markt für Unternehmenskontrolle verdeutlicht. Ein Aktienmarkt fungiert dann als Markt für Unternehmenskontrolle und damit als ein Mechanismus, der das Management einer börsennotierten Aktiengesellschaft an das Aktionärsinteresse an möglichst hohen Aktienkursen verpflichtet, wenn die Manager bei einem niedrigen Aktienkurs ihres Unternehmens mit der Gefahr rechnen müssen, durch eine feindliche Übernahme ihre gut dotierten Positionen zu verlieren. In den 80er Jahren war diese Gefahr für viele Manager US-amerikanischer Großunternehmen real, weil sie damals kaum Zugriff auf Gegenstrategien zu drohenden feindlichen Übernahmen („poison pills“) hatten und weil ihre Aktien durchweg in Streubesitz waren. Anders als im US-Finanzsystem der Gegenwart gab es damals kaum große Pensionsfonds, die wirklich große Aktienpakete der Unternehmen besaßen und deshalb dauerhaft an das Unternehmen gebunden gewesen wären. Während die Fonds heute, sofern sie Großaktionäre sind, auf Kontrolle setzen, d.h. versuchen müssen, die Geschäftspolitik der Unternehmen zu beeinflussen („shareholder activism“), stand damals bei den Strategien der Fonds ausschließlich die Liquidität im Vordergrund, also die Möglichkeit, Aktien schnell und reibungslos verkaufen und das Geld in – derzeit renditeträchtiger erscheinende – Alternativen anlegen zu können. Sowohl die mangelnde Konzentration des Aktienbesitzes als auch das vorrangige Interesse des breit gestreuten Aktionärpublikums an Liquidität statt an Kontrolle führten zu einer hohen Umschlaghäufigkeit der ausgegebenen Aktien, mit der das Drohpotential feindlicher Übernahmen erheblich gesteigert wurde (vgl. Bolton/Thadden 1998). Um feindliche Übernahmen unwahrscheinlich zu machen, mussten die Manager zügig für einen Anstieg des Aktienkurses sorgen. Dieses Ziel erreicht man dadurch, dass man Geschäftsstrategien wählt (und offiziell bekannt gibt), die sich schnell in höheren Gewinnen niederschlagen und von den Analysten als besonders gewinnträchtig eingestuft werden.

Anders als das „ungeduldige“ Finanzkapital auf dem Markt für Unternehmenskontrolle drängten die Anteilseigner deutscher Unternehmen bis Mitte der 90er Jahre die von ihnen kontrollierten Manager nicht zu schnellen Renditesteigerungen. Bei großen Kapitalgesellschaften ermöglichte das häufig als „Deutschland AG“ apostrophierte Netzwerk, in das die Großbanken und die meisten größeren Unternehmen eingebunden sind (Adams 1994; Windolf/Beyer 1995), eine solche Langfristorientierung. Dieses Netz wurde zum einen

durch die Kapitalbeteiligung, d.h. den Aktienbesitz, von Kapitalgesellschaften an Kapitalgesellschaften gebildet. Da die unternehmerischen Großaktionäre einer AG vielfach ihre eigenen Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat dieser Kapitalgesellschaft entsandten, entstand zum anderen ein Personen-Netzwerk der Aufsichtsratsbeziehungen. Beide Ebenen des Netzwerkes hatten – in etwa deckungsgleich – ein Zentrum, dem die (Vorstandsmitglieder der) Großbanken und meisten größten Unternehmen angehören. Diese waren häufig wechselseitig ($A \rightarrow B \rightarrow A$), z.T. aber auch ringförmig ($A \rightarrow B \rightarrow C \dots \rightarrow A$) miteinander verbunden. Andere Firmen waren am Rande des Netzwerkes angesiedelt. Dann hielten zentrale(re) Kapitalgesellschaften direkt oder indirekt Anteile an ihnen und schickten teilweise Vorstandsmitglieder in ihren Aufsichtsrat, während sie selbst weder als Großaktionäre noch über Aufsichtsratsposten Einfluss auf diese Unternehmen ausüben konnten. Im Zentrum des Personen-Netzwerkes bildete sich durch die regelmäßigen Sitzungen der Aufsichtsräte, an denen die Beteiligten mal als Kontrollierte, mal als Kontrollierende teilnahmen, eine Clique heraus, die durch engen Zusammenhalt gekennzeichnet war und ihre Machtposition gemeinsam nach Außen absicherte (Windolf/Beyer 1995, 22-25). Das Netzwerk sicherte die Langfristorientierung deutscher Großunternehmen, weil es deren Manager vor der Gefahr feindlicher Übernahmen abschirmte.

Die hohe Bereitschaft deutscher Unternehmen zu Investitionsprojekten, die sich erst langfristig auszahlen, wurde zudem durch deren Hausbankbeziehungen abgesichert. Als Hausbank eines Unternehmens wird ein Kreditinstitut bezeichnet, dem einerseits das Unternehmen einen exklusiven und schnellen Zugang zu unternehmensinternen Informationen eingeräumt hat, das andererseits das Unternehmen gegen Zahlungsschwierigkeiten absichert, in dem es ihm in Zukunft Kredite zu annehmbaren Konditionen auch bei einer begrenzten Verschlechterung der Kreditwürdigkeit in Aussicht stellt (Elsas/Krahn 1998). Diese Absicherung reduziert das Risiko eines Bankrotts, und damit aus Managementsicht auch das Risiko, den Vorstandsposten zu verlieren, welches bei Projekten, die sich voraussichtlich erst nach einer langen Anlaufzeit auszahlen werden, besonders hoch ist. Auf diese Weise stärken Hausbankbeziehungen die Bereitschaft der Manager, solche nur langfristig einträglichen Projekte in Angriff zu nehmen (z.B. Dewatripont/Maskin 1995).

3 Die Gefahr einer finanzwirtschaftlich bedingten Erosion der Langfristorientierung

Mit der zu Beginn des letzten Abschnitts skizzierten Transformation des deutschen Finanzsystems, also mit der Ergänzung des traditionellen Bankensektors durch ein bedeutsames und einträgliches Segment für Wertpapiergeschäfte bzw. Investmentbanking, sind durchaus Vorteile für die Gesamtwirtschaft verbunden. Von besonderer Bedeutung ist, dass die veränderte Finanzwirtschaft der Realwirtschaft bessere Möglichkeiten für einen vergleichsweise schnellen Strukturwandel erschließt. Die Einschätzung neuer Technologien und Geschäftsstrategien hängt heute weniger stark von der Einschätzung durch die doch

recht homogene Clique der Vorstände im Zentrum der Deutschland AG ab. Vor allem durch jene Private Equity-Gesellschaften, die in neue Unternehmen oder in KMU mit neuen Geschäftsideen investieren, gibt es für kleinere Unternehmen neben den Krediten vergleichsweise risikoscheuer Geschäftsbanken nun auch noch andere Möglichkeiten der externen Finanzierung. Und größere Unternehmen haben durch die expandierenden Fusionen und Übernahmen bessere Chancen, den Strukturwandel konzernintern zu bewältigen bzw. selbst voranzutreiben.

In dem vorliegenden Beitrag geht es aber nicht um eine nüchterne Abwägung der gesamtwirtschaftlichen Vor- und Nachteile der skizzierten finanzwirtschaftlichen Modernisierung, sondern einzig und allein darum, das Risiko zu beschreiben, dass diese Transformation die Langfristorientierung deutscher Unternehmen und damit eine wichtige Grundlage des Wirtschaftsstils der Sozialen Marktwirtschaft untergräbt. So gibt es heute zwei Gruppen deutscher Unternehmen, die unter einem unausweichlichen finanzwirtschaftlichen Druck stehen, ihre Gewinne schnell zu steigern. Das gilt zum einen für jene Vorstände von Großunternehmen, die – nicht nur verbal, sondern auch real – auf eine kapitalmarktorientierte Geschäftsführung setzen und deshalb dafür gesorgt haben, dass die Aktien ihres Unternehmens zu mindestens 75% in Streubesitz sind. Auf diese Weise haben sie sich der Gefahr feindlicher Übernahmen ausgesetzt, also sich selbst unter Druck gesetzt, durch schnelle Gewinnsteigerungen die Gefahr feindlicher Übernahmen abwenden zu müssen. Zum anderen ist von den deutschen KMU jener – noch vergleichsweise kleine – Teil einem kurzfristigen Gewinnruck ausgeliefert, der vorübergehend von Finanzinvestoren übernommen wurde oder dessen Eigentümer durch Übernahmen und erneute Verkäufe schnell wechseln.

Die Zunahme kurzfristiger Gewinnorientierung bei deutschen Unternehmen ist aber nicht auf diese beiden Gruppen beschränkt. Vielmehr hat mit der Modernisierung des Finanzsystems zugleich auch ein neues Leitbild unternehmerischen Handelns Fuß gefasst, in dem Manager nicht mehr aufgefordert werden, die divergierenden Interessen von Eigen- und Fremdkapitalgebern sowie von einflussreichen Arbeitnehmergruppen zum Ausgleich zu bringen, sondern einzig und allein dem Aktionärsinteresse an einem möglichst hohen Aktienkurs verpflichtet sind (vgl. z.B. Kuhner 2004). Um den „shareholder value“ zu steigern sind sie – im Rahmen der „Economic Value Added“-Ideologie (EVA®) – gehalten, alle Tochterunternehmen und Abteilungen so umzubauen, dass sie zügig sehr hochgesteckte Renditeziele erreichen. Dieses Leitbild unternehmerischen Handelns ist nicht nur bei den Analysten und den professionellen Anlegern in den großen Investment- und Pensionsfonds verbreitet, sondern setzt sich allmählich auch bei den Vorständen der großen deutschen Industrieunternehmen durch. Eine wichtige Triebfeder dieses Wandels, den Soziologen – auch mit Blick auf Deutschland – als Durchsetzung einer ganz neuen Phase des Kapitalismus, des Finanzmarktkapitalismus, beschreiben³ – ist zweifellos die schnelle

³Zur Diskussion über Finanzmarktkapitalismus vgl. Windolf Hg. 2005 und Kädtler 2007.

Verbreitung großzügiger Aktienoptionspläne nach US-amerikanischem Vorbild: Wenn Vorstände derart stark von Aktienkurssteigerungen profitieren können, was sollte sie dann noch davon abhalten, das entsprechende Leitbild unternehmerischen Handels zu übernehmen oder zumindest doch zu versuchen, eine solche Übernahme des Leitbilds den Anlegern glaubwürdig zu „kommunizieren“?

Insgesamt kann man drei grundlegende Veränderungen in den Geschäftsstrategien von Unternehmen identifizieren, welche – angestoßen durch die neue Finanzwirtschaft und das neue Leitbild unternehmerischen Handelns – die bisher so starke Langfristorientierung der deutschen Wirtschaft zu untergraben drohen. Die *erste* Veränderung ist, dass die Vorstände vermehrt nur noch kurzfristige Gewinnziele verfolgen. So richten die meisten Manager großer Aktiengesellschaften in den USA ihre unternehmerischen Entscheidungen primär an den voraussichtlichen Folgen für den Gewinn in der laufenden Periode („earnings per share“) aus. Um einen Absturz des Aktienkurses zu verhindern, soll das Ergebnis des Vorjahres, vor allem aber die vorherrschende Gewinnprognose der Analysten auf keinen Fall unterschritten werden. Notfalls unterbleiben sogar Investitionen, die den künftigen Unternehmenswert erheblich steigern könnten (Graham u.a. 2005). Obwohl der US-Aktienmarkt schon seit zwei Jahrzehnten kaum noch als Markt für Unternehmenskontrolle fungiert, ist die Orientierung der Vorstände am Aktienkurs und die mit ihr einhergehende Vernachlässigung langfristiger Unternehmensziele unter großen US-amerikanischen Unternehmen schon sehr weit verbreitet. So weit ist die Erosion der Langfristorientierung in deutschen Unternehmen sicher noch nicht fortgeschritten! Um so bedrohlicher wirken jedoch die – von der jeweiligen Bundesregierung allenfalls halbherzig zurückgewiesenen – Pläne der EU-Kommission, die Aktienmärkte in der Union zu einem großen europaweiten Markt für Unternehmenskontrolle auszubauen.

Eine *zweite* grundlegende Veränderung, welche künftig die Langfristorientierung deutscher Unternehmen in Frage stellen könnte, ist die Höhe der Renditeansprüche, die für die neue Finanzwirtschaft und das neue Leitbild unternehmerischen Handelns typisch ist. In welchen realwirtschaftlichen Branchen sind Unternehmen schon in der Lage, Jahr für Jahr Renditen von 10% oder gar von 15% zu erwirtschaften? Muss die Versuchung, die Rendite durch riskante spekulative Transaktionen aufzubessern, nicht übergroß werden? Die langfristige Sicherung des Unternehmenserfolgs wird hier gleich von zweiten Seiten bedroht: weil Realinvestitionen unterbleiben, die sich erst nach einer langen Anlaufphase auszahlen würden oder die das Unternehmen neben den spekulativen Transaktionen einfach nicht mehr finanzieren kann, und weil sich durch die Spekulation in den Bilanzen der Unternehmen hohe Risiken ansammeln.

Eine *dritte* grundlegende Veränderung, welche die Langfristorientierung deutscher Unternehmen in Zukunft erschweren dürfte, ist der weitere Anstieg ihres Verschuldungsgrades. Traditionell gelten im internationalen Vergleich deutsche Unternehmen als relativ hoch verschuldet. Zurückgeführt wird dies auf die

Hausbankbeziehungen, die den deutschen Unternehmen eine verlässliche Quelle externer Finanzierung bieten. Mit der Stärkung der Wertpapiermärkte entstehen für die Unternehmen nun zusätzliche Möglichkeiten der externen Finanzierung. Zugleich werden ihnen aber auch neue Möglichkeiten gegeben, Ausgaben zu tätigen, die keine realwirtschaftlichen Investitionen sind. Das gilt in besonderem Maße für den Aktienmarkt: In dem neuen finanzwirtschaftlichen Kontext entwickelter Wertpapiermärkte gibt der gesamte Sektor der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften in fast jedem Jahr mehr Geld für die Pflege des eigenen Aktienkurses durch Rückkaufprogramme und für die Übernahme anderer Unternehmen aus, als er durch die Ausgabe neuer Aktien einnimmt. Aus diesem Grund führt der Bedeutungszuwachs des Aktienmarktes in einer Volkswirtschaft keineswegs zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis von Unternehmen, sondern paradoxerweise zu einem Anstieg ihres Verschuldungsgrades.

Verstärkt wird dieser Trend dadurch, dass sich mit dem Bedeutungszuwachs der Aktienmärkte auch noch zwei andere kostspielige Praktiken immer weiter ausbreiten: die bereits erwähnten Aktienoptionsprogramme für Manager und die Zahlung hoher Dividenden, mit denen auch in Phasen rückgängiger Gewinne der Aktienkurs stabilisiert werden soll. In die Richtung steigender Verschuldung weist schließlich noch ein Phänomen, das allerdings in Deutschland noch so unbedeutend ist, dass es gesamtwirtschaftlich noch nicht zu Buche schlagen kann: die fremdfinanzierten Käufe „reifer“ Unternehmen (Leveraged Buy Outs) durch Private Equity-Investoren, bei denen das Unternehmen anschließend mit einem erheblichen Teil der für den Kauf aufgenommenen Schulden belastet wird (vgl. Fricke 2008).

Im neuen Leitbild unternehmerischen Handelns wird ein solcher Anstieg der Verschuldung von Kapitalgesellschaften durchaus als positiv eingeschätzt. Schließlich reduziere er jenen Teil der Einnahmen, über den das Management frei und von Kapitalgebern unkontrolliert verfügen könne (Jensen 1986). Für die hier untersuchte Fragestellung ist jedoch entscheidend, dass mit der höheren Verschuldung bei gleicher Entwicklung der Einnahmen ein höheres Konkursrisiko einhergeht, welches sich negativ auf die Bereitschaft der Manager auswirken dürfte, Geschäftsstrategien zu wählen, bei denen sich Investitionen erst nach einer langen Anlaufphase auszahlen werden.

In einem seiner grundlegenden Aufsätze zur Wirtschaftsstilforschung schreibt Betram Schefold (1994, 53): „Die spannendste Frage betrifft das Problem, inwieweit ein Stilwandel zielgerichtet in die Wege geleitet werden kann.“ Die in dem vorliegenden Beitrag entwickelte kurze Skizze des Wandels, den das deutsche Finanzsystem vor allem aufgrund seiner stärkeren Integration in die internationalen Finanzmärkte durchläuft, legt eine Variation dieser „spannendste(n) Frage“ nahe: Inwieweit ist es möglich, einen durch Internationalisierung angestoßenen Wandel zu gestalten? In dem vorliegenden Fall ginge es dabei vor allem um die Aussichten, die tief greifenden Veränderungen in der Finanzwirtschaft und beim Leitbild unternehmerischen Wirtschaftens so zu steuern, dass die für den Wirtschaftsstil der Sozialen Marktwirtschaft zentrale Verankerung des sozialen Ausgleichs

auf Unternehmensebene für das Gros der deutschen Unternehmen erhalten bleiben kann. Der Begriff des Wirtschaftsstils kann bei der politisch-öffentlichen Debatte dieser Herausforderung eine wichtige Hilfe sein; denn er lenkt die Aufmerksamkeit auf gleichzeitige – zum Teil auch parallele – Entwicklungen in den eingangs erwähnten verschiedenen Dimensionen des Wirtschaftsstils. Dadurch wird deutlich, dass es bei der Gestaltung des Wirtschaftswandels „nicht allein um ein engbegrenztes Bündel wirtschaftspolitischer Maßnahmen, wirtschaftspolitischer Entscheidungen oder nur um die Veränderung wirtschaftspolitischer Entscheidungsregeln ... gehen“ (ebd.) kann.

Literatur

Adams, Michael (1994) Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“. Vorschläge für Reformen im Wettbewerbs-, Steuer- und unternehmensrecht, in: Die Aktiengesellschaft 39/4, 148-158.

Bolton, Patrick, und Ernst-Ludwig von Thadden (1998) Blocks, liquidity, and corporate control, In: The Journal of Finance 53, 1-25.

Dewatripont, Mathias, und Eric Maskin (1995) Credit and efficiency in centralized and decentralized economies, in: Review of Economic Studies 62, 541-555.

Elsas, Ralf, und Jan Pieter Krahen (1998) Is relationship lending special? Evidence from credit file data in Germany, in: Journal of Banking and Finance 22, 1283-1316.

Graham, John R., Campbell R. Harvey und Shiva Rajgopal (2005) The economic implications of corporate financial reporting, in: Journal of Accounting and Economics 40/1-3, 3-73.

Hackethal, Andreas, und Reinhard H. Schmidt (2000) Finanzsystem und Komplementarität, in: Hans-Hermann Franke, Eberhart Ketzler und Hans-Helmut Kotz (Hg.): Finanzmärkte im Umbruch (Beihefte zu Kredit und Kapital 15), Berlin: Duncker & Humblot, 53-102.

Jensen, Michael C (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, American Economic Review 76, 323-339.

Kädtler, Jürgen (2007) Finanzmarktkapitalismus. Die Macht der Finanzmärkte und ihre Bedeutung für die Realökonomie, in: Amos: Gesellschaft gerecht gestalten 1/4, 3-9.

Kuhner, Christoph (2004) Unternehmensinteresse vs. Shareholder Value als Leitmaxime kapitalmarktorientierter Aktiengesellschaften, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 33, 244–279

Meyer-Abich, Klaus, und Bertram Schefold (1986) Die Grenzen der Atomwirtschaft. Die Zukunft von Energie, Wirtschaft und Gesellschaft, München: Beck'sche.

Rat der Evangelischen Kirche in Deutschland und Deutsche Bischofskonferenz (1997) Für eine Zukunft in Solidarität und Gerechtigkeit. Wort des Rates der Evangelischen Kirche in Deutschland und der Deutschen Bischofskonferenz zur wirtschaftlichen und sozialen Lage in Deutschland (Gemeinsame Texte 9), Hannover - Bonn: Kirchenamt der Evangelischen Kirche in Deutschland - Sekretariat der Deutschen Bischofskonferenz (*zitiert als: Sozialwort der Kirchen mit Angabe der Ziffern*).

Schefold, Bertram (1981) Vom Energiesystem zum Wirtschaftsstil, in: Klaus Michael Meyer-Abich und Ders.: Wie möchten wir in Zukunft leben. Der „harte“ und der „sanfte“ Weg (Die Sozialverträglichkeit von Energiesystemen 1; Beck'sche Schwarze Reihe 242), München: Beck, 105-132.

Ders. (1994) Wirtschaftsstile, Bd. 1.: Studien zum Verhältnis von Ökonomie und Kultur, Frankfurt am Main: Fischer Taschenbuch Verlag.

Soskice, David (1999) Globalisierung und institutionelle Divergenz. Die USA und Deutschland im Vergleich, in: Geschichte und Gesellschaft 25, 201-225.

Spiethoff, Arthur (1932) Die Allgemeine Volkswirtschaftslehre als geschichtliche Theorie. Die Wirtschaftsstile, in: Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reiche 56 (1932), 891-924.

Streeck, Wolfgang (1992) Social institutions and economic performance. Industrial relations in capitalist economies, London u.a.: Sage Publications.

Ders. (1999) Korporatismus in Deutschland. Zwischen Nationalstaat und Europäischer Union (Theorie und Gesellschaft 45), Frankfurt am Main - New York: Campus.

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

Windolf, Paul, und Jürgen Beyer (1995) Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie 47, 1-36.

Nachtrag im Oktober 2008:

In dem vorliegenden Beitrag habe ich im Frühjahr 2008 den Versuch unternommen, Aussagen über eine wahrscheinliche künftige Entwicklung des oberen, international orientierten Segments der deutschen Finanzwirtschaft und einiger damit verbundener Großunternehmen in der Bundesrepublik zu treffen. Aufgrund der Finanzkrise, die sich in den letzten Wochen zugespitzt hat, können für die nächsten Jahre Strukturbrüche nicht mehr ausgeschlossen werden, die vor wenigen Monaten noch undenkbar schienen.