

# **Wirtschaftspolitisches Diskussionspapier Nr.1**

## **Shareholder Value**

**Zum Zusammenhang von Managementkonzept,  
Kapitalmarkt und ökonomischer Krise**

**Verfasser:**

**Dipl. Sozialökonom/Dipl. Volkswirt Christian Christen**

**Büro Ursula Lötzer (PDS-Bundestagsfraktion)**

**Jägerstr. 67**

**10117 Berlin**

**Tel. 030/227 71444, Fax 030/227 70097**

**Email: [ursula.loetzer@bundestag.de](mailto:ursula.loetzer@bundestag.de)**

# Inhaltsverzeichnis

<b>1.</b>	<b>Vorwort</b>	<b>2</b>
<b>2.</b>	<b>Einführung</b>	<b>3</b>
<b>A) Betriebswirtschaftliche Aspekte</b>		
<b>1.</b>	<b>Strukturelle Veränderung auf betriebswirtschaftlicher Ebene</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Zur Berechnung des Shareholder Value</b>	<b>5</b>
<b>3.</b>	<b>Auswirkung auf die betriebliche Arbeitsorganisation</b>	<b>6</b>
<b>4.</b>	<b>Zwischenergebnis</b>	<b>7</b>
<b>B) Volkswirtschaftliche Aspekte</b>		
<b>1.</b>	<b>Die Funktion des Kapitalmarktes</b>	<b>9</b>
<b>2.</b>	<b>Nationale Finanzierungssysteme</b>	<b>10</b>
<b>3.</b>	<b>Aktienmarkt und Unternehmenskontrolle in den USA</b>	<b>11</b>
	<b>3.1 Verteilung der Wertpapiere auf die Haushalte</b>	<b>13</b>
	<b>3.2 Unternehmen und Aktienemissionen</b>	<b>14</b>
<b>4.</b>	<b>Der deutsche Kapitalmarkt</b>	<b>15</b>
	<b>4.1 Entwicklung der Investmentfonds</b>	<b>16</b>
	<b>4.2 Wer besitzt was?</b>	<b>18</b>
<b>5.</b>	<b>(Teil)Privatisierung der Altersversorgung</b>	<b>21</b>
	<b>Fazit</b>	<b>24</b>

## 1. Vorwort

Daimler Benz mit Chrysler, Deutsche Bank mit Bankers Trust, Colonia mit Axa, Hoechst mit Rhone-Poulenc. Die Liste der jüngsten Fusionen und Übernahmen ließe sich beliebig verlängern. Jeden Tag kommen neue hinzu. Aufgeschreckt wird die deutsche Öffentlichkeit vom Versuch des britisch-amerikanischen Unternehmens Vodafone AirTouch den Mannesmann Konzern zu übernehmen. Umschrieben wird dies mit dem Begriff: feindliche Übernahme. Dabei unterscheidet sich das Verhalten von Vodafone kaum vom Vorgehen deutscher Konzerne, auch nicht von Mannesmann, die im weltweiten Unternehmensmonopoly eine führende Rolle spielen. Jede nationalistische Aufregung ist fehl am Platz, denn sie führt zu nichts. Will man verstehen was passiert und welche zukünftigen Entwicklungen bevorstehen, sind Fragen über den nationalen Standort des jeweiligen Unternehmens hinaus ausschlaggebend.

Beispielsweise wird in der Debatte darauf hingewiesen, dass die Aktien der Mannesmann AG breit gestreut seien und somit der feindliche Übernahmeversuch scheitern würde. Gemessen an der Börsenkapitalisierung ist Mannesmann mit ca. 150 Mrd. DM hinter der Deutschen Telekom der zweitgrößte deutsche Konzern. 150.000 Einzelaktionäre werden gezählt, wobei die Mitarbeiter zwar zahlenmäßig die größte Gruppe stellen. Der von ihnen gehaltene Kapitalanteil beträgt aber nur ca. 8%. Alleine der amerikanische Gewerkschaftsbund AFL-CIO hält über seine Alterssicherung, die in Pensionsfonds angelegt ist, bereits 13% der 517,8 Millionen Mannesmann Aktien. Die „breite Streuung“ von Aktien sagt alleine relativ wenig aus. Wichtig ist immer, welche Großaktionäre wie viel Prozent der Aktien halten und ob es Querverbindungen zwischen ihnen gibt. Wenn dies der Fall ist, so ist eine Übernahme durch den Aktientausch nur noch von der Höhe des Angebots abhängig.

Das aktuelle Beispiel verdeutlicht, dass grundsätzliche Zusammenhänge herauszuarbeiten sind, will man spezielle Aspekte der „Globalisierung“ verstehen und politische Antworten darauf finden. Wesentliche Punkte für ein besseres Verständnis lassen sich dabei anhand der folgenden Fragen herausarbeiten:

- Welche unternehmerischen und volkswirtschaftlichen Strukturveränderungen bestimmen die Wirtschaft in den letzten Jahren?
- Woher stammen die Finanzmittel für Fusionen und Übernahmen, deren Summe schon mal über dem Bruttosozialprodukt eines ganzen Landes liegen kann?
- Welche Funktionen erfüllen Finanzmärkte und welche Aufgaben übernehmen die dort agierenden Institutionen (Banken, Versicherungen und Fonds)?

Im Zentrum stehen also Veränderungen der Verteilungsverhältnisse und die Machtverschiebungen die sich daraus ergeben. Dies ist nicht allein durch ökonomische Strukturveränderungen oder Produktivkraftentwicklung verursacht, sondern unterliegt immer auch politischen Entscheidungen. Die Klärung dessen was ist und was sein wird steht also an, will man wirtschaftspolitische Alternativen entwickeln und sich Kompetenz aneignen. Eine tagesaktuelle eher journalistische Vorgehensweise dient dabei meines Erachtens nur sehr begrenzt der Aufklärung. Vielmehr muss die Analyse theoretisch fundiert sein und auf empirischen (statistisch) Fakten beruhen, die allgemeine Aussagen möglich machen. Gleichzeitig muss dies auch den „nicht fachkundigen Lesern“ verständlich sein. Dieser Spagat wird im folgenden Text versucht.

## 2. Einführung

Seit einigen Jahren taucht der Begriff *Shareholder Value* zunehmend in der ökonomischen und politischen Diskussion auf. Er umschreibt ein „neues“ Konzept zur Steigerung des Marktwertes von Unternehmen: Die Ausrichtung der Managemententscheidungen an den Interessen der Kapitaleigner (*Shareholder*), die Aktienwerte und Dividenden (*Value*) auf Kosten langfristig ausgerichteter Unternehmensstrategien zu erhöhen. Von Kritikern wird dabei behauptet, dass die Interessen weiterer, an einem Unternehmen beteiligter oder von seinen Entscheidungen berührten Gruppen (Mitarbeiter, Gläubiger, Lieferanten, Kunden und politischer Öffentlichkeit), der sogenannten *Stakeholder*, vernachlässigt würden. Befürworter des *Shareholder Value*-Konzepts kontern dies damit, dass gerade die Steigerung des Unternehmenswertes eine langfristige Strategie sei und somit allen Gruppen, nicht nur den Aktionären, diene.

Jede Kritik muss deshalb über die einfache Gegenüberstellung von kurzfristig gegen langfristig und *shareholder*  $\Leftrightarrow$  *stakeholder* hinausgehen. Ansonsten ist sie allein rhetorisch zu widerlegen. Folglich ist die betriebswirtschaftliche Strategie, die hinter dem *Shareholder Value*-Konzept steht, immer auf zentrale gesamtwirtschaftliche Veränderungen zu beziehen, nämlich die Globalisierung und die Funktion der Finanzmärkte. Die Analyse ist somit um die Entwicklung der Verteilungsverhältnisse und die (Teil)Privatisierung der sozialen Sicherung zu erweitern. Bereits an dieser Stelle ist ein Ergebnis vorwegzunehmen: Die These von der Transformation des industriellen Kapitalismus (oder Fordismus) zum „Volkskapitalismus“, die eine massenhafte Beteiligung der abhängig Beschäftigten am Produktivvermögen über Aktien/Anleihen unterstellt, ist aufgrund sämtlicher empirischen Daten zurückzuweisen.<sup>1</sup>

## A) Betriebswirtschaftliche Aspekte

### 1. Strukturelle Veränderung auf betriebswirtschaftlicher Ebene<sup>2</sup>

*Shareholder Value* entspringt einer Tendenz der *Vermarktlichung der Steuerungs- und Koordinierungsprozesse im Unternehmen*. Was z.B. auf gesellschaftlicher Ebene durch die Begriffe Privatisierung, Deregulierung und Wettbewerb gekennzeichnet ist, findet sich auch im Betrieb. Im Unternehmen können einzelne Profitcenter identifiziert und in Konkurrenz zueinander gesetzt werden. Die bisherige Mischkalkulation zwischen Bestandteilen des Unternehmens, wo die einen relativ hohe (z.B. Verkauf) und die anderen relativ geringe Profite abwerfen (z.B. Verwaltung, Lager), wird damit erschwert bzw. unmöglich gemacht.

*Outsourcing*, *Lean-Management* und *Lean-Production* sind also notwendige Bestandteile des *Shareholder Value*-Konzepts. Die *Konzentration auf das Kerngeschäft*, die die jüngste Fusionswelle am zutreffendsten charakterisiert, ist gleichzeitig Ausdruck der veränderten Wertschöpfungsketten, in denen unrentablen Unternehmensteile abgestoßen werden. Generell verbindet sich mit dem *Shareholder Value*-Konzept eine Abkehr vom besonders in den

---

<sup>1</sup> Für die USA vgl. *Henwood, D. (1998): Wall Street – How it works and for Whom; London*

Für die Bundesrepublik vgl. *Huffschnid, J. (1999): Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg*

<sup>2</sup> vgl. *Hirsch-Kreinsen, H. (1999): Shareholder Value – Zum Wandel von Unternehmensstrukturen und Kapitalmarktbedingungen; in: WSI-Mitteilungen 5/1999; S. 322-331*

70er/80er Jahren ausschlaggebendem Prinzip der Diversifizierung von Unternehmen. Dem gesamtwirtschaftlichen Verdrängungswettbewerb auf den meisten Gütermärkten wird so mit dem Shareholder Value-Konzept im Unternehmen entsprochen.

Dem klassischen Mischkonzern, der in vielen Branchen beheimatet ist, wird durch die zunehmende Segmentierung von Marktverhältnissen, die wachsende Konkurrenz und erhöhten Flexibilitätsanforderungen bei steigendem Kostendruck nur noch geringe Erfolgchancen eingeräumt. Zum einen verhindern die Unternehmensgröße schnelle Entscheidungen, zum anderen sei ihre Komplexität mit großen Management- und Organisationsproblemen verbunden. Daneben sei mit Mischkonzernen kein echter Risikoausgleich für die Kapitaleigner zu erwirtschaften. Denn insgesamt sei der Unternehmenswert von Mischkonzernen in der Regel niedriger, als die Summe der Werte einzelner Geschäftsbereiche. Die Querfinanzierung zwischen Geschäftsteilen und damit Subventionierung innerhalb eines Konzerns, reduziere den Gesamtertrag. Unterstellt wird dabei, dass der Risikoausgleich vom Anleger selbst durch eine entsprechende Zusammensetzung (Streuung) seines Aktienportefeuilles<sup>3</sup> ökonomisch effektiver vorgenommen werden könne.

Unmittelbar verbunden mit diesen Komponenten ist eine Änderung im Verhältnis von *Kapitalgebern und dem Management von Aktiengesellschaften*. Mit der Rückbindung der Managemententscheidungen an die Renditekriterien, wie sie der Kapitalmarkt vorgibt, erhöht sich der Legitimationsdruck der Unternehmensführung gegenüber den Kapitalanlegern. Alle Strukturen und Entscheidungen sollten mit Hilfe des Shareholder Value-Konzepts ständig überprüft werden können, und zwar von außerhalb des Unternehmens stehenden Gruppen und Institutionen. Vor allem Fonds und Investmentbanken. Weder wird dabei nach der grundsätzlichen Qualifikation z.B. bezüglich der Unternehmensführung, noch nach der Richtigkeit ihrer Zielvorstellungen gefragt. In der Vergangenheit führte dies bereits in einigen Unternehmen zu massiven Fehlentscheidungen, die mittel- und langfristig ihr Ende bedeuteten.

Durchgesetzt wird die Rückbindung an die Kapitalgeber vor allem durch:

- Enge Kontakte zwischen Vertretern von Großanlegern und Investmentbanken einerseits und den Unternehmensmanagern andererseits.<sup>4</sup>
- Eine Änderung des Berichts- und Informationswesens der Unternehmen.<sup>5</sup>
- Die Anbindung der Managementgehälter an die Entwicklung von Unternehmenswert und Anlagerendite.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> Die Möglichkeiten der Geldanlage sind vielfältig. Ein Investor könnte Bargeld halten, ein Festgeldkonto bei einer Bank einrichten, Wertpapiere, Edelmetalle, Kunstobjekte oder Immobilien erwerben. Die mit Geld erworbenen Anlageobjekte werden allgemein als **Assets** und die Gesamtheit aller Anlagen eines Investors als **Portefeuille/Portfolio** bezeichnet. Ausschlaggebend zur Risikominimierung und zur Effektivierung des Gewinns ist somit die Strukturierung.

<sup>4</sup> Der Einfluss von Analysten und Fondsmanagern auf Unternehmensentscheidungen wächst.

<sup>5</sup> Für deutsche Unternehmen bedeutet dies eine Abkehr von traditionellen Bilanzierungs- und Buchungsverfahren, um den retrospektiven Charakter zu überwinden. Wichtiger werden Aussagen zu stillen Reserven und renditeorientierte Einschätzungen von Entscheidungen über zukünftige Unternehmensaktivitäten.

<sup>6</sup> Hier wird die Aktienbeteiligung und das Optionsrecht sowie die Ausrichtung an den höheren amerikanischen Gehältern genutzt.

## 2. Zur Berechnung des Shareholder Value

Wie beschrieben, sollen die Unternehmensstrategien an ihrem voraussichtlichen ökonomischen Ertrag ausgerichtet werden, den sie für den Aktienbesitzer schaffen und der sich im Fall einer börsengehandelten Kapitalgesellschaft in Dividendenzahlung und Kurswertsteigerungen der Aktie niederschlägt. Zentrales Kriterium für die Höhe des Ertrags, der angestrebt wird, ist eine höhere Rendite als die vergleichbare, ähnlich riskante Anlagemöglichkeit für das Kapital. D.h. konkret, dass sich jede Managemententscheidung von Kapitalgesellschaften an der jeweils gegebenen Verzinsung für Anlagekapital ausrichten muss, die Anleger mindestens erzielen wollen und aufgrund der herrschenden Bedingungen auf dem Kapitalmarkt auch erzielen können. Der Anleger kann somit neben seiner generellen Auswahl entweder in Sach- oder Finanzkapital zu investieren, seine Entscheidung unmittelbar von der Kursentwicklung zwischen den verschiedenen angebotenen Aktien auf dem Finanzmarkt abhängig machen.

Um die Vergleichbarkeit zu ermöglichen nach denen sich die Anleger entscheiden, muss eine Vereinheitlichung der Bewertungsverfahren für verschiedene unternehmensspezifische Optionen und Strategien bestehen. Es werden also abstrakte ökonomische Größen entwickelt, um den Gewinn eines Unternehmens unmittelbar mit seinen Auswirkungen auf die Ermittlung des Aktienwertes und Dividendenerhöhung (und ihre Entwicklung) zu verbinden und abzulesen. Die Bestimmung des Shareholder Value basiert auf der Berechnung des „Discounted Cash Flows“.<sup>7</sup> Darunter versteht man den Betrag an liquiden Mitteln, der einem Unternehmen für neue Investitionen und insbesondere für die Ausschüttung an die Kapitalgeber in Form von Zinsen und Dividenden zur Verfügung steht.

Da die Sicherheit, mit der zukünftige Erträge auch tatsächlich erwirtschaftet werden können, mit längerfristiger Perspektive abnimmt, müssen zukünftige (erwartete) Cash Flows auf den heutigen Gegenwartswert abgezinst (heruntergestuft) werden. Der Diskontierungssatz richtet sich nach den Kosten für Fremdkapital, das über den Kapitalmarkt zu dessen aktuellen Preisen beschafft werden kann. Ergebnis dieser Berechnung ist dann ein Unternehmenswert. Von ihm wird der Shareholder Value abgeleitet, indem der Marktwert der Schulden eines Unternehmens von seinem errechneten Wert abgezogen wird.

Es entsteht daraus eine abstrakte Größe, an der die verschiedenen Unternehmensstrategien gemessen werden. Hieran ausgerichtet sollen einerseits Entscheidungen und Aktivitäten, die sich als nicht hinreichend rentabel erweisen, unkalkulierbar und mit hohem Risiko behaftet sind, vermieden werden. Andererseits sind nur solche Strategien zu verfolgen, die sowohl kurzfristig als auch langfristig einen möglichst hohen verfügbaren Cash Flow erbringen und damit den Unternehmenswert am Kapitalmarkt steigern. Daneben wird ein „Ausschüttungsautomatismus“ etabliert, um das Wachstum der stillen Reserven zu begrenzen bzw. den Kapitalgebern zugänglich zu machen.

Die stillen Reserven, also die im Unternehmen bleibenden Gewinnanteile, wiederum müssen jedoch anwachsen, will man weiter andere Unternehmen aufkaufen, den Eigenkapitalanteil erhöhen (zur Finanzierung von Investitionen) und selbst auf den Finanzmärkten in Kapitalanlagen investieren. Hier besteht also ein Zielkonflikt zwischen den einzelnen Gruppen bzw. innerhalb der Shareholder Value-Konzeption selbst, wenn sich von der

---

<sup>7</sup> Der *Cash Flow* ist Indikator der Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens. D.h. wie hoch die liquiden Mittel sind, die in einer Periode erfolgreich erwirtschaftet wurden und im Unternehmen verbleiben.

betriebswirtschaftlichen Betrachtung gelöst wird. Darauf wird an anderer Stelle näher eingegangen.

### **3. Auswirkung auf die betriebliche Arbeitsorganisation**

Erstens ist mit dem Shareholder Value-Konzept eine qualitative Veränderung in der Arbeitsorganisation verbunden, zählt man die Effekte von Lean Management, Outsourcing etc. als komplementäre Bestandteile hinzu. Zweitens ergibt sich eine quantitative Veränderung, die sich in Beschäftigungsabbau niederschlägt. Betroffen sind davon nicht nur die Beschäftigten in der Produktion, sondern auch Büroangestellte, gut bezahlte technische Angestellte und vor allem Personen im Management der unterschiedlichsten Hierarchie. Gerade diese konnten mehrheitlich in der Vergangenheit mit einem obligatorischen Aufstieg mit teilweise hohen Gehaltszuwächsen rechnen. Da die Personalkosten jedoch die Höhe der gesamten Betriebskosten mitbestimmen, die in den verschiedenen Berechnungsmodellen den Shareholder Value zum Teil beträchtlich beeinflussen, wächst der Druck, diesen Faktor kontinuierlich zu senken. Das gesamte mittlere Management wird von Einkommens- und Jobverlusten nun wie die in der Produktion beschäftigten Menschen betroffen.

Zwar belegen alle volkswirtschaftliche Zahlen, dass der Personalkostenanteil an den Gesamtkosten der Produktion in den letzten Jahrzehnten permanent gesunken ist - laut Statistischem Jahrbuch 1998 (S.193) z.B. im verarbeitenden Gewerbe 1996 auf 24,3% - und sich die gesamten realen Lohnstückkosten in der BRD seit den 80er Jahren aufgrund steigender Produktivität und sinkender nomineller Lohnzuwächse in absoluten Zahlen kontinuierlich verringerten. Trotzdem ist die Reduzierung der Löhne (variable Kosten) ausgewiesenes Ziel jeder Unternehmensführung. Für das einzelne Unternehmen bedeutet die Senkung der Personalkosten in den meisten Fällen eine Veränderung in der Gewinnrelation. Hier drückt sich der konkrete Verteilungskonflikt zwischen Lohn und Gewinn/Vermögen aus, der sich nie an einem wie auch immer gearteten Anteil der Personalkosten an den Gesamtkosten oder der realen Lohnstückkosten orientiert.

Qualitative Änderungen in der Arbeitsorganisation lassen sich nur indirekt benennen, da sie sich nicht einzig durch die Einführung des Shareholder Value-Konzepts ergeben haben. Vielmehr ist hier die generell veränderte Produktions- und Distributionsstruktur (Wertschöpfungskette) in allen Sektoren ausschlaggebend, in die das Shareholder Value-Konzept als ein Bestandteil eingebettet ist. So ist die angestrebte Effizienzerhöhung des investierten Kapitals von der Optimierung des Produktionsprozesses und einer möglichst hohen Kapazitätsauslastung abhängig. Dies erfordert arbeitsorganisatorische Regeln, die eine hohe Flexibilität des Personaleinsatzes ermöglicht.

Die Diskussion um neue Arbeitszeitmodelle, die Auflösung und Anpassung der Tarifverträge (besonders des Flächentarifvertrags) ist deshalb Kernbestandteil von Forderungen aus dem Unternehmensbereich, will man die Entkopplung von Anlagenutzung und Arbeitszeit durchsetzen. Fragen hinsichtlich moderner Arbeitsstrukturen, Jobzufriedenheit und den Aufwendungen für Qualifikationssteigerungen werden durch den Druck nach Kostensenkung wohl unter einem anderen Blickwinkel behandelt. Konkretes Beispiel für die veränderte Arbeitsorganisation ist die zur Zeit in der Automobilindustrie zu beobachtende Rücknahme innovativer Formen von Gruppenarbeit, die bei ihrer Einführung ein hohes Maß an Selbstorganisationsmöglichkeiten versprochen. Sie wird abgelöst durch Formen der

Gruppenarbeit mit sehr eingeschränkten Handlungsmöglichkeiten im Rahmen hochstandardisierter Arbeitsabläufe, von denen sich kurzfristige Kostensenkung erhofft wird. Bevorzugt werden also arbeitsorganisatorische Lösungen, die mit einer hohen Wahrscheinlichkeit rasche bzw. eindeutig kalkulierbare Erlöse versprechen. Management- und Organisationskonzepte, die erst mittel- und langfristig kostensenkend und produktivitätssteigernd wirken, werden somit eher verschwinden bzw. nur halb umgesetzt. Generell ist mit dem Shareholder Value-Konzept deshalb die Strategie der allgemeinen Senkung des Lohnniveaus, der zunehmenden Nutzung prekärer Beschäftigungsverhältnisse und die Standardisierung von Arbeitsabläufen mit hoher Flexibilität des Arbeitseinsatzes verbunden. Mit Vorsicht ist jede Behauptung zu genießen, die eine generelle Abkehr von der fordistischen Produktionsweisen unterstellt: Produktionsflexibilität bei hoher Stückzahl in Verbindung mit schlanken Strukturen plus Konzentration aufs Kerngeschäft stellt vielmehr nur eine Veränderung innerhalb der sogenannten fordistischen Produktions- und Distributionsstruktur dar und bedeutet nicht ihre Ablösung.

Was sozialwissenschaftlich in unterschiedlichen Facetten breit diskutiert wird, ist für die Bewertung der ökonomischen Realität nur eingeschränkt zu gebrauchen. So ist beispielsweise nach allen empirischen Daten ein Ende der „Arbeitsgesellschaft“ kaum abzusehen. Die sozialwissenschaftlichen Diskussionen setzen in der Regel am Denken und Fühlen der im Produktionsprozess stehenden oder ausgeschlossenen Menschen an. Mit der veränderten Produktionsstruktur selbst und den veränderten Bedingungen, nach denen die internationale Arbeitsteilung und die Wertschöpfung stattfindet, hat dies nur wenig zu tun.

#### **4. Zwischenergebnis**

Unabhängig von der zeitlichen Perspektive (kurzfristig  $\Leftrightarrow$  langfristig) werden mit dem Shareholder Value-Konzept Unternehmensaktivitäten verworfen, die sich *zum einen* nicht eindeutig quantifizieren und kalkulieren lassen (Vergleichbarkeit wird unmöglich) und die *zum anderen* nicht die gewünschte Rendite erbringt und damit nicht den Unternehmenswert steigert. In hohem Maß ist dies von Einschätzungen und Meinungen über zukünftige Entwicklungstendenzen von Unternehmen abhängig. Diese Einschätzungen sind nicht nur interessenbestimmt, sondern entspringen selbst den jeweils aktuellen und schnell wechselnden Managementmethoden. Die Richtigkeit der gewählten Methode ist deshalb kaum zu begründen, womit, neben ohnehin bestehenden Messproblemen, der Shareholder Value an sich keine objektive Größe ist, aber als solche gilt. Allein das ist ausschlaggebend.

Hier nur einige wenige Anmerkungen, wie sich die betriebliche Strategie mit der volkswirtschaftlichen Situation verbindet. Die ökonomische Krise, die u.a. durch eine verfehlte Wirtschaftspolitik (Angebotsorientierung, Umverteilung zugunsten von Gewinnen/Vermögen und Deregulierung der Finanzmärkte) seit den 70er Jahren verschärft wird, führt auf der betrieblichen Ebene dazu, dass sich negative Erwartungen über zukünftigen Absatzchancen den Trend der Investitionszurückhaltung verstärken. Warum sollten auch zusätzliche Kapazitäten aufgebaut (Erweiterungsinvestitionen) und Produktinnovationen (z.B. im Umweltschutz) vorgenommen werden, wenn das bereits bestehende Warenangebot aufgrund sinkender Massenkaufkraft bereits heute nicht abgesetzt werden kann? Daneben ist, in Anbetracht einer durchschnittlichen Auslastungsquote im Produktionsbereich von ca. 85 %, unter den gegenwärtigen Bedingungen kaum mit einem massiven Aufbau neuer Produktionsstätten zu rechnen, da eine „geringe“ Nachfrageerhöhung bereits durch die bestehenden Produktionsmittel flexibel abgedeckt werden kann.



Immer wieder angeführt wird auch das Argument, dass zu geringe Geldmittel das Investitionsverhalten der Unternehmen beschränken würde. Hier nur soviel: Angesichts der realen Entwicklung der Eigenfinanzierungsmittel (Tab.1), als ein Indikator, ist die Behauptung falsch. Alleine von 1991 bis 1998 stiegen diese in der Bundesrepublik von 285,7 auf 401,5 Mrd. DM. Im Ergebnis führen die steigenden Einkommen aus Gewinnen und Vermögen dazu, dass die Unternehmen in den vergangenen Jahren ihre liquiden Reserven massiv aufstockten. „Seinen Ausdruck fand dies insbesondere in einer reichlichen Dotierung der Geldanlagen bei Kreditinstituten, die (1998) um etwa  $\frac{3}{4}$  stärker wuchsen als 1997. Zum einen haben offenbar Unternehmen, die wegen der Eintrübung der wirtschaftlichen Perspektiven bei ihren Sachinvestitionen Zurückhaltung übten, überschüssigen Cash Flow zur Anreicherung ihrer Sichtguthaben benutzt. Zum anderen sind wohl auch Erlöse aus vorsorglichen Kapitalbeschaffungsmaßnahmen im Vorfeld geplanter Akquisitionen oder aus Firmen- und Aktienverkäufen im Zuge strategischer Umstrukturierungen relativ liquide bei Banken im In- und Ausland zwischengeparkt worden. Hierzu passt ebenfalls, dass die Wertpapierbestände, insbesondere an kürzerfristigen Rentenwerten sowie Investmentzertifikaten, nach einem Abbau in den beiden Jahren zuvor wieder aufgestockt worden sind.“<sup>8</sup>

Tab 1) Vermögensbildung der Produktionsunternehmen und ihre Finanzierung in der BRD (Mrd. DM)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Eigenfinanzierungsmittel	285,7	291,0	320,3	326,2	356,9	341,8	377,5	401,5
Nichtentnommene Gewinne	31,8	14,4	26,2	24,6	46,9	27,4	57,2	74,3
Eigenfinanzierungsquote	53,2 %	54,4%	62,3%	65,3%	67,8%	68,4%	72,5%	54,7%
Finanzierung in Form von Beteiligungen	11,4	14,6	15,9	28,7	40,1	40,3	20,8	92,0

Quelle: Deutsche Bundesbank Monatsbericht Juni 1999 - Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme im Jahr 1998, S.24

Konzentration aufs Kerngeschäft, eine wachsende Bedeutung der Finanzmärkte und Nachfragerückgang ermöglichten, dass das Shareholder Value-Konzept überhaupt zu einer relevanten betrieblichen Strategie wurde. Die generelle ökonomische Krise lässt sich zwar damit nicht lösen, zumal das Innovationspotential der Unternehmen durch die Rücknahme der Ausgaben für Forschung & Entwicklung und andere „unprofitable Elemente“ bereits gegenwärtig geschädigt wird. Für einen kurzfristigen Erfolg ist die Konzeption durchaus tragfähig, wenn unter Tragfähigkeit das Überleben des Stärkeren verstanden wird. Aber auch damit wird wie bisher eine Zunahme der Arbeitslosigkeit verbunden sein, denn auch innerhalb der Gewinner gibt es massenhaft Verlierer.

Mittel- und langfristig ergeben sich jedoch sowohl betriebswirtschaftlich als auch volkswirtschaftlich/politisch nachhaltige Probleme. Jede risikobehaftete Investition, beispielsweise im Bereich Ökologie, Kultur etc. auf privatwirtschaftlicher Ebene wird durch das Shareholder Value-Konzept erschwert. Hinzu kommt, dass die Rendite auf den Finanzmärkten in den meisten Fällen bei unmittelbarer Betrachtung der abstrakten Größen höher liegt als auf den Realmärkten. D.h., die Investition in eine Aktie, Optionsschein, Anleihe, Währung etc. lohnt sich eher, als die Investition in Produktion und damit in Beschäftigung. Alles in allem ist das Shareholder Value-Konzept eine defensive Strategie, die einigen Unternehmen zwar das Überleben sichern wird und ihre Kriegskassen hinsichtlich anstehender Fusionen auffüllt. Eine expansive, mit Risiken behaftete betriebliche Politik wird jedoch zunehmend erschwert. Ganz zu schweigen von den fehlenden gesellschaftspolitischen Perspektiven.

<sup>8</sup> Deutsche Bundesbank Monatsbericht Juni 1999, S.23

## B) Volkswirtschaftliche Aspekte

### 1. Die Funktion des Kapitalmarktes

Die Zielsetzung des Shareholder Value-Konzepts lässt sich nur erfassen, wenn es in mit den strukturellen Veränderungen auf den Finanz- bzw. Kapitalmärkten verbunden wird. Durch sie wird es erst möglich Wertpapiere international zu handeln und sie sind es auch, die das überschüssige Geld bei Unternehmen und Gewinn- und Vermögenseinkommensbezieher aus den „realen“ Kreisläufen absorbieren und in den Finanzkreislauf zurückspeisen.

Neben der externen Unternehmensfinanzierung über den Bankkredit wird es den Unternehmen damit im Prinzip möglich, durch Aktienemission (*Going-public*) „frisches Geld“ zu sammeln. Ob diese externe Finanzierungsquelle überhaupt notwendig ist bzw. welchen Zwecken sie dient, ist zu überprüfen. Unterstellt man zunächst einmal die Richtigkeit dieser Aussage, so bedeutet dies nicht, dass das „frische Geld“ zur Investition in Sachkapital genutzt werden muss. Es könnte ebenso in Aktien, Währungen, Derivaten etc. angelegt werden und damit die Umsätze an den internationalen Finanzmärkten erhöhen. Genau dies ist anhand der qualitativen Entwicklung und des quantitativen Wachstums auf den Finanzmärkten abzusehen. Auch das ist logisch, denn im Rahmen der Shareholder Value-Konzepts zählt einzig der Vergleich der unterschiedlichen Renditeentwicklung zwischen alternativen Anlagemöglichkeiten. Eine eindeutige Präferenz für Sach- oder Finanzkapital gibt es dabei nicht.

Das durch Aktienemission gesammelte Geld wird also nicht automatisch in die Produkt- oder Prozessinnovation investiert, wie landläufig gerne behauptet. Finanzmärkte fungieren nämlich nur sehr eingeschränkt bis gar nicht als Markt, auf dem sich unterkapitalisierte Unternehmen die notwendigen Finanzmittel organisieren, um ihre Investitionen zu finanzieren. Verfechter des Shareholder Value-Konzepts und Verteidiger der Finanzmärkte im besonderen stützen sich gerne auf die These, dass Finanzmärkte ihre Existenzberechtigung aus der Allokation der finanziellen Mittel erhalten. D.h., sie würden nur existieren, um das gesellschaftlich gesparte Geld an die Unternehmen, Haushalte, Staaten etc. umzuleiten, die für ihre Ausgaben nicht genügend eigene Mittel zur Verfügung hätten. Dabei würden sich mittel- und langfristig „nur“ die profitabelsten Investitionsentscheidungen am Markt behaupten, was wiederum allen Akteuren (Gläubigern und Leihenden) zu gute käme. Unterstellt wird, dass die Finanzmärkte diese Funktionen mehr oder weniger reibungslos erfüllen könnten, wodurch die ökonomische Effizienz gesichert bzw. erhöht wäre. Soweit zur Theorie der Allokationseffizienz.

Festzuhalten ist bereits an dieser Stelle, dass die beschriebene Allokationsfunktion der Finanzmärkte nicht der Realität entspricht. Finanzmärkte, zumindest in der Gegenwart, erfüllen vorrangig andere Ziele, was anhand empirischer Daten in den folgenden Abschnitten verdeutlicht werden soll. Damit lässt sich dann auch das Shareholder Value-Konzept unter einem veränderten Blickwinkel charakterisieren, was eine bessere politischen Einschätzung des Zusammenhangs von betrieblicher Strategie und volkswirtschaftlicher Realität ermöglicht. Gegenübergestellt wird dabei die angelsächsische Variante (USA und GB) dem Modell der Unternehmensfinanzierung, wie es in der Bundesrepublik und allen kontinentaleuropäischen Ländern dominiert. Der Vergleich mit den USA ermöglicht ein tieferes Verständnis der herrschende Diskussion, hilft Tendenzen zu verdeutlichen und anhand statistischer Zahlen die unzureichenden Aussagen zum Shareholder Value-Konzept und den Finanzmärkten zurückzuweisen.

## 2. Nationale Finanzierungssysteme

Grundsätzlich überwiegt in der Bundesrepublik die Investitionsfinanzierung mittels Bankkredit. Es besteht damit trotz aller Börseneuphorie nach wie vor eine enge Bindung zwischen Unternehmen und Bank. Der Einfluss von Fonds und Investmentbanken, die Aktienpakete halten, ist in Folge dessen geringer als in den USA oder England, was u.a. anhand des *Kapitalisierungsgrades der nationalen Finanzsysteme* abzulesen ist (Tab.2). Wobei sich natürlich auch hier Veränderungen abzeichnen (Diagramm 1), zumal sich die Wirtschaftspolitik als ein Hauptziel setzt, die Börsenkultur zu verbreitern und generell den Finanzplatz Deutschland zu stärken. Die nationalen Finanzsysteme werden zur Vereinfachung in *bankzentrierte* (Kredit) oder *wertpapierzentrierte* (Aktien und Anleihen) Systeme eingeteilt. Im bankzentrierten System sind die Wertpapiermärkte relativ klein und haben eine geringe Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung. Gleichzeitig halten die Banken einen hohen Anteil an Wertpapieren von Unternehmen. Die Bundesrepublik ist das klassische Beispiel für ein bankzentriertes System mit einer Marktkapitalisierung der Unternehmen (gemessen am BSP) von nur 1/4 im Vergleich zu den USA und 1/5 im Vergleich zu England.

Tab. 2) Wertpapierkapitalisierung nationaler Finanzsysteme (1996);

	% des BSP	Millionen US\$	% an gesamter Welt
USA	116	8 484 433	42,0
GB	152	1 740 246	8,6
Japan	67	3 088 850	15,3
BRD	29	670 997	3,3
Italien	21	258 160	1,3
Malaysia	310	307 179	1,5
Hong Kong	290	449 381	2,2
Taiwan	105	273 603	1,4
Industrieländer	81	17 951 705	89,0
Entwicklungs-/Schwellenländer	37	2 225 957	11,0

Quelle: *International Finance Corporation - Emerging Stock Markets Factbook 1995, 1997*

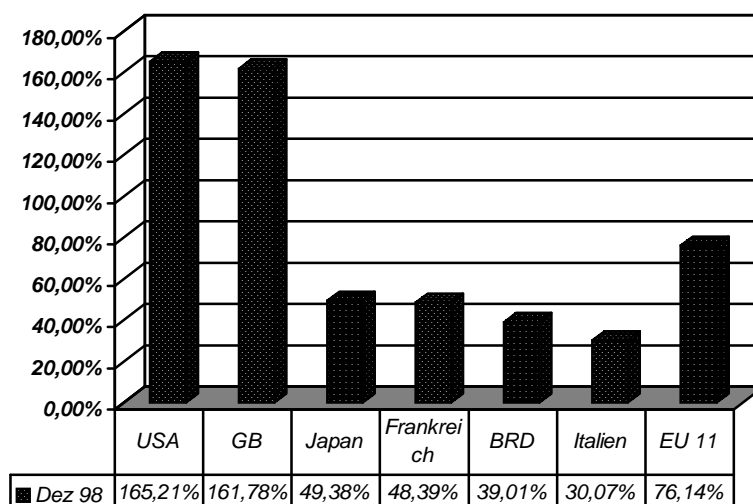


Diagramm 1) Verhältnis Marktkapitalisierung zum BIP (%)

Trotz aller Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte in den letzten Jahrzehnten zeigt die Realität auf den internationalen Finanzmärkten die Verteilungsrelation zwischen Industrieländern und Entwicklungs-/Schwellenländern (*emerging markets*) eindeutig: 1996 betrug ihr Anteil an der weltweiten Kapitalisierung auf dem Wertpapiermarkt nur 11%. In

dieser Gruppe wiederum konzentrierten sich die Wertpapiermärkte auf eine geringe Zahl von Nationen. Nach weltweitem Standard sind die dort gehandelten Wertpapiervolumina jedoch nur „Peanuts“, verglichen mit den Summen die täglich in New York, London, Frankfurt oder Tokio umgesetzt werden. Die hohe Volatilität<sup>9</sup> der Börsen der *emerging markets* ergibt sich gerade aus ihrer geringen Größe und der relativen Begrenztheit der gehandelten Papiere. Damit können durch relativ kleine Summen die Gefüge an diesen Märkten sehr schnell zum Einstürzen gebracht werden, was die jüngsten Krisen eindeutig bewiesen. Übrigens eine systemische Schwäche, die bei allen Finanzmarktkrisen der letzten 150 Jahre mehr oder weniger mitspielte. Die damit verbundenen realwirtschaftlichen Auswirkungen in diesen Ländern selbst bzw. für die Weltwirtschaft können sich sehr schnell kumulieren und stehen nicht in Verbindung mit der unbedeutenden Größe dieser Märkte im globalen Vergleich.

Wertpapierzentrierte Systeme regulieren auf dem „Markt“, wie Unternehmen geführt werden und wem sie gehören (Shareholder Value). Es muss dabei nicht 100% des Aktienkapitals eines Unternehmens gehalten werden, sondern es reichen theoretisch schon 50% plus eine Aktie, um die Unternehmenspolitik zu bestimmen. In der Realität werden signifikante Unternehmensentscheidungen ab einer Größenordnung des Aktienpakets von 10% beeinflusst. Durch die „Streuung“ des gesamten Aktienpakets soll dies zwar verhindert werden, aber die strategischen Allianzen zwischen Großinvestoren unterläuft diese Absicht. In der Bundesrepublik spielen die Banken nicht nur über den Kredit eine wesentliche Rolle, sondern vor allem als Groß- oder Hauptaktionäre. Damit wird es in der Bundesrepublik erschwert, dass Unternehmen auf dem offenen Markt ihre Besitzer wechseln. Mit der Zunahme „feindlicher Übernahmen“, dem zu beobachtenden Rückzug der Banken aus ihrer Rolle der reinen Hausbank und ihrer Hinwendung zum Investmentbanking nach internationalem Standard wandelt sich das deutsche korporatistische Modell. Bisher existiert aber kein „Markt für Unternehmenskontrolle“ (s.u.) wie in den USA. Das sich in Zukunft in der Bundesrepublik die Unternehmensfinanzierung und die Einflussnahme durch andere institutionelle Anleger als Banken über Aktien an das angelsächsische Modell annähern wird, ist abzusehen. Welche Veränderungen sich daraus ergeben können, lässt sich am Beispiel der USA verdeutlichen.

### **3. Aktienmarkt und Unternehmenskontrolle in den USA**

Wer die Kontrolle über Unternehmen ausübt, veränderte sich in den letzten Jahrzehnten zunehmend. Das klassische Eigentumsmuster, Einzelperson (Chef) oder Familien, wird durch eine auf Management- und Aufsichtsratsebene basierenden Eigentümerstruktur abgelöst. Über die Börse gaben und geben immer mehr Unternehmen handelbare Aktien aus. Wo ein Verkäufer war traten bald auch finanzkräftige Käufer auf. Natürlich gibt es nach wie vor kapitalstarke Einzelaktionäre und Kleingruppen. Ausschlaggebend werden aber immer mehr die Fonds. Die Bedeutung dieser institutionellen Anleger (Investment- und Pensionsfonds) steigt seit Ende der 70er Jahre kontinuierlich. Hielten diese 1956 nur ca. 15% des Aktienkapitals, waren es 1976 schon über 40% und 1996 knapp 60%. Dabei verwalten die Pensionsfonds die größten Anteile am Investitionsvermögen.<sup>10</sup> Formal halten die einzelnen institutionellen Anleger immer nur relativ kleine Beteiligungen an den jeweiligen Unternehmen, was mit dem Stichwort fragmentierte Beteiligungsstruktur bezeichnet wird.

---

<sup>9</sup> Schwankungsmaß von Aktien-, Devisenkursen und Zinssätzen. Die Berechnung erfolgt vielfach durch die auf ein Jahr bezogene Standardabweichungen der relativen Kursdifferenzen. Vielfach bezeichnet der Begriff auch die Kurs- und Zinsschwankungen ganzer Märkte.

<sup>10</sup> vgl. Black, A.; Wright, P.; Bachmann, J.E. (1998): In Search of Shareholder Value, London

Denn laut US-Gesetzen sind die Anteile, die Unternehmen des Finanzsektors an Unternehmen des Nicht-Finanzsektors halten dürfen, in den USA auf 5% des Aktienkapitals begrenzt. Um den Einfluss auf die Unternehmen trotzdem zu erhöhen, wird diese Vorschrift durch strategische Allianzen zwischen Großanlegern umgangen, die ein einheitliches Vorgehen gegenüber dem Unternehmen vereinbarten. Gerade die Großanleger erhöhten dadurch permanent ihren Einfluss auf die Unternehmensvorstände und damit auf die Management- und Organisationsstrukturen.

Die Erfahrungen aus der Weltwirtschaftskrise und den immer wieder auftretenden Zusammenbrüchen von Bankhäusern in diesem Jahrhundert führten zu diesen härteren gesetzlichen Regelungen. Als Ergebnis des Börsencrash von 1929 und der damaligen Dominanz der Universalbank JP Morgan&Co. sind deshalb der 1933 erlassene *Glass/Steagall-Act* und der 1956 verabschiedete *Bank Holding Company Act* zu verstehen, mit denen die einzelnen Finanzsegmente der Banken streng auseinander gehalten wurden. Damit wurde die Etablierung des Universalbankensystems verhindert.<sup>11</sup> Es war den amerikanischen Banken also schlicht verboten in sämtlichen Geschäftsfeldern tätig zu sein. So wurde die Machtkonzentration verhindert und, was viel wichtiger war, das Risiko für den kleinen Bürger minimiert, dass bei einer Spekulation der Bank durch den Bankrott auch seine Spargroschen verloren waren. Gerade dieses Gesetze zwangen dazu, spezielle Investmentbanken zu gründen, die heute auf nationaler und internationaler Ebene den Ton angeben. Sie wurden nicht durch allgemein üblichen Geschäftstätigkeiten (Sparguthaben, Hypothekenfinanzierung, Girokontenführung etc.) behindert, sondern konnten sich ganz der Unternehmensfinanzierung zuwenden. Mit der Aufhebung des *Glass/Steagall-Acts* und des *Bank Holding Company Acts* durch ein neues Regelwerk, den *Financial Modernization Act*, ändern sich die Geschäftsbedingungen der Banken grundsätzlich. In Folge dessen wird eine neue Runde der Fusionen innerhalb des amerikanischen Bankensystems prognostiziert, die mit Massenentlassungen und einer Neuaufteilung aller Geschäftsfelder verbunden sein wird.

Die Fusionswelle im Unternehmenssektor der 80er Jahre, die durch eine hohe Zahl von „feindlichen Übernahmen“ geprägt war, ordnete den Markt für Unternehmenskontrolle durch die Aktionäre neu. Es kam zur Konzentration des Aktienbesitzes in den Händen der institutionellen Anleger, da der Streubesitz von Aktien (kleine Pakete) die „feindlichen Übernahmen“ erst möglich werden ließ und diese rigoros aufgekauft wurden. Zugleich erhöhte sich in dieser Zeit der Druck auf einzelne Unternehmen, hohe Renditen und Aktienwerte zu schaffen, um feindlichen Übernahmen auszuweichen. Ziel war es, die Kosten für den Ankauf von Aktienpaketen zu erhöhen und damit die Übernahme zu verhindern. Gleichzeitig erhöhte sich damit die Attraktivität des Unternehmens für Großanleger, die frisches Geld ins Unternehmen brachten, was wiederum zum Kauf von Aktienpaketen genutzt wurde, so dass man seinerseits Unternehmen aufkaufen konnte.

Zum einen bildete sich in diesem Zeitraum erst die interne (s.o.) und externe Vermarktlichung der Unternehmensabläufe richtig heraus. Als externe Vermarktlichung gilt, dass auf einem fiktiven Markt, nämlich über die Börse, Unternehmen bzw. Anteile an ihnen wie eine Ware ge- und verkauft werden. Die Preise pendeln sich in einem Wechselspiel zwischen zukünftigen Renditeerwartungen der Anleger und Einschätzungen über die damit verbundenen Unternehmensstrategien andererseits ein. Auf diesem fiktiven Markt spielen sowohl Einschätzungen und Meinungen eine herausragende Rolle, die zur Aufwertung der Stellung von Investmentbanken und ihren Ratingagenturen, wie Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Standard&Poors, Moodys, Price Waterhouse und anderen, führte. Sie

---

<sup>11</sup> vgl. Bass, V. (2000): Amerikas Banken auf dem Weg ins 21. Jahrhundert; in: *Die Bank*, Heft 1/2000, S.32ff

sind die bestimmenden Akteure des Marktes für Unternehmenskontrolle. *Zum anderen* funktioniert diese Art der Reorganisation nur durch stark vernetzte Strukturen zwischen einer sehr begrenzten Anzahl von Akteuren (institutionelle Anleger und Unternehmen), so dass ein unübersehbares Machtungleichgewicht auf dem Aktien- und Investmentmarkt zugunsten der institutionellen Anleger entstand.

### 3.1 Verteilung der Wertpapiere auf die Haushalte

Für die Fusionen und Übernahmen ist viel Kapital notwendig. Diese muss gesammelt und effektiv eingesetzt werden. Kapital- und Machtkonzentration ist also ein zentrales Strukturelement am Finanzmarkt. Die Kleinaktionäre und Sparer mit ihren minimalen Einlagen spielen nur als Masse eine Rolle. Die „kleinen“ Beträge werden von den Fonds gesammelt. Mit diesen kumulierten Summen kann von ihnen Einfluss auf die betriebs- und volkswirtschaftlichen Entscheidungen genommen werden. Da die amerikanische Börsenkultur als Leitbild für den deutschen Markt und seine Anleger gilt, ist die Entwicklung dort anhand statistischer Zahlen nachzuzeichnen. Damit lassen sich die politisch/ökonomisch Zielrichtung, die Verschiebung in der Verteilungsstruktur und die speziellen Interessen der Gewinn- und Vermögenseinkommensbezieher sowie der Fonds beschreiben.

Zunächst ist festzuhalten, dass der Wohlstand in den amerikanischen Privathaushalten aus den Wertzuwachsen bereits gehaltener Vermögenstitel zwischen 1962-1989 um 70-75% anstieg. Das Wachstum aus Neuanlagen betrug „nur“ 20-25%.<sup>12</sup> Dieser Trend sollte sich seit 1989 verstärkt haben, zumindest hat er sich nicht umgekehrt. Von 1983-92 wurden 57% des Wertzuwachses durch Finanzanlagen an die reichsten Haushalte (1% der Gesamthaushalte), 39% an die mittleren Haushalte (19%) und nur 4% an die restlichen Haushalte, die 80% aller Haushalte umfassen, ausgeschüttet.<sup>13</sup> Grundsätzlich gilt dabei, dass das Sparvolumen aus Gewinnen/Vermögen immer höher liegt als aus Einkommen durch Lohnabhängigkeit.

Die Verteilung der Wertpapiere insgesamt spricht eine ähnliche Sprache: 1995 besaßen die reichsten Haushalte (1% der Gesamthaushalte mit ca. 2 Millionen Personen) 42% der Aktien und 56% der Anleihen; die oberen 10% (der Haushalte) hielten insgesamt 90% aller Aktien und Anleihen.<sup>14</sup> Klassifiziert man diese Haushalte noch nach „Hautfarbe“, so zeigt sich die weiße Übermacht: Nur 6% aller afroamerikanischen und lateinamerikanischen Haushalte besitzen überhaupt Wertpapiere. Alle diese Zahlen basieren auf dem Nettowert der Aktien/Anleihen zum jeweiligen Untersuchungszeitraum. Nimmt man lediglich den Wertpapierbesitz als Untersuchungsgröße, so zeigt sich eine noch deutlichere Verteilungsstruktur: 1992 hielten 0,5% der Wertpapierbesitzer 58,6% aller im Umlauf befindlichen Wertpapiere; die nächsten 0,5% entsprechend 11,7%; die nächsten 4% noch 24,2%. D.h., das 5% der Wertpapierbesitzer 94,5% aller in Umlauf befindlichen Wertpapiere besaßen.<sup>15</sup>

Die Geschichte vom sozialen Aufstieg und der sozialen Differenzierung als Massenphänomen gehört zum Standardrepertoire der Industrienationen. Anhand der amerikanischen Zahlen zum

---

<sup>12</sup> vgl. Wolff, E. (1994): Trends in Household Wealth in the United States, 1962-83 and 1983-89; in: *Review of Income and Wealth*; Series 40, No. 2 (June), S. 143-174

<sup>13</sup> vgl. Wolff, E. (1996): *Top Heavy: A Study of Increasing Inequality of Wealth in America*; New York

<sup>14</sup> vgl. Kennickel, A./Woodburn, R.L. (1997): Consistent Weight Design for the 1989, 1992 and 1995 Survey of Consumer Finances, and the Distribution of Wealth; unpublished technical paper, *Federal Reserve Board*, June

<sup>15</sup> vgl. Poterba, J. M./Samwick, A.A. (1995): Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption; *Brooking Papers on Economic Activity* 2, S. 295-372

Wertpapierbesitz, die immer wieder als Paradebeispiel der modernen Gesellschaft angeführt wird, ist dies jedoch ins Reich der Mythen zu verweisen. Es ist eindeutig zu belegen, dass die Konzentration des Wohlstandes zunimmt und der Reichtum in hohem Maß aus dem bereits angehäuften Reichtum der vorangegangenen Generationen erwächst. Menschen, die nur über geringe bis mittlere Einkommen verfügen, gehören deshalb in der Masse nicht zu den Gewinnern der Prosperität an den Finanzmärkten. Nimmt man alle Daten zusammen, so kommt man zum Ergebnis, dass  $\frac{3}{4}$  aller Wohlstandszuwächse der Haushalte aus den in der Vergangenheit kumulierten und folglich vererbten Ansprüchen aus Privatvermögen resultieren.<sup>16</sup> Natürlich partizipierten die Mittelschicht und die abhängig Beschäftigten ebenfalls von den Wohlstandszuwächsen, denn auch sie halten Wertpapiere in der einen oder anderen Form. Daraus jedoch ein Rückschluss auf die reale Verteilungssituation zu ziehen oder die Finanzmärkte als egalitäre Einrichtung zu betrachten, verschleiert nur die Wirklichkeit. Klar ist: Wenn der Kuchen wächst, so wachsen selbstverständlich auch die Krümel, die vom Tisch fallen. Mit der Funktion der Finanzmärkte hat das nur wenig zu tun.

### 3.2 Unternehmen und Aktienemissionen

Durch die Verfolgung des Shareholder Value-Konzepts soll den Unternehmen zusätzliches Kapital zufließen, was sie zur Finanzierung ihrer Investitionen nutzen könnten. Zu klären wäre deshalb, ob sie diese zusätzlichen Mittel überhaupt benötigen und für den beschriebenen Zweck nutzen. Das berührt wiederum die Kernaussage über die Allokationsfunktion von Finanzmärkten (s.o.).

Von 1952-1992 sind 92% aller getätigten Investitionen aus den Eigenmitteln der Unternehmen finanziert worden. Mit anderen Worten, die Finanzierungslücke, die von Außen geschlossen werden muss, zwischen den Aufwendungen für Investitionen (Gebäude, Maschinen und Vorprodukte) und den internen Erträgen (Gewinne und anderen Einnahmen) betrug 8%. Selbst in der Wirtschaftskrise in den 70er Jahren konnten 70% der Investitionen über Eigenmittel finanziert werden. Differenziert nach Unternehmensgröße lag die Eigenfinanzierungsquote in den Jahren 1970-1984, eine Periode mit hohem Bedarf an externer Finanzierung, zwischen 67,9%-71,1%.<sup>17</sup> Die immer wieder behaupteten Differenzen zwischen Großunternehmen und KMU sind also zu vernachlässigen.

Erstaunlich ist dabei, dass der Aktienmarkt, entgegen allgemeiner Auffassung, fast nichts zur Finanzierung der Unternehmensinvestition beitrug: Der durchschnittliche Wert des CAPEX-Index<sup>18</sup> (1901-1996), der aus Aktienemission (neu) resultierte, betrug 4%. Wobei dies durch die Periode von 1901-1929 verzerrt wird, da hier die höchste Quote an Neuemission erreicht wurde und der CAPEX ca. 11% betrug. In den vergangenen Jahren allerdings wurden wesentlich mehr Aktien aus dem Markt genommen (Übernahmen, Fusionen, Rückkäufe etc.) als emittiert wurden, so dass sich der CAPEX auf -11% belief. Mit anderen Worten der Aktienmarkt zog mehr Mittel aus den Unternehmen ab, als er in die Unternehmen hineingab.

Betrachtet man jedoch nur die Periode von 1946-1979, so zeigt sich, dass nur 5% der realen Investitionen über die Aktienemission finanziert wurde. Diese Aussagen sind keine Besonderheit des amerikanischen Marktes, sondern für alle Industrienationen zutreffend. In

---

<sup>16</sup> vgl. Gale, W.G./Scholz, J.K. (1994): Intergenerational Transfers and the Accumulation of Wealth; *Journal of Economic Perspectives*, No.8, S. 145-160

<sup>17</sup> vgl. Fazzari, S.M. u.a. (1988): Financing Constraints and Corporate Investment; *Brooking Papers on Economic Activity*, No.1, S.141-206

<sup>18</sup> CAPEX = Capital Expenditure = Unternehmensausgaben für fixes Kapital und Inventar

einigen Schwellenländern ist die Quote höher, dass liegt daran (wie in den USA der 20er Jahre) das viele Firmen das erste Mal auf den Börsen auftauchen (*Going public*).<sup>19</sup> Also auch nichts besonderes.

Wo fließt nun aber das ganze Geld hin, dass auf den Finanzmärkten verdient wird? Von 1950 bis in die Mitte der 70er Jahre schütteten die Unternehmen 44% ihrer Gewinne (nach Steuern) als Dividenden aus. Dies sank in den späten 70er Jahren etwas und wuchs dann rapide an. Von 1990-1997 zahlten die Unternehmen des Nicht-Finanzsektors 60% als Dividenden. Aufgrund der wirtschaftlichen Krisensituation bestand offensichtlich kein Grund die steigenden Gewinne in reale Investitionen umzulenken. Daneben zeigte sich hier schon die Wirkung des Shareholder Value-Konzepts. Die Anleger verlangten höhere Renditen und bekamen sie. Neben den Dividenden zahlen die Firmen gleichzeitig Zinsen an ihre Kreditgeber, da der Bankkredit natürlich weiterhin genutzt wurde. Der Index aus Dividenden plus Zinszahlung in Relation zum Gewinn plus Zinseinnahmen betrug in den 50er Jahren zwischen 20-30%, in den 90er Jahren stieg er auf 60%.

Eindeutig ist, dass die Unternehmensfinanzierung durch Aktien nicht so funktioniert, wie das Shareholder Value-Konzept unterstellt bzw. die landläufige Meinung über die Finanzmärkte suggeriert. *Erstens* ziehen die Finanzmärkte mehr Kapital aus den Unternehmen heraus, als sie ihnen zur Verfügung stellen. *Zweitens* wird das vorhandene Eigenkapital der Unternehmen plus Bankkredite selbst zum hohen Teil dafür verwendet, Aktien anderer Unternehmen zu kaufen und eigene Aktien zurückzukaufen.

Von 1984-1996 betrug die Summe für den Aktienrückkauf 864 Milliarden US\$. Dieser Betrag ist höher als die Summe, die Investmentfonds während dieser Zeit für den Kauf von Wertpapieren ausgaben und zweimal so hoch, wie die Summe, die Pensionsfonds (staatliche und kommunale) in dieser Zeit für den Ankauf bereitstellten. *Drittens* werden die Finanzmittel für Fusionen (M&A) genutzt: 1980-1997 gaben Unternehmen 3 Billionen US\$ dafür aus. Insgesamt wurden dafür 38% an Rückflüsse aus den Unternehmen an Banken, Anleger etc. fällig.

## 4 Der deutsche Kapitalmarkt

Kommen wir nun zum deutschen Kapitalmarkt. Es ist jedoch nicht einfach, genaue Zahlen darüber zu finden, wem was und wie viel gehört. *Zum einen* sind verteilungsrelevante Daten, wer hält in welcher Höhe überhaupt Wertpapiere, wo fließen die Gewinne hin und wofür werden sie verwendet, schwer zugänglich. Im Gegensatz zu den USA ist der Reichtum in der Bundesrepublik ein scheues Reh. Ihn zu finden ist deshalb wesentlich komplizierter und widersprüchlicher. Im Vergleich dazu sind die US-Daten aufschlussreicher, offener zugänglich und aussagekräftiger. Natürlich gibt es auch in der Bundesrepublik entsprechendes Datenmaterial. Es ist zumeist aber „oberflächlich“ bzw. basiert auf Schätzwerten (Mikrozensus, EVS-Statistik usw.). Ein Reichtumsbericht zu fordern ist deshalb nicht nur aus Gründen der Steuergerechtigkeit richtig, sondern würde so manch kühne Meinungen zur Wirtschaftspolitik anhand ihre realen Auswirkung messbar machen und häufig, ähnlich wie anhand der US-Daten, widerlegen.

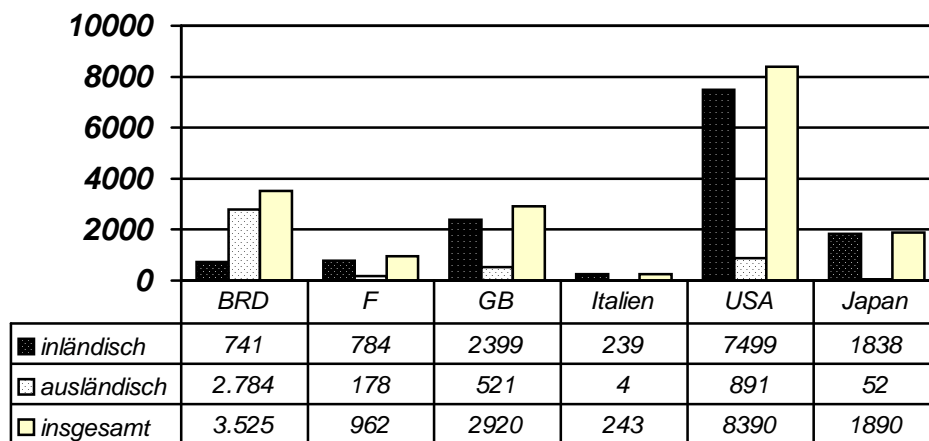
---

<sup>19</sup> vgl. Mullin, J. (1993): Emerging Equity Markets and the Global Economy; *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, No.18, S. 54-83



Zum anderen existiert im Unterschied zu den USA bis heute in Deutschland kein ausgeprägter Kapitalmarkt mit publikumsorientierten Börsen. Die Unternehmensfinanzierung über Aktien und einem hohen Anteil von Eigenkapital, ohne die kreditgewährende Hausbank, war bislang eher die Ausnahme. Auf der einen Seite überwiegt die Fremdfinanzierung über den Bankkredit, da eine traditionelle Risikoscheu und damit eine Abneigung gegenüber der Anlage ersparten Geldes in Aktien oder Aktienfonds der Sparer vorherrscht. Gleichzeitig existiert eine stabile „kreisförmige“ Kapitalverflechtung zwischen Industrie, Versicherungen, Banken sowie Stiftungen und Familien. Im Gegensatz zu den USA herrscht hier ein stark kooperativer Ansatz, der „feindliche Übernahmen“ eher erschwerte, sowie die Entstehung eines Marktes für Unternehmensbeteiligungen behinderte. Entsprechend beschränkt sich die Anwendung des Shareholder Value-Konzepts bisher auf eine begrenzte Anzahl von Unternehmen. Hier vor allem die sogenannten Global Player, die auch auf den angelsächsischen Aktienmärkten gezeichnet sind.

Diagramm 2) Anzahl börsennotierter Aktiengesellschaften, Dez. 1998 (DAI-Factbook)



Bestrebungen, das traditionelle Verhalten aufzubrechen, finden ihren Ausdruck in massiven Werbe- und Informationskampagnen rund um die Börse und bei der Aktienemissionen von Unternehmen. Gerade beim Börsengang der *Telekom* wurde die Ära des „Volkskapitalismus“ mittels Aktienbesitz beschworen. Der in allen Medien zu beobachtende Verweis, zumeist als eigene Rubrik, auf Indizes (DAX, Dow Jones etc.) und Hintergrundberichten über das Börsengeschehen und die Chartentwicklung, soll mentale Schranken niederreißen. Die Zahlen aus den USA sollten verdeutlichen, dass selbst dort nicht bzw. nie von einer allgemeinen Anteilseignerschaft der Masse der Bevölkerung an den Unternehmen gesprochen werden kann. Zwar ist der Wertpapierbesitz als Variante des Sparens verbreiteter als in der Bundesrepublik. Damit ist jedoch nichts über die Verteilungsstruktur, die Rückflüsse und die reale Entscheidungsmacht über die betriebs- und volkswirtschaftliche Ausrichtung verbunden.

#### 4.1 Entwicklung der Investmentfonds

Zwar ist Deutschland ein Nachzügler aber, „(d)as anhaltende Vertrauen der privaten und institutionellen Anleger in die deutsche Investmentbranche führte 1998 zu Rekord-Mittelzuflüssen für die deutsche Fondsindustrie...Besonders hoch (neben Geldmarkt- und Offenen Immobilienfonds; Anm. d.Verf.) in der Anlegergunst standen aber Aktienfonds, wobei auch festzustellen war, dass die deutschen Anleger in ihrem Anlageverhalten

professioneller geworden sind.“<sup>20</sup> Aber auch die Zahl der Fonds und mit ihnen das angelegte Kapital ist stark gewachsen bzw. explodiert wie die folgende Tabelle zeigt.

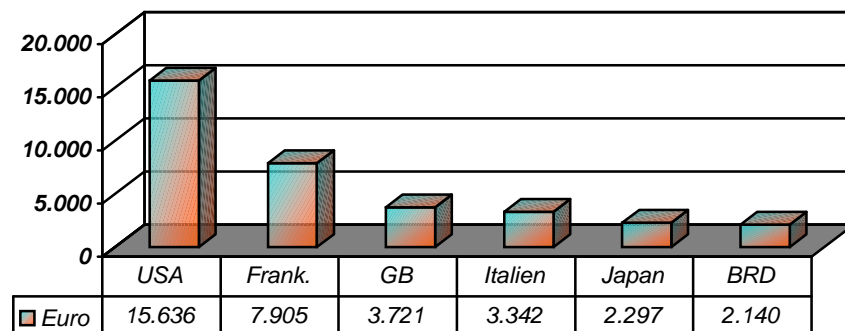
Tab. 3) Vermögensentwicklung der deutschen Investmentfonds

	1950	1960	1970	1980	1990	1998
Anzahl der Fonds	2	20	172	605	1996	5050
Einlagen in Mio. DM	2	3.173	10.513	47.123	238.855	1.132.625

Quelle: BVI, a.a.O., S.58

1998 betrug das Vermögen der Fonds also ca. 1,2 Billionen DM. 1999 dürfte dies bereits überholt sein. Trotzdem liegt Deutschland dabei anhand des pro Kopf in Fonds angelegten Vermögens mit ca. 4200 DM (2.140 Euro) international auf den hinteren Rängen (siehe Diagramm)

Diagramm 3) Investmentvermögen pro Kopf der Bevölkerung 1997 (BVI, a.a.O.)



Fonds gelten in der Regel als Kapitalsammestelle für kleine Sparbeträge. Dahinter steckt die Idee, den kleinen Sparern auf den Wertpapiermärkten die gleiche Chance zu verschaffen, wie den großen Finanzanlegern. In der Wirklichkeit hat sich dies längst überholt. Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass sich besonders die Spezialfonds entwickelt haben. „Dabei handelt es sich um Fonds für wenige, maximal zehn, in der Regel einen einzigen Anleger, der seine liquiden Mittel über diesen Fonds plaziert.“<sup>21</sup> 1998 waren von den insgesamt 5.050 Fonds in der BRD 4.245 Spezialfonds. 1992 überstieg ihr Vermögen mit 165.727 Mio. DM das Vermögen der Publikumsfonds (142.867 Mio. DM).

Seit dem übersteigt die Summe permanent mit sich vergrößerndem Abstand die Summe der in Publikumsfonds angelegten Gelder. „Mehr als die Hälfte der in Investmentfonds angelegten Vermögen besteht nicht aus dem Spargroschen der kleinen Leute, sondern aus den Riesenvermögen, das die Finanzinstitute in 46 Kapitalanlagegesellschaften (KAG) einbringen und von diesen verwerten lassen: 51% des in Spezialfonds angelegten Vermögens stammen von Versicherungen, 23% von Kreditinstituten und 19% von sonstigen Unternehmen.“<sup>22</sup>

Dabei gehören die KAG überwiegend den Banken selbst: 37% des Spezialfondsvermögens wird von Gesellschaften verwaltet, die den Groß- und Regionalbanken gehören, 18% von Sparkassen-Gesellschaften, 15% von KAG der Privatbanken und 12% von Tochtergesellschaften der Versicherungen. Spezialfonds lassen sich somit als Einrichtungen von großen Finanzinstitutionen für große Finanzinstitutionen beschreiben

<sup>20</sup> vgl. *Bundesverband Deutscher-Investment-Gesellschaften e.V. (BVI): Investment 99 – Daten, Fakten, Entwicklungen*; S. 9; Frankfurt a.M.

<sup>21</sup> *Huffschmid, J. (1999:90): Politische Ökonomie der Finanzmärkte*; Hamburg

<sup>22</sup> ebenda, S.90f

Aber auch bei den Publikumsfonds gibt es eine klare Verteilungsstruktur, wobei das in ihnen angelegte Geld direkt von den Sparern stammt. Ende 1998 betrug das in dort angelegte Geld 480 Mrd. DM. Mehr als 4/5 (388 Mrd. DM) davon wurden durch drei Großbanken (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank) und den Sparkassenzentralen verwaltet.

## 4.2 Wer besitzt was?

Nach einer Untersuchung des Bundesverbandes der Deutschen Volks- und Raiffeisenbanken (BVR) legten die Bundesbürger 1998 insgesamt 251 Mrd. DM auf die hohe Kante. 7,6 Mrd. Mark mehr als 1997. Im laufenden Jahr dürfte die Geldvermögensbildung deutlich über 250 Mrd. DM liegen, so die Schätzung des BVR. Damit steigt das gesamte Geldvermögen der Bundesbürger auf fast 6 Billionen.

Nach Schätzungen der OECD wird die Sparquote 1999 auf 11,2 % steigen. Von 100 Mark verfügbarem Einkommen wurden also durchschnittlich 11 Mark gespart. Dabei gilt jedoch eine einfache ökonomische Gesetzmäßigkeit: Je höher das Einkommen, desto höher die Sparquote. Je niedriger das Einkommen, desto höher die Konsumquote (die Ausgaben für Konsum und Lebenshaltungskosten). Dramatisch verändert sich die Anlageform. Das gute alte Sparbuch gerät zwar nicht ganz aus der Mode, besonders bei den abhängig Beschäftigten mit niedrigem Einkommen, da sie nicht über das notwendige Kapital für attraktivere Anlageformen verfügen. Der Trend geht in Zeiten niedriger Zinsen aber in Richtung risikoreicher Investments, die weitaus höhere Renditen ermöglichen. Gewinner dieser Entwicklung sind dabei Aktien und die zuvor beschriebenen Investmentfonds.

Alles in allem sagen die Gesamt- und Durchschnittswerte aber nichts aus. Man muss schon etwas genauer hinsehen. Also, wie viel Personen halten überhaupt Aktien?

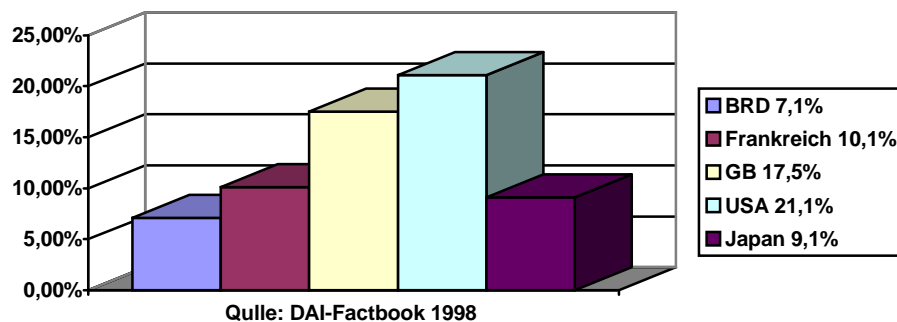


Diagramm 4) Anteil der Aktionäre an der Gesamtbevölkerung 1998

Bei einer Bevölkerung von ca. 82 Millionen bedeutet dies, dass nur ca. 5,8 Millionen Personen überhaupt Aktien besitzen. Aufgeteilt nach unterschiedlichen Gruppen ergibt sich eine prozentuale Aufteilung, wie sie im Diagramm 5 dargestellt wird. Diese immer noch allgemeinen Zahlen sagen allerdings noch wenig über die tatsächliche Vermögenskonzentration aus. Vor allem um Aussagen über das Wertpapiervermögen, den für das Shareholder Value-Konzept relevanten Bereich, zu treffen, müssen genauere Daten herangezogen werden.

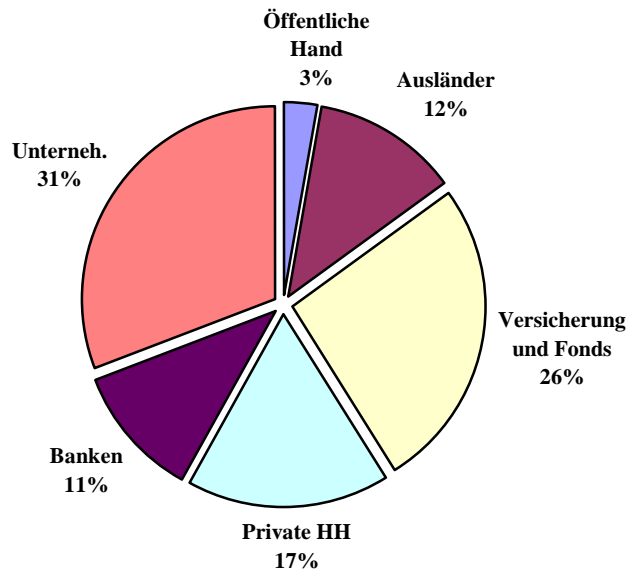


Diagramm 5) Struktur des Aktienbesitzes in Deutschland 1997 (Bundesbank)

Wie sich die Vermögensverteilung seit Ende der 70er Jahre entwickelt hat, „kann“ auf der Basis der Einkommens- und Verbrauchsstichproben (EVS) untersucht werden. Alle 5 Jahre wird sie durchgeführt. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Erfassung des Vermögens wesentlich schwieriger als die des Einkommens ist und die Vermögensverhältnisse durch Umfragen ermittelt werden. Die reale Höhe des privaten Vermögens und damit die Ermittlung der Konzentration/Verteilung kann deshalb nur teilweise nachgewiesen werden. Beispielsweise sind im EVS 1993 nur 57,4% des Bruttogeldvermögens, das sich aus der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank ergibt, erfasst worden.

Da die aktuellen Zahlen von 1998 zum Zeitpunkt der Erstellung des Textes noch nicht veröffentlicht waren, stammen die verwendeten (aktuellsten) Zahlen aus dem Jahr 1993. „Nichtdeutsche Haushalte“, die im unteren Einkommens- und Vermögensbereich angesiedelt sind und Haushalte über 35.000 DM Monatseinkommen fehlen übrigens ganz. Demnach ist die in der EVS ermittelte Spanne von 5% der Reichsten, denen ca. 1/3 des gesamten Anlagebestandes gehört, und den 20%, die an oder unter der Armutsgrenze leben, in der Realität größer. Hinsichtlich der Vermögensverhältnisse könnte eigentlich die Vermögenssteuerstatistik herangezogen werden. Sie wurde allerdings durch die Abschaffung der Vermögenssteuer ebenfalls 1993 zum letzten Mal erhoben. Damals besaß 1% der Steuerpflichtigen mit einem Vermögen von jeweils 10 Mill. DM mehr als 1/4 des Geldvermögens (die heutigen 6 Billion DM). So wie in den USA wachsen mit zunehmender Vermögensgröße die Einkünfte (Zinsen, Dividenden etc.) daraus. Gleichzeitig werden erst mit höheren Beträgen höherverzinsliche Anlageformen zugänglich, so dass der Abstand der „Reichsten“ zum Rest der Bevölkerung zunimmt. Hier sei nur auf den ständig sich vergrößernden Abstand zwischen Lohn- und Gewinnquote oder anders ausgedrückt, den Einkommen aus abhängiger Beschäftigung und Einkommen aus Gewinnen/Vermögen, hingewiesen.<sup>23</sup>

Am wenigsten ist allerdings über die Verteilung des auf 7 Billionen DM geschätzten Produktivvermögens bekannt. Laut Statistik kontrollieren 5 % der Kapitalgesellschaften mehr als 80% des Produktivvermögens. Vorwiegend gehört das Kapital der Großunternehmen

<sup>23</sup> vgl. Werner, H. (1999): Reichtum Macht Armut; PDS im Bundestag

überwiegend anderen Großunternehmen. Also, nicht anders als beim Fondsvermögen. Das Wertpapiervermögen (Aktien, Anleihen etc.) ist von allen Vermögensarten am ungleichmäßigsten verteilt: Bezogen auf Haushalte besaßen laut EVS bereits 1988 die obersten 10% ungefähr 78% des gesamten Wertpapiervermögens.<sup>24</sup> In Verbindung mit der Struktur und Verteilung des Aktienbesitzes (s.o.) ist deshalb davon auszugehen, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt 2-3% der deutschen Haushalte das gesamte Aktienvermögen unter sich aufteilen und sich damit das strategische Potential für wirtschaftliche und politische Entscheidungen sichern.

Es mag vieles in der modernen Gesellschaft geben, eins aber gibt es nicht: Die Transformation des industriellen Kapitalismus hin zum Volkskapitalismus, in dem jeder und jede Anteilseigner an einem oder mehreren Unternehmen ist. In Anbetracht der verfügbaren Daten und der realen ökonomischen Entwicklung ist dies nur ein „schlechter Witz“. Eine reale Mitbestimmung der Beschäftigten an den ökonomischen Entscheidungen durch den Besitz von Wertpapieren gibt es nicht, da die Summe, die der einzelne abhängig Beschäftigte von seinem Lohn aufbringen kann, viel zu gering ist. Auch in ihrer Gesamtheit sind sie nicht in der Lage, signifikanten Einfluss auf die reale Akkumulation oder die Unternehmensstruktur auszuüben. Die primäre Verteilungsstruktur zu Gunsten von Gewinnen/Vermögen die in der Produktion festgelegt sind, kann nicht nachträglich durch den Besitz von Wertpapieren ausgeglichen werden. Selbst in den USA, die als Beispiel für diesen modernen Kapitalismus dienen, ist es nie soweit gekommen.

Die traditionelle Form der Kapitalbeschaffung bei Unternehmen und der Kapitalmarkt selbst ändern sich jedoch auch in der Bundesrepublik mit der zunehmenden Deregulierung der Finanz- und Gütermärkte: Die Aktivitäten ausländischer Investoren, insbesondere institutioneller Anleger aus den USA nehmen zu und es finden sich auf dem deutschen Kapitalmarkt immer mehr Investmentbanken. Gleichzeitig eröffnen sich den bisherigen inländischen Großanlegern im Rahmen der Globalisierung neue internationale Anlagemöglichkeiten mit hohen Renditeoptionen, so dass sie nicht mehr ausschließlich auf den heimischen Kapitalmarkt angewiesen sind. In Folge dessen spielt die Rendite für Kapitalanleger eine weite größere Rolle als früher. Die Unternehmen in der Bundesrepublik werden dadurch unter Druck gesetzt, da sie mit höheren Renditen, die im Ausland erreicht werden können, verglichen werden.

Der Wandel auf dem deutschen Kapitalmarkt vollzieht sich aber nicht nur durch die neuen Anleger und ihre erweiterten Möglichkeiten, sondern ist Ausdruck der veränderten Kapitalbeschaffungsstrategie großer deutscher Aktiengesellschaften. Vor allem mit diesen Unternehmensstrategien verbindet sich die Verbreitung der Prinzipien des Shareholder Value in Deutschland (hier als wertorientierte Unternehmenssteuerung bezeichnet). Unternehmen wie *Daimler Benz*, *VEBA*, *Heidelberger Druckmaschinen*, *SGL Carbon* etc., die ihre Aktien auch an der Wall Street platzieren, versuchen damit besonders institutionelle Anleger als Zielgruppe zu gewinnen. Gründe hierfür sind der wachsende Kapitalbedarf für ein international operierendes Unternehmen, wobei der damit wachsende Kapitalstock im Kontext der Umstrukturierungen (Konzentration aufs Kerngeschäft) steht und nicht für Innovationen und Ausweitung der eigenen Produktionskapazität genutzt wird.

D.h., das „frische Geld“, welches durch Aktienemission ins Unternehmen fließt, geht als Rückstellung ins Unternehmen ein. Damit füllt sich vor allem die „Kriegskasse“, was dem

---

<sup>24</sup> vgl. *Becker*, I. (1999): Zur Verteilungswirkung in den 80er und 90er Jahren – Gibt es Anzeichen einer Polarisierung in der Bundesrepublik Deutschland? – Teil 2: Zum Ausmaß der Vermögenskonzentration; in: *WSI-Mitteilungen*, 5/1999, S.331-338

Aufkauf von anderen Unternehmen dient. Jüngstes Beispiel ist der Kauf des englischen Mobilfunkanbieters *One2One* durch die deutsch *Telekom*. Hierfür wird das gesamte Kapital aus der zweiten Aktienemission der *Telekom* eingesetzt. Warum Aktien gekauft werden und welche Funktion die Einnahmen aus Dividenden/Zinsen im Unternehmen haben, unterscheidet sich dabei in der Bundesrepublik nicht wesentlich von der amerikanischen Form. Zumal auch in der Bundesrepublik keine Notwendigkeit besteht durch die Aktienemission an Kapital zu kommen, dass die Investitionen in Sachkapital finanzieren würde: „Alleine der Anteil der einbehaltenen Gewinne (also ohne Abschreibungen) am gesamten Mittelaufkommen der Unternehmen stieg im Durchschnitt der G-7 Länder von 50% in der zweiten Hälfte der 70er Jahre auf fast zwei Drittel (66,2%) in den ersten Jahren dieses Jahrzehnts. An zweiter Stelle stehen die Bankkredite mit einem geringfügig verringerten Anteil von einem knappen Fünftel. Mit deutlichem Abstand folgen die Finanzierung durch Ausgabe neuer Aktien...Die Aufnahme von Anleihen spielt für Unternehmen insgesamt nur eine sehr geringe und in der ersten Hälfte der 90er Jahre gegenüber der zweiten Hälfte der 70er Jahre sogar gesunken.“<sup>25</sup>

## 5. (Teil)-Privatisierung der Altersvorsorge

Das Shareholder Value-Konzept bzw. die Geldanlage in Wertpapieren wird immer wieder mit der Diskussion über die Privatisierung der sozialen Sicherung, vor allem der Alterssicherung, verbunden. Somit wird diese Frage in diesem letzten Abschnitt behandelt. Dabei kann hier nicht umfassend auf die Frage nach der Zukunft der staatlichen Alterssicherung, der Finanzierungsformen und der damit verbundenen Umverteilung eingegangen werden. Grundsätzlich gilt jedoch, unabhängig vom Finanzierungssystem, dass die ökonomische Basis der Alterssicherung die Arbeitsproduktivität ist. Da Rentner nicht produzieren, sondern nur konsumieren, stellt ihr Konsum immer einen Abzug vom möglichen Konsum der Nicht-Rentner dar. Bei steigender Produktivität stellt sich damit immer die politische Frage, wie das Mehrprodukt und die daraus anfallenden Erlöse zwischen Gewinnen/Vermögen und Löhnen verteilt und zu welchen Zwecken (Konsum oder Investition) sie verwendet werden.

Wie viel den Rentnern aus der laufenden Konsumgüterproduktion zugeteilt wird, regelt das Rentensystem. Möglich ist die Finanzierung der Renten auf der Basis der Bruttolohnsumme (gegenwärtiges Umlageverfahren), aus den allgemeinen Steueraufkommen (z.B. Ökosteuern) oder eine Rentenfinanzierung durch individuelles Ansparen von Geldvermögen (über Wertpapiere bzw. ein Kapitalstockverfahren), das um Zinserträge und Kursgewinne vermehrt, im Alter aufgelöst wird. Damit regelt das Rentensystem, wie der Rechtsanspruch auf Rente erworben wird und wer bei gegebener Konsumgüterproduktion auf denjenigen Konsum verzichtet, der den Rentnern zugewiesen wird.

Für Unternehmen sind u.a. zwei Punkte von Interessen bei der Umstellung des Umlage- auf das Kapitalstockverfahren: *Erstens* zielt dies auf die Senkung der sogenannten Lohnnebenkosten, die Bestandteile der variablen Kosten sind. Nach landläufiger Meinung würden dann die Unternehmen mehr Menschen einstellen, was zum Abbau der Arbeitslosigkeit führen würde. Generell bedeutet die Reduzierung des Sozialversicherungsbeitrags der Arbeitgeber nach der betriebswirtschaftlichen Logik eine Lohnsenkung. Denn die nicht mehr abzuführenden Zahlungen des Unternehmens werden kaum, statt in die Sozialkassen zu fließen, direkt an die abhängig Beschäftigten gezahlt. Eine

---

<sup>25</sup> Hufschmid, J., a.a.O., S.18ff

Reduzierung der Ausgaben auf Unternehmerseite steht damit die Reduzierung des verfügbaren Einkommens bei den Beschäftigten gegenüber bzw. es würde eine harte Auseinandersetzung zwischen den Tarifparteien notwendig werden, um dies zu verhindern. Ansonsten ergebe sich kein Entlastungseffekt aus der Umstellung von Umlage- auf Kapitalstockverfahren. D.h., dass der einzelne Beschäftigte zwar mehr Netto bekommen könnte, jedoch der Lohn sich relativ verringert und daraus ein höherer Anteil (in Relation) als bisher für die Altersversorgung individuell angespart werden müsste.

*Zweitens* eröffnen sich für die Unternehmen durch das Kapitalstockverfahren weitere Einnahmequellen: Um den Zugriff auf diese zusätzlichen Geldmittel, die bisher in den staatlichen Kassen gesammelt wurden, tobt ein starker Konkurrenzkampf zwischen den Finanzinstitutionen (Banken, Versicherungen, Fonds). Dabei sind viele Unternehmen in den letzten Jahren selbst im Zuge der Diversifizierung mit eigenen Institutionen in die Finanzmärkte eingestiegen. Vor allem sehen die Investment- und Pensionsfonds die hierin die Möglichkeit „frisches Geld“ zu sammeln, um es dem Finanzkreislauf zuzuführen. Denn die wachsenden Anlagemöglichkeiten und die in Aussicht gestellten Renditen und Kursentwicklungen erfordern permanent die Zuführung von neuem Geld. Stockt dies, so kommt es zur Krise und die Kurse fallen. Auf verschiedenste Art wird den Unternehmen durch die gänzliche oder teilweise Privatisierung der Altersvorsorge „neue“ Liquidität bereitgestellt, was sie für weitere Investitionen nach den Vorgaben des Shareholder Value-Konzepts nutzen können.

Die Privatisierung der sozialen Sicherung ist ein zentrales Element bei der Durchsetzung neoliberaler/neoklassischer Wirtschaftspolitik. Mit Zahlen über die demographische Entwicklung zum Anwachsen der Rentnerzahl wurde und wird dabei versucht, die Unmöglichkeit der Aufrechterhaltung eines Umlageverfahrens zu beweisen. Im Gegensatz dazu wird die private Vorsorge als stabilere Variante der Alterssicherung dargestellt. Von der damit verbundenen Unsicherheit profitieren private Finanzinstitutionen, die u.a. Anlagemöglichkeiten in Wertpapieren als Alternative anbieten. Hierbei kann sich der einzelnen mittels privater Vorsorge möglicherweise besser stellen. Für die Masse ist es mehr als fraglich, dass sich dieser Effekt einstellt. Paradox ist vor allem, dass gerade der Finanzmarkt, der durch eine hohe Volatilität, massive Krisenanfälligkeit, Korruption, Skandale sowie Bankrotte gekennzeichnet ist, als „Fels in der Brandung“ gegenüber der staatlich organisierten Alterssicherung aufgebaut wird.

Zwei Punkte werden von den Befürwortern der privaten Sicherung unermüdlich angeführt: *Erstens* sei die Rendite (die Summe, die durch angespartes Kapital plus Zinsen), die am Ende ausgezahlt würde im historischen Vergleich höher als die staatliche Rente. *Zweitens* würde das gesammelte Geld der Fonds für „reale Investitionen“ benötigt und verwendet, erhöhe damit den Kapitalstock der Wirtschaft, schaffe Beschäftigung etc. Dies Argument ist angesichts der aufgezeigten Realität der Investitionsfinanzierung und der Kapitalverwendung reine Propaganda. Auch die erste Behauptung wird durch die ökonomische Realität widerlegt: Jeder historische Renditevergleich zwischen Wertpapieren und der Höhe der Transfereinkommen aus der Rentenkasse basiert auf der Projektion der Zahlen des „laufenden Geschäfts“ auf dem Finanzmarkt der Zukunft. Die Renditen, die im Moment „erwirtschaftet“ werden, sind jedoch so hoch, weil vorausgesetzt wird, dass sie erneut reinvestiert werden. Sie werden dem Finanzmarkt also nicht für den Konsum entzogen. In dem Moment wo eine signifikante Zahl von Menschen, individuell oder mittels Fonds, die Renditen zum Zwecke ihres Verbrauchs im Alter realisieren muss, durch Verkauf und Auflösung ihrer Wertpapiere, funktioniert der Finanzmarkt wie das staatliche Rentensystem: Entweder es muss in 30-50 Jahren weiterhin genug Geld von den Beschäftigten in den Finanzmarkt eingespeist werden,

um die dann auf dem Markt angebotenen Wertpapiere zu den dann anfallenden Kursen zu kaufen oder die Kurse werden massiv einbrechen (Überangebot) und damit die Renditezahlungen drastisch schrumpfen lassen.

Neben der immer bestehenden Möglichkeit des Kurseinbruchs und somit der Entwertung der in Wertpapieren gehaltenen Ansprüche, ist dies ein generelles, strukturelles Problem bei der Einführung des Kapitalstockverfahrens. Denn auch die Finanzmärkte können sich nicht der ökonomischen Logik entziehen. Auch das System der Kapitaldeckung ist darauf angewiesen, dass die Produktivität permanent steigt und der Alterskonsum durch den Verzicht der Erwerbstätigen auf unmittelbaren Konsum (also Sparen) finanziert wird. Individuen mögen Geld für morgen durch heutiges Sparen zurückzulegen. Eine Gesellschaft als ganzes kann dies nicht. Sie kann den sozialen Konsum in der Zukunft nur durch reale physische und soziale Investition heute garantieren, was wiederum eine Veränderung der Verteilungsrelation und damit eine andere Wirtschafts- und Sozialpolitik erforderlich macht.

## **Fazit**

Das Argument, dass Shareholder Value-Konzept würde keineswegs eine langfristige Orientierung unterbinden, ist in wirtschaftspolitischer Hinsicht falsch. Zwar sind die institutionellen Anleger auch auf längerfristige, stabile Kapitalanlagen ausgerichtet, aber die zeitliche Dimension sagt alleine nichts aus. Ausschlaggebend ist vor allem die quantitative und qualitative Veränderung in Unternehmen und im ökonomischen Umfeld. Die beschriebenen Effekte in der Unternehmens- und Arbeitsorganisation sowie gesamtwirtschaftliche Effekte sind eklatant. Um den Ausbau der Mitbestimmung im Unternehmen, die Veränderung der Verteilungsverhältnisse und die politische Definition und vor allem die Durchsetzung von Zielen des Wirtschaftens kommt man also nicht herum.

Dabei sind die unterschiedlichen Interessen der Marktakteure jenseits moralischer Kategorisierungen, z.B. in böse Spekulanten und gute Unternehmer, herauszuarbeiten. Kapitalkonzentration im Unternehmens- und Finanzsektor, ihre Auswirkung auf die politische Gestaltungsfähigkeit und die veränderte Marktstruktur sollten wie im Text versucht den Rahmen bilden. Auch ist Abstand zu nehmen von der vereinfachten Gegenüberstellung von Großkonzernen und KMU. Gerade der KMU Bereich ist eine treibende Kraft bei Fusionen, ein wesentlicher Bestandteil in der Strategie von Outsourcing und Lean-Production, behindert die Durchsetzung von Mitbestimmungsrechten und ist Vorzeigemodell bezüglich neuer Aktienemission (Stichworte: Neuer Markt und Going public).

Auch ist davor zu warnen, Fusionen und Übernahmen alleine auf die internationale Mobilität zurückzuführen. Die meisten Übernahmen finden auf dem nationalen Standort von nationalen Unternehmen statt. Die bösen „ausländischen Unternehmen“ braucht man dazu nicht. Dabei ist gleichzeitig der Begriff der Fusion nur sehr vorsichtig zu verwenden. Wie in einer jüngsten Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG zurecht festgestellt wird, handelt es sich bei vielen Fusionen in Wahrheit um Übernahmen. Der Sieger ist weniger an der Integration interessiert als vielmehr an der Durchsetzung eigener Standards und der Ausschaltung der Konkurrenz. Bedenkt man außerdem dabei, dass mehr als 80% der Fusionen/Übernahmen scheitern, so verblassen sehr schnell die Argumente von Synergieeffekten, Produktivitätsvorteilen und Wachstumsreserven bei Firmenzusammenschlüssen.

Gleichzeitig stehen der langfristigen Orientierung der Kapitalanlage grundsätzlich die strukturellen Bedingungen auf dem Kapitalmarkt selbst entgegen, die per se kurzfristige und



spekulative Anlagestrategien fördern. Ohne die Re-Regulierung des internationalen Finanzmarktes durch Erhöhung der Kosten (Tobinsteuer, Bardepoteinlagen etc.) und klare administrative Beschränkungen ist die Verschiebung der Machtstrukturen zu Gunsten von Banken, Versicherungen und Fonds nicht aufzubrechen. Die Konkurrenz auf dem Markt führt ohne dies zu Verstärkung der bekannten Sachzwänge und in Folge dessen zu Strukturveränderungen.

Maßgeblich ist der Konkurrenzmechanismus auf dem deregulierten Kapitalmarkt, denen sich die Akteure nicht entziehen können: *Zum einen* stehen hier die Investmentbanken, die um die Beteiligung am Kauf und Verkauf von Unternehmen konkurrieren, da sie daran verdienen und deshalb ständig auf der Suche nach Unternehmen sind, die als Übernahmekandidaten gelten können. Das Interesse der Investmentbanken richtet sich dabei auf möglichst hohe Umsätze mit Unternehmenskäufen und –verkäufen, was einer langfristigen Kapitalanlage zuwiderläuft, da sich die Umschlagszeit des Kapitals zwangsläufig erhöhen muss. Hierbei spielen vor allem die Rankingtabellen und die kurzfristige Revision von Einschätzungen und Erwartungen eine zentrale Rolle, da sie die Höhe des Aktienwertes bestimmen. Unternehmen werden damit kontinuierlich unter Druck gesetzt, schnell positive Ergebnisse vorzuweisen, ansonsten können sie zurückgestuft werden.

*Zum anderen* müssen die institutionellen Anleger selbst auf eine hohe Rendite ihres Kapitals achten, wollen sie in der Konkurrenz um das Kapital der Kleinanleger (ihre Kunden) nicht unterliegen. Eine hohe Mobilität des anlagesuchenden Kapitals ist Voraussetzung dafür, dass die Fonds selbst überleben. Jede mittel- bis langfristige Orientierung im Unternehmen, deren Gewinnerhöhung nicht eindeutig zu identifizieren ist, wird somit von Außenstehenden kritisch beurteilt. Verstärkt wird diese spekulative Tendenz der Kapitalanlage durch die weltweite politische Deregulierung der Finanzmärkte. Effekt ist, dass immer größere Anteile des anlagesuchenden Kapitals von dem schwierigen und riskanten Weg produktiver Investitionen auf die lukrativeren Finanzanlagen umgelenkt werden. Eine zentrale Ursache ist eine verfehlte Wirtschafts- und Sozialpolitik, die strukturelle Probleme in den Industriegesellschaften erzeugt. Die Flucht in Finanzanlagen und ihre hohe Attraktivität ist somit logische Konsequenz der Krisensituation und nicht ihr Auslöser bzw. auf die Bösartigkeit der Spekulation per se zurückzuführen.

Ohne Frage wird damit die Entkopplung der Finanzmärkte von der Bewegung des realen Kapitals gefördert. Eine Ablösung voneinander gibt es jedoch nicht, zumal die Bedingungen in der Finanzsphäre massiv in die Produktionssphäre zurückwirken, wie die jüngsten Krisen in Asien, Russland und Lateinamerika zeigten. Der Zusammenhang besteht z.B. in der Konkurrenz um die Höhe der Rendite, in der sich „produktive“ Anlagemöglichkeiten mit Finanzanlagen befinden. Die Konkurrenz wird durch eine Umorientierung der Sparer und Kleinanleger verstärkt, die, nicht zuletzt sozial- und arbeitsmarktpolitisch begründet, bei sinkenden Lohneinkommen ein wachsendes Interesse an Spekulation bzw. höheren Erträgen aus ihrem Sparvolumen haben. Diese sozial- und arbeitsmarktpolitische Unsicherheit wird aber gerade durch die renditeorientierte Anlagestrategie selbst verstärkt. Denn Outsourcing, Downsizing etc. führen erneut zu Beschäftigungsabbau und Veränderungen in der Verteilung zwischen Lohn- und Transfereinkommen und den Einkommen aus Gewinn und Vermögen. Hier bestehen starke negative Rückkopplungsprozesse, die sich auf Entwicklungsmöglichkeiten von Unternehmen, ganzen Wirtschaftssektoren, die allgemeine Zusammensetzung des Produktivvermögens und vor allem die Verteilungssituation nachhaltig auswirken.