

Hans-Helmut Kotz*

Finanzmarktmoden

Von der Anfälligkeit für die Zeitumstände ist auch das Gebiet der Kapitalmarkttheorien nicht verschont. Welche Finanzmarktmoden sind in der jüngeren Vergangenheit auszumachen? Welche Probleme sind mit ihnen verbunden?

Wer einen Beleg für zeitbezogene Einschätzungen in wirtschaftswissenschaftlichen Analysen sucht, muss nur ein Lehrbuch zur Hand nehmen, das Neuauflagen in unterschiedlichen Jahrzehnten erfuhr. Es gibt Moden „im Essen, bei der Kleidung, bei sozialen Gebräuchen und in sämtlichen Künsten und Wissenschaften. Weshalb sollte die Ökonomie hier auf Immunität hoffen“¹. So schrieb Martin Bronfenbrenner bereits vor nahezu vier Jahrzehnten. Und er fügt an, dass es schwer sei, irgendetwas Neues über „vorübergehende Moden zu schreiben. Es sind zu viele erkennbar – wahrscheinlich mehr als üblich ...“².

Diese Anfälligkeit für Zeitumstände hängt wohl auch damit zusammen, dass Wissenschaft – wie George Stigler argumentiert – „ein soziales Unterfangen“³ ist und damit abhängig vom gesellschaftlichen Kontext – als Beispiel mag etwa die vergleichende Würdigung der Leistungsfähigkeit von Finanzmärkten versus Finanzinstitutionen vor dem Hintergrund einer seit Mitte der 90er Jahre boomenden Börse gelten. Stigler meint zudem, Belege dafür zu finden, dass auch beim Analysieren „die Verbraucher die Produktion von Wörtern und Ideen der Intellektuellen steuern“⁴. Derartiges marktorientiertes Verhalten wird zwar, so Stigler, in der Regel von Ökonomen heftig bestritten. Aber offenbar ändern sich die „akzeptierten Standpunkte“⁵ mit den Umgebungsbedingungen.

Ein Aspekt, auf den Henry Fielding bereits 1745 hingewiesen hat, ist für uns besonders interessant: „Mode beherrscht diese Welt; ...tatsächlich wären die weisesten Männer verunsichert, wenn sie andere Begründungen dafür benennen sollten, weshalb bestimmte Formen zu gewissen Zeiten allgemein akzeptiert und zu anderen weitgehend abgelehnt wurden, als jene, dass diese eben in oder aus der Mode waren.“⁶ Hier geht es um die Anwendung der analytischen Einschätzungen. Diese haben, weil Ökonomen ja Handreichungen für Politik liefern, oft unmittelbar praktische Konsequenzen. Sie sind im Sprachgebrauch der (Wirtschafts-)Soziologen performativ, schaffen also die Phänomene, die sie beschreiben⁷.

Anfälligkeit für Moden

Die Management-Literatur steht offenbar im Ruf einen ausgeprägten Zeitbezug aufzuweisen, also modisch und in ihren Aussagen damit wechselhaft und unbeständig zu sein. Ihr wird dabei bisweilen aber auch – und das ist die *performative* Dimension – eine erheblich, gelegentlich sogar als epochal angepriesene Wirkung zugebilligt. Ein paar Beispiele sollen das Argument illustrieren: *In Search of Excellence* von Thomas Peters und Robert Waterman galt dem *Wall Street Journal* nicht nur als „eines dieser sehr raren Bücher zum Management“. Es schien die wirkliche Unternehmensführung auch tatsächlich zu beeinflussen. Michael Hammers und James Champys *Reengineering the Corporation*, gut ein Jahrzehnt später, nämlich 1993 erschienen, war möglicherweise noch wirkungsmächtiger. Dessen Vokabular – vom Reengineering über den Prozesseigner bis zur Prozessorientierung – ist in den Alltagsgebrauch und damit die Alltagswahrnehmung eingegangen – ohne dass man die Quelle noch kennen würde.

Ähnliches wäre im Zusammenhang mit dem Begriff von Fokussierung auf die Kernkompetenz festzustellen, die mittlerweile nicht nur Unternehmen, sondern auch öffentliche Institutionen anstreben. Auch in

* Dieser Artikel, der eine ausschließlich persönliche Position wiedergibt, ist die teilweise veränderte Version eines Festschriftenbeitrags (für Diethard Simmert, ISM Dortmund), und er baut auf einer Reihe von Vorträgen auf, die ich im Verlauf der beiden vergangenen Jahre auf Einladung von Aloys Prinz und Theresia Theurl (Münster), Helmut Henschel (WestLB/GAIP), Thomas Straubhaar (HWWA), Olivier Pastré (in unserer Arbeitsgruppe beim Commissariat Général du Plan, Paris), Thomas Gehrig und Günther Schulze (Freiburg), Jonathan Zatlín (Boston University), Trisha Craig (Harvard) und Lukas Menkhoff (Hannover) gehalten habe. Allen Teilnehmern an diesen Diskussionen habe ich für interessante Anmerkungen zu danken. Besonders intensiv habe ich mit Wilfried Herz (Die Zeit), Hans-Hermann Franke und Harald Nitsch (Freiburg), Olivier Pastré (Paris VIII), Reinhard Schmidt (Frankfurt), Jean-Philippe Touffut (Centre Saint-Gobain, Paris), Jonathan Zatlín und, vor allzu langer Zeit, mit Jean-Marie Thiveaud (damals CDC, Paris) über Aspekte des Themas gesprochen.

¹ Martin Bronfenbrenner: Trends, Cycles, and Fads in Economic Writing, in: *American Economic Review*, Bd. 56, 1966, Nr. 1/2, S. 548.

² Ebenda, S. 547.

³ Siehe George Stigler: Merton on Multiples, Denied and Affirmed (1980), in: ders. (Hrsg.): *The Economist as a Preacher and other Essays*, Oxford: Basil Blackwell 1982, S. 98.

⁴ George Stigler: Do Economists Matter? (1976), in: George Stigler (Hrsg.): *The Economist as a Preacher and other Essays*, a.a.O., S. 57.

Hans-Helmut Kotz, 47, Deutsche Bundesbank, Frankfurt, und Universität Freiburg.

letzteren wird die ziemlich alte Debatte über Eigenfertigung oder Fremdbezug vor der Kulisse eines Trends zum Outsourcing neu verhandelt.

Michael Porters *Competitive Strategy* schließlich, vor nahezu einem Vierteljahrhundert veröffentlicht, rechnet mit seiner soliden wettbewerbsanalytischen Begründung und seinen darauf aufbauenden drei (weshalb?) grundlegenden Ansätzen zum Erzielen von überdurchschnittlichen Leistungen – Kostenführerschaft, Differenzierung und Fokus – bereits zum sedimentierten, oft wohl auch unbewussten Repertoire der Consulting-Zunft.

Diese Anfälligkeit für Moden gehört offenbar zu den Kennzeichen der Managementliteratur: Denn sie lebt von dem Versprechen, das Überleben von Unternehmen mit stets neuen Rezepturen zu garantieren. John Micklethwait und Adrian Wooldridge haben diese Verheißungen – und deren häufiges Scheitern an der Wirklichkeit – konzise dargestellt⁸. Allerdings sollten die Ökonomen die Nase nicht zu hoch tragen: Die in ihrer eigenen Zunft tätigen Gurus haben Fehlleistungen durchaus ähnlicher Qualität zu verantworten. Einige von diesen wurden z.B. in Paul Krugmans *Peddling Prosperity* dokumentiert oder auch, mit jüngerem Bezug, nämlich auf die New economy, in Hal Varians und Carl Shapiros *Information Rules* sehr fein, weil mit der Standard-Mikroökonomie – von wegen neue Regeln! – erklärt⁹.

Insofern ist es nahezu ein wenig unfair, einen Autor herauszugreifen. Dennoch: Lester Thurow hat vor knapp anderthalb Jahrzehnten in seinem Buch *Head to Head* das herausziehende europäische Zeitalter angekündigt. Er rechtfertigte seinen „Euro-Optimismus“ vor allem mit den erwarteten positiven Folgen der deutschen Einheit, die Deutschland zu einer Lokomotive für die europäische Wirtschaft machen sollten. Im Nachhinein wissen wir es natürlich besser. Diese mögliche Zukunft wurde von der zeitgenössischen Politik jedoch keinesfalls ausgeschlossen – im Gegenteil!

Moden in der Kapitalmarkttheorie

Aber selbst auf dem vermeintlich harten Gebiet der Kapitalmarkttheorie scheinen Einschätzungen durchaus auch eine Saison zu haben. Noch vor anderthalb Jahrzehnten galt das universalbank-geprägte

⁵ Ebenda, S. 61.

⁶ Zitiert nach Robert Shiller: *Stock Prices and Social Dynamics*, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, Nr. 2/1984, S. 457.

⁷ Siehe dazu Donald McKenzie, Yuval Millo: *Constructing a Market, Performing Theory*, in: *American Journal of Sociology*, 2003.

⁸ Siehe John Micklethwait, Adrian Wooldridge: *The Witch Doctors: Making Sense of the Management Gurus*, New York: Crown Business 1996.

⁹ Siehe Paul Krugman: *Peddling Prosperity*, New York: W. W. Norton 1994; sowie Carl Shapiro, Hal Varian: *Information Rules*, Cambridge: Harvard Business School Press 1999.

deutsche Finanzsystem als Erfolgsmodell. Dessen Stabilität und Langfristorientierung führten, so das Argument, zu niedrigen Nutzungskosten des Kapitals, damit zu hohen Investitionen und einem nachhaltigen Tempo des Produktivitätsanstiegs. Das Finanzsystem galt als eine der wesentlichen Ursachen für den rapiden Aufholprozess der bundesrepublikanischen Wirtschaft. Empirische Studien z.B. der Fed New York schienen die relative Vorteilhaftigkeit eines bankgeprägten Systems ebenfalls zu belegen. Für die USA wurde dagegen festgestellt, dass „die höheren Kapitalkosten amerikanische Unternehmen unabweisbar in Richtung auf einen kurzfristigen Horizont drängen“. Damit einhergehend, so fährt die einflussreiche Arbeit einer Kommission des MIT fort, eine „überzogene Konzentration auf unmittelbare Profite, selbst um den Preis der Aufgabe langfristig vorteilhafter Möglichkeiten“¹⁰.

Noch drei Jahre später wählte Michael Porter für einen zusammenfassenden Artikel über einen Bericht des Council on Competitiveness die Überschrift: „Kapitaler Nachteil: Amerikas versagendes Kapitalanlage-System“. Eine zentrale Ursache für diesen Mangel, so Porter, sei die flüchtige, sich insbesondere aus institutionellen Investoren zusammensetzende Eigentümerbasis der am Aktienmarkt gehandelten US-Unternehmen¹¹. Diese hätten ihre Anlagen breit gestreut, wiesen mithin nur ein bestenfalls marginales Interesse an einem Einzelunternehmen auf. Zudem interessierten sie nur finanzielle Indikatoren und überdies nur innerhalb eines sehr kurzfristigen Horizontes. Porter betonte dagegen die Vorteile des sich einem Unternehmen verpflichtet fühlenden Kapitals wie er es in Deutschland, Japan oder auch Frankreich vorzufinden glaubte. Und Benjamin Friedman schrieb: „Vom Standpunkt der konventionellen Perspektive ist es um so irritierender, dass es jenen Wirtschaften besser geht, in denen Banken eine größere Rolle im Vergleich zu auktionenbasierten Wertpapiermärkten spielen als in unserer Wirtschaft – und möglicherweise aus genau dem Grund.“¹²

Damit sind wir bei der These, die im Folgenden aus Raumgründen nur sehr cursorisch illustriert wird: Dass nämlich sozial konstruierte Konventionen – Moden – eine prägende Bedeutung haben – und zwar gerade im Finanzsektor. Sie vermögen zunächst die Marktentwicklung, damit die Preisbildung und insofern die Allokation des Kapitals, also die funktionale Effizienz von

¹⁰ Siehe Michael Dertouzos, Richard Lester, Robert Solow: *Made in America. Regaining the Productive Edge*, Cambridge: MIT Press 1989, S. 53.

¹¹ Siehe dazu Michael Porter: *Capital Disadvantage: America's Failing Investment System*, in: *Harvard Business Review*, 1992, September-Oktober, S. 69.

¹² Benjamin Friedman: *Comments and Discussion*, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1991/Nr. 1, S. 298.

Märkten (so wie sie etwa James Tobin versteht) zu beeinflussen¹³. Sie vermögen darüber hinaus strukturelle Wirkungen auszulösen, d.h. Institutionen zu schaffen bzw. deren Entstehen zu prägen. Institutionen – als im Sinne Douglas Norths „menschengemachte Beschränkungen“ – aber haben einen bestimmenden Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung¹⁴.

Nun ist Europa gerade in einer solchen Institutionen bildenden Periode. Seit März 2000 engagiert es sich in einem 42 Regulierungsvorhaben umfassenden Projekt, dem Finanzdienstleistungs-Aktionsplan (FSAP). Dieser soll der Integration des europäischen Finanzmarktes dienen. Die EU-Kommission versteht das FSAP-Vorhaben als eines der treibenden Kräfte bei der Umgestaltung der europäischen Finanzlandschaft. Sie geht dabei von einer Reihe von Grundannahmen aus, die einen deutlichen Zeitbezug haben – die, wenn man will, jedenfalls zu Teilen modisch sind.

Die Normalität von Anomalien

Für das Alltagsverständnis ist es eine Binsenweisheit, dass die Entwicklung – insbesondere von Aktienmärkten – nur vor dem Hintergrund der sozialen Kulisse, vor der sie stattfindet, nachvollziehbar ist. In der modernen Kapitalmarkttheorie dagegen galt der Rückgriff auf die Marktpsychologie noch bis vor einer Weile als suspekt¹⁵.

Seit dem Ende der 1980er gewinnt allerdings eine Forschungsrichtung mehr und mehr an Bedeutung: die verhaltenswissenschaftliche Finanzierungslehre. Diese geht von in der Wirklichkeit vorfindbaren Phänomenen wie etwa dem Herdenverhalten oder dem Ausrichten an den Dispositionen anderer und den damit in Zusammenhang stehenden positiven Rückkoppelungseffekten aus. Derartiges Verhalten ist dem rationalen (repräsentativen) Agenten der klassischen Kapitalmarkttheorie fremd¹⁶. Sie blendet es deshalb aus ihren Analysen aus.

In der Behavioral finance wird dagegen all das, was aus der Sicht des Kapitalmarkt-Gleichgewichts-

modelles eine Anomalie darstellt, zum Erklärungsgegenstand¹⁷. Dabei geht es gerade auch um die tatsächlichen Methoden der Urteilsbildung und Entscheidungsfindung. Diese scheinen eben dadurch gekennzeichnet zu sein, das „Menschen nicht nur lernende Wesen sind, sondern auch Muster findende und Konzept entwickelnde Wesen“¹⁸. Sie handeln zwar rational, aber im Rahmen ihrer Möglichkeiten. Und deshalb bedienen sie sich oft Heuristiken, die eher auf Bekanntes, schon einmal Vorgekommenes, als die Axiome der Wahrscheinlichkeitstheorie zurückgreifen. In der klassischen Lesart der Welt sind dagegen sozialpsychologische Phänomene kaum abbildbar.

Es gibt sie aber. Und sie scheinen aus der überkommenen Perspektive in der Regel einigermaßen verblüffend. Etwa wenn nachgewiesen werden kann, dass die Finanzmärkte im Aggregat nicht addieren bzw. subtrahieren können – Arbitrage also nicht die Einheitlichkeit der Preise herzustellen vermag. In einer solchen Umgebung „kann eine Aktie massiv überbewertet sein, weil aber keine Möglichkeit für Arbitrageure besteht, Geld zu verdienen, ist der Markt zwar in dem Sinne effizient, dass kein Geld auf dem Tisch liegen bleibt. Dieser Markt mag zwar [in diesem technischen Sinne] effizient sein, allerdings mit sehr falschen Preisen“¹⁹.

Lamont und Thaler stellen deshalb die Frage, ob Märkte stets näherungsweise korrekte Signale zur Allokation knappen Kapitals aussenden. Dass es bisweilen nicht gelingt, wie etwa im Falle der Bewertung von Royal Dutch relativ zu Shell, mit 1,5 zu multiplizieren, macht sie skeptisch. Jedenfalls halten sie die These, die NASDAQ-Blase der Jahre 1998 – 2000 sei durch „eine massenpsychologische Anlage-Raserei“ erklärbar, nicht für „gänzlich unplausibel“²⁰. Dennoch rechnet die Behauptung der jederzeitigen (schwachen) Effizienz der Märkte zu den philosophischen Grundannahmen vieler Institutionenbauer und Regelsetzer, etwa wenn in der Rechnungslegung Fair-value accounting für die Positionen in Bankbilanzen gefordert wird. Es gibt allerdings gute Gründe, weshalb Positionen in einer Bankbilanz stehen und nicht am Markt gehandelt werden (es also keine Marktwerte gibt). Dies liegt an den Informationsvorteilen, die Banken relativ zu anonymen Märkten bei derartigen opaken Werten haben. Daher rührt der – situationsabhängig stark schwankende – Unterschied eines Wertes (offer price) für die

¹³ Siehe James Tobin mit Stephen Golub: Money, Credit, and Capital, Boston: Irwin-McGraw-Hill 1998, S. 161 ff.

¹⁴ Siehe Douglas North: Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge: Cambridge University Press 1990, S. 3.

¹⁵ Siehe Robert Shiller: Stock Prices and Social Dynamics, a.a.O.

¹⁶ Ehe ein Missverständnis auftaucht, sollte hier betont werden, dass dieses Modell als Referenz ausgesprochen hilfreich und nützlich ist.

¹⁷ Siehe für eine ausgezeichnete Einführung Robert Shiller: From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 17, 2003, Nr. 1, S. 83-104. Als Anomalien gelten jene „empirischen Fakten, die schwer zu rationalisieren sind oder zu deren Erklärung [im Rahmen der Standardtheorie] unplausible Annahmen erforderlich sind“ – so der einleitende Absatz in der Standard-Rubrik des Journal of Economic Perspectives zu Anomalien. Richard Thaler hat seit der ersten Ausgabe des JEP von 1987 diese Rubrik betreut.

¹⁸ So Herbert Simon: Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Sciences, in: American Economic Review, Bd. 44, 1954, S. 272.

¹⁹ Siehe Owen Lamont, Richard Thaler: Can the Market Add and Subtract? Mispricing in Tech Stock Carve-outs, in: Journal of Political Economy, Bd. 111, 2003, Nr. 2, S. 230.

²⁰ Siehe Owen Lamont, Richard Thaler: The Law of One Price in Financial Markets, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 17, 2003, Nr. 1, S. 201.

Bank relativ zu einem potentiellen (anonymen) Investor (bid price). Diese Informationsasymmetrie ist letztlich der Existenzgrund von Banken. Bei einem Fair value accounting von Krediten käme es jedoch zu einem deutlich volatileren Ergebnisausweis. Damit sind die Stabilität des Finanzsystems betreffende Fragen verbunden. Tatsächlich erscheint es kaum begründbar, nicht-realisierte Gewinne/Verluste auszuweisen, wenn eine Position bis zum Laufzeitende durchgehalten werden soll. Geschähe dies, so würden sich Kreditgeber anreizkompatibel verhalten, wenn sie die Laufzeit ihrer Engagements verkürzten. Mit dem sehr umstrittenen Vorschlag des Internationalen Rechnungslegungsgrundsatz Nr. 39 wären also Systemwirkungen verbunden: Die Bedingungen für langfristige Finanzierungen (gemeint: Zins- und Kapitalbindungsdauern) würden verändert.

Im Folgenden soll anhand zweier unternehmensbezogener Beispiele skizziert werden, welche Folgen derartige Einschätzungs- bzw. Wahrnehmungswechsel potentiell auslösen.

Unerfüllbare Ziele

Seit einer Reihe von Jahren ist es en vogue, Mindesteigenkapitalverzinsungen von mindestens 15% (nach Steuern) anzustreben. Es sind vor allem institutionelle Anleger, Pensionsfonds oder Investmentgesellschaften, die diese Ansprüche stellen. Mittlerweile gibt es jedoch Ausstrahlwirkungen weit über den Bereich derjenigen Unternehmen hinaus, deren Mittelaufnahmen unmittelbar kapitalmarktausgerichtet sind. Zu diesem Ausbreiten tragen insbesondere Rating-Agenturen bei, deren Renditevorgaben eben auch die Banken in den einzelnen Geschäftsfeldern genügen sollen. Die Kapitalmarktabhängigkeit im Finanzsektor kommt also nicht so sehr in der (volumenmäßigen) Ersetzung der vermittelten durch die indirekte Finanzierung zum Ausdruck. Es ist vielmehr vor allem die immer unmittelbarere Abhängigkeit von den Marktpreisen, die eine entscheidende Rolle spielt.

Ein besonders zeitgenössisches Instrument zum Erreichen dieser Vorgaben scheint das von Stern-Stewart & Co. entwickelte EVA-Konzept zu sein, das die in der Buchhaltung ermittelten Gewinne in mehr als 150 Positionen anpasst, um zu den „wirklichen“ wirtschaftlichen Resultaten zu kommen. (Es gibt vielfältige, jeweils durch unterschiedliche Differenzierungen der sie anwendenden Beratungsfirmen gekennzeichnete Varianten des „wirtschaftlichen Gewinns“ – allesamt bleiben sie dabei im Kern Ableitungen des Netto-Barwerts²¹.) Ziel ist es, die tatsächlichen Kapitalkosten, die in einzelnen Aktivitäten anfallen, zu ermitteln.

Mittels EVA und verwandter Ansätze werden Mindestrenditeanforderungen formuliert – und auf dieser Basis dann auch Investitionsentscheidungen getroffen –, die möglicherweise für einzelne Unternehmen und dann auch für leider nur überschaubare Zeiten, aber auf keinen Fall für alle Unternehmen allzeit aufgehen. EVA, das den Abstand zwischen der (Gesamt-)Kapitalrendite und den gewogenen Durchschnittskosten des Kapitals misst, ist eben *kein* Gleichgewichtsphänomen. Eine solche Überschussrendite ist deshalb nur vorübergehend zu erzielen. Sie wird im Wettbewerb wegkonkurriert. Im Gleichgewicht sollte am Ende die Eigenkapitalverzinsung in etwa den gewogenen Kapitalkosten entsprechen. EVA ist gesamtwirtschaftlich mithin ein flüchtiges Phänomen. Das Konzept verführt zu Trugschlüssen der Verallgemeinerung.

Die Anforderungen des EVA-Konzeptes haben – auch wenn sie unerfüllbar sind – naturgemäß Folgen für die Unternehmensstrategie. (Tatsächlich dürften die 15%-Forderung, die ursprünglich von Calpers, dem Pensionsfonds kalifornischer öffentlicher Bediensteter, stammt, reichlich doppelt so hoch sein, wie wir es unter realistischen Bedingungen im Mittel erwarten dürfen.) Sie scheinen zudem einen Anreiz zu liefern, das so genannte Gewinnspiel zwischen Unternehmen und Analysten anzuheizen. Das führte möglicherweise zu Gewinnausweisen, die recht fragwürdig waren – etwa bei Unternehmen, denen es gelang, 70 Quartale hintereinander jeweils die Erwartungen der sie beobachtenden Analysten leicht zu übertreffen – mit allen positiven Folgen für die Aktienoptionen der betreffenden Firmen²².

Hinzu kommt, dass selbst wenn man die Rechnungslegungszahlen für bare Münze nimmt, also unterstellt, dass die historischen Daten zutreffend sind, für allzu viele Fälle, etwa für Enron, festzustellen bleibt, dass „der Aktienkurs des Unternehmens vor seinem dramatischen Absturz von unrealistischen Erwartungen über das künftige Ergebnis getrieben war“²³. Der im Marktpreis bekundete Konsensus widersprach sämtlichen halbwegs realistischen Setzungen über eine auch im besten Falle denkbare Entwicklung.

Adäquate Unternehmensverfassung

Die Ausrichtung der Unternehmen am Shareholder value, die das EVA-Modell und seine Substitute unterstützen sollen, ist mithin bereits aus dieser Perspektive nicht gänzlich unproblematisch. Dennoch dominiert in der Debatte um die adäquate Unternehmensverfassung, die wir ja auch in Europa seit einigen Jahren in-

²¹ Siehe Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin: Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies, New York: John Wiley 2000.

²² Siehe für eine präzise Beschreibung des „earnings games“ sowie dessen Folgen: Alex Berenson: The Number. How the Drive for Quarterly Earnings Corrupted Wall Street and Corporate America, New York: Random House 2003.

²³ Siehe Paul Healey, Krishna Palepu: The Fall of Enron, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 17, 2003, Nr. 2, S. 17.

tensiv führen, mittlerweile eine bestimmte Vorstellung: die von der ausschließlichen Ausrichtung der Unternehmenssteuerung an der Steigerung des Vermögens der (Minderheiten-)Aktionäre. So behaupten z.B. Henry Hansmann und Reinier Kraakman, zwei renommierte US-Unternehmensrechtler, kategorisch „das Ende der Geschichte für das Unternehmensrecht“²⁴. Sie stellen „eine anhaltende Konvergenz in Richtung auf ein einheitliches Standardmodell (der Unternehmensverfassung)“ ebenso fest wie die überwältigende „Dominanz der Aktionärs-zentrierten Ideologie ... unter den Unternehmens-, Regierungs- und juristischen Eliten in den Schlüssel-Jurisdiktionen“. Tatsächlich, so Hansmann und Kraakman, ist kein „ernsthafter Wettbewerber zu der Position zu erkennen, dass das Unternehmensrecht sich im wesentlichen darum bemühen sollte, den langfristigen Shareholder value zu erhöhen.“

Die zugrunde liegende Frage betrifft ein scheinbar bloß definitorisches Problem: Wie umfänglich sollte der Radius der Corporate governance gezogen werden? Mit anderen Worten: Wer ist betroffen und was ist von daher das angemessene Ziel, das Unternehmen zu verfolgen haben? Das neue, zeitgenössische Standardmodell argumentiert, dass es nur einen Restbetragsbeteiligten gibt – den Aktionär. Alle anderen Anspruchsberechtigten sind entweder durch unbestrittene Verträge oder einen funktionierenden Wettbewerb abgesichert. Unter diesen Bedingungen scheint es auf der Hand zu liegen, dass diejenigen, die allein residuale Ansprüche aufweisen – also solche, die hinter allen anderen stehen – ausschlaggebend sein sollten. Denn nur sie haben die korrekten Anreize zu wirtschaftlich effizientem Verhalten. Nur so ist, unter den allerdings sehr restriktiven Bedingungen des allgemeinen Gleichgewichtes, der Firmenwert zu maximieren.

Diese Sicht ist jedoch nicht unumstritten. Nicht zuletzt die rein klassische Position sieht sich mit einer Aporie konfrontiert: Der Minderheitenaktionär sollte, folgte er den Vorgaben des Gleichgewichtsmodelles, ein wohlgestreutes Portfolio halten. Sein Interesse an einem einzelnen Unternehmen ist demzufolge nur sehr marginal. Vernünftigerweise investiert er nicht allzu viel Zeit und Geld in die Einschätzung „seines“ Unternehmens. Denn dies zahlt sich nicht aus. Er wird zum bereits von Thorstein Veblen dargestellten „abwesenden Eigentümer“. Statt des Versuchs der Beeinflussung von Unternehmensentscheidungen, wählt er rationalerweise den Verkauf. Und diese Exit-Option liefern ihm natürlich liquide Kapitalmärkte. Daraus folgt nur unter eher unplausiblen Bedingungen keine

Akzentuierung der kurzen Frist beim Anleger oder seinem Agenten, dem Fondsmanager, an den er die Anlagedispositionen delegiert hat. Realiter ist deshalb die Betonung von Projekten, die einen „quick profit“ versprechen bzw. die Suche nach Investitionsvorhaben mit einer möglichst kurzen Amortisationsperiode deutlich plausibler²⁵.

Jean Tirole weicht aufgrund ähnlicher Argumente deshalb von der zur Zeit herrschenden Sicht ab: Er fordert, dass auch die Interessen der weiteren Stakeholder eine Rolle spielen sollten²⁶. Mit ihm gehen eine Vielzahl insbesondere europäischer Ökonomen davon aus, dass weitere Gruppen – gerade jene, die unternehmensspezifische Investitionen in ihr Humankapital getätigt haben – aus Effizienzgründen eine Mitsprache haben sollten²⁷. Wie auch immer, aus der Sicht des *gegenwärtig* dominierenden Standardmodells ist etwa die deutsche Mitbestimmung geradewegs eine Anomalie.

Finanzmarktmoden als Problem

Es scheint vor diesem Hintergrund wenig zeitgemäß, gar unmodern, ein kontinental-europäisches Verständnis der Unternehmensverfassung etwa im Sinne einer Ausrichtung am Interesse aller Betroffenen zu vertreten. Und dies obwohl das Standardmodell à la Hansmann/Kraakman von „einer über-simplifizierten Bestandsaufnahme“ von wirklichen Firmen ausgeht und nur dadurch diese analytisch zu behandeln vermag, dass es „die Anzahl der hilfswise eingeführten exogenen Annahmen vervielfältigt“²⁸.

Modern ist es dagegen, Buchhaltungsgrundsätze zu formulieren, bei denen die amerikanischen allgemein akzeptierten Rechnungslegungsprinzipien – die U.S. GAAP – die wesentlichen Richtungsvorgaben geben. Die Rechnungslegung wird dabei mit Blick auf Entscheidungsnützlichkeit für die Anleger konzipiert. Die hier gefundenen Regelungen sind wichtig, weil sie erheblichen Einfluss auf das tatsächliche Wirtschaftsgeschehen haben – weil sie performativ sind. Gläubigerschutz und Vorsichtsprinzip, die zentralen normativen Vorgaben in bankbasierten Systemen, tre-

²⁵ Siehe Michael Dertouzos u.a., a. a. O., S. 57.

²⁶ Siehe Jean Tirole: Corporate Governance, in: *Econometrica*, Bd. 69, 2000, Nr. 1, S. 1-35.

²⁷ Siehe vor allem Reinhard Schmidt: *Corporate Governance: The Role of other Constituencies*, Manuskript, 1997, veröffentlicht in Alice Pezard, Jean-Marie Thiveaud (Hrsg.): *Corporate Governance, Les perspectives internationales*, Collection Finance et Société, Montchrestien, Paris; sowie Olivier Pastré, Michel Vigier: *Le capitalisme déboussolé*, Paris: Economica 2003. In den USA hat insbesondere Margaret Blair seit langem diese Position vertreten, z.B. jüngst in Margaret Blair: *Shareholder Value, Corporate Governance, and Corporate Performance*, in: Peter Cornelius, Bruce Kogut (Hrsg.): *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford: Oxford University Press 2003, S. 53-82.

²⁸ Siehe Herbert Simon: *Organizations and Markets*, in: *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 5, 1991, Nr. 2, S. 42 und 27.

²⁴ Siehe Henry Hansmann, Reinier Kraakman: *The End of History for Corporate Law*, Discussion Paper 280, Harvard Law School 2000 (www.law.harvard.edu/programs/olin-center/).

ten künftig dagegen in den Hintergrund. Es geht in der modernen, kapitalmarktausgerichteten Buchführung, so wie sie gegenwärtig entwickelt und umgesetzt wird, in erster Linie um die Value relevance. Dabei ist die Korrespondenz zwischen Wirklichkeit und Buchhaltungsansätzen gewiss nicht unproblematisch. Dennoch basieren „Anleger und Manager [ihre Entscheidungen auf diesen] unpräzisen Ergebniszahlen, die auf vielfältigen Annahmen und subjektiven Schätzung aufbauen, die [oft] weit weg von den Fakten sind“²⁹. Dabei spiegeln die Buchführungsansätze – unabdingbar – nicht nur Urteile, sondern auch Interessen. Rechnungslegungsfragen sind zwangsläufig politische. Ein besonders interessantes Beispiel liefert die Debatte über die Berücksichtigung von Aktienoptionsplänen in den Gewinn- und Verlustrechnungen. In den USA hat sich, nach langem Verhandeln, das Standardsetzungsgremium zwar 1995 dazu durchgerungen, dass Optionen eigentlich nach ihrem Marktwert angesetzt werden sollten (FASB Statement Nr. 123 von 1995). Es hat dies aber nicht verpflichtend gemacht. Das ist aus einer analytischen Sicht natürlich unverständlich. Denn Optionen sind selbstverständlich mit wirklichen Kosten, realen Zielverzichten, verbunden. Und sie können offenkundig auch bewertet werden³⁰. Dennoch war Mitte der 1990er nur ein Kompromiss möglich, der erst im Nachgang zu den vielen Skandalen, die die Nach-Crash-Phase seit 2000 kennzeichneten, wieder hinterfragt wurde.

Zeitgemäß sind gegenwärtig vor allem auch die Kapitalmarkt geprägten Zielvorgaben, denen Unternehmen nacheifern – selbst wenn sie für die Wirtschaft als Ganzes unerreichbar sind. Derartige im Aggregat uneinlösbare Ansprüche haben bisweilen allerdings eine erhebliche wirtschaftliche Relevanz. So weichen die Vorstellungen über die nachhaltig erzielbare Rendite, die zur Basis des Umbaus von Rentensystemen genommen werden, oft weit von dem ab, was plausibel ist. (Eine der ersten deutlichen öffentlichen Warnungen zur Aktienmarktblase kam übrigens bereits 1999 von Peter Diamond, der das US-Rentenversicherungssystem, die Social Security Administration, bei dessen Projektionen seit langem unterstützt³¹.) Hier sind die empirischen Ergebnisse der „Finanzarchäologie“ durchaus ernüchternd. Demzufolge warf der bei weitem beste Aktienmarkt, jener der USA, seit 1921 im Mittel einen realen Ertrag von 4,3% ab. Bei einer Standardabweichung von 16%. Der häufigste

Wert für die über diese Periode betrachteten 39 weiteren Aktienmärkte lag dagegen bei 0,75%³². (Wer von US-Renditen ausging, argumentierte folglich auf der eben nicht repräsentativen Basis von „überlebensverzerrten“ Daten.)

In den USA ermuntert Michael Jensen, einer der gewiss einflussreichsten Autoren zu Fragen der Corporate governance, deshalb dazu, einfach nein zu Wall Street zu sagen³³. Natürlich, und das muss spätestens jetzt angemerkt werden, haben die Finanzmärkte mindestens zwei Hurras verdient – insbesondere bei der Allokation von Risiken und hier vor allem als Institutionen der gesamtwirtschaftlichen Rückversicherung³⁴. Allein deshalb sind sie natürlich unersetzbar. Die aus einer Politikperspektive relevante Frage ist zudem jene nach der vergleichenden Leistungsfähigkeit – also relativ zu anderen Mechanismen der Kapitalallokation – etwa von Banken, die ja gewiss nicht gänzlich fehlerfrei sind und es nicht sein können. (Das ist der Grund, weshalb pragmatisch orientierte Ökonomen in aller Regel eine Präferenz für Mischsysteme haben.)

Man vermag allerdings die funktionale Leistungsfähigkeit von Aktienmärkten auch zu überfordern. Dieser sind Grenzen gesetzt, die in den Informations- und Anreizigenschaften der zu handelnden Zahlungsströme begründet sind. Derartige Grenzen werden durch neue Finanztechnologien – vor allem bei der Bewertung bedingter Ansprüche – hinausgeschoben. Aber wirkliche Finanzmärkte funktionieren stets eingebettet in ein Netz weiterer gesellschaftlicher Institutionen. Und es ist eben – insbesondere nach den Erfahrungen der vergangenen fünf Jahre – zu Recht umstritten, ob nur noch das US-Standardmodell oder auch noch die kontinental-europäischen Varianten des Kapitalismus Legitimität aufweisen³⁵.

Genau wegen der Tragweite der anstehenden Entscheidungen und dem Wissen um deren Irreversibilitäten sollten wir uns einen breiten, öffentlichen Diskurs leisten. Dabei ist es hilfreich, sich daran zu erinnern, dass es bisweilen recht erhebliche Einschätzungs- und Wahrnehmungswechsel gibt – Moden eben.

²⁹ Siehe Philippe Jorion, William Goetzmann: A Century of Global Stock Market Returns, NBER Working Paper 7565, 2000.

³⁰ Siehe Joseph Fuller, Michael Jensen: Just Say No to Wall Street, in: Journal of Applied Corporate Finance, Bd. 14, 2002, Nr. 4, S. 41-46.

³¹ Siehe Anton Brender, Florence Pisani: Les marchés et la croissance, Paris: Economica, 2001, S. 30 ff. An diesem Punkt setzt auch die hier nicht zu behandelnde Debatte über die Modellvarianten moderner Marktwirtschaften ein; siehe dazu Peter Hall, David Soskice: Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities, in: Robert Franzese, Peter Mooslechner, Martin Schürz (Hrsg.): Institutional Conflicts and Complementarities, Dordrecht: Kluwer 2004, S. 43-76.

³² Siehe dazu Jean-Philippe Touffut (Hrsg.): Institutions et croissance, les chances d'un modèle économique européen, Paris: Albin Michel 2001.

²⁹ Baruch Lev: Corporate Earnings: Facts and Fiction, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 17 (2003), Nr. 2, S. 31.

³⁰ Siehe dazu Zvi Bodie, Robert Kaplan, Robert Merton: For the Last Time: Stock Options Are an Expense, in: Harvard Business Review, März 2003, S. 63-71; siehe auch Donald Kieso et al.: Intermediate Accounting, New York: John Wiley 2001, S. 866.

³¹ Siehe Peter Diamond: What Stock Market Returns to Expect for the Future?, in: Social Security Bulletin, Bd. 63, 2000, Nr. 2, S. 38-52.