

**Verhandelter Shareholder Value:
Die deutsche Variante einer angloamerikanischen Praxis**

Sigurt Vitols

Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung

vitols@wz-berlin.de

Januar 2003

Überarbeitete Version eines Papiers im Rahmen der Ad hoc Gruppe "Modell Deutschland – eine nationale Wirtschaftsordnung vor der Auflösung?" organisiert von Dr. Jürgen Beyer, Deutscher Soziologen Kongress, Leipzig, Oktober 2002.

1. Einleitung

In der vergleichenden Politischen Ökonomie ist es durchaus üblich geworden, zwischen zwei Systemarten der Corporate Governance zu unterscheiden (Hopt, Kanda and Roe 1998; Jackson 2001a; Kelly, Kelly and Gamble 1997; McCahery et al. 2002).¹ In Shareholder-Systemen sind die Aktionäre die dominante Interessensgruppe, die Einfluss auf das Management eines Unternehmens ausübt. Die Maximierung des Unternehmenswertes ist daher das Hauptziel des Managements. Die bekanntesten Beispiele für Shareholder-Systeme sind Großbritannien und die Vereinigten Staaten von Amerika. In Stakeholder-Systemen dagegen teilen sich die Aktionäre den Einfluss auf das Management eines Unternehmens mit anderen Gruppen, die ein Interesse an einem Unternehmen haben, zum Beispiel den Beschäftigten. Als Ausdruck der Verschiedenartigkeit dieser Interessen ist der Unternehmenswert nur eine der Zielgrößen, die von Unternehmen in Stakeholder-Systemen verfolgt werden. Beispiele für dieses System sind Deutschland und Japan.

Ein kontrovers diskutierter Punkt ist, wie groß der Veränderungsdruck ist, dem Stakeholder-Systeme wie Deutschland ausgesetzt sind (Höpner 2003; Jürgens, Naumann and Rupp 2000; Van Den Berghe et al. 2002). Strittig hierbei ist vor allem das Ausmaß des Einflusses von institutionellen Investoren wie Pensionsfonds und Aktienfonds, die an einer großen Zahl von Unternehmen gleichzeitig einen relativ kleinen Anteil halten. Derartige Investoren, im allgemeinen starke Verfechter des Shareholder Values, haben in der jüngsten Vergangenheit stetig steigende Teile des Aktienbesitzes auf sich vereinigt. Eine Position in dieser Debatte ist, dass der Einfluss institutioneller Investoren groß genug ist, um Stakeholder-Systeme auf Shareholder-Systeme konvergieren zu lassen. Eine zweite Position erwartet eine fortdauernde Trennung zwischen Stakeholder- und Shareholder-Systemen, da der Einfluss der institutionellen Investoren nicht ausreicht, die grundlegenden Eigenheiten des Stakeholder-Systems zu verändern. Die dritte Position beobachtet einen Prozess der "Hybridisierung" der Stakeholder-Systeme, bei dem einige Elemente des Stakeholder-Systems unverändert bleiben, jedoch mit Elementen des Shareholder-Systems kombiniert werden.

In diesem Beitrag wird die Meinung vertreten, dass die jüngsten Entwicklungen in Deutschland als inkrementelle Veränderungen der deutschen Variante des Stakeholder-Systems charakterisiert werden können. Auf der Ebene der *Institutionen* ist die Nachkriegskoalition der Stakeholder, die Einfluss auf ein Unternehmen ausüben (Großaktionäre, Beschäftigte, Gemeinwesen, Zulieferer und Kunden) stabil geblieben und nicht durch institutionelle Investoren verdrängt oder ersetzt worden. Im Gegenteil, der Kreis der Koalitionäre wurde durch die Aufnahme institutioneller Investoren *erweitert*. Auf der Ebene der *Praktiken* wurden die typischen Zielgrößen deutscher Unternehmen nach dem 2. Weltkrieg (Umsatzwachstum, Beschäftigungssicherheit und Produktqualität) weniger durch die Motive des Shareholder Value ersetzt als vielmehr durch sie ergänzt. Im Gegensatz zu der angloamerikanischen Version des Shareholder Value kann die deutsche Version als *verhandelter Shareholder Value*, gekennzeichnet durch zwei Besonderheiten, bezeichnet werden. Erstens, die Durchführung von Maßnahmen zur Erhöhung des Shareholder Values im Interesse institutioneller Investoren muss mit anderen Interessen innerhalb und außerhalb des Unternehmens verhandelt werden, insbesondere mit großen Anteilseignern und Vertretern der Beschäftigten. Zweitens, als Ausdruck des Gleichgewichts der Kräfte innerhalb der erweiterten Stakeholder-Koalition werden Maßnahmen zur Erhöhung des Shareholder Values durch die Berücksichtigung der Interessen anderer Stakeholder *modifiziert*. Auf diese Weise nehmen viele Maßnahmen des Shareholder Values – z.B. Gehaltsmodelle, die den Abgleich

¹ Mein Dank gilt Jana Meier, Lutz Engelhardt und Ilona Köhler für ihre wertvolle Unterstützung.

zwischen Management- und Beschäftigteninteressen herbeiführen sollen – in Deutschland im signifikanten Maße andere Formen an, als in den Vereinigten Staaten oder Großbritannien, speziell wenn die Interessen der Belegschaft berührt werden.

Punkt zwei dieses Beitrags fasst die Diskussion um das Ausmaß und die Richtung der Veränderungstendenzen des deutschen Modells zusammen. Punkt drei und vier begründet, warum die gegenwärtigen Entwicklungen als "inkrementeller Wandel" interpretiert werden müssen. Dabei konzentriert sich der dritte Punkt auf die Analyse der Entstehung der erweiterten Stakeholder-Koalition aus institutioneller Sicht, während der vierte Punkt über spezifische Beispiele der Praktiken des verhandelten Shareholder Value berichtet und generelle Indikatoren zur Abgrenzung dieser Art des Shareholder Value relativ zu seiner angloamerikanischen Ausprägung aufzeigt. Der fünfte und letzte Punkt sind Zusammenfassung und Schlussfolgerung.

2. Die Debatte über die Natur der Entwicklung des deutschen Stakeholder-Systems

In der Analyse von Systemen der Corporate Governance hat es sich als sinnvoll erwiesen, zwei Ebenen zu unterscheiden. Auf institutioneller Ebene beeinflussen nationale Institutionen die relative Macht verschiedener Interessensgruppen um ein Unternehmen. Hier ist zwischen Institutionen zu unterscheiden, welche die interne Organisation und Solidarität einzelner Interessensgruppen prägen, z.B. Gesetze und Vorschriften bezüglich der gewerkschaftlichen Organisation, und solchen, welche die Interaktion der Interessensgruppen regulieren, wie z.B. das Unternehmensrecht. Auf der Ebene der Praktiken werden Unternehmen unterschieden, die auf Grund ihrer Einbettung in differierende nationale institutionelle Rahmenwerke unterschiedliche Strategien, unterschiedliche Verteilung der Wertschöpfung ihrer Industrie sowie unterschiedliche Organisations- und Operationsmodelle aufweisen. Mit Rückgriff auf Hirschmanns (1970) Konzept von "Exit, Voice, Loyalty" können Interessensgruppen sowohl durch ihre unterschiedliche Befähigung im strategischen Entscheidungsfindungsprozess ihres Unternehmens "Voice" zu praktizieren, als auch durch ihre unterschiedlichen Möglichkeiten, die Beziehung zu einem Unternehmen durch "Exit" abzubrechen, charakterisiert werden.

Anders als in Shareholder-Systemen, in denen nur die Eigentümer (Shareholders) eines Unternehmens als die Gruppierung mit signifikantem Einfluss auf das Management und den Prozess der Strategiefindung betrachtet werden, ist die Befähigung zur Einflussnahme in Stakeholder-Systemen über eine größere Zahl von Interessensgruppen verteilt (Hutton 1995; Kelly, Kelly and Gamble 1997; Vitols et al. 1997). Zu den Stakeholdern zählen nicht nur die Eigentümer, sondern auch die Beschäftigten, die Kunden, die Zulieferer und die Gemeinwesen, in denen ein Unternehmen angesiedelt ist. In Hirschmanns Worten sind Stakeholder-Systeme "Insider-Systeme", in denen Interessensgruppen eng an ein Unternehmen gebunden sind und durch institutionalisierte Mechanismen des "Voice" Einfluss nehmen. Shareholder-Systeme dagegen sind "Outsider-Systeme", in denen Marktmechanismen eine weitaus größere Rolle bei der Kontrolle von Unternehmen spielen und Eigentümer, durch die Drohung Anteile zu veräußern ("Exit"), Einfluss auf das Management nehmen. Eigentümer in Insider-Systemen eignen häufig große Prozentanteile des Aktienkapitals eines Unternehmens, oft Mehrheiten oder Sperrminoritäten. In Outsider-Systemen, die so eine wesentliche größere Streuung des Aktienbesitz aufweisen, halten Eigentümer typischerweise kleinere Aktienpakete.

Diese Heterogenität der Machtressourcen in verschiedenen Corporate-Governance-Regimes findet ihren Ausdruck in voneinander abweichenden Handlungsmaximen der Unternehmen. Das dominante Ziel von Unternehmen in Shareholder-Systemen ist die Maximierung des Unternehmenswertes, verstanden als die Kapitalmarktbeurteilung (Shareholder Value).

Unternehmen in Stakeholder-Systemen verfolgen differenziertere Strategien, wie Umsatzwachstum und Beschäftigungssicherheit.

Neben Japan ist Deutschland eines der prominentesten Beispiele für ein Insider- oder Stakeholder-System. Speziell die Rolle der Großbanken als Eigentümer in der deutschen Unternehmenslandschaft hat Interesse hervorgerufen. Im Unterschied zu den Banken anderer Nationen, wie z.B. den Banken der Vereinigten Staaten, ist es den deutschen Banken erlaubt, in ihrem eigenen Namen große Aktienpakete von Unternehmen zu besitzen. Darüber hinaus ist es unter deutschen Privatinvestoren üblich, Aktien von Unternehmen über eine Bank zu kaufen und dort in einem Depot zu belassen. Das Depotstimmrecht gibt den Banken die Möglichkeit, die Stimmberechtigungen der meistens passiven Privatinvestoren zusammenzufassen und so bei Aktionärsversammlungen Stimmanteile von über 90% ausüben zu können (Pfeiffer 1986; 1993).

Ein mächtiger institutioneller Mechanismus, der den Einfluss der Banken fördert, ist das zweistufige deutsche System der Unternehmensleitung, das in Deutschland für Aktiengesellschaften verpflichtend ist. Der Aufsichtsrat ist für grundsätzliche finanzielle und strategische Entscheidungen sowie die Ernennung des Topmanagement eines Unternehmens zuständig. Über die Entscheidungen des Tagesgeschäfts wird im Vorstand verfügt. Diese Regelung geht auf eine Reform des deutschen Unternehmensrechts im späten 19. Jahrhundert zurück, damals von den deutschen Banken nach einer Welle von Insolvenzen initiiert (Jackson 2001b). Banken entsenden Repräsentanten in die Aufsichtsgremien der meisten deutschen Großunternehmen, die dort oft den Vorsitz halten und damit über besonders große Abstimmungsmacht verfügen.

Obwohl sie weniger Aufmerksamkeit auf sich gezogen haben, spielten noch andere Arten von Großaktionäre eine herausragende Rolle in der deutschen Corporate Governance, wie z.B. Gründer und Familien (BMW, Krupp, Thyssen, Siemens, SAP), der Staat (VW, Preussag, RWE, VEBA) und andere Unternehmen (Degussa, Fresenius Medical Care). Diese Großaktionäre sind ebenfalls im Aufsichtsrat repräsentiert und stellen dort, wo sie der größte Aktionär sind, den Aufsichtsratsvorsitzenden.

Die Beschäftigten sind ein zweiter großer Stakeholder innerhalb des deutschen Modells. Sie können über die Institution des Betriebsrates auf ein besonders starkes Repräsentationsmittel zurückgreifen. Die Beschäftigten haben das Recht auf Betriebsebene Delegierte in den Betriebsrat zu wählen, der gegenüber dem Management ein großes Spektrum gesetzlich fixierter Informations-, Konsultations- und Mitbestimmungsrechte hat. In Unternehmen mit mehreren Betrieben entsenden die einzelnen Betriebsräte Delegierte in einen Gesamtbetriebsrat. In großen Unternehmen ist es den Beschäftigten darüber hinaus möglich, gewählte Repräsentanten in den Aufsichtsrat zu entsenden, die üblicherweise hochrangige Betriebsratsangehörige sind.

Gemeinwesen, in denen Firmen niedergelassen sind, sowie Zulieferer und Kunden werden häufig als zwei weitere bedeutende Gruppen Stakeholder genannt. Formal ist ein Gemeinwesen jedoch nur dort in Unternehmen repräsentiert, an denen es auch tatsächlich Anteile hält und dadurch Aufsichtsratsmitglied ist (Bamberg et al. 1987). Dies ist hauptsächlich bei Verkehrsbetrieben, Energieversorgern und anderen lokalen Dienstleistungsunternehmen und damit bei einer Minderheit der Unternehmen überhaupt der Fall. Im selben Maße wurde die Rolle von Zulieferern und Kunden als Stakeholder in Deutschland überschätzt (Hutton 1995). Kunden und Zulieferer spielten zuletzt in den 20er Jahren in einem korporatistischen System der Kartellregulierung eine große Rolle. Obwohl man immer wieder prominente Kunden und Zulieferer von Unternehmen in deren Aufsichtsrat antrifft, scheint dieser Umstand mehr mit der Nützlichkeit von industriellen

Beziehungsnetzwerken zu tun zu haben, als mit einer formalen Repräsentation von Zulieferer- und Kundeninteressen (Vitols et al. 1997).

Das Shareholder- oder Outsider-System, das in den Vereinigten Staaten und Großbritannien vorherrscht, ist institutionell ein wesentlich einfacheres Konstrukt. Die Aktionärslandschaft wird von institutionellen Investoren dominiert, wie z.B. Anlagefonds, Rentenfonds und großen Pensionsfonds, die generell kaum mehr als 1 – 2% Anteile an einem Unternehmen halten und im Prinzip nicht in den Aufsichtsgremien repräsentiert sein wollen. Andere Stakeholder, wie z.B. die Beschäftigten, genießen im allgemeinen keine Möglichkeiten der Ausübung von "Voice" durch formale Mechanismen der Repräsentation. Diese Länder besitzen ein Einzelgremien-System (Single Board System) und dieses Gremium wurde in der Vergangenheit oft von einem einzelnen starken Manager dominiert, der die Funktion des CEO und des Vorsitzenden auf sich vereinigte.²

Die jüngste Debatte konzentrierte sich in erster Linie auf das Ausmaß der Veränderung des deutschen Stakeholdersystems. Aufgrund der dichotomen Natur der Shareholder-Stakeholder Typologie musste innerhalb der Debatte entweder die Position der "Divergenz" oder die der "Konvergenz" eingenommen werden (Konvergenz des Stakeholder-Systems auf das Shareholder-System in Gegensatz zu einer fortdauernden Zweiteilung). Vertreter der Konvergenzposition argumentieren, dass sich das deutsche Modell gegenwärtig in der Transformation von einem Stakeholder- in ein Shareholder-System befindet (Eckert 2000; Inagami 2001). Am evidentesten erscheint das Konvergenzargument bei den Veränderungen der Eigentümerstrukturen. So haben die deutschen Banken angekündigt, ihre großen Aktienpakete in Zukunft nach den Maximen des Shareholder Value zu verwalten. Es wird erwartet, dass die Banken daher den Druck auf die Manager erhöhen werden, die Profitabilität und den Aktienkurs ihrer Unternehmen zu erhöhen. Des Weiteren wird erwartet, dass die Banken ihre Beteiligungen massiv restrukturieren und reduzieren, da nicht zuletzt jüngste Anpassungen des Steuerrechts dazu dienen sollen, ihnen dies weitaus weniger kostspielig möglich zu machen als in der Vergangenheit (Höpner 2000). Gleichzeitig internationalisieren amerikanische und englische Investoren ihre Beteiligungen und können auf die durch die deutschen Banken freigesetzten Aktien zurückgreifen, um ihren Anteil an deutschen Unternehmen zu vergrößern. Die Verbreitung des Shareholder Value ging in Deutschland oft einher mit der Aufnahme eines anglo-amerikanischen Investors in den Kreis der Aktionäre und dessen Versuchen, das Management zu beeinflussen, wie es z.B. bei dem US-amerikanischen Investor Calpers der Fall war. Ein weiterer Umstand, von dem erwartet wird, dass er die Ausrichtung deutscher Unternehmen am Modell des Shareholder Value beschleunigen wird, ist die zunehmende Gefahr feindlicher Übernahmen. Das prominenteste Beispiel hierfür ist die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone (Höpner 2001; Jürgens 2000).

Wojcik (2001) zeigt, dass der Medianwert der jeweilig größten Aktienpakete die an deutschen Unternehmen gehalten werden zwischen der Mitte der 90er Jahre und dem Jahr 2000 um 5 Prozentpunkte (von 65 auf 60 Prozent) abgenommen hat.³ Dieses Ergebnis ist konsistent mit den Prognosen der Konvergenzposition. In einem Aufsatz des Titels "Deutschland AG – a.D." berichtet Beyer (2002), dass die Zahl der Bankrepräsentanten in deutschen Aufsichtsräten seit Mitte der 90er substantiell abgenommen hat. Höpner (2003) stellt eine positive Korrelation

² Jüngste Reformen in Großbritannien und den USA zielten darauf ab eine überzogene Machtfülle einer Einzelperson aus dem Topmanagement zu begrenzen, indem z. B. Vorsitz und CEO verbindlich getrennt werden.

³ Es sollte bemerkt werden, dass bei Wojcik (2001) die Stärke dieser Tendenz in verschiedenen Sektoren stark differiert.

zwischen der Internationalisierung der Eigentümerstruktur eines Unternehmens und der Hinwendung zu einem Shareholder-Modell fest.

Auf der Gegenseite betonen andere Stimmen die Anzeichen der Kontinuität des deutschen Modells und geben den Veränderungstendenzen nur einen geringeren Stellenwert. Vitols (2002b), Jürgens (2002) und Kädtler and Spering (2001) vertreten das Argument, dass der Grad der Einflussnahme von Aktionären auf das Management von Chemie- und Automobilunternehmen von Vertretern der Konvergenzposition überbewertet wird. Goyer (2002) argumentiert, dass Arbeitnehmervertreter von ihrem Vetorecht regen Gebrauch machen und so die Einführung der entscheidenden Elemente des Shareholder-Systems in Deutschland abblocken. Der Ansatz der "Varieties of Capitalism" (Hall and Soskice 2001) hält eine theoretische Begründung dafür bereit, warum sogar substantielle Verschiebungen der Eigentümerstruktur deutscher Unternehmen in einem auf der Makroebene koordinierten Marktwirtschaft (Coordinated Market Economy, CME) nur inkrementelle Veränderung zur Folge habe. Die Existenz gegeneinander komplementärer Institutionen hält das Gesamtsystem in einem Gleichgewicht, dass auch bei der Veränderung einiger Subsysteme stabil bleibt. Hall und Soskice lassen jedoch offen, ob vor allem Veränderungstendenzen in den Institutionen der Unternehmensfinanzierung das Gesamtsystem über den Umschlagpunkt hinwegdrücken und somit zu einem neuen Gleichgewicht (z.B. der Einführung einer Liberal Market Economy, LME) springen könnte.

Die dritte Position innerhalb der Debatte um die Zukunft Deutschlands als Stakeholder-System geht von einer Hybridisierung des deutschen Modells aus. Eine Fusion von Elementen des Shareholder- und des Stakeholder-Systems könnte zu einer neuen hybriden Kombination von institutionellen Komponenten führen (Jackson 2001b). Während das Konzept der Hybridisierung attraktiv erscheint, gingen von ihm noch keine spezifischen Hypothesen aus bezüglich seiner tatsächlichen Gestalt, seiner Auswirkungen auf die wirtschaftliche Leistungskraft der Unternehmen oder seiner zukünftigen Entwicklungslinien.

3. Die Entstehung der erweiterten Stakeholder-Koalition in Deutschland

Hier wird die Position vertreten, dass die Entwicklung der deutschen Corporate Governance der letzten Jahre signifikant in ihrer Natur jedoch inkrementell ist. Unter Bezugnahme auf die weiter oben gemachte Unterscheidung zwischen institutioneller und praktischer Ebene wird das Argument entwickelt, dass institutionelle Veränderungen die Entstehung einer gemischten Eigentümerstruktur zur Folge hatten, mit den typischen deutschen Großaktionären auf der einen und institutionellen Investoren auf der anderen Seite. Im Ergebnis entsteht eine *erweiterte Stakeholder-Koalition* dadurch, dass die dem deutschen System bislang fremden Shareholder Value Investoren in den Kreis der traditionellen deutschen Investoren aufgenommen werden, üblicherweise Großaktionäre und die Beschäftigten

In Richtung einer gemischten Eigentümerstruktur aus Groß- und Kleinaktionären

Ein Schlüsselargument der Konvergenzthese ist, dass Großaktionäre durch institutionelle Investoren mit kleinen Anteilen in einer großen Zahl von deutschen Unternehmen verdrängt werden. Eine statistisch signifikante Abnahme des Medianwertes für die großen Anteilpakete an deutschen Unternehmen ist das Argument, dass zur Unterstützung der Konvergenzthese von deren Unterstützern herangezogen wird. Drei Punkte sprechen jedoch gegen die Erwartungshaltungen der Konvergenzthese.

Erstens, die deutschen Großaktionäre sind, sogar nach der Schrumpfung zum Ende der 90er Jahre, immer noch einige Größenordnungen nach oben vom amerikanischen Durchschnitt entfernt. Der Median, der von Großaktionären gehaltenen Unternehmensanteil öffentlich

gehandelter Unternehmen, bewegte sich in Deutschland 2000 bei 60%, im Gegensatz zu 5% bei Unternehmen, die im selben Jahr an der New York Stock Exchange gehandelt wurden. Würde die Konzentration der Aktienpakete mit 5% pro halber Dekade fallen, dann würden 55 Jahre vergehen, bis Deutschland auf dem Niveau der Vereinigten Staaten von Amerika angelangen würde.

Vor diesem Hintergrund ist ein Vergleich des Dow Jones Industrial Average und des deutschen Aktienindex (DAX) aufschlussreich (siehe Tabellen 1 und 2). Während nur etwas mehr als die Hälfte (17 von 30) der Dow Jones Unternehmen einen einflussreichen Großaktionäre mit über 5% der Anteile im Portfolio haben, so ist dies im DAX gang und gäbe. Nur zwei der 30 Unternehmen haben keinen Aktionär, der nicht über 5% der Anteile hielte: Adidas-Salomon und die Deutsche Bank. Bei diesen Großaktionären in Deutschland handelte es nur bei einem Unternehmen um private Banken, zehn Großaktionäre waren Versicherungsunternehmen oder Finanzdienstleister, neun Gründer und Familien, fünf die öffentliche Hand und drei andere Unternehmen. Die Mediagröße des größten Aktionärs bei den DAX 30 ist 21,5 Prozent, bei den Dow Jones 30 5,3 Prozent hingegen.

[Tabellen 1 und 2 hier]

Zweitens ist es nicht klar, ob der momentan beobachtbare Trend in dieser Stärke, oder überhaupt, anhalten wird. Eine wachsende Bedeutung der institutionellen Investoren hängt nicht zuletzt davon ab, in welchem Maße sie dazu in der Lage sind, die Investments des ultimativen Investoren, der Haushalte, auf sich zu konzentrieren. Die zweite Hälfte der 90er Jahre waren exakt von dieser Entwicklung geprägt. Haushalte in Großbritannien und den USA stockten ihre Einlagen in Pension- und Aktienfonds massiv auf. Mit der dann aufkommenden Überbewertung der Unternehmen in diesen Nationen suchten diese Investoren zunehmend noch Anlagemöglichkeiten in Deutschland. Nettozukäufe von deutschen Aktien durch ausländischen Investoren haben sehr schnell zugenommen und erreichte eine Höhe von ca. €130 Mrd. in 1999 (siehe Graphik 1).

[Grafik 1 hier]

Zur selben Zeit begannen auch deutsche Haushalte damit, mehr Ersparnisse in Aktien und Aktienfonds anzulegen. Eine Höhe von ca. €80 Mrd. in 2000 wurde erreicht.

[Grafik 2 hier]

Der Trend scheint sich jedoch seit Ende 2000 in sein Gegenteil verkehrt zu haben. Ausländische Zukäufe von deutschen Aktien haben stark abgenommen in 2001. Wenn man die Zukäufe von ausländischen Aktien durch deutschen Investoren berücksichtigt, gab es Netto ein Ausfluss von Aktienkapital aus Deutschland. Obwohl ein Teil der beobachteten Volatilität von kurzfristigen Einflüssen stammt, vor allem die Spekulationsblase und ihr Platzen, gibt es Gründe anzunehmen, die Verschiebung von Kapital zu den institutionellen Investoren könnte sich stabilisieren oder sogar umkehren. Einer der Gründe ist, dass die Generation der Baby Boomer, die einen großen Teil ihrer Altersvorsorge in Aktien anlegte, nun damit beginnt, diese Aktien im zunehmenden Maße zu liquidieren (Davis and Li 2002). Ein zweiter Grund ist die Länge der Zyklen im Investmentgeschäft. Diese sind sehr langfristig und legen nahe, dass die Risikoscheu bei Geldanlagen noch lange vorherrschen wird. Diese Risikoscheu war in Deutschland zudem schon immer stärker ausgeprägt als in den USA und die schlechten Erfahrungen der spät auf die Spekulationsblase aufgesprungenen deutschen Kleinanleger könnte in eine lang andauernden Abneigung gegen Aktieninvestitionen münden. Es scheint auch, dass die Riester Reform von 2001, welche die Haushalte zu einer Ausdehnung der Kapitaldeckung ihrer Rente durch sparen bewegen sollte, keine signifikanten Mittel an die Börse, sondern in eher konservative Anlageformen wie Anleihen oder Sparpläne umleiten wird (Vitols 2002a).

Drittens, obwohl die großen Privatbanken und die Allianz Versicherung angekündigt haben, in Zukunft ihr Beteiligungsgeschäft in einer andern Form zu betreiben, ist nicht klar, ob sie damit das Herabsetzen der prozentualen Größe der Beteiligungen oder die Art der Unternehmenskontrolle auf ein angloamerikanisches Muster herunterzufahren. Die Tochter, der die Vermögensverwaltung der Deutschen Bank zufällt, DB Investor, hat neue große Beteiligungen an deutschen Unternehmen aufgekauft, wie z.B. bei dem Batteriehersteller Varta.⁴ Versicherungsunternehmen wie die Allianz akkumulieren über die Zeit immer größere Mengen an Anteilsbesitz und müssen als natürliche Folge Aktionär in einer größeren Zahl von Unternehmen werden. Viele Gründer und Familien haben ihre Bindung an das Unternehmen nicht aufgegeben und ihre Anteile nicht verkauft. Zudem haben Spinoffs mittlerweile flächendeckend den Charakter von partiellen Veräußerungen von Unternehmensteilen. So hat z.B. Siemens 75% der Anteil sowohl des Chipherstellers Infineon als auch 12.5% des Komponentenhersteller Epcos behalten. Weiterhin sind Firmen nach wie vor begierig, Kapitalanteile anderer Firmen zu erwerben, die in ihr Strategieportfolio passen. So hat am Ende von 2002 Robert Bosch einen 8% Anteil an der mittelgroßen Aktiengesellschaft Buderus von der Deutschen Bank erworben. Und nicht zuletzt bleibt der Staat bei vielen privatisierten Unternehmen nach wie vor der größte Anteilseigner (Deutsche Telekom 43% Deutsche Post 71%).

So wundert es nicht weiter, dass, wenn man den Median der gehaltenen Anteile des größten Aktionärs der deutschen Unternehmen insgesamt im Prozent für jedes Jahr rechnet, sich diese Größe ab dem Jahr 1999 bei ca. 63 Prozent stabilisiert.

So erscheint es, als würde die Zukunft des deutschen Modells von einem nebeneinander institutioneller Investoren und traditioneller Großinvestoren, mittelfristig, wenn nicht gar langfristig, geprägt sein.

Stabilisierende Einfluss der Beschäftigten

Viele Abhandlungen über den Niedergang der Arbeitnehmerschaft haben sich auf das System der Tarifverhandlungen konzentriert und dort vor allem den sinken Organisationsgrad sowohl der Arbeitnehmer als auch der Arbeitgeber festgestellt. Im Gegensatz hierzu haben Betriebsräte innerhalb der Unternehmen eine immer größere Rolle bei der Interessenvertretung der Arbeitnehmer gegenüber dem Management und im Aufsichtsrat gespielt.

Neueste Gesetzgebung hat Unternehmensrecht und Betriebsverfassungsgesetz berührt. Dem Druck einiger Interessen widerstehend, den Einfluss der Arbeitnehmerschaft zu reduzieren, hat die konservativ-liberale Koalition 1997 das duale Vorstandssystem nicht angetastet und ließ die Eckpunkte der Arbeitnehmervertretung im wesentlichen unverändert. Eine Reform des Betriebsverfassungsgesetzes im Jahre 2001 durch die rot-grüne Koalition stärkte die Rechte der Betriebsräte in den Unternehmen. So wurde z.B. Mindestanzahl Beschäftigter, welche die Belegschaft dazu berechtigt, einen von allen anderen Aufgaben freigestellten bezahlten Betriebsrat zu haben, von 300 auf 200 herabgesetzt. Auch wurden die Mittel gestärkt, die einem Betriebsrat zur Verfügung stehen, die Beschäftigten von Unternehmen mit vielen kleinen Töchtern, wie sie im Dienstleistungsgewerbe sehr häufig sind, zu vertreten.

Beobachter der industriellen Beziehungen in Deutschland konstatieren, dass es keine Anzeichen für einen schwindenden Einfluss der Betriebsräte innerhalb der Unternehmen gibt. Im Gegenteil, durch engere Problemlösungspartnerschaften zwischen dem Management und

⁴ Varta war im MDAX, dem Index der mittelgroßen Kapitalgesellschaften in Deutschland. Das Management wollte Varta zu einem privaten Unternehmen machen (vom Handel nehmen), da es der Meinung war von kleineren Investoren unterbewertet worden zu sein.

dem Betriebsrat schient der Einfluss der Betriebsräte eher zuzunehmen (Jacobi, Keller and Müller-Jentsch 1998; Höpner, Jackson and Kurdelbush im Erscheinen).

Zusammenfassung: Veränderung in der Rolle des Stakeholder

Wie weiter oben bereits festgehalten, wurde die Rolle der Gemeinwesen, der Zulieferer und Kunden im vielen stilisierten Beschreibungen des deutschen Stakeholder-Modells überschätzt, mit der Ausnahme der Unternehmen, an denen Kommunen und Länder einen signifikanten Anteil eignen. Obwohl etliche dieser Gebietskörperschaften ihre Absicht bekundet haben, "ihre" Unternehmen zu privatisieren, wurde in dieser Beziehung nicht viel unternommen und wenn, dann handelte es sich um partielle und nicht totale Privatisierungen.

Auf diese Weise manifestiert sich der Wandel im deutschen Stakeholder-Modell durch die Aufnahme der institutionellen Investoren in seine Stakeholder-Koalition. Obwohl einige Großaktionäre, die Banken, über die Zeit eine etwas kleiner Rolle spielen, bleiben die meisten doch einer starken Rolle in der deutschen Corporate Governance verbunden. Die Einflussmöglichkeiten der Belegschaften als Stakeholder sind im allgemeinen unverändert geblieben und haben sind durch die Reform des Betriebsverfassungsgesetzes in einigen Detailfragen sogar zukunftsfähiger gestaltet worden. Andere potentielle Stakeholder spielten in Deutschland, mit Ausnahme von Unternehmen, die sich im Staatsbesitz befinden, nie eine übermäßig große Rolle. Es ist also möglich von der Entwicklung einer *erweiterten* Stakeholder-Koalition in Deutschland zu sprechen.

4. Konsequenzen für die Praxis: Verhandelter Shareholder Value

Auf der Ebene der Praxis, ist die herausragende Konsequenz der Integration der institutionellen Investoren in die deutsche Stakeholder-Koalition die notwendige Berücksichtigung ihrer Betonung des Shareholder Value Gedanken. Aufgrund der Existenz der Stakeholder-Koalition ergeben sich im Vergleich zu angloamerikanischen Shareholder Value in der Praxis der deutschen Version zwei bedeutende Unterschiede. Erstens muss die Implementierung von Shareholder Value Konzepten zuerst mit allen Angehörigen der Koalition verhandelt werden. Wegen der Widerwilligkeit der meisten institutionellen Investoren sich formal zu eng an ein Unternehmen zu binden, z.B. durch einen Aufsichtsratsitz, müssen neue Institutionen geschaffen werden, um diese Beziehungen stattfinden zu lassen. Da zweitens, die Interessen der Mitglieder der erweiterten Koalition sich widersprechen, müssen Kompromisse gefunden werden, die typischerweise die Inhalte der Forderungen von institutionellen Investoren verändern. Diese deutsche Variante des Shareholder Value kann deshalb als verhandelter Shareholder Value bezeichnet werden, im Gegensatz zum angloamerikanischen Shareholder Value, der in der Tendenz einseitig vom Management in Vertretung der Interessen der Anteilhaber umgesetzt wird.

Welche Beweise liegen nun vor, die diese These gegen die Konvergenz- These unterstützen? Zuerst würde man die Existenz eines Verhandlungsprozesses vermuten, in dessen Verlauf die ursprünglichen Forderungen eines Koalitionärs auf die Forderungen der anderen Koalitionäre und damit auf Widerstand stoßen würde. Zweitens würde man erwarten, dass dort wo die Opposition am stärksten wäre, Forderungen nach Shareholder Value in ihrer Konsequenz für andere Koalitionäre abgemildert oder sogar abgeblockt werden würde. Als Ergebnis dieser Dynamik könnte man in Deutschland eine Version des Shareholder Value umgesetzt erwarten, die in einigen Details dem angloamerikanischen Vorbild und anderen den Interessen der traditionellen deutschen Stakeholdern folgt, jedoch nie ganz auf das angloamerikanische Modell konvergieren wird.

Eine wichtige Neuerung ist die Einrichtung von Investor Relation Abteilung in großen deutschen Unternehmen, um den Dialog mit institutionellen Investoren zu institutionalisieren. Diese Abteilungen unterstehen normalerweise dem Finanzvorstand und haben die Aufgabe Investoren mit detaillierten und rechtzeitigen Information über das finanzielle und operative Geschehen zu versorgen. Studien zeigen, dass es kaum ein großes deutsches Unternehmen gibt, dass diesen Schritt nicht getan hätte (Welskopp 2002).

Interviews mit Betriebsräten und Managern in einer Anzahl deutscher Unternehmen zeigen, dass Forderungen nach Shareholder Value häufig durch den Finanzvorstand in den Vorstand und in Verhandlungen mit anderen Stakeholdern eingebracht werde. Kein verwunderlicher Umstand, da der Finanzvorstand vor allen anderen Vorständen derjenige ist, der am ehesten und engsten mit institutionellen Investoren zu tun hat.

Eine weitere zügige und universelle Neuerung unter deutschen Unternehmen war es, international anerkannte Bilanzierungsrichtlinien anzunehmen (IAS, US-GAAP). Deutsche Unternehmen gingen traditionell nach den Richtlinien des Handelsgesetzbuches (HGB) vor, deren Regeln es schwierig gestaltet Unternehmen untereinander zu vergleiche, da es diesen relativ großen Spielraum bei der Feststellung von Gewinnen lässt, ja es sogar möglich macht Gewinne in der Bilanz vor Investoren zu verstecken ("Stille Reserven"). Die Einführung von internationalen Bilanzierungsrichtlinien sind eine der Hauptforderung von institutionellen Investoren, da es ihnen ohne die Transparenz, die diese bieten, unmöglich ist, Unternehmen sicher zu bewerten. Andere Mitglieder der Stakeholder-Koalition dagegen sind der Art der gewählten Bilanzierungsarten gegenüber recht indifferent.⁵ So ist es nicht überraschend, dass die Einführung der Richtlinien zügig und universell vor sich ging.

Viele Unternehmen haben das Ziel des Shareholder Value sogar explizit als eine Zielgröße ihrer Tätigkeit übernommen. Interessanterweise jedoch nehmen viele Unternehmen große Mühen auf sich, nicht den englischen Begriff oder seine direkte deutsche Übersetzung zu verwenden. Häufig findet man Umschreibungen wie z.B. *wertorientierte Unternehmensführung*.

Interessanter sind die Fälle in denen es tatsächlich zu wirklichen Interessensgegensätzen innerhalb der Stakeholder-Koalition um Fragen des Shareholder Value kommt. Eine ganze Anzahl von Untersuchungen zeigt, dass die traditionellen Großaktionäre sich nicht aus den Entscheidungsfindungsprozessen verabschiedet haben, auch wenn es bei den zu treffenden Entscheidungen um Maßnahmen geht, wie die der Verbesserung des Shareholder Values. Ein illustratives Beispiel ist die Einführung des Shareholder Value bei Hoechst, eines der drei großen diversifizierten deutschen Chemie- und Pharmaunternehmen (Vitols 2002b). Eine der zentralen Forderungen der institutionellen Investoren war die Ent-Diversifizierung des Unternehmen durch einen Verkauf der chemischen oder einen Verkauf der pharmazeutischen Sparten. Tatsächlich schlug Jürgen Dormann, der Vorstandsvorsitzende und frühere Finanzvorstand, vor, Hoechst solle ein reines Life Science Unternehmen werden. Hierzu müsse die Chemie verkauft und im pharmazeutischen Bereich eine kritische Masse durch Zukäufe oder Zusammenschlüsse erreicht werden. Dormann begann Fusionsgespräche mit dem französischen Unternehmen Rhone-Poulenc, dessen Produktmischung derjenigen von Hoechst recht ähnlich war. Als Teil der Fusionsverhandlungen musste Dormann jedoch nach Kuwait fliegen, das einen 25% Anteil an Hoechst hielt. Dormann konnte seine Fusionspläne erst vollständig in die Tat umsetzen, nachdem der kuwaitische Staat davon überzeugt werden konnte, dass seine Interessen durch die Fusion nicht berührt wurden.

⁵ Höpner und Goyer betonen das die Beschäftigten sogar einen Vorteil durch internationale Bilanzierungsrichtlinien hätten. Interview mit Betriebsräten haben jedoch gezeigt, dass Desinteresse die besser Bezeichnung für die Haltung der Arbeitnehmervertreter ist.

Ein weiteres interessantes Beispiel der anhaltenden Bedeutung, die Großaktionäre in Deutschland haben, ist die Restrukturierung der Finanzdienstleistungen. Deutsche Finanzdienstleistungsunternehmen, allen voran die Banken, sind bei institutionellen Investoren stark in die Kritik geraten, dass ihre Profitabilität im Vergleich zu den anglo-amerikanischen Konkurrenzunternehmen besonders schwach wäre. Eine der ersten Forderungen der institutionellen Investoren waren Fusionen unter den deutschen Banken, um bessere Skalenökonomien realisieren zu können und dem "Overbanking" in Deutschland ein Ende zu bereiten. Als der zentrale Anteilseigner spielt die Allianz die Schlüsselrolle bei der Restrukturierung der deutschen Finanzdienstleistungsindustrie. Die Zustimmung der Allianz war notwendig, um eine Fusion zwischen der Bayerischen Hypobank und der Bayerischen Vereinsbank zu der drittgrößten deutschen Bank, der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank zustande kommen zu lassen. Dieselbe Rolle spielte die Allianz bei der Fusion zwischen der Deutschen Bank und der Dresdner Bank. Als die Fusion auf Grund von Managementdifferenzen nicht zustande kam, sprang die Allianz ein und kaufte die Dresdner Bank selbst.

Noch zahlreicher sind die Beispiele über die Involvierung von Betriebsräten in die Verhandlungen über die Einführung von Shareholder-Value-Programmen. Eine häufige Forderung des Shareholder Value ist die Bindung von Management- und Beschäftigtenentlohnung an Unternehmensleistung, idealerweise direkt mit dem Aktienpreis. In angloamerikanischen Unternehmen werden Lohnmodelle, die einen größeren Teil der Entlohnung leistungsabhängig gestalten wollen, direkt vom Management unilateral implementiert. Des Weiteren basieren Boni und Lohnerhöhungen häufig auf den Bewertungen des direkten Vorgesetzten. Anders in Deutschland, hier müssen alle Gehaltsfragen mit dem Betriebsrat geklärt werden, der im allgemeinen aus generellen Erwägung heraus Elemente der zentralen Lohnverhandlung und eine Begrenzung der leistungsabhängigen Bezahlung fordern wird.

Ein typisches Beispiel für die Funktionsweisen des verhandelten Shareholder Value ist die Reaktion des Betriebsrates der Schering AG auf Forderungen des Finanzvorstandes nach einer Ausdehnung der leistungsabhängigen Bezahlung. Prinzipiell zeigte sich der Betriebsrat mit der Einführung leistungsabhängiger Bezahlung einverstanden, stellte aber eine Reihe von Bedingungen als Preis seines Einlenkens. Eine Bedingung war, dass der Leistungslohn nur einen kleinen Prozentsatz des Gehaltes ausmachen durfte. Eine zweite Bedingung war, dass die Menge, die ein einzelner Beschäftigter an Leistungslohn erhalten konnte, durch gewisse Ober- und Untergrenzen definiert wird, um den Solidaritätsgedanken in der Belegschaft nicht zu gefährden. Eine dritte Bedingung war, dass die Evaluierung der einzelnen Beschäftigten nach standardisierten Kriterien zu geschehen hat, die zwischen Management und Betriebsrat ausgehandelt werden müssen, um die Transparenz und Fairness des Evaluierungsprozesses zu gewährleisten.

Ein zweites Beispiel für die Involvierung der Betriebsräte in den verhandelten Shareholder Value ist das Problem der unprofitabler Geschäftsbereiche. Angloamerikanische Unternehmen verkaufen oder schließen derartige Bereiche oft nach relativ kurzer Zeit, wenn gegebene Zielgrößen regelmäßig nicht erreicht werden. In deutschen Unternehmen ist das Verfahren mit unprofitablen Geschäftsbereichen durch die Beteiligung des Betriebsrates anders strukturiert. Ersten werden Schließungen durch die Fähigkeit des Betriebsrates, Sozialpläne zu verhandeln, langwierig und kostenintensiv. Zweitens, ist die Entscheidung zu verkaufen gefällt worden, so ist der Betriebsrat in die Verhandlungen mit potentiellen Kunden miteinbezogen und kann Einfluss auf die Auswahl des Käufers nehmen, wobei nicht immer derjenige Käufer am besten zahlt, der mit dem Betriebsrat die besten Ergebnisse erzielt hat. VEBAs Verkauf von dem Pharma-Unternehmen AstaMedica (Zugehör 2001) und Bayers

Verkauf des Pigmentbereiches an Kerr-McGee sind Beispiele für diese Facette des verhandelten Shareholder Value.

Von unzähligen weitere Anekdoten über die Unmöglichkeit, Shareholder Value Programme ohne Abänderung durch die Verhandlungen mit dem Betriebsrat zu bekommen, könnte hier berichtet werden. Der Betriebsrat von Mannesmann stimmte dem Übernahmevorschlag von Vodafone erst zu, nachdem zugesichert war, dass man für das Auto- und Spezialstahlgeschäft einen "guten deutschen Käufer" finden würde. Siemens, das große diversifizierte Elektronikunternehmen, war Schauplatz eines besonders dramatischen Versuch der Implementierung eines Shareholder-Value-Programms. Siemens wurde oft von institutionellen Investoren wegen der Quersubventionen von profitablen zu unprofitablen Geschäftsbereichen kritisiert. Als die Sparte Netzausrüstungen 2000 und 2001 weit in die Verlustzone geriet, wollte das Management mit Massenentlassungen gegensteuern und eine schnelle Rückkehr in die schwarzen Zahlen erreichen. Gegen den Betriebsrat ließ sich allerdings nur eine wesentlich moderatere Lösung mit einem weitaus längeren Zeithorizont durchsetzen.

Allgemeine Indikatoren sprechen tendenziell dieselbe Sprache wie die oben aufgeführten Beispiele. Die Praxis der deutschen Unternehmen ist in der Tat modifiziert worden, bewegt sich aber in großem Abstand zu der Praxis in angloamerikanischen Unternehmen. Stock Options sind z.B. ein traditionelles Werkzeug des Shareholder Values, die finanziellen Interessen von Investoren und Managern gleichzuschalten. Eine Anpassung des Unternehmensrechtes 1997 ermöglichte es deutschen Unternehmen, Stock Options einzusetzen und so Managementgehälter effektiv an die Entwicklung des Aktienpreises zu koppeln.⁶ Seitdem haben fast alle großen deutschen Unternehmen Stock Option Pläne für zumindest ihr Topmanagement erstellt. Jedoch werden sie in einem weitaus geringeren Volumen verwendet als in angloamerikanischen Unternehmen.

Ein einfacher aber nützlicher Weg, um das Ausmaß festzustellen, in dem in einem Unternehmen Stock Options verwendet werden, ist die Anzahl der für Stock-Option-Pläne zur Verfügung zu stehenden Aktien durch die Anzahl aller ausstehenden Aktien zu dividieren.

Tabellen 1 und 2 zeigen dieses Verhältnis für den Dow Jones Industrial 30 und den DAX 30. Es fällt auf, dass die Mediagröße bei den DAX 30 nur 0,5 Prozent im Vergleich zu 7,2 Prozent bei den Unternehmen des Dow Jones Industrial 30 ist.⁷ Nur Daimler Chrysler (mit 4,2 Prozent) erreicht ein Verhältnis, das dem der amerikanischen Unternehmen nahe kommt, ein Umstand, der den zahlreichen Berichten Recht gibt, die von den weitreichenden Folgen der Fusion für die Entgelte, vor allem der deutschen Manager, sprechen.

Ein zweiter allgemeiner Indikator ist die Verteilung der Wertschöpfung der in einem Unternehmen entsteht. In früheren Arbeiten wurde festgestellt, dass der Anteil der Aktionäre an der Wertschöpfung in deutschen Unternehmen wesentlich niedriger ist als in amerikanischen Unternehmen. De Jong (1997) hat festgestellt, dass der Anteil der Aktionäre bei amerikanischen und britischen Unternehmen bei 15 Prozent liegt, im Vergleich zu drei Prozent bei "germanischen" Unternehmen. Beyer und Hassel (dieses Buch) haben darüber

⁶ Vor der Gesetzesänderung war es für Unternehmen wesentlich schwieriger Gehalt und Aktienpreis über ein Anreizsystem zu koppeln. Über die Vergabe von Krediten wurde es dem Management ermöglicht Wandelschuldverschreibungen zu kaufen – ein komplexer und sehr indirekter Weg zu den Zielsetzungen der Stock Options.

⁷ Angesichts der Tatsache, dass Stock Option Pläne häufig sehr langfristig angelegt sind (drei bis sieben Jahre), bräuchte man zum Nachweis der Konvergenzthese noch lange keine Verhältnisse wie in den USA nachweisen, da einige Zeit für die Aufholphase Deutschland berücksichtigt werden müsste. Trotzdem bleibt die Größenordnung des Unterschieds sehr auffällig.

hinaus festgestellt, dass der Anteil der Wertschöpfung, der an Aktionäre geht, in deutschen Unternehmen zugenommen hat, von zwei auf 2,8 Prozent in der zweiten Hälfte der 90er Jahre. Allerdings mit knapp 3 Prozent bleiben deutsche Unternehmer immer noch weit hinter den 15 Prozent, die de Jong für die angloamerikanischen Unternehmen berechnet hat.

5. Schlussfolgerung

Die Schlüsselfrage der deutschen Corporate Governance der jüngsten Vergangenheit war, wie mit den Forderungen institutioneller Investoren nach der Implementierung des Shareholder Value Gedanken in deutschen Unternehmen umgegangen werden sollte. Diese Forderungen wurden in die bestehende Stakeholder-Koalition eingebracht, deren traditionell mächtigsten Mitglieder Großaktionäre und Belegschaften sind. Dieses Papier hat die Sichtweise vertreten, dass die Veränderung, die in Deutschland stattfinden, zwar als wichtig, aber in ihrer Natur als inkrementelle, auf keinen Fall radikale, Entwicklungen des Stakeholdermodells der Corporate Governance zu interpretieren sind. Es nimmt eine Position zwischen der Konvergenz- und der Divergenzerwartungshaltung ein. Die zu erwartenden Veränderungen wurden auf zwei Ebenen analysiert.

Auf der institutionellen Ebene ist die wichtigste Modifikation des deutschen Nachkriegsmodell die Aufnahme der institutionellen Investoren in die damit *erweiterte Stakeholder-Koalition*. Das stärkste Moment der Stabilität stellt in Deutschland die Arbeitnehmerseite mit ihren Repräsentanten dar, wobei hier die Schlüsselposition, die Betriebsräte in den Unternehmen innehaben, noch einmal aktuell durch die Reform des Betriebsverfassungsgesetzes (2001) bestätigt und gestärkt worden ist. Die Macht der Beschäftigten als Stakeholder ist also stabil geblieben. Die größten Veränderungen haben sich auf der Seite des Eigentums ergeben. In der Stakeholder-Koalition der Nachkriegszeit waren Großaktionäre die dominanten Eigentümer. Kleinere Investoren waren generell passiv und wurden von Banken vertreten. Auch wenn kein Umschlagen der Eigentümerstruktur hin zu reinem Streubesitz durch institutionelle Investoren zu beobachten ist, ein Zustand der für angloamerikanische Unternehmen kennzeichnend ist, so ist doch ein "gemischtes" System entstanden, indem Großaktionäre und institutionelle Investoren mit weitaus kleineren Anteilen gleichzeitig Unternehmen eignen. Die Stakeholder-Koalition der Nachkriegszeit ist also modifiziert, nicht aber durch das Shareholder-System ersetzt worden.

Auf der Ebene der Praxis entsteht ein System des verhandelten Shareholder Values. Der verhandelte Shareholder Value ist eine stabile Alternative, die sich vom Shareholder Value angloamerikanischer Prägung 1) durch den Prozess der Entscheidungsfindung und 2) in den Ergebnissen, die diese Prozesse zeitigen, unterscheidet. Es konnten Beispiele eines Verhandlungsprozesses innerhalb erweiterter Stakeholder-Koalitionen präsentiert werden, der zu einer Abwandlung der Shareholder Value Maßnahmen führt, wenn ein Mitglied der Koalition Einwendungen hat. Makrodaten, wie z.B. die Verwendung von Stock Options oder die Verteilung der Wertschöpfung zwischen verschiedenen Stakeholdern, unterstützen die Sichtweise einer deutschen Form des Shareholder Values.

REFERENZEN

- Bamberg, Ulrich, Michael Bürger, Birgit Mahnkopf, Helmut Martens, und Jörg Tiemann. 1987. *Aber ob die Karten voll ausgereizt sind. 10 Jahre Mitbestimmungsgesetz 1976 in der Bilanz*. Köln: Bund-Verlag.
- Beyer, Jürgen. 2002. "Deutschland AG a.D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen." in *MPIfG Working Paper 02/5*. Cologne.
- Davis, E. Philip, and Christine Li. 2002. "Demographics and Financial Asset Prices in the Major Industrial Economies." Pp. 38. West London.
- De Jong, Henk. 1997. "The Governance Structure and Performance of Large European Corporations." *Journal of Management and Governance* 1:5-27.
- Eckert, Stefan. 2000. "Konvergenz der nationalen Corporate Governance-Systeme?: Ursachen und Internationalisierungswirkungen der Denationalisierung der Corporate Governance großer deutscher Aktiengesellschaften am Beispiel der Hoechst AG." Pp. 95-135 in *Globalisierung als Herausforderung der Betriebswirtschaftslehre*, edited by Dodo zu Knyphausen-Aufseß. Wiesbaden: Gabler.
- Goyer, Michel. 2002. "The Transformation of Corporate Governance in France and Germany: The Role of Workplace Institutions." Cologne: MPIfG.
- Hall, Peter A., and David Soskice (Eds.). 2001. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Hirschman, Albert. 1970. *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge: Harvard University Press.
- Höpner, Martin. 2000. "Unternehmensverflechtung im Zwielficht. Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG." *WSI-Mitteilungen* 53:655-663.
- . 2003. *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*. Frankfurt am Main: Campus.
- Höpner, Martin, Gregory Jackson. 2001. "An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance." Pp. 53. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Höpner, Martin, Gregory Jackson, und Antje Kurdelbush. Im Erscheinen. "Corporate Governance and Employees in Germany: Changing Linkages, Complementarities and Tensions." in *Corporate Governance and Labour Management*, edited by Howard Gospel and Andrew Pendleton. Oxford: Oxford University Press.
- Hopt, Klaus J., Hideki Kanda, und Mark J. Roe (Eds.). 1998. *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*. Oxford: Oxford University Press.
- Hutton, Will. 1995. *The State We're In*. London: Vintage.
- Inagami, Takeshi. 2001. "From Industrial Relations to Investor Relations? Persistence and Change in Japanese Corporate Governance, Employment Practices and Industrial Relations." *Social Science Japan Journal* 4:225-241.

- Jackson, Gregory. 2001a. "Comparative Corporate Governance: Sociological Perspectives." in *The Political Economy of the Company*, edited by Andrew Gamble, Gavin Kelly, and John Parkinson. Oxford: Oxford University Press.
- . 2001b. "Organizing the Firm: Corporate Governance in Germany and Japan, 1870-2000." in *Department of Sociology*. New York: Columbia University.
- Jürgens, Ulrich. 2002. "Corporate Governance, Innovation, and Economic Performance - A Case Study on Volkswagen." Pp. 38. Berlin: WZB.
- Jürgens, Ulrich, Katrin Naumann, und Joachim Rupp. 2000. "Shareholder Value in an Adverse Environment: The German Case." *Economy and Society* 29:54-79.
- Jürgens, Ulrich; Joachim Rupp, Katrin Vitols unter Mitarbeit von Bärbel Jäschke-Werthmann. 2000. "Corporate Governance and Shareholder Value in Deutschland - Nach dem Fall von Mannesmann - Paper revisited." Pp. 34. Berlin: Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- Kädtler, Jürgen, und Hans Joachim Sperling. 2001. "Globalisation, Financialisation and Car Manufacturing." *Competition and Change* 6.
- Kelly, Gavin, Dominic Kelly, und Andrew Gamble (Eds.). 1997. *Stakeholder Capitalism*. London: Macmillan Press.
- McCahery, Joseph A., Piet Moreland, Theo Raaijmakers, und Luc Renneboog (Eds.). 2002. *Corporate Governance Regimes: Convergence and Divergence*. Oxford: Oxford University Press.
- Pfeiffer, Hermanus. 1986. "Großbanken und Finanzgruppen: Ausgewählte Ergebnisse einer Untersuchung der personellen Verflechtungen von Deutscher, Dresdner und Commerzbank." *WSI Mitteilungen* 7:473-80.
- . 1993. *Die Macht der Banken. Die personellen Verflechtungen der Commerzbank, der Deutschen Bank und der Dresdner Bank mit Unternehmen*. Frankfurt: Campus Verlag.
- Van Den Berghe, Lutgart, Christoph Van Der Elst, Steven Carchon, und Abigail Levrau. 2002. *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence?: A European Perspective*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Vitols, Sigurt. 2002a. "Reforming the German Pension System: The Introduction of the "Riester Rente" and its Effect on the Financial System." Berlin.
- . 2002b. "Shareholder Value, Management Culture and Production Regimes in the Transformation of the German Chemical-Pharmaceutical Industry." *Competition and Change* 6:309-325.
- Vitols, Sigurt, Steven Casper, David Soskice, und Stephen Woolcock. 1997. "Corporate Governance in Large British and German Companies: Comparative Institutional Advantage or Competing for Best Practice." London: Anglo German Foundation.
- Welskopp, Thomas. 2002. *Corporate Governance: Herausforderungen und Lösungsansätze*. Heidelberg: Physica-Verlag.
- Wojcik, Dariusz. 2001. "Change in the German Model of Corporate Governance: Evidence from Blockholdings, 1997-2001."
- Zugehör, Rainer. 2001. "Mitbestimmt ins Kapitalmarktzeitalter?" *Mitbestimmung* 5/2000:38-42.

Tabelle 1: Größte Aktionäre und Benutzung von Aktienoptionen bei den DAX 30 Unternehmen, in 2002

Unternehmen	Größter Aktionär			Optionen als % der Aktien im Umlauf
	% der Aktien	Aktionär	Typ	
Adidas-Salomon	> 5			1,1
Allianz	23	Münchener Rückversicherung	Versicherung	0,3
Altana	50,1	Quandt Family	Gründer/Familie	1,7
BASF	9,2	Allianz AG	Versicherung	0,5
Bayer	5	Allianz AG	Versicherung	0
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	26,3	Münchener Rückversicherung	Versicherung	0
Bayerische Motoren Werke	48	Quandt Family	Gründer/Familie	0
Commerzbank	10	CoBra Beteiligungs GmbH	Finanzdienstleister	0
DaimlerChrysler	12,5	Deutsche Bank	Bank	4,2
Deutsche Bank	> 5			2,7
Deutsche Lufthansa	10,1	Bundesrepublik Deutschland	Staat	0,4
Deutsche Post	71,3	Bundesrepublik Deutschland	Staat	0,5
Deutsche Telekom	43,1	Bundesrepublik Deutschland	Staat	0,2
E.ON	7,6	Allianz AG	Versicherung	0,6
Epcos	12,5	Siemens AG	Unternehmer	0,9
Fresenius Medical Care	50,3	Fresenius AG	Unternehmer	2,6
Henkel	58,2	Henkel Family	Gründer/Familie	0,2
Infineon Technologies	71,9	Siemens AG	Unternehmer	1,8
Linde	13,1	Allianz AG	Versicherung	0
MAN	36,1	Regina-Verwaltungsgesellschaft mbH	Gründer/Familie	0
Metro	56,5	Beshaim/Haniel Families	Gründer/Familie	0,4
MLP	27,3	Manfred Lautenschläger	Gründer/Familie	0
Müncher Rückversicherung	24,8	Allianz AG	Versicherung	0,1
RWE	13,3	Allianz AG	Versicherung	1
SAP	62,5	Klaus Tschira Stiftung GmbH	Gründer/Familie	2,2
Schering	10,6	Allianz AG	Versicherung	1,1
Siemens	6,9	Siemens Family	Gründer/Familie	1,4
ThyssenKrupp	16,9	Krupp-Stiftung	Gründer/Familie	1,5
TUI (formerly Preussag)	29,1	Westdeutsche Landesbank	Staat	0
Volkswagen	20	Land Niedersachsen	Staat	1,7
Median	21,5			0,5

Quelle: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und Geschäftsberichte der Unternehmen

Tabelle 2: Größte Aktionäre und Benutzung von Aktienoptionen bei den Dow Jones Industrial Unternehmen, 2002

Unternehmen	Größter Aktionär			Optionen als % der Aktien im Umlauf
	% der Aktien	Aktionär	Typ	
3M Co,	5,8	Timothy P, Smucker	Gründer/Familie	8,8
Alcoa Inc,	10,3	Fidelity Mutual Fund Group	Institutioneller Investor	8,7
American Express Co,	11,4	Berkshire Hathaway	Institutioneller Investor	11
AT&T Corp,	7,7	Putnam Investments	Institutioneller Investor	8,9
Boeing Co,	5,3	Fidelity Mutual Fund Group	Institutioneller Investor	3,4
Caterpillar Inc,	> 5			9,4
Citigroup Inc,	> 5			7,2
Coca-Cola Co,	> 5			5,7
E,I, DuPont de Nemours & Co,	> 5			6,7
Eastman Kodak Co,	11,6	Alliance Capital Management	Institutioneller Investor	17,3
Exxon Mobil Corp,	> 5			3,9
General Electric Co,	> 5			3,6
General Motors Corp,	5,6	Fiat S,p,A,	Unternehmen	3,7
Hewlett-Packard Co,	10,4	The Packard Foundation	Gründer/Familie	11,2
Home Depot Inc,	6,1	Fidelity Mutual Fund Group	Institutioneller Investor	3
Honeywell International Inc,	5,2	Alliance Capital Management	Institutioneller Investor	6,6
Intel Corp,	5,3	Gordon E, Moore	Gründer/Familie	11,5
IBM Corp,	> 5			9,3
International Paper Co,	6,9	Alliance Capital Management	Institutioneller Investor	6
J,P, Morgan Chase & Co,	> 5			9,8
Johnson & Johnson	> 5			5,4
McDonald's Corp,	9,5	Fidelity Mutual Fund Group	Institutioneller Investor	11,6
Merck & Co, Inc,	> 5			6,6
Microsoft Corp,	12,3	William H, Gates	Gründer/Familie	16,6
Philip Morris Cos, Inc,	7	Fidelity Mutual Fund Group	Institutioneller Investor	6,4
Procter & Gamble Co,	> 5			7,7
SBC Communications Inc,	> 5			4
United Technologies Corp,	> 5			7,2
Wal-Mart Stores Inc,	38,4	John T, Walton	Gründer/Familie	1,1
Walt Disney Co,	10,8	Steven T, Kirsch	Gründer/Familie	9
Median	5,3			7,2

Quelle: Geschäftsberichte und Proxy Statements für die Security Exchange Commission