

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT  
FRANKFURT AM MAIN**

**FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN**

**Reinhard H. Schmidt**

**Stakeholderorientierung, Systemhaftigkeit und Stabilität  
der Corporate Governance in Deutschland**

**No. 162  
März 2006**



**WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING**

**Reinhard H. Schmidt<sup>†</sup>**

**STAKEHOLDERORIENTIERUNG, SYSTEMHAFTIGKEIT UND STABILITÄT  
DER CORPORATE GOVERNANCE IN DEUTSCHLAND**

**Finance and Accounting Working Paper**

**No. 162**

**März 2006**

**ISSN 1434-3401**

Erscheint in „Perspektiven der Corporate Governance“  
herausgegeben von Ulrich Jürgens u.a.  
Nomos-Verlag, Baden-Baden 2006

---

<sup>†</sup> Reinhard H. Schmidt ist Inhaber der Wilhelm Merton Professur für Internationales Bank- und Finanzwesen an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main, email: [schmidt@finance.uni-frankfurt.de](mailto:schmidt@finance.uni-frankfurt.de)

*The Working Paper Series Finance and Accounting serves to make research findings available to other researchers in preliminary form, to encourage discussion and suggestions for revision before final publication. Opinions are solely those of the authors.*

## **Stakeholder orientation, systemic consistency and stability of German corporate governance**

### **Abstract**

Since the time of Germany's belated industrialisation, corporate governance in Germany has been stakeholder oriented in the dual sense of attaching importance to the interests of stakeholders who are not at the same time shareholders, and of providing certain opportunities for these stakeholders to influence corporate decisions.

Corporate governance is also systemic. It is a system of elements that are complementary to each other, and also consistent. In other words, it is composed of elements for which it is important that they fit together well, and in the German case these elements did fit together well until quite recently. Corporate governance as a system is itself an element of the German bank-based financial system at large and possibly even of the entire German business and economic system. Stakeholder orientation of governance is consistent with the general structure of this system, and even represents one of its central elements.

In retrospect, German corporate governance has also proved to be surprisingly stable. Its fundamental traits date back to the turn from the 19<sup>th</sup> to the 20<sup>th</sup> century. There are strong reasons to assume that the systemic features, that is, its complementarity and consistency, have greatly contributed to its past stability.

Since about ten years now, there are growing tendencies to question the viability and stability of the German corporate governance system and even the financial system as a whole. One of the central topics in the new debate concerns the stakeholder orientation of the system, which some observers and critics consider as the main weakness of the "German model" under the increasing pressures of globalisation and European integration.

As far as their development over time is concerned, systems of complementary elements exhibit certain peculiarities:

- (1) They do not adjust easily to changing circumstances.
- (2) Changes concerning important individual elements, such as the stakeholder orientation of governance, tend to jeopardize the viability and the stability of the entire system.
- (3) While they appear to be stable, systems shaped by complementary elements may simply be rigid and tend to break under strong external pressure.

"Breaking" means that a system undergoes a fundamental transformation. It seems plausible to assume that the German financial system is already in the middle of such a transformation. It is yet another consequence of its systemic character that this transformation is not likely to be a smooth and gradual process and that it will not lead to a "mixed model" but rather to the adoption of a capital market-based financial system as it prevails in the Anglo-Saxon countries. In such a system, corporate governance cannot be geared to catering to the interests of stakeholders, and an active role for them would not even make any economic sense.

## 1. Ausgangspunkte

Die drei Stichworte Stakeholderorientierung, Systemhaftigkeit und Stabilität, mit denen dieser Beitrag überschrieben ist, hängen eng zusammen und kennzeichnen gleichzeitig die tradierten Besonderheiten des deutschen Systems der „Corporate Governance“, d.h. der Unternehmenssteuerung und Kontrolle:

In Deutschland ist die Corporate Governance schon seit dem Beginn der „verspäteten Industrialisierung“ nach 1870 „stakeholderorientiert“. Das bedeutet, sie ist an den Interessen verschiedener Gruppen, und nicht nur der Eigentümer oder Aktionäre, ausgerichtet und räumt diesen auch gewisse Mitwirkungsmöglichkeiten ein.

Corporate Governance ist auch in ausgeprägter Weise systemhaft. Sie bildet für sich ein System von komplementären Elementen oder Merkmalen, die sich, wenn es ein gutes und funktionsfähiges oder konsistentes System ist, gegenseitig ergänzen und stützen. Dieses System ist zudem eingebettet in das jeweilige Finanzsystem eines Landes und zumindest nach der Ansicht einiger Wissenschaftler<sup>1</sup> sogar Teil eines noch umfassender zu verstehenden nationalen Wirtschaftssystems. Das gilt im Prinzip für die Corporate Governance aller wichtigen Industrieländer und damit auch für den deutschen Fall. Dessen Stakeholderorientierung trägt zur Gesamtstruktur des Systems bei und wird durch das Zusammenwirken aller Systemelemente der Corporate Governance und des Finanzsystems gestützt.

Das deutsche Modell der Corporate Governance ist im Rückblick verblüffend stabil. Seine Grundzüge haben sich seit dem Ende des 19. Jahrhunderts herausgebildet, dann in der späten Kaiserzeit und der Weimarer Zeit verstärkt. Die Entwicklung der Corporate Governance und des Finanzsystems nach dem zweiten Weltkrieg knüpfte an diese Tradition nahezu bruchlos an. Im letzten Drittel des vorigen Jahrhunderts wurde die deutsche Corporate Governance vor allem durch die Einführung und Erweiterung der gesetzlichen Mitbestimmung zu dem internationalen Musterbeispiel eines stakeholderorientierten Systems. Es gibt, wie noch darzustellen ist, Grund zu der Vermutung, dass die Systemhaftigkeit, das Zusammenpassen der Elemente der deutschen Corporate Governance in ihren konkreten Ausprägungen und mithin auch deren Stakeholderorientierung ursächlich dafür sind, dass das System als Ganzes so lange so erstaunlich stabil war.

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu Arbeiten von Autoren wie Streeck (1991), Hall/Soskice (2001) und Amabel (2003), die die „Spielarten des Kapitalismus“ diskutieren, und Wirtschaftsgeschichtlern wie Abels Hauser (2003).

Stabilität ist aber nur die eine Seite der Medaille. Die andere Seite zeigt eine seit knapp zehn Jahren immer stärker werdende Tendenz, das ganze System in Frage zu stellen. Die angesprochenen neueren Entwicklungen betreffen zahlreiche Einzelmerkmale oder Elemente der deutschen Corporate Governance und damit nicht zuletzt dessen Stakeholderorientierung, die sich am deutlichsten in dem starken Bankeneinfluss und der Mitbestimmung der Arbeitnehmer manifestiert. Gerade letztere erscheint vielen Kritikern als eine besonders markante Schwäche des Systems und bildet – vielleicht nicht nur deshalb – das Hauptziel ihrer Angriffe. Die Systemhaftigkeit der Corporate Governance hat aber zur Folge, dass eine Veränderung einzelner Elemente sich nicht nur auf diese speziellen Elemente oder Bausteine auswirkt, sondern das Gesamtsystem oder die Architektur und Statik des ganzen Gebäudes in Frage stellt und möglicherweise verändert. Gebilde, die man als Systeme komplementärer Elemente kennzeichnen kann, unterliegen eigenen Veränderungsgesetzen. Sie neigen dazu, sich entweder sehr wenig oder aber fundamental zu verändern. Dass eine solche fundamentale Veränderung ansteht oder vielleicht sogar schon eingesetzt hat, ist im Falle der deutschen Corporate Governance nicht auszuschließen.

Die Systemhaftigkeit der Corporate Governance hat eine weitere wichtige Konsequenz und einen weiteren Zusammenhang mit den Themenstichworten Stakeholderorientierung und Stabilität: Kommt es in der nächsten Zeit in der deutschen Corporate Governance und im deutschen Finanzsystem zu einer grundlegenden Veränderung, dann wäre dies aus Gründen der Systemhaftigkeit wahrscheinlich ein Systemwechsel hin zu dem angelsächsischen Typ eines Corporate Governance- und Finanzsystems. Ein solches System lässt von seiner Grundstruktur her wenig Raum für eine Stakeholderorientierung im doppelten Sinne einer Berücksichtigung von Stakeholderinteressen in den internen Mechanismen der Corporate Governance und einer aktiven Rolle der Stakeholder.

In diesem Beitrag möchte ich die drei Merkmale Stakeholderorientierung, Systemhaftigkeit und Stabilität der Corporate Governance speziell für den deutschen Fall beschreiben und analysieren und den skizzierten Zusammenhang zwischen ihnen näher untersuchen. Ich beginne im nächsten Abschnitt mit einer knappen allgemeinen Kennzeichnung der Corporate Governance in Deutschland und in den angelsächsischen Ländern. Der dritte Abschnitt ist der Frage gewidmet, ob auch die Interessengruppen, die nicht zugleich Aktionäre sind und die man inzwischen auch im Deutschen als „Stakeholder“ bezeichnet, in der Corporate Governance, aus ökonomischen Gründen eine aktive Rolle spielen sollen. Ich werde diese Frage positiv beantworten: Ja, *im Prinzip* ist dies sinnvoll. Dies trifft besonders für Deutschland zu und gilt speziell für zwei Gruppen von Stakeholdern: die Banken als

Kreditgeber und die Mitarbeiter. Und es gibt durchaus Gründe zu vermuten, dass die Argumente, die für eine Stakeholderorientierung sprechen, in der Zeit der beschleunigten Globalisierung gewichtiger sind, als sie je waren.

Dass eine aktive Rolle von Stakeholdern in der Corporate Governance sinnvoll sein kann, sagt noch nichts darüber aus, ob ein stakeholderorientiertes Corporate-Governance-System auch funktionieren kann. Dieser Frage ist der vierte Abschnitt gewidmet. Auch diese Frage werde ich *im Prinzip* positiv beantworten. Dabei werde ich deutlich machen, wie wichtig es für die Funktionsfähigkeit eines Corporate-Governance-Systems ist, ob seine Elemente untereinander vereinbar sind und ob das Corporate-Governance-System zu dem es umgebenden Finanzsystem des betreffenden Landes passt. Somit ist, wie ich argumentieren werde, eine Stakeholderorientierung im Sinne einer Zuweisung von Einfluss- und Kontrollrechten an Stakeholder auch nur in einen bestimmten Typ von Corporate-Governance-Systemen. Zu diesem Zwecke werde ich den einzigen wirklich „wettbewerbsfähigen“ anderen Typ eines Corporate-Governance-Systems, das angelsächsische System, kennzeichnen und verdeutlichen, wie in diesem System die Interessen der Stakeholder geschützt werden, auch wenn sie keine aktive Rolle in der Corporate Governance spielen.

Ich habe meine Thesen bewusst vorsichtig formuliert: Stakeholderorientierung *kann* sinnvoll sein, und ein stakeholderorientiertes Corporate-Governance-System ist *im Prinzip* möglich. Für diese Vorsicht gibt es gute Gründe, die ich im fünften Abschnitt herausstellen werde: Erstens ist – auch aus der Sicht der betroffenen Stakeholder – keineswegs nur ein stakeholderorientiertes System der Unternehmenskontrolle wünschenswert, und zweitens ist es fraglich, ob sich ein solches System unter den gegenwärtigen Bedingungen auch erhalten kann. Damit ist allgemeiner die Frage nach der Stabilität des stakeholderorientierten Corporate-Governance-Systems aufgeworfen.

Vorweg noch einmal zur Wortwahl: Als Stakeholder von Unternehmen bezeichnet man die Personen und Personengruppen, die in wesentlicher Weise davon betroffen sind, wie in einem Unternehmen entschieden wird und wie erfolgreich das Unternehmen ist. Für diese Personen und Personengruppen steht etwas auf dem Spiel, auf Englisch: *they have something at stake, they hold a stake*. So gesehen sind Investoren-Eigentümer-Shareholder natürlich auch Stakeholder. Aber sie sind nicht die einzigen Stakeholder. Der Einfachheit halber verwende ich trotzdem in diesem Beitrag den Begriff der Stakeholder als Gegenbegriff zu dem der Shareholder, also im Sinne von „Stakeholdern, die nicht zugleich Shareholder sind“. Wenn

eine Aussage sowohl für die so definierten Stakeholder als auch für die Aktionäre gilt, spreche ich von „Stakeholdern im weiteren Sinne“.

## **2. Grundfragen und Grundstrukturen der Corporate Governance**

### **2.1. Zwei Vorstellungen von Corporate Governance**

Was der Begriff der Corporate Governance bezeichnet und worum es bei dem Thema geht, sehen verschiedenen Autoren – je nach ihrer Herkunft, ihrer Rolle und ihren politischen Präferenzen – sehr unterschiedlich.<sup>2</sup> Hier wie öfter im Folgenden ist der Vergleich mit dem angelsächsischen System hilfreich, um das in Deutschland und anderen kontinentaleuropäischen Ländern und in Japan vorherrschende System besser zu verstehen.

In den angelsächsischen Ländern geht es in der politischen und wissenschaftlichen Diskussion über die Corporate Governance vor allem um den Konflikt zwischen Spitzenmanagern und Aktionären. Das war schon so bei Berle und Means, die 1932 mit einem wichtigen Buch die neuere Diskussion angestoßen haben, und es ist auch der Hintergrund des kürzlich nach den Skandalen bei Enron und Worldcom erlassenen Sarbanes-Oxley Act, des amerikanischen Gesetzes zur Unternehmenskontrolle.

In der angelsächsischen Corporate Governance gelten nur die Aktionärsinteressen als wirtschaftlich und rechtlich relevant. Daraus ergibt sich unmittelbar, worin die Aufgabe der Manager besteht: den Marktwert des Eigenkapitals oder der Aktien so sehr wie möglich zu steigern. Dieses Gebot der Shareholder-Value-Maximierung gilt ohne jede Einschränkung. Das angelsächsische System der Corporate Governance ist insofern von den Unternehmenszielen her „interessenmonistisch“ und aktionärs- bzw. kapitalmarktorientiert. Deshalb gibt es dort auch nicht wie bei deutschen Aktiengesellschaften eine Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat, sondern einen Einheitsvorstand, der sich aus geschäftsführenden oder internen Mitgliedern und *outside directors* zusammensetzt. Letztere sind nur Kontrolleure und Ratgeber, nicht aber Vertreter verschiedener Interessen. Die Vertretung verschiedener Stakeholdergruppen im *board* hätte angesichts der eindeutigen Zielsetzung auch keine Funktion, sie würde nur zu Interessenkonflikten und Reibereien führen.

Andere Stakeholder haben in den angelsächsischen Ländern auch konsequenterweise keine aktive Funktion und keinen Einfluss in der Corporate Governance. Es wäre allerdings falsch, daraus abzuleiten, dass deshalb ihre Interessen nicht geschützt wären. Dies ist durchaus der Fall, nur geschieht es nicht mit Mitteln der Corporate Governance. Verträge und Gesetze, die

---

<sup>2</sup> Eine instruktive Übersicht über Definitionen und Inhaltsbestimmungen bietet Prigge (1998).

typischerweise strenger ausgelegt werden als bei uns, und wesentlich flexiblere Märkte bieten dort die nötige Sicherung für die Stakeholder-Interessen.

In Deutschland, vielen anderen Ländern Kontinentaleuropas und Japan geht man von einem weiteren Begriff der Corporate Governance aus. Hier bezeichnet man als Corporate Governance die Gesamtheit der institutionellen Regelungen und Vorkehrungen, die bestimmen, wie in – vor allem großen börsennotierten – Unternehmen Entscheidungen getroffen werden, wer welchen Einfluss auf die Entscheidungen hat und wie die zum Teil divergierenden Interessen der Einflussberechtigten gegeneinander abgewogen werden. Damit gehört das Unternehmensziel und die Aufgabe, die der Vorstand zu erfüllen hat, zur Corporate-Governance-Thematik.

Natürlich geht es immer auch um die Kontrolle des Managements. Im Vordergrund steht aber die Ausbalancierung verschiedener Interessen der wichtigen Stakeholder, natürlich einschließlich der Aktionäre. Der institutionelle Ort, an dem dies geschieht, ist in Deutschland der Aufsichtsrat. Er ist zusammengesetzt aus Vertretern verschiedener Stakeholder-Gruppen im weiteren Sinne. Man findet dort Arbeitnehmervertreter, Bankenvertreter, Vertreter der in Deutschland sehr verbreiteten Großaktionäre und ehemalige Spitzenmanager desselben Unternehmens. Natürlich gibt es auch die Vertreter der typischen Kleinaktionäre, aber sie sind eine Minderheit.

## **2.2. Die Aufgaben der Unternehmensleitung und das Unternehmensziel**

Der Aufsichtsrat legt die Grundlinien der Unternehmenspolitik fest, er setzt dem Vorstand Ziele, er kontrolliert ihn, und er bestellt und entlässt dessen Mitglieder. Die Unternehmenspolitik bestimmt aber nicht er, sondern der Vorstand, Gleichwohl ist die Rolle des Aufsichtsrats sehr stark, nicht zuletzt weil er die Vorstandsmitglieder ernennt bzw. abberuft.<sup>3</sup>

Diese Rollenbestimmung des Aufsichtsrats wirft die Frage auf, wie er überhaupt in der Lage sein soll, den Vorstand zu kontrollieren. Die Antwort hängt davon ab, wie die Aufgabe des Vorstandes und des Aufsichtsrats bestimmt sind und wie der Aufsichtsrat zusammengesetzt ist, wie gut er informiert ist und wie er arbeitet. Die aktienrechtlichen Vorschriften (§76(1) AktG) über die Aufgabe des Vorstands sind vage. Juristen deuten sie so, dass der Vorstand

---

<sup>3</sup> Einen aktuellen Überblick über die rechtlich-institutionelle Seite der „Unternehmensverfassung“ in Deutschland bieten Rieckers/Spindler 2004.



„im Unternehmensinteresse“ zu handeln habe<sup>4</sup> – eine viel unpräzisere Vorgabe, als die, den Shareholder Value zu maximieren. Das „Unternehmensinteresse“ wird sehr breit interpretiert. Es deckt zwar auch das Interesse der Aktionäre ab, beschränkt sich aber nicht darauf. Auch der Aufsichtsrat ist per Gesetz zur Wahrung des „Unternehmensinteresses“ verpflichtet.

Man kann die Ausrichtung von Vorstand und Aufsichtsrat am Unternehmensinteresse so deuten, dass „die Verwaltung“<sup>5</sup>, einen Interessenausgleich zwischen den verschiedenen Stakeholder-Gruppen im weiteren Sinne vorzunehmen und der Vorstand die Unternehmung entsprechend zu führen habe. Bei diesem Interessenausgleich sind allerdings zwei wichtige Nebenbedingungen zu beachten. Zum einen muss sichergestellt sein, dass die betreffenden Unternehmen wirtschaftlich überleben können, denn andernfalls ist niemandes Interesse gewahrt. Daraus ergeben sich Obergrenzen für das Maß, in dem Interessen gewahrt werden können. Zum anderen muss gewährleistet sein, dass alle Interessengruppen, also sowohl die Aktionäre als auch die anderen Stakeholder, es attraktiv finden, das, was sie jeweils einzubringen haben, also ihr Kapital, ihre Arbeitskraft, ihre Kredite, dem gemeinsamen Anliegen zur Verfügung zu stellen, statt es anderweitig einzusetzen. Daraus ergeben sich Untergrenzen dafür, wie sehr ein Unternehmen die Interessen der Stakeholder im weiteren Sinne berücksichtigen kann.

Die deutsche Corporate Governance sichert somit auch institutionell ab, dass die Interessen anderer Gruppen als der Aktionär zumindest zu einem gewissen Grad geschützt sind: Sie haben Gelegenheit, ihre Interessen und ihre Einschätzungen zum Ausdruck zu bringen und in Entscheidungen einfließen zu lassen.

### **2.3. Zwei Arten der Interessenwahrung**

Um den strukturellen Unterschied zwischen dem deutschen und dem angelsächsischen System zu verdeutlichen, hilft eine ökonomische Denkfigur, die von dem deutsch-amerikanischen Wissenschaftler Albert Hirschman stammt.<sup>6</sup> Wer von negativen Entwicklungen einer Organisation, der er verbunden ist, betroffen ist, hat grundsätzlich zwei Möglichkeiten, sich dagegen zu wehren und damit seine Interessen zu wahren: Abwanderung und Widerspruch. Jemand, für den Abwanderung leicht möglich ist und wenige Nachteile mit sich brächte, ist weniger darauf angewiesen, Widerspruch einlegen zu können. Umgekehrt ist

---

<sup>4</sup> Vgl. dazu die Diskussion und die Quellenangaben in Schmidt/Spindler (1997) sowie aktueller Rieckers/Spindler 2004.

<sup>5</sup> Juristisch werden Vorstand und Aufsichtsrat einer AG gemeinsam als „die Verwaltung“ bezeichnet.

<sup>6</sup> Vgl. Hirschman 1970. Auf Hirschmans Typologie wird in der Diskussion über die Corporate Governance häufig Bezug genommen, vgl. insb. die instruktive Arbeit von Alexander Mann (2002).

jemand, der Möglichkeiten hat, seine Interessen wirksam zum Ausdruck zu bringen, also zu widersprechen, weniger darauf angewiesen abwandern zu können. Und entsprechend sind für jemanden, für den eine Abwanderung beträchtliche Nachteile brächte, Widerspruchsmöglichkeiten besonders wichtig und wertvoll.

Im angelsächsischen System wahren alle Stakeholder im weiteren Sinne ihre Interessen eher durch Abwanderung.<sup>7</sup> Sie sind folglich auch weniger auf Möglichkeiten des Widerspruchs angewiesen, wie sie eine aktive Einbindung in die Corporate Governance bieten würde. Ein Grund, warum Abwanderung leichter und damit Mitspracherechte weniger wichtig sind, ist die Verfassung der relevanten Märkte. In Deutschland gilt das Umgekehrte: Bessere Möglichkeiten des Widerspruchs, wie sie sich an der wichtigen Rolle des Aufsichtsrats und dessen Aufgabe und Zusammensetzung zeigen, lassen Abwanderung weniger nötig und damit auch weniger attraktiv erscheinen, und gleichzeitig machen schlechtere Möglichkeiten der Abwanderung den Widerspruch wichtiger. Einen Grund, warum in Deutschland die Möglichkeiten zur Abwanderung schlechter sind, stellen die weniger flexiblen Märkte dar. Daneben gibt es andere Gründe, die noch zu diskutieren sind. Sie sind nicht einfach „gegeben“, sondern sie sind eine Folge davon, wie sich die Shareholder und die Stakeholder angesichts der für sie gegebenen Situation verhalten.

### **3. Stakeholderorientierung**

Es ist eine der Grundfragen der Corporate Governance, warum Stakeholder überhaupt aktiv und in einer Weise an der Corporate Governance teilnehmen sollten, die es ihnen erlaubt, in gewissem Maße ihre spezifischen Interessen zu vertreten. Man kommt einer Antwort auf diese Frage am besten nahe, wenn man zuerst die scheinbar naive Frage stellt, warum Eigentümer-Shareholder eine Kontrollfunktion haben und damit eine aktive Rolle in der Corporate Governance spielen, und diese Antwort dann verallgemeinert.

#### **3.1. Die Governance-Rolle der Aktionäre**

Warum sollen Aktionäre eigentlich „etwas zu sagen haben“ und das Management kontrollieren können? Sind nicht in den meisten Fällen die Manager viel kompetenter, ein Unternehmen zu leiten, als die Aktionäre? Die Antwort ist, weil Eigentümer Risikoträger sind und weil dann, wenn sich Eigentümer nicht geschützt fühlen können, vermutlich niemanden dazu bereit wäre, als Externer einem Unternehmen Kapital zur Verfügung zu stellen und

---

<sup>7</sup> Dass dies auch für Aktionäre gilt oder zumindest lange gegolten hat, spiegelt sich treffend in der so genannten „Wall Street Rule“ wieder: Wenn es Dir nicht passt, verkaufe Deine Anteile. Für den institutionell-politisch-rechtlichen Hintergrund, der zu diesem Verhaltensmuster geführt hat, vgl. Roe 1994.

Risiko zu tragen. „Wegbleiben“ ist zwar eine Form der Abwanderung im Sinne Hirschmans und somit eine der Möglichkeiten zum Selbstschutz, die potenzielle Aktionäre haben, aber sie haben sie nur so lange, wie sie ihr Kapital noch nicht eingezahlt haben.

Die ökonomische Basis des Kontrollanspruchs ist also das Risiko. Arbeitet das Management schlecht, haben erst einmal die Eigentümer-Aktionäre die Folgen zu tragen. Der Ökonom Wolfgang Stützel hat dies markant so ausgedrückt: Die anderen Stakeholder, die Arbeitnehmer, die Gläubiger und die Lieferanten, haben im Prinzip feste Zahlungsansprüche, sie sind „Festbetragsberechtigte“. Die Eigentümer bekommen nur das, was übrig bleibt, wenn deren Ansprüche befriedigt sind, sie sind die „Restbetragsberechtigten“.<sup>8</sup> Deshalb sind sie Risikoträger. Aber woraus resultiert das Risiko?

- Erstens daraus, dass die Unternehmenserträge immer (mehr oder weniger) unsicher sind, ganz unabhängig davon, wie gut oder schlecht das Management arbeitet.
- Zweitens daraus, dass Manager, zumal wenn sie von niemandem kontrolliert werden, vermutlich nicht strikt im Eigentümerinteresse handeln würden, ganz besonders wenn die Eigentümer „anonyme“ Aktionäre sind. Auch Manager neigen dazu, ihre eigenen Interessen zu verfolgen, wenn sie die Möglichkeit dazu haben.

Genau diese zweite Quelle des Risikos macht es sinnvoll, den Aktionären Kontrollrechte zu geben, auch wenn man davon ausgehen kann, dass typischerweise angestellte Manager eine höhere Kompetenz als die Aktionäre haben, ein Unternehmen zu leiten. Gäbe es nur die erste Quelle des Risikos, wären die idealen Mitglieder eines Kontrollgremiums nicht notwendigerweise die vom Risiko besonders betroffenen Aktionäre, sondern einfach andere Fachleute und professionelle „Aufseher“, wie dies oft faktisch für die *outside directors* in einem angelsächsischen *unitary board* gilt und vom Konzept her gelten sollte.

Es gibt ein drittes Argument für eine Kontrollfunktion der Aktionäre: Haben sie erst einmal ihr Kapital eingezahlt, kommt „Abwanderung“ als Form des Selbstschutzes gegen ein schlechtes Management zwar noch für einzelne Aktionäre in Frage, die gegebenenfalls ihre Aktien an andere Aktionäre verkaufen würden, aber nicht mehr für alle Aktionäre. Es nützt ihnen wenig, ihr Geld zurückzufordern, denn im Normalfall eines produzierenden Unternehmens ist es in Investitionen gebunden, die man nicht rückgängig machen kann.

---

<sup>8</sup> In der amerikanischen Literatur findet man entsprechend zu dem Begriff der „Restbetragsberechtigten“ den der „residual claimants“. Sie haben einen „claim“ auf das, was übrig bleibt, nachdem alle anderen Ansprüche befriedigt sind; vgl. Fama/Jensen (1983). Später wurde zu dem der „residual claimants“ der Gegenbegriff der „residual decision makers“ eingeführt: „Residual decision makers“ haben das Recht, Entscheidungen über Sachverhalte zu treffen, die in den Verträgen mit den anderen Stakeholdern nicht geregelt sind. Vgl. dazu Hart (1995).

Ökonomen sagen, Eigentümer haben „spezifische Investitionen“ wie beispielsweise einen bestimmten Hochofen finanziert, Wenn der Hochofen erst einmal installiert ist, ist er nur noch in dem betreffenden Unternehmen und an der selben Stelle wertvoll. Ein Abriss kommt nicht in Frage. Die Kosten spezifischer Investitionen sind häufig irreversibel oder „versunken“.<sup>9</sup>

Deshalb brauchen Aktionäre Schutz vor der Gefahr, dass das Management schlecht und eigennützig handelt. Wenn sie niemand anderer schützt, müssen sie es selbst tun, indem sie Kontroll- und Einflussrechte verlangen und nutzen. Bekommen sie diese Rechte nicht und können sie die daraus erwachsenden Gefahren absehen oder zumindest ahnen, bleiben sie von vornherein weg, werde also nicht zu Aktionären. Und weil sie von den Unternehmensergebnissen unmittelbar betroffen sind, haben sie auch ein starkes Motiv, diese Rechte effektiv zu nutzen, wenn sie sie haben.

### 3.2. Die Verallgemeinerung

Das ist die einfache und überzeugende Logik des Kapitalismus: Diejenigen haben Kontrollrechte, die sie am dringendsten brauchen. Aus dieser Logik folgt allerdings nicht, dass nur die Eigentümer Kontrollrechte haben sollen, dass sie alles bestimmen können und dass alle Unternehmensentscheidungen allein in ihrem Interesse zu treffen wären.<sup>10</sup> Das Argument lässt sich nämlich sehr gut, ja geradezu zwingend, verallgemeinern: Alle diejenigen,

- die zum Unternehmensgeschehen und zum Unternehmenserfolg etwas Wichtiges, Unverzichtbares und schwer Ersetzbares beitragen und
  - sich nicht dadurch schützen können, dass sie ihren Beitrag zurückziehen oder einbehalten,
- also alle Stakeholder, sind prinzipiell in derselben Lage. Fühlen sie sich nicht geschützt, werden sie ihren Beitrag zum Unternehmen zurückziehen, sobald sie mit dem Management und der Unternehmensentwicklung nicht zufrieden sind. Und wenn vorhersehbar ist, dass sie sich gegebenenfalls nicht zurückziehen können, werden sie sich schon von vornherein nicht bereit finden, ihren spezifischen Beitrag zu leisten.

---

<sup>9</sup> Vgl. Williamson (1985) zu dem Konzept der spezifischen Investitionen und Klein et al. (1978) zu dem Konzept der „versunkenen Kosten“ und den Konsequenzen der Verbindung von *specific investments* und *sunk costs*.

<sup>10</sup> Daraus folgt auch nicht, wer am besten geeignet wäre, Kontrolle auszuüben und damit Wert zu schaffen. Dies verweist auf die Frage, wer die Rolle des Eigentümers übernehmen sollte. Zu dem „Brauchen“ sollte auch ein „Können“ hinzutreten: Gute Eigentümer brauchen Schutz durch Einwirkungs- und Kontrollrechte und können diese so nutzen, dass ihr eigener Vorteil und möglichst auch der anderer gemehrt wird. Idealerweise sollten deshalb besonders kompetente Personen aus dem Kreis der Aktionäre – oder von den Aktionären berufene kompetente Personen – oder auch der anderen Stakeholder in Aufsichtsräten Sitz und Stimme haben.

### 3.2. Die Governance-Rolle der Kreditgeber

Diese Überlegung lässt sich unmittelbar auf den Fall von Kreditgebern, speziell von Banken, anwenden. Banken und andere Kreditgeber lassen sich – notwendigerweise vereinfachend – in zwei Gruppen einteilen. Die eine Gruppe bilden diejenigen, die ganz verlässlich gesichert sind<sup>11</sup>, und diejenigen, die nur wenig Kredit und/oder nur kurzfristige Kredite geben. Die zweite Gruppe bilden diejenigen, deren Kreditengagements langfristiger, umfangreicher und faktisch nicht vollständig gesichert sind. Kreditgeber der ersten Gruppe brauchen keinen Einfluss, um sich vor Entwicklungen zu schützen, die ihren Anspruch auf Verzinsung und Rückzahlung gefährden könnten. Sie haben ausreichende Sicherheiten, oder sie können sich schon bei geringen Anzeichen einer Gefährdung zurückziehen, d.h. „abwandern“, weil und wenn sie nur kurzfristige Kredite gegeben haben. Ganz anders ist die Situation der Kreditgeber, die große und langfristige Kredite geben und die dabei faktisch nicht voll gesichert sind, die also bei ungünstiger Unternehmensentwicklung ein gewisses Ausfallrisiko tragen. Sie brauchen Schutz durch Kontroll- und Einflussrechte. Bekommen sie diese Rechte nicht, werden sie von vornherein davon absehen, solche Kredite zu vergeben.

Die Art der Sicherung bestimmt die Bereitschaft der Banken zur Finanzierung. In den USA und England, wo Banken keine Einflussrechte haben und faktisch wie auch aus rechtlichen Gründen nicht haben können, vergeben sie auch nur wenig Kredit, nur kurzfristige Kredite und nur extrem stark gesicherte Kredite an Unternehmen.<sup>12</sup> Weil dort die Kapitalmärkte gut entwickelt sind, sind die negativen Folgen dieser Form des Selbstschutzes der Banken aber für die Unternehmen nicht gravierend. Anders in Ländern wie Deutschland, in denen der Kapitalmarkt eher wenig ergiebig ist. Hier sind die Unternehmen auf viel und langfristigen Kredit angewiesen, hier ist die Bankfinanzierung viel ausgeprägter und langfristiger, und hier haben die großen Banken auch weitgehende Kontroll- und Einflussrechte. Das passt gut zusammen, und die Finanzierungsstrukturen der Unternehmen sind teils Folge und teils Reflex der Rolle in der Corporate Governance: Viele deutsche Unternehmen wollen, ja müssen, langfristige und faktisch nicht vollständig gesicherte Kredite bekommen, und deshalb werden sie und ihre Eigentümer in der Regel bereit sein, Kreditgebern die von ihnen

---

<sup>11</sup> Dies gilt auch für Investoren, die Unternehmensanleihen mit „investment grade ratings“ gezeichnet haben.

<sup>12</sup> Vgl. zu empirischen Nachweisen Hackethal (2000), Elsas/Krahn (2004) und Hackethal/Schmidt (2005).

verlangten Einfluss- und Kontrollrechte einzuräumen. Finanzierungsstrukturen und Governance-Rollen bedingen sich gegenseitig.

### **3.2. Die Governance-Rolle der Mitarbeiter**

Aktive Einfluss- und Kontrollrechte sind auch für bestimmte Mitarbeiter erforderlich. Man kann wieder typisierend zwei Gruppen unterscheiden. Die eine Gruppe umfasst die Personen, die in der Lage sind, abzuwandern und woanders ihren Einkommenserwerb zu finden, ohne dass dies für sie oder das Unternehmen einen Verlust darstellen würde. Sie können ihren Arbeitgeber ersetzen, und dieser kann sie ersetzen.

In dieser Gruppe findet man heute weniger die Hilfsarbeiter oder ungelerten Arbeiter, denn viele von diesen sind keineswegs in der Lage, ihren Arbeitsplatz einfach und ohne Verluste zu wechseln; oft sind sie ortsgebunden und haben deshalb etwas *at stake*, sind also Stakeholder. Häufiger sind heute die an vielen Stellen einsetzbaren und hoch bezahlten Experten. Wer im kalifornischen Silicon Valley als Computerexperte seinen Stelle verliert oder selbst aufgibt, braucht selten mehr als ein paar Tage, um einen äquivalenten anderen Arbeitsplatz zu finden, an dem sein Fachwissen genau so wichtig ist und genau so geschätzt und bezahlt wird wie in der früheren Position. Sie können also abwandern und sich schützen und brauchen keinen anderen Schutz. Ihre mögliche Abwanderung bedroht auch die Unternehmen nicht, denn diese können sich auf dem selben flexiblen Arbeitsmarkt schnell äquivalenten Ersatz beschaffen. Diese Arbeitnehmer sind keine Stakeholder.

Aber es gibt eine zweite Gruppe von Arbeitnehmern, die nicht leicht abwandern können und deren Abwanderung für die Unternehmen bedrohlich wäre. Es sind die Mitarbeiter mit unternehmensspezifischem Wissen und anderen unternehmensspezifischen Kompetenzen. Unternehmensspezifisch heißt, dass diese Kompetenzen an anderer Stelle weniger wert wären und dass sie zugleich in dem betreffenden Unternehmen nicht leicht ersetzt werden können.<sup>13</sup> Genau deshalb können diese Arbeitnehmer nicht ohne Verluste abwandern. Sie haben mit dem Erwerb der unternehmensspezifischen Kompetenzen spezifische Investitionen getätigt, und deren Kosten sind früher angefallen, sie sind „versunken“. Damit befinden sie sich in der gleichen Lage wie die typischen Aktionäre einer Industrieaktiengesellschaft und wie nicht voll gesicherte Kreditgeber. Weil sie durch die Möglichkeit der Abwanderung nicht

---

<sup>13</sup> Den Gegensatz zum Besitz von unternehmensspezifischen Kompetenzen bildet somit nicht so sehr das Fehlen von Kompetenzen, sondern eher der Besitz allgemeiner oder branchenspezifischer Kompetenzen.

ausreichend geschützt wären, sind sie genau so wie die Aktionäre und die Banken mit langfristigen Kreditengagements auf Einfluss- und Kontrollrechte angewiesen.

Man mag nun fragen, was diese Arbeitnehmer tun würden, wenn sie nicht geschützt wären. Sie würden sich selbst schützen, und zwar dadurch, dass sie eher allgemeines oder branchenspezifische als unternehmensspezifische Kompetenzen aufbauen und zu dem jeweiligen Arbeitgeber keine ausgeprägten Bindungen und keine Loyalität entwickeln. Letzteres würde nur ihre Mobilität behindern.

Deutsche Unternehmen brauchen Eigenkapitalgeber und primäre Risikoträger. Das ist keine deutsche Besonderheit, es ist überall so. Hingegen ist es eine traditionelle Eigenheit deutscher Unternehmen, dass sie auch viel langfristiges Fremdkapital brauchen.<sup>14</sup> Sie brauchen auch Mitarbeiter, die so loyal sind, dass sie auch helfen, eventuelle Krisen zu überstehen, und so kompetent, dass sie flexibel eingesetzt werden können. Um solche Mitarbeiter zu gewinnen und zu halten und um die, die das Potenzial dafür haben, dazu zu bewegen, dass sie unternehmensspezifischen Kenntnisse und Kompetenzen erwerben, muss man sie durch Einfluss- und Kontrollrechte sichern. Unternehmen, die diese Zusammenhänge überschauen, finden sich auch bereit, Mitarbeitern wie auch Banken die verlangten Rechte einzuräumen.

Das ist die ökonomische Begründung für eine Beteiligung der langfristigen Kreditgeber und der Mitarbeiter an der Corporate Governance von Unternehmen - von Merkmalen, die die Corporate Governance in Deutschland seit langem charakterisieren. Es ist eine rein ökonomische Begründung. Sie ersetzt politische und soziale Argumente nicht, sondern ergänzt sie nur. Ich habe meine Überlegungen bewusst auf diese beiden Stakeholdergruppen beschränkt, um deutlich zu machen, dass ganz ähnliche Überlegungen für Mitbestimmung und für Bankeneinfluss sprechen und dass es deshalb problematisch wäre, zugleich für Mitbestimmung und gegen Bankeneinfluss – oder umgekehrt – Position zu ergreifen.

Schließlich sollte auch deutlich werden, dass die Zuweisung von Einfluss- und Kontrollrechten eine Möglichkeit ist, die Stakeholder dazu zu veranlassen, spezifische Investitionen zu tätigen und Bindungen einzugehen. Dass diese Bereitschaft geschaffen werden kann, ist nicht zuletzt für die Unternehmen und ihre Aktionäre wichtig, wenn es, aus welchen Gründen auch immer, vorteilhaft und nötig ist, dass Stakeholder solche Investitionen tätigen. Generell gilt es aber nicht. Es gibt Finanzsysteme, in denen langfristige Kredite weniger wichtig sind, und Wirtschaftsstrukturen wie im Silicon Valley, in denen

---

<sup>14</sup> Zum Nachweis, dass sie es nicht nur brauchen, sondern – jedenfalls bisher – auch bekommen, vgl. Hackethal/Schmidt 2004.

unternehmensspezifische Investitionen viel weniger relevant sind als in der schwäbischen Spezialmaschinenindustrie und dafür allgemeine und branchenspezifische Kompetenzen im Vordergrund stehen.

#### **4. Systemhaftigkeit**

Dass es sinnvoll sein kann, Stakeholder an der Corporate Governance zu beteiligen, besagt noch nicht, dass eine pluralistische Corporate Governance überhaupt funktionieren kann. Dies ist nun zu untersuchen.

##### **4.1. Das shareholderorientierte angelsächsische System**

Wieder ist es hilfreich, mit einem Vergleich mit dem angelsächsischen System der Corporate Governance zu beginnen. In diesem System gehen die wesentlichen Steuerungsimpulse vom Kapitalmarkt aus. Unternehmen sind in der Art wie sie sich finanzieren stärker kapitalmarktabhängig als in Deutschland oder Japan. Manager sind ausschließlich dem Kapitalmarkt und den Aktionären verpflichtet. Werden Aktionärsinteressen verletzt, droht eine feindliche Übernahme, die immer auch die Position des amtierenden Managements gefährden würde. Um diese abzuwehren, bleibt den Managern gar nichts anderes übrig, als für potenzielle Übernehmer eine Übernahme so teuer wie möglich zu machen, d.h. den Marktwert und damit den Kurs der Aktien so hoch wie möglich werden zu lassen. Und wenn die Manager sich so verhalten, wie es in ihrem eigenen Interesse zur Absicherung ihrer Positionen rational erscheint, tun sie genau das, was ihre Aktionäre wollen: sie maximieren den Shareholder Value. Das ist die überzeugende Logik eines kapitalmarktgesteuerten und nur aktionärsorientierten Systems der Corporate Governance.<sup>15</sup> Man erkennt an der Funktionsweise dieses „Marktes für Unternehmensherrschaft“ im Übrigen auch, dass die internen Mechanismen der Corporate Governance, wie etwa der *board of directors* und dessen Zusammensetzung, keine wesentliche Rolle in diesem Funktionsmechanismus spielen. Die *outside directors* im *board* sind wirklich nur Ratgeber, die möglichst kompetent sein sollen, den geschäftsführenden Direktoren Wege aufzuzeigen, wie sie den Shareholder Value am besten maximieren können, und Kontrolleure, die verhindern sollen, dass die geschäftsführenden Direktoren ihre eindeutig definierte Aufgabe nicht sorgfältig erfüllen.

---

<sup>15</sup> Die „klassische Quelle“ zum „market for corporate control“ ist Manne 1965.



Ist der Druck des Kapitalmarktes, insbesondere die Bedrohung durch eine feindliche Übernahme, stark, macht es dies einer Unternehmensleitung in New York oder London unmöglich, anderen Interessen als denen der Aktionäre wirklich Rechnung zu tragen. Das hat gravierende Konsequenzen, denn beide Seiten – hier die Manager und die Aktionäre einerseits und die anderen Stakeholder andererseits – können im Prinzip vorhersehen, dass das Unternehmen und sein Management unter starken Druck des Kapitalmarktes geraten können. Dann sind diese gezwungen, sich gegen die Interessen ihrer (anderen) Stakeholder zu entscheiden, selbst wenn sie noch so legitim und durch frühere spezifische Investitionen gerechtfertigt erscheinen. In dieser Situation hätte es wenig Sinn, wenn die Stakeholder in der Corporate Governance eine aktive Rolle spielen würden, denn sie könnten nicht verhindern, dass ohne Abstriche das Ziel der Shareholder-Value-Maximierung verfolgt und im Zuge dessen ihre Interessen verletzt würden. Sie müssen sich durch die Bewahrung von Abwanderungsmöglichkeiten schützen, und das tun sie auch.

Die beschriebenen Merkmale der rechtlichen und institutionellen Unternehmensverfassung ergänzen sich gut mit den charakteristischen Merkmalen der Finanz- und Arbeitsmärkte wie auch mit der vorherrschenden Ausrichtung der nichtfinanziellen Sektoren der Wirtschaft: Im Finanzsektor dominieren nicht die Banken, sondern die hochliquiden organisierten Kapitalmärkte und kapitalmarktnahe Intermediäre wie Investment- und Pensionsfonds und Venture-Capital-Gesellschaften. Es gibt fast keine Bankbeteiligungen an nichtfinanziellen Unternehmen, Bankkredit ist eine eher nachrangige Quelle der Unternehmensfinanzierung, und Banken sind in der Corporate Governance nicht beteiligt. Hingegen spielt in diesem System der Corporate Governance der Kapitalmarkt als Finanzierungsquelle und als „Markt für Unternehmensherrschaft“ mit der stets vorhandenen Drohung feindlicher Übernahmen die zentrale Rolle. Komplettiert wird das System durch flexible Arbeitsbeziehungen und -märkte, die Unternehmen und Arbeitnehmer gleichermaßen schützen. Ergänzend kann man hinzufügen, dass in den USA auch diejenigen Branchen eine besondere Rolle spielen, in denen schnelle und kurzfristige Innovationen besonders wichtig sind, was ein kapitalmarktorientiertes Finanzierungssystem und sehr flexible Arbeitsmärkte erfordert.

Freilich hat die klare und überzeugende interne Logik dieses Systems auch Nachteile. Der für die Funktionsfähigkeit des Systems essentielle starke Kapitalmarktdruck nimmt beiden Seiten, den Managern und Aktionären einerseits und den Stakeholdern andererseits, die Möglichkeit, sich stillschweigend aber gleichzeitig trotz aller Konflikte wirksam auf Loyalität und Partnerschaft als Grundnormen ihrer Beziehung festzulegen. Ein solches gemeinsames Verständnis, das auch das effektive Verhalten prägen würde, hätte deutliche wirtschaftliche

Vorteile, weil es die Transaktionskosten in der Wirtschaft senken würde. Gleichzeitig ist es aber etwas, was man allenfalls in Absichtserklärungen ausdrücken, nie aber in gerichtlich einklagbaren Verträgen vereinbaren könnte. Es ist etwas, worüber sich nur ein - wie es in der mikroökonomischen Theorie genannt wird - „impliziter Vertrag“ schließen ließe.<sup>16</sup> Der bei Dominanz der Kapitalmärkte nicht mögliche „implizite Vertrag“ hätte einen Austausch von gegenseitigen Bindungen zum Inhalt. Er würde die Unternehmensseite dazu verpflichten, bei zukünftigen Entscheidungen im Prinzip und soweit es die Lage des Unternehmens zulässt<sup>17</sup> die legitimen Interessen der Stakeholder zu wahren.

Im Gegenzug würde es die Banken und die Mitarbeiter als Stakeholder zu Loyalität und unternehmensspezifischen Investitionen - in der Form der Bereitstellung langfristiger und faktisch risikobehafteter Kredite und des Erwerbs unternehmensspezifischer Kompetenzen - verpflichten. Eine solche Verpflichtung der Unternehmensseite ist nicht möglich, weil sie nicht glaubwürdig wäre: Bei starkem Kapitalmarktdruck gehen immer die Aktionärinteressen vor. Es wäre für beide Seiten erkennbar, dass die Verpflichtung nicht eingehalten würde. Damit wäre auch die Verpflichtung der Stakeholder auf Loyalität und enge Bindungen von vornherein nicht sinnvoll, und deshalb gibt es diese Bindungen und ihre Konsequenzen in angelsächsischen Ländern auch nur in viel geringerem Maß als in einem System des anderen Typs: Kreditgeber sind eher zurückhaltend, was angesichts des hohen Entwicklungsstands der Kapitalmärkte weniger gravierend ist; und Mitarbeiter haben wenig Anlass, unternehmensspezifische Kompetenzen zu erwerben sowie sich eng an „ihr“ Unternehmen zu binden und sich ihm gegenüber loyal zu verhalten.

#### **4.2. Das stakeholderorientierte deutsche System**

Der in Deutschland und anderen kontinentaleuropäischen Ländern sowie Japan vorherrschende andere Typ eines Corporate-Governance-Systems ist weitaus komplexer. Wie schon ausgeführt wurde, lässt dieses System schon durch seine rechtlich-institutionelle Struktur Raum für die Berücksichtigung vielfältiger Interessen. Einfluss haben verschiedene Akteure, die – im deutschen Fall<sup>18</sup> - im Aufsichtsrat vertreten sind und sich vor allem deshalb

---

<sup>16</sup> Vgl. schon Hart (1995) und jüngstens Tirole (2006) zu der Denkfigur der „unvollständigen“ und „impliziten“ Verträge. Tirole war übrigens der erste, der auf der Basis der Theorie unvollständiger Verträge ein formales Modell der Stakeholderorientierung entwickelt hat; vgl. Tirole 2000 sowie die Erweiterung in Tyrell 2005.

<sup>17</sup> Die Einschränkung ist wichtig: Wenn eine förmliche Vereinbarung zwischen den beiden Seiten möglich wäre, würde diese nie eine uneingeschränkte Verpflichtung der Unternehmensseite einschließen, unter keinen Bedingungen Entscheidungen zu treffen, die nicht im Interesse der Stakeholder liegen. Eine solche extensive Sicherung wäre für beide Seiten unvorteilhaft bzw. würde sie gefordert, käme eine solche Vereinbarung nie zustande. Vgl. dazu ausführlicher Schmidt 1997.

<sup>18</sup> Vgl. zu einer weitgehend ähnlichen Analyse des japanischen Systems der Corporate Governance Hoshi 1998).

auf interne und damit auch bessere, detailliertere Informationen stützen können. Der Aufsichtsrat hat die Funktionen des Interessenausgleichs unter den Aktionären und den anderen Stakeholdern und der Managerkontrolle, und das Management soll „im Unternehmensinteresse“ handeln.

Aber gibt es genug Gemeinsamkeiten zwischen den verschiedenen im Aufsichtsrat vertretenen Gruppen, so dass sie gemeinsam das Management kontrollieren können? Und sind sie auch daran interessiert dies zu tun, haben sie dafür ein ökonomisches Motiv?

Die Antwort hängt davon ab, wie der Aufsichtsrat zusammengesetzt ist, wer darin wirklich Einfluss hat und wer welche Interessen vertritt. In Deutschland haben viele große Unternehmen einen oder mehrere Großaktionäre, oft sind darunter Gründerfamilien, andere Unternehmen und auch Banken. Die Großaktionäre sind in aller Regel sehr einflussreich. Sie oder ehemalige Manager oder Manager anderer großer Unternehmen stellen oft die Aufsichtsratsvorsitzenden. Wegen der Mitbestimmung sind Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten stark vertreten und nicht nur auf Grund ihrer Stimmenzahl, sondern auch wegen der Verbindungen zwischen Unternehmensmitbestimmung und betrieblicher Mitbestimmung, auch einflussreich. Und nicht zuletzt wegen dieser Verbindung kann man den Arbeitnehmervertretern in den Aufsichtsräten ebenso wie den Bankvertretern auch zutrauen, dass sie über die für die Kontrollfunktion erforderlichen guten Informationen verfügen.<sup>19</sup>

Man kann die in deutschen Unternehmen und speziell in den Aufsichtsräten „herrschenden“ Personen und Personengruppen als eine Koalition von Akteuren betrachten, die sich zumindest in der Vergangenheit in ihrer Orientierung und ihrem Wertesystem deutlich von den „normalen“ Aktionären unterscheiden haben. Während diese „normalen“ Aktionäre ausschließlich an Dividenden und Kurssteigerungen interessiert sind, orientieren bzw. orientierten sich all diejenigen in den Aufsichtsräten, die „etwas zu sagen haben“, an dauerhaften Beziehungen, und man kann annehmen, dass sie sich auch entsprechend verhalten.<sup>20</sup> Welche Ziele und Leitideen haben die einflussreichen Aufsichtsräte?

---

<sup>19</sup> Leuz/Wüstemann (2004) zeigen, dass die einflussreichen Akteure in Deutschland auch besser informiert sind als die Hauptakteure im angelsächsischen System, das allgemeine Aktionärspublikum, auch wenn die allgemeine Aktionärsinformation dort besser sein dürfte: Die einflussreichen Akteure in Deutschland haben Sitze im den Aufsichtsräten und bekommen sehr detaillierte Informationen durch den Prüfungsbericht der Wirtschaftsprüfer.

<sup>20</sup> Hingegen prägen genau diese „normalen“ Aktionäre einschließlich der institutionellen Investoren in den USA und England das Geschehen am Kapitalmarkt und mittelbar in den Unternehmen. Es sei angemerkt, dass auch in den deutschen Lehrbüchern zur Unternehmensfinanzierung seit langem der – falsche – Eindruck erweckt wird, die „normalen“ Aktionäre wären die letztlich bestimmenden Akteure.

- Die Manager in den Aufsichtsräten wollen die Unternehmen stabil und ertragsreich sehen und damit die Positionen der Manager im Allgemeinen absichern. Das gilt für die ehemaligen Manager des jeweils betrachteten Unternehmens, die man am ehesten als Vertreter der amtierenden Manager ansehen kann, ebenso wie für die Manager anderer Unternehmen. Vor allem letzteren dürfte daran gelegen sein, das Ausmaß und die Intensität der Rivalität und der Konflikte zwischen den verschiedenen Unternehmen in Grenzen halten. Manager in Aufsichtsräten vertreten also eher „die Interessen der Wirtschaft“ als typische Kapitalinteressen.<sup>21</sup>
- Bankvertreter sind allein wegen der Rolle der Banken als wichtige Kreditgeber an Stabilität und Wachstum interessiert.
- Ähnliches gilt für die Arbeitnehmervertreter, denen vor allem an Beschäftigungssicherheit und Aufstiegschance für die Mitarbeiter gelegen ist.
- Auch bei Großaktionären wird das Interesse an Dividenden und Kurssteigerungen häufig durch eine so genannte deren strategische Orientierung und persönliche Ziele wie das der Erhaltung des „Familienimperiums“ überlagert.

Es gibt also in der Tat viel Gemeinsamkeit, und dies prägt, wie die deutschen Aufsichtsräte und die vielen parallel existierenden informellen Abstimmungsgremien arbeiten: Diejenigen, die wirklich Einfluss haben, sind eher an langfristiger Stabilität und Wachstum als am Aktienkurs interessiert.<sup>22</sup> Natürlich setzen Stabilität und Wachstum – oder zusammen: stabiles Wachstum – finanziellen Erfolg voraus. Dessen Auswirkung auf den Aktienkurs ist wichtig, aber der Aktienkurs ist nicht das Maß aller Dinge.

Die wichtigen Gruppen in den Aufsichtsräten haben trotz aller Interessendivergenzen im Einzelfall genug Gemeinsamkeiten - und genug Information - um auch die gemeinsame Aufgabe der Kontrolle des Managements zu erfüllen. Ihr gemeinsames Interesse entspricht auch weitgehend dem vagen gesetzlichen Auftrag an den Vorstand und den Aufsichtsrat, im „Unternehmensinteresse“ zu handeln. Diese Entsprechung macht die Kontrolle eher leicht,

---

<sup>21</sup> Dies wird unter anderem daran deutlich, welche starke Rolle Verbände in der deutschen Wirtschaft seit jeher spielen. Ein weiterer, inhaltlich durchaus verbundener Aspekt der beschränkten Rivalität ist die in Deutschland vorherrschende traditionelle Organisation des Bildungswesens. Auf diese Merkmale und ihren Zusammenhang mit den anderen charakteristischen Merkmalen des deutschen Systems weisen Wirtschaftshistoriker und die Autoren immer wieder hin, die die verschiedenen „Spielarten des Kapitalismus“ untersuchen, vgl. Anm. 1 oben.

<sup>22</sup> Dies gilt zwar im Prinzip auch für die jeweils amtierenden Manager, doch es gilt umso weniger, je stärker ihre Entlohnung an die Aktienkursentwicklung gekoppelt ist. Eine enge Kopplung ist deshalb nicht vereinbar mit der traditionellen deutschen „Unternehmenskultur“.

und das gemeinsame Interesse der einflussreichen Shareholder und Stakeholder erlaubt es dem Vorstand, langfristige Strategien zu verfolgen, ja es hält den Vorstand dazu geradezu an.

Ein solches System schafft auch für die wichtigsten Stakeholder Gründe, sich langfristig zu engagieren, indem sie spezifische Investitionen vornehmen. Je mehr sie das tun, umso mehr binden sie sich an das Wohl und Wehe der Unternehmen und um so mehr machen sie sich selbst das Abwandern schwer und unattraktiv, weil sie dabei viel zu verlieren hätten. Damit verstärken sie zugleich ihre ökonomischen Motive, als Kontrolleure aktiv zu sein und mit den anderen zu kooperieren. Sie machen sich für die jeweils anderen zu berechenbaren Partnern und erhöhen dadurch die Erfolgsaussichten von Bemühungen um kooperative Konfliktlösungen und gemeinsame Managerkontrolle.

Die Funktionsweise des herkömmlichen stakeholderorientierten Corporate-Governance-Systems ergänzt sich gut mit den Merkmalen des Finanzsystems in den entsprechenden Ländern. Hier sind für den deutschen und den japanischen Fall zum einen die tradierte Form der Bank-Kunden-Beziehung, das Hausbankensystem (Elsas/Krahn 2004) und zum anderen die Art und der Umfang der Bankenfinanzierung (Hackethal/Schmidt 2004) zu nennen. Ebenso wichtig ist aber, dass in Deutschland der Einfluss des Kapitalmarkts auf Unternehmensentscheidungen schwach ist weil es trotz des Mannesman-Vodafone-Falles keinen effektiven Markt für Unternehmenskontrolle durch feindliche Übernahmen gibt und – nicht zuletzt deshalb - die „normalen“ Aktionäre nicht zu der „herrschenden Koalition“ gehören. Damit ist der Druck in Richtung auf eine einseitige Shareholder-Value-Orientierung nicht so stark, dass er alle anderen Ziele und Überlegungen überlagern und die subtilen Mechanismen des stakeholderorientierten Corporate-Governance-Systems aushebeln würde.

### **4.3. Kooperatives Verhalten als rationale Strategie**

Zu der Vorstellung der deutschen Corporate Governance als eines in sich stimmigen Systems gehören noch andere Elemente. Vor dem Hintergrund der gebotenen Länge beschreibe ich hier nur zwei.<sup>23</sup>

Erstens gibt es trotz der deutlichen Gemeinsamkeiten unter denen, die die „herrschende Koalition“ bilden, natürlich auch Interessengegensätze. Dieses Nebeneinander von Gemeinsamkeiten und Interessenkonflikten zwingt zu Kompromissen und setzt Kompromissfähigkeit und -bereitschaft voraus. Die Fähigkeit und Bereitschaft zu Kompromissen wurde bisher in Deutschland durch zwei institutionelle Merkmale erleichtert:

---

<sup>23</sup> Weitere Elemente werden in Schmidt/Grohs (2000), Hackethal/Schmidt (2000), Schmidt/Weiss (2003) und Schmidt (2004) beschrieben und in den Systemzusammenhang eingeordnet.

erstens die Auslagerung von Lohnkonflikten aus den Unternehmen durch das System der Flächentarifverträge und zweitens die vielfältigen Verflechtungen in der deutschen Wirtschaft. In dem oft kritisierten System der so genannten Deutschland-AG sind es immer wieder dieselben Personen und Personengruppen – „big business, big banks and big labour“ - die sich in den formellen und informellen Zirkeln, namentlich den Aufsichtsräten der großen Unternehmen, immer wieder treffen und immer wieder trotz jeweils akuter Interessenkonflikte zusammenarbeiten müssen und auch zusammenarbeiten. Die vielfache Wiederholung der Kooperation schafft gegenseitiges Kennen, Berechenbarkeit und auch gegenseitiges Vertrauen. Vor allem eröffnet es Möglichkeiten, sich über den Fall eines einzelnen Unternehmens hinaus kooperativ zu verhalten, und schafft ökonomische Anreize zu einem derartigen Verhalten: Wer in einem Konflikt bei Unternehmen A nachgibt, kann mit Recht erwarten, dass dies bei der nächsten Gelegenheit honoriert wird und dass bei dem nächsten Konflikt im Unternehmen B Andere nachgeben. Bei distanzierten und eher anonymen Beziehungen, wie sie in Amerika vorherrschen, wäre so etwas undenkbar.<sup>24</sup>

Zweitens ist es für die Funktionsfähigkeit des Systems entscheidend, dass alle diejenigen, die eine wichtige und aktive Rolle in der Corporate Governance der Unternehmen spielen, ihre Interessen tendenziell in derselben Weise wahren: eher durch Widerspruch als durch Abwanderung. Für jede Gruppe ist dies nur dann sinnvoll, wenn es die anderen auch tun. Gäbe es unter den Aktionären keine stabilen und in der Corporate Governance aktiven Eigentümer sowie würden die Arbeitnehmer nicht dauerhaft an die Unternehmung gebunden sein, wäre es auch für die Kreditgeber nicht vorteilhaft, sondern einfach leichtfertig, sich auf langfristige Finanzierungen einzulassen. Wenn Kreditgeber nur kurzfristig finanzieren und Mitarbeiter tendenziell eher abwandern würden, sofern sie unzufrieden sind, statt ihre Unzufriedenheit gegebenenfalls durch Widerspruch zum Ausdruck zu bringen, wäre es auch für Aktionäre nicht attraktiv, sich in der Corporate Governance aktiv zu engagieren. Und wenn Aktionäre und Kreditgeber kurzfristig dächten und handelten, würde dies auch für die Mitarbeiter nahe legen, dasselbe zu tun und ihre Interessen dadurch abzusichern, dass sie sich auf eine Abwanderung in schwierigen Situationen vorbereiten.

#### **4.4. Komplementarität und Konsistenz von Corporate-Governance-Systemen**

Systeme sind aus Elementen und Beziehungen zusammengesetzt. Was eine Ansammlung von Elementen zu einem wirklichen System macht, ist die Art und Weise, wie sich die Systemelemente in ihren Wirkungen gegenseitig beeinflussen. Man nennt die Elemente eines

---

<sup>24</sup> Vgl. zur Rolle wiederholter Interaktion als ökonomischem Grund für kooperatives Verhalten Kreps (1999).

Systems komplementär, wenn sich alle oder wenigstens die wichtigen dieser Elemente gegenseitig fördern. Das bedeutet, dass sie ihre für das Gesamtsystem positiven Wirkungen gegenseitig verstärken und ihre ebenfalls vorhandenen negativen Wirkungen gegenseitig abmildern.

Komplementarität bezeichnet ein Potenzial: Es wäre wertvoll, wenn die Elemente sich gegenseitig gut ergänzten. Corporate-Governance-Systeme sind in diesem Sinne komplementäre Systeme. Dasselbe gilt für Finanzsysteme.<sup>25</sup> Aber nicht jedes Potenzial ist auch ausgenutzt. Es gibt Länder, in denen die einzelnen Elemente der Corporate Governance nicht zueinander passen. Beispielsweise kann man sich vorstellen, dass es einen aktiven Markt für Unternehmenskontrolle gibt, d.h. feindliche Übernahmen häufig sind oder zumindest oft versucht werden, gleichzeitig aber das Management durch Gesetze oder Gewohnheit auf eine Stakeholderorientierung festgelegt ist. In diesem Fall würden die Ausprägungen der genannten Elemente sich gegenseitig behindern, statt sich zu unterstützen. Die Stakeholderorientierung wäre nicht durchzuhalten, und die Übernahmekämpfe würden nur zu Chaos führen, statt das Management zu disziplinieren und zu steuern.

Um zu erfassen, ob nicht nur das Potenzial der Komplementarität besteht, sondern ob es auch genutzt wird, braucht man den zusätzlichen Begriff der Konsistenz. Man bezeichnet ein System komplementärer Elemente dann als konsistent, wenn die wichtigen Elemente Ausprägungen annehmen, die zu einander passen. Aktionärsorientierung, eine Ausrichtung des Managements auf die Zielgröße Shareholder Value, Schutz der Arbeitnehmer durch flexible Arbeitsmärkte, Schutz der Kreditgeber durch geringe und kurzfristige Kreditvergabe, ein aktiver und flexibler Kapitalmarkt und eine gute Information des allgemeinen Aktionärspublikum passen zusammen. Sie bilden ein konsistentes System. Das ist – leicht idealisiert – das angelsächsische System. Ebenso ist ein System der Corporate Governance konsistent, in dem Unternehmen stakeholderorientiert sind, das Management im „Unternehmensinteresse“ handeln soll, Kreditgeber und Arbeitnehmer Mitsprachrechte haben, der Markt für Unternehmenskontrolle nicht aktiv ist und gute Informationen vor allem für diejenigen bereitgestellt werden, die in der Corporate Governance eine aktive Rolle spielen. Das ist – oder war zumindest bis vor einiger Zeit – das deutsche System.

Es gibt nach dem derzeitigen Stand der Forschung zurzeit nur zwei konsistente Arten oder Typen von Corporate-Governance-Systemen, das angelsächsische und das deutsch-

---

<sup>25</sup> Vgl. dazu ausführlich Hackethal/Schmidt 2000.

kontinentaleuropäisch-japanische.<sup>26</sup> Sie unterscheiden sich fundamental. Das angelsächsische ist einfach und klar. Das ist ein enormer Vorteil, weil es Verantwortlichkeiten überschaubar und einklagbar macht und Dynamik und Flexibilität fördert. Dem steht als Nachteil gegenüber, dass es wenig Anreize schafft, Bindungen einzugehen und diese auch zu achten.

Das andere System ist komplizierter. Es beruht auf Dauerhaftigkeit und damit auch auf Vertrauen-Können und Vertrauen-Wollen. Die Kompliziertheit hat positive und negative Folgen. Die positiven sind hier nur noch einmal zusammenzufassen, sie wurden bereits ausführlich erwähnt: Es schafft Bindung und Gebundenheit. Es schafft Anreize und eröffnet Möglichkeiten für alle Stakeholder einschließlich der Großaktionäre, langfristige und unternehmensspezifische Investitionen vorzunehmen. Nicht zuletzt stärkt das System den Anreiz, generell und speziell in der Corporate Governance zu kooperieren.

Für Unternehmen und ihre (internationale) Wettbewerbsfähigkeit ist diese Bindung und Dauerhaftigkeit der Zusammenarbeit und das Ausmaß der spezifischen Investitionen sehr wichtig. Das gilt zumal unter den Bedingungen der Globalisierung und in der so genannten Wissensgesellschaft. Wettbewerbsvorteile kann eine Volkswirtschaft mit einem sehr hohen Lohnniveau wie die deutsche nur durch wissensintensive und hoch spezialisierte Qualitätsprodukte erzielen – und diese setzen geradezu ein stakeholderorientiertes System der Corporate Governance mit seinen spezifischen Folgen und Stärken voraus.

## **5. Stabilität**

Das auf Konsens, Kooperation und Vertrauen aufbauende stakeholderorientierte System hat wichtige wirtschaftliche Vorteile, aber es hat auch ausgeprägte Schwächen. Die negativen Folgen sind vor allem zwei: Erstens ist es schwerfällig, es neigt zur Starrheit und Verkrustung, im Extremfall zu Kumpanei, Korruption und Faulenzerei. Und zweitens kann sich eine Situation ergeben, in der es einfach nicht mehr funktioniert.

Lange war das deutsche System der Corporate Governance sehr stabil. Die Stabilität passt zu seinen beiden anderen traditionellen Eigenschaften, der Stakeholderorientierung und der Systemhaftigkeit. Stakeholderorientierung setzt Stabilität voraus, denn sie erfordert Kooperation und Vertrauen, zwei Bedingungen, die sich eher unter stabilen Bedingungen entwickeln. Stakeholderorientierung ist Teil eines Systems komplementärer Elemente, und Komplementarität und Konsistenz fördern Stabilität, denn wenn jemand versuchen würde, einzelne Elemente eines konsistenten Systems zu ändern, würde dies meist dazu führen, dass

---

<sup>26</sup> So auch Shleifer/Vishny 1997.



die veränderten Elemente nicht mit dem Rest des Systems zusammenpassen, so dass die partielle Änderung scheitert und sich das alte System eher erhält. Der Wirtschaftshistoriker Abelshauer spricht treffend von der „stupenden Kontinuität der institutionellen und organisatorischen Rahmenbedingungen der deutschen Wirtschaft“<sup>27</sup>, zu deren wichtigsten Elementen die Einbindung der Stakeholder in die Corporate Governance gehört. Ist die Stabilität wünschenswert? Versteht man Stabilität als Abwesenheit von Krisen, wird man sie begrüßen. Sieht man sie eher als Starrheit, als Unfähigkeit zur Modernisierung und zum Übergang zu einem anderen und besseren System, wird man sie eher bedauern.

Es gibt aber Grund zu vermuten, dass das bisher gezeichnete Bild der deutschen Corporate Governance zu optimistisch ist und dass es vor allem ein Bild ist, das vielleicht vor zehn Jahren noch zutreffend war, aber heute nicht mehr. Was spricht für diese Vermutung?<sup>28</sup>

1. Der Kapitalmarktdruck ist stärker geworden. Das beeinträchtigt die Fähigkeit der Unternehmen, Ansprüche von Kreditgebern und Arbeitnehmern zu respektieren. Als Reflex geht auch die langfristige Bankfinanzierung deutscher Großunternehmen zurück, und die Mitarbeiter scheinen insgesamt die Bindungen an ihre Unternehmen zu lockern. Und umgekehrt binden auch die Unternehmen heute die Mitarbeiter weniger an sich.
2. Die Verflechtungen in der „Deutschland AG“ lösen sich zusehends auf.<sup>29</sup> Das verringert die Bereitschaft, die Fähigkeit und die Notwendigkeit, Kompromisse zu schließen und darauf zu bauen, dass Nachgeben in einem Fall in anderen Fällen honoriert wird. Die Bereitschaft zu kooperativem Verhalten sinkt, weil kooperatives Verhalten riskanter wird.
3. Früher waren die Großbanken die zentralen Akteure in der deutschen Corporate Governance. Sie hatten nicht nur gute Gründe, sondern auch faktisch gute Möglichkeiten, diese Rolle zu spielen. Die wichtigste unter ihnen, die Deutsche Bank, hat sich – aus nachvollziehbaren Gründen - aus dieser Rolle zurückgezogen, und die anderen kommen nicht umhin, weitgehend dasselbe zu tun.

Trotz einer nie da gewesenen Veränderungsdynamik und trotz eines starken Veränderungsdrucks ist das deutsche System aber noch längst nicht amerikanisiert. Wir haben

---

<sup>27</sup> Abelshauer 2003, S. 177. In einer gerade erschienenen Publikation der „Group of 20“ über die institutionellen Strukturen des Finanzsektors in verschiedenen Ländern, die von der Deutschen Bundesbank maßgeblich initiiert worden ist, beginnt das Kapitel über Deutschland mit dem Satz „Germany’s financial system has proved very robust over the past 50 years“ (Group of 20, 2005, S. 91).

<sup>28</sup> Eine ausführlichere Diskussion darüber, welche Änderungen in der Corporate Governance und darüber hinaus im deutschen Finanzsystem in den letzten Jahren stattgefunden haben und ob diese die Grundstruktur des deutschen Finanz- und Corporate-Governance-Systems verändert haben, findet sich in Hackethal et al. 2005. Siehe dazu auch Dutzi 2005.

<sup>29</sup> Vgl. dazu das überaus instruktive Buch von Martin Höpner (2003).

noch kein kapitalmarktgesteuertes Corporate-Governance-System mit dessen spezifischen Stärken. Ebenso haben wir auch noch kein amerikanisches Finanzsystem. Vielmehr sieht es in einer Momentaufnahme so aus, als hätten wir heute ein Mischsystem bzw. kein System, das diesen Namen verdienen würde, denn heute passen viele Elemente nicht mehr zusammen, und erst das Zusammenpassen schafft ein wirkliches System.

Möglicherweise befindet sich aber das deutsche Corporate-Governance-System und das ganze deutsche Finanzsystem im Übergang zu einem kapitalmarktorientierten und nur an Aktionärsinteressen ausgerichteten amerikanischen System.<sup>30</sup> Es ist schwer zu beurteilen, ob dies zutrifft, denn deutliche Indikatoren der Stabilität und Kontinuität finden sich neben Anzeichen einer stürmischen Entwicklung. Aber nehmen wir einmal an, wie befänden uns in einem solchen Übergang: Wäre dies zu begrüßen? Die Antwort ist auch für die Stabilität bzw. die Entwicklung des deutschen Corporate Governance wichtig, denn wenn sich belegen ließe, dass das amerikanische System besser ist, und wenn es, was plausibel erscheint, einen durch die Globalisierung ausgelösten Druck auf jedes Land gibt, ein möglichst gutes System der Corporate Governance zu installieren, dann wäre damit zu rechnen, dass wir uns in der Tat auf dem Weg zu einem angelsächsischen System befänden.

Auch wenn dies von vielen Beobachtern aus Politik, Wirtschaft und Wissenschaft<sup>31</sup> so gesehen wird, gibt es aber keinerlei verlässliche Indikatoren und erst recht keinen stringenten empirischen oder theoretischen Nachweis, dass das angelsächsische shareholder-orientierte System wirklich besser ist als das kontinentaleuropäische stakeholderorientierte System. Beide Systeme haben ihre spezifischen Stärken und Schwächen.<sup>32</sup> Die Vorstellung eines mehr oder weniger sanften Systemwechsels von einem veralteten schlechten zu einem neueren besseren System ist deshalb wenig überzeugend.

Nur eines kann man vermuten: Mischsysteme weisen, wenn sie nicht als Momentaufnahmen in einem raschen Übergang von einem konsistenten System zu dem anderen konsistenten System zu verstehen sind, eher die Schwächen als die Stärken beider Systeme auf. Diese Einschätzung ergibt sich aus den oben diskutierten Überlegungen zu Komplementarität und Konsistenz: Ein Mischsystem wäre höchst wahrscheinlich nicht konsistent und deshalb

---

<sup>30</sup> Das Folgende lehnt sich eng an Schmidt/Spindler (2002) an.

<sup>31</sup> Besonders ausgeprägt wird diese Bewertung von Hansmann/Kraagman (2004) vertreten, die deshalb auch mit einer schnellen und konsequenten Anpassung aller nationalen Corporate-Governance-Systeme an das amerikanische Modell rechnen. Hinsichtlich der Bewertung teilen auch Bebchuk/Roe (2004) diese Sicht, auch wenn sie nicht mit einer schnellen Konvergenz rechnen. Vgl. dazu auch Schmidt/Spindler 2002.

<sup>32</sup> Aus der Sicht derjenigen Stakeholder in Deutschland, die sich durch die aktuellen Entwicklungen besonders bedroht fühlen, ist dies – zumindest auf längere Sicht – ein gewisser Trost: Es ist keineswegs ausgeschlossen, dass es ihnen in dem anderen System ebenso gut oder sogar besser geht als in dem früheren.

wirtschaftlich nicht wünschenswert und nicht stabil. Es ist kaum vorstellbar, dass sich das Corporate-Governance-System in Deutschland darauf hin bewegt.

Die Überlegungen zur Systemhaftigkeit der Corporate Governance sprechen somit gegen zwei denkbare Entwicklungsprognosen. Komplementarität und Konsistenz schaffen Stabilität, und dies spricht gegen die Vorstellung eines graduellen, eher sanften Übergang zum amerikanischen System. Und es spricht erst recht gegen die Vorstellung hin zu einem denkbaren Mischsystem. Bedeutet das, man könnte weiter mit Stabilität rechnen?

Ich habe in diesem Beitrag deutlich zu machen versucht, dass das herkömmliche deutsche System der Corporate Governance durchaus Vorteile aufweist. Zudem war es bis vor kurzem stabil: gehalten durch seine unübersehbaren Stärken und durch die Beharrungskräfte, die aus der Systemhaftigkeit erwachsen. Aber was stabil erscheint, ist oft auch starr; und was starr ist, kann unter Druck brechen. Außerdem gibt es im Zusammenhang mit der Corporate Governance gerade in letzter Zeit eine Reihe von Ereignissen, die anzeigen, dass sich das frühere gemeinsame Verständnis der Notwendigkeit und Vorteilhaftigkeit von partnerschaftlichem Verhalten verflüchtigt.

Ergibt sich aus diesen Überlegungen, wie es möglicherweise weiter geht? Wie ich deutlich gemacht habe, sind die Fähigkeit und die Bereitschaft zu Bindung, Kooperation und Kompromiss wesentlich für die Funktionsfähigkeit und damit für die Überlebensfähigkeit unseres tradierten Systems. Seine Funktionsfähigkeit setzt Vertrauen-Können und Vertrauen-Wollen voraus. Wenn das Vertrauen in die Bereitschaft aller Seiten zur Partnerschaft massiv erschüttert ist, würde selbst dann, wenn es existierte, das Vertrauen-Wollen allein nicht helfen, das alte System wieder in Kraft zu setzen, und dies selbst dann nicht, wenn man behaupten könnte, es wäre das bessere System. Das lässt mich vermuten, dass wir über Kurz oder Lang ein kapitalmarktgesteuertes und aktionärsorientiertes System der Corporate Governance bekommen werden, nicht weil es besser ist, was niemand behaupten kann, und obwohl es möglicherweise sogar schlechter ist, was zumindest ich auch nicht behaupten möchte. Der Grund ist vielmehr, dass es das einzige in sich stimmige System ist, das derzeit erreichbar ist, nachdem unter dem Einfluss von Globalisierung, europäischer Integration und politischem Aktivismus die Vertrauensbasis weitgehend erschüttert ist, auf der das alte System beruhte. Wir haben uns schon recht weit von dem alten System entfernt, und eine Rückkehr zu ihm würde erfordern, dass Vertrauen wieder entsteht. Das würde auch im wirtschaftlichen und politischen Umfeld ein Maß an Stabilität erfordern, das es nicht mehr gibt. Deshalb ist eine Rückkehr unmöglich.

## **6. Eine „optimistische“ Schlussbemerkung**

Wer dazu neigt, dem bisherigen System der Corporate Governance in Deutschland nachzutruern, weil es auf Konsens, Kooperation und Vertrauen aufbaut und allein dadurch menschlich und sympathisch erscheint, mag aus folgender Überlegung eine gewisse Ermunterung schöpfen. Die vorangehenden Überlegungen enthalten eine Hypothese: Weil das alte deutsche System der Corporate Governance - wie auch das die Corporate Governance einschließende Finanzsystem - durch Komplementarität und, mindestens bis vor einiger Zeit, Konsistenz geprägt war, war es durchaus „gut“ und jedenfalls stabil. Entwicklungen der letzten Zeit und speziell der Rückzug der Großbanken aus ihrer traditionellen Rolle haben nicht nur die Konsistenz in Frage gestellt, sondern auch Umstände geschaffen, die eine Rückkehr zu dem bisherigen System höchst unwahrscheinlich machen. Weil aber Konsistenz wichtig und entsprechend Inkonsistenz gefährlich ist, könnte es unter dem Druck, die Konsistenz wieder herzustellen, einen plötzlichen, abrupten Systemwechsel hin zu dem angelsächsischen Modell der Corporate Governance geben.

Aber Hypothesen sind immer nur dann interessant, wenn sie empirisch gehaltvoll sind, und gehaltvoll sind sie nur dann, wenn sie sich auch als falsch herausstellen können. Deshalb kann man nicht ausschließen - oder anders gesehen: es bleibt Grund zu der Hoffnung - dass die Hypothese falsch ist und dass das traditionelle stakeholderorientierte System doch Möglichkeiten zum Überleben hat. Es ist noch viel zu wenig untersucht und versucht worden, ob und wie sich eine durch Stakeholderorientierung geprägte Corporate Governance – etwa im europäischen Rahmen – neu beleben und damit stärken lässt. Der Versuch dürfte sich allemal lohnen.

## Literatur

- Abelshauser, W. (2003), *Kulturkampf*, Berlin
- Albert, M. (1991), *Capitalisme contre Capitalisme*, Paris
- Allen, F. /Gale, D. (2000), *Comparing Financial Systems*, Cambridge, Mass.
- Amable, B. (2003), *The Diversity of Modern Capitalism*, Oxford
- Bebchuk, L./Roe, M. (2004), A theory of path dependence in corporate ownership and governance, in: J. Gordon/M. Roe (Hrsg), *Convergence and Persistence of Corporate Governance Systems*, Cambridge, Mass., S. 69-113
- Berle, A.A./Means, G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York
- Böckler- und Bertelsmann-Stiftungen (1998), Kommission Mitbestimmung: *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen – Bilanz und Perspektiven*, Gütersloh
- Dore, R. (2000), *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism – Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford
- Dutzi, A. (2005), *Der Aufsichtsrat als Instrument der Corporate Governance*, Wiesbaden
- Elsas, R./Krahn, J.P. (2004), „Universal Banks and Relationships with Firms“, in R.H. Schmidt/J.P. Krahn (Hrsg.), *The German Financial System*, Oxford, S. 197-232
- Fama E./Jensen M.C. (1983), „Agency Problems and Residual Claims“, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, S. 327–349
- Gordon, J./Roe, M. (Hrsg.) (2004), *Convergence and Persistence of Corporate Governance Systems*, Cambridge, Mass.
- Group of 20 (2005), *Institution Building in the Financial Sector*, Washington D.C.
- Hackethal, A. (2000), *Banken, Unternehmensfinanzierung und Finanzsystem*, Frankfurt
- Hackethal, A./Schmidt, R.H. (2000), „Finanzsystem und Komplementarität“, *Kredit und Kapital, Beiheft 15 „Finanzmärkte im Umbruch“*, Berlin, S. 53-102
- Hackethal, A./Schmidt, R.H. (2004), „Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results“, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 125, Universität Frankfurt/M.
- Hackethal, A./Schmidt, R.H./Tyrell, M. (2005): „On the Way to a Capital Market Based System“, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13, S. 397-407
- Hall, P./Soskice, D. (2001), *Varieties of Capitalism*, Oxford
- Hansmann, H./Kraakman, R. (2004), The end of history for corporate law, in: J. Gordon/M. Roe (Hrsg), *Convergence and Persistence of Corporate Governance Systems*, Cambridge, Mass., S. 33-68
- Hart, O. (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford
- Hirschman, A.O. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty*, Cambridge, Mass. (deutsche Ausgabe (1974): „Abwanderung und Widerspruch“, Tübingen )
- Höpner, M. (2003): *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*, Frankfurt
- Hopt, K.J. u.a. (Hrsg.) (1998): *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*, Oxford

- Hoshi, T. (1998): Japanese Corporate Governance as a System, in: K.J. Hopt u.a. (Hrsg.): *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*, Oxford, S. 847-876
- Klein, B./Crawford, R. A./Alchian, A.A. (1978), „Vertical Integration, appropriable rents, and the competitive contracting process“, *Journal of Law and Economics*, Vol. 21, S.297 – 326
- Krahnert, J.P./Schmidt, R.H. (Hrsg.) (2004), *German Financial System*, Oxford
- Kreps, D.M. (1990), „Corporate Culture and Economic Theory“, in: J.E. Alt/K.A. Shepsle (Hrsg.): *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge, Mass.
- Leuz, C./Wüstemann, J. (2004), xxx, in: J.P. Krahnert/ R.H. Schmidt (Hrsg.), *The German Financial System*, Oxford, S. yyy
- Mann, A. (2002), *Corporate Governance Systeme: Funktion und Entwicklung am Beispiel von Deutschland und Großbritannien*, Berlin
- Manne, H. (1965), „Mergers and the Market for Corporate Control“, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, S. 110-120
- von Nell-Breuning, O. (1968), *Streit um Mitbestimmung*, Frankfurt/M.
- Porter, M. C. (1992), „Capital Disadvantages: America’s Failing Capital Investment System“, *Harvard Business Review*, Vol. 70, S. 65-82
- Prigge, S. (1998), „A Survey of German Corporate Governance“, in: K.J. Hopt u.a. (Hrsg.): *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*, Oxford S. 943 – 1044
- Rieckers O./Spindler G. (2004), „Corporate Governance: Legal Aspects, in: J.P. Krahnert/ R.H. Schmidt (Hrsg.), *The German Financial System*, Oxford, S. 350-385
- Roe, M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, N.J.
- Schmidt, R.H. (1997), „Corporate Governance: The Role of Other Constituencies“, in: A. Pezard/J.-M.Thiveaud (Hrsg.), *Corporate Governance: Les Perspectives Internationales*, Paris, S. 61 – 74
- Schmidt, R.H. (2001), „Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland“, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Sonderheft 47, S. 61-87
- Schmidt, R.H. (2004), „Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective“, in J.P. Krahnert/R.H. Schmidt (Hrsg.), *The German Financial System*, Oxford, S. 387-424
- Schmidt, R.H./Grohs, S. (2000), „Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa – ein Forschungsprogramm“, in: S. Grundmann (Hrsg.), *Rechtsangleichung in Europa*, Tübingen
- Schmidt, R.H./Spindler, G. (1997), „Shareholder-Value zwischen Ökonomie und Recht“, in: H.D. Assmann u.a. (Hrsg.), *Wirtschafts- und Medienrecht in der offenen Demokratie*, Heidelberg, S. 515 – 555
- Schmidt, R.H./Spindler, G. (2002), „Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity“, *International Finance*, Vol. 5(3), S. 311-33
- Schmidt, R.H./Weiß, M. (2003), „Shareholder vs. Stakeholder: ökonomische Aspekte“, in: P. Hommelhoff u.a. (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance*, Stuttgart, S. 107-127
- Shleifer, A./Vishny, R.W. (1997), „A Survey of Corporate Governance“, *Journal of Finance*, Vol. 52, S. 737 – 783

Streeck, W. (1991) „On the International Conditions of Diversified Quality Production”, in E. Mautzer/W. Streeck (Hrsg.), *Beyond Keynesianism. The Socio-Economics of Production and Full Employment*, Aldershot, UK

Tirole, J. (2001), „Corporate Governance”, *Econometrica*, Vol. 69, S. 1 – 35

Tirole, J. (2006), *Corporate Finance*, Cambridge University Press

Tyrell, M. (2005), „Vorarbeiten zu einer Theorie des Stakeholder-Ansatzes”, Working Paper, Universität Trier und Goethe Universität Frankfurt

Williamson, O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York