

Noll, Bernd

**Research Report**

## Zehn Thesen zur Corporate Governance

Beiträge der Hochschule Pforzheim, No. 138

**Provided in Cooperation with:**

Hochschule Pforzheim

*Suggested Citation:* Noll, Bernd (2010) : Zehn Thesen zur Corporate Governance, Beiträge der Hochschule Pforzheim, No. 138, Hochschule Pforzheim, Pforzheim, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:bsz:951-opus-446>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/97610>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>

**BEITRÄGE DER HOCHSCHULE PFORZHEIM**

---

**Bernd Noll**

**Zehn Thesen zur Corporate Governance**

**Nr. 138**

**Herausgeber:** Prof. Dr. Ansgar Häfner, Prof. Dr. Norbert Jost, Prof. Dr. Karl-Heinz Rau, Prof. Dr. Roland Scherr, Prof. Dr. Christa Wehner, Prof. Dr. Hanno Beck (geschäftsführend; Hanno.beck@hs-pforzheim.de)

**Sekretariat:** Frau Alice Dobrinski  
Hochschule Pforzheim  
Tiefenbronner Str. 65  
75175 Pforzheim  
[alice.dobrinski@fh-pforzheim.de](mailto:alice.dobrinski@fh-pforzheim.de)  
Telefon: 07231/28-6201  
Telefax: 07231/28-6666

**Ausgabe:** **September 2010**

**Bernd Noll**

**Zehn Thesen zur Corporate Governance**

Prof. Dr. Bernd Noll  
Hochschule Pforzheim / Pforzheim University of Applied Sciences  
Tiefenbronner Straße 65  
[bernd.noll@hs-pforzheim.de](mailto:bernd.noll@hs-pforzheim.de)

*Bernd Noll* ist Professor für Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftsethik an der Hochschule Pforzheim

## **Vorwort des Verfassers**

Der hier vorgelegte Beitrag ist die leicht veränderte schriftliche Fassung eines Vortrages, den ich mehrere Male - u.a. vor Vwl-Kollegen unserer Hochschule, im Rahmen einer Ringvorlesung an der Universität Cottbus, vor Mitgliedern des Rotary-Clubs, etc. – mit jeweils etwas anderer Schwerpunktsetzung gehalten habe. Er zeigt einen Teil der Ergebnisse eines Forschungsprojektes für das Bundesministerium für Arbeit und Sozialordnung auf, das ich zusammen mit dem Kollegen Jürgen Volkert geleitet habe. Jürgen Volkert bin ich daher zu großem Dank für viele gute, konstruktive Gespräche verpflichtet. Urban Bacher und Hanno Beck haben mir ebenfalls durch etliche nützliche Hinweise und anregende Diskussionen manche Impulse für meine Arbeit gegeben. Auch ihnen möchte ich an dieser Stelle herzlich danken.

Bernd Noll, 10.07.2010

## Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung / Summary .....	6
1 Zielsetzung der Arbeit .....	7
2 Zehn Thesen .....	7
2.1 Berle und Means diagnostizieren 1932 einen Trend zum Managerkapitalismus .....	7
2.2 Ordoliberaler fordern ein stringentes System von Haftungsregeln .....	9
2.3 Henry Manne setzt auf das Wirken des „Market for Corporate Control“ .....	11
2.4 Externe Corporate Governance-Mechanismen sind nur Grobsteuerungsinstrumente .....	11
2.5 In Deutschland setzt man auf Selbstregulierung durch Konsens: Die Deutschland AG .....	14
2.6 Seit Anfang der 90er Jahre ist die Vergütung der Spitzenmanager börsennotierter Aktiengesellschaften kräftig angestiegen! .....	17
2.7 Die Spitzenmanager profitieren von der Erosion der Deutschland AG und der Entwicklung hin zum Finanzmarktkapitalismus?!? .....	20
2.8 Erfolgsorientierte Vergütungssysteme sind grundsätzlich legitim! .....	22
2.9 Ein Legitimationsdefizit stellt sich ein, wenn es zur „pay without performance“ kommt! .....	24
2.10 Die Corporate Governance-Strukturen sind unzureichend ausgestaltet .....	25
3 Zusammenfassung und Ausblick .....	26
4 Literatur .....	27

## Tabellen- und Abbildungsverzeichnis

Tabelle 1: Die 100 größten Unternehmen nach Rechtsform.....	9
Tabelle 2: Personelle Verflechtungen deutscher Großbanken mit anderen Unterneh- men aus dem Kreis der 100 Größten, 1980 und 2004 im Vergleich .....	15
Tabelle 3: Vergleich der Finanzsysteme: marktorientiertes versus beziehungsorien- tiertes Finanzsystem .....	17
Tabelle 4: Entwicklung der Vorstandsvergütungen der Deutschen Bank AG .....	19
Schaubild 1: Angekündigte Fusionen & Akquisitionen weltweit .....	13
Schaubild 2: Vorstandsvergütungen, Personalkosten und Aktienkurse 1997 - 2005 .....	18
Schaubild 3: Gehaltsstruktur eines Vorstandes .....	20
Schaubild 4: Kapitalverflechtungen in Deutschland 1996 .....	21
Schaubild 5: Kapitalverflechtungen in Deutschland 2004 .....	21

## **Zusammenfassung**

Gegenstand dieses Artikels ist die ungelöste Öffentliche-Guts-Problematik bei der Unternehmenskontrolle von Publikumsaktiengesellschaften.

**Stichwörter:** Corporate Governance; Managergehälter, Pay For performance-Tests

**JEL-Klassifikation:** G30, J33, K22, L20, M10



## 1 Zielsetzung der Arbeit

Ein exorbitanter Anstieg von Vergütungen und Abfindungen im Top-Management großer Aktiengesellschaften sind im letzten Jahrzehnt häufig Anlass für heftige Debatten in der Bundesrepublik gewesen. Sie haben den Gesetzgeber mehrfach zum Handeln veranlasst, um die Vergütung von Managern restriktiveren Regeln zu unterwerfen, und zwar mit der Zielsetzung, deren Höhe zu begrenzen. Dies ist Anlass dafür, die Corporate-Governance-Strukturen von als Aktiengesellschaft geführten Großunternehmen einer institutionenökonomischen Analyse zu unterziehen. Corporate Governance bezieht sich nach dem hier unterstellten Verständnis nicht nur auf die Unternehmensleitung im engeren Sinne und damit auf die Aufgabenverteilung zwischen den Leitungsorganen zueinander, sondern auch auf das Verhalten des Unternehmens nach außen und damit zu den Akteuren am Kapitalmarkt. Corporate Governance kann also als Kurzformel für den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für Überwachung und Leitung von Unternehmen interpretiert werden. Wie funktionsfähig sind diese Corporate Governance-Strukturen?

## 2 Zehn Thesen

### 2.1 Berle und Means diagnostizieren 1932 einen Trend zum Managerkapitalismus

Adolf A. Berle und Gardiner C. Means haben 1932 mit „The Modern Corporation and Private Property“<sup>1</sup> eine wegweisende Untersuchung über die Kontrollverhältnisse in amerikanischen Aktiengesellschaften veröffentlicht. Sie haben damit eine bis heute nicht abgeschlossene Debatte um den „Managerkapitalismus“ ausgelöst.<sup>2</sup> Die Autoren zeigten anhand der Entwicklung in den Vereinigten Staaten eine Tendenz zu Großunternehmen auf; deren Aktienkapital lag überwiegend in Streubesitz und die Leitung dieser Unternehmen wurde mehr und mehr von angestellten Managern wahrgenommen.

Die These von Gardiner und Means lautete nun, dass der Einfluss der Aktionäre auf die Unternehmenspolitik mit zunehmender Streuung des Aktienkapitals abnehme. Daraus resultiere die Gefahr, dass sich die Unternehmensführung von der Interessenlage der Aktionäre abkoppeln könne. Das Problem an dieser Entwicklung ist also, dass das Top-Management die ihm zuwachsenden Handlungs- und Entscheidungsspielräume auch oder primär zur Verfolgung eigennütziger Zielsetzungen nutzen kann, zur Selbstbereicherung, zu fragwürdigen unternehmenspolitischen Diversifizierungsstrategien, um den eigenen Arbeitsplatz sicherer zu machen, oder um ein großes Unternehmensimperium aufzubauen (Empire Building) und damit Macht und Prestigemotive zu befriedigen. Bele-

---

<sup>1</sup> Berle / Means (1932), S. 64 f.; Chandler (1977), S. 415 ff.; Zusammenfassungen bieten: Ridder-Aab (1980), S. 19 ff.; Beyer (1998), S. 29 f.; Höpner/Jackson (2001), S. 4; Berghoff (2004), S. 79 ff.; Homann/Suchanek (2000), S. 339 f.

<sup>2</sup> In den USA lässt sich nach wie vor eine besondere Bedeutung managerkontrollierter Unternehmen feststellen; vgl. Gerum (1999), S. 54; Mark J. Roe schreibt: „Bill Gates' ownership of Microsoft is an exception; General Motors', without a dominant stockholder, is the norm.“ Ders. (2004), S. 3.

ge für alle drei Strategien gibt es genügend – die Debatte um die Managergehälter legt beredt Zeugnis davon ab, dass angestellte Manager Eigeninteressen mit dem Ziel der Selbstbereicherung verfolgen. Ein Beispiel für fragwürdige Diversifizierungsstrategien ist der Siemens-Konzern, der, wie in den achtziger Jahren gespottet wurde, eher eine Bank mit angeschlossenem Elektro-Konzern sei – ein Hinweis darauf, dass die Manager des Unternehmens diversifizieren, auch um ihren eigenen Arbeitsplatz sicherer zu machen. Genau so ließen sich auch Daimler-Manager durch gravierende Rückschläge vom Traum, einen Weltkonzern aufzubauen, nicht abbringen – Empire Building in Reinkultur.

Warum ist so etwas möglich? Der tiefere ökonomische Grund dafür ist, dass die Unternehmenskontrolle in Publikumsaktiengesellschaften Eigenschaften eines öffentlichen Gutes besitzt: Jeder Kleinaktionär begrüßt zwar die Vorteile einer effektiven Kontrolle, aber er verharrt in Untätigkeit. Denn während die Informationskosten schnell prohibitiv hoch sind, streut der Nutzen in einer Publikums-gesellschaft breit. Wir haben die hinreichend bekannte Prisoners-Dilemma-Problematik.<sup>3</sup> Daraus resultiert, so die These von Berle und Means, eine „Herrschaft der Manager“<sup>4</sup> und es stellt(e) sich die wirtschaftsethische Frage nach Legitimation und wirksamer Kontrolle ihrer Macht.

Auch in Deutschland spielt die Aktiengesellschaft eine wichtige Rolle; während sie quantitativ – gemessen an der Gesamtanzahl der 3 Mio. Unternehmen – eine eher „unbedeutende“ Rechtsform ist, nur rd. 1000 Unternehmen firmieren als Aktiengesellschaft, ist sie andererseits doch die „typische“ Rechtsform des Großunternehmens, wie nachstehende Tabelle 1 dokumentiert. Im Vergleich zu den USA gibt es in der deutschen Entwicklung allerdings einen bemerkenswerten Unterschied: Während dort das managerkontrollierte Großunternehmen seit Entfaltung des Industriekapitalismus eine herausragende Rolle für das Wirtschaftsgeschehen spielte, ist die Aktiengesellschaft in Deutschland seit Ende des 19. Jahrhunderts ein typisches Instrument der Unternehmensverflechtung und -konzentration. Aktiengesellschaften standen überwiegend in einem Konzernverbund; Aktienanteile sind also nicht breit gestreut, standen vielmehr im Schachtel- und Dauerbesitz anderer Unternehmen.<sup>5</sup> Die von Berle und Means aufgeworfene „Öffentliche-Guts-Problematik“ der Unternehmenskontrolle fand in einem solchen anderen wirtschaftsstrukturellen Kontext verständlicherweise (zunächst) wenig Beachtung.

---

<sup>3</sup> Vgl. Monopolkommission (1998), Tz. 173; Roe (2004), S. 4; Adams (1994), S. 152; Picot et al. (2005), S. 249.

<sup>4</sup> Josef A. Schumpeter und James Burnham gingen in den 1940er Jahren so weit zu behaupten, dass damit weitreichende Transformationsprozesse des Wirtschaftssystems verbunden wären; Burnham beispielsweise sprach von einer „Revolution der Manager“, die Managerherrschaft führe zu schleichender Erosion bürgerlichen Eigentums hin zu planwirtschaftlichen Systemen unter der Kontrolle der Manager; dazu auch Deutschmann (2006), S. 61.

<sup>5</sup> Noll (1986), S. 233 ff. mit Hinweisen zur Empirie.

**Tabelle 1: Die 100 größten Unternehmen nach Rechtsform**

	Anzahl im Jahr 2002	Anzahl im Jahr 2004
Aktiengesellschaft	74	75
Gesellschaft mit beschränkter Haftung	7	6
Anstalt/Körperschaft öffentlichen Rechts	3	4
Eingetragene Genossenschaft	1	2
Kommanditgesellschaft	8	8
Kommanditgesellschaft auf Aktien	2	2
Versicherungsverein auf Gegenseitigkeit	2	3
Offene Handelsgesellschaft	1	0
Sonstige (Stiftung, Zuordnung nicht möglich)	2	0

Quelle: Monopolkommission, zitiert nach Noll / Volkert / Zuber, 2007, S. 22.

## 2.2 Ordoliberaler fordern ein stringentes System von Haftungsregeln

Der Neoliberalismus der 40er / 50er Jahre nähert sich der Thematik aus einer ordnungspolitischen Perspektive; ihm geht es um die Frage nach dem Zusammenhang von Privateigentum und Haftung. Eingebettet war diese Frage in das große übergreifende Anliegen, Prinzipien für eine „funktionsfähige und menschenwürdige Ordnung“ herauszuarbeiten.

Privateigentum ist im Ordoliberalismus eine unentbehrliche Einrichtung für effizientes Wirtschaften und für die Aufrechterhaltung von Freiheitsspielräumen. Die Legitimität des Privateigentums ist daran gebunden, dass der Eigentümer grundsätzlich für alle seine Dispositionen mit seinem Eigentum einsteht, die Haftung für die Folgen seines Handelns übernimmt. Eucken hat dies in die klassische Formel gefasst: „Wer den Nutzen hat, muss auch den Schaden tragen.“<sup>6</sup> Nur bei Beachtung dieses Prinzips werden Freiheit und Eigenverantwortung in angemessener Weise miteinander verknüpft.

Wer unternehmerische Initiativen ergreift und Risiken eingeht, der sollte im Misserfolgss Falle grundsätzlich mit seinem Vermögen einstehen. Die Haftung wird als unabdingbares Korrelat zur unternehmerischen Freiheit angesehen.<sup>7</sup> Strikte Haftungsgrundsätze erfüllen ordnungspolitische, aber auch wirtschafts- und sozialetische Funktionen: Der unbegrenzten Einstandspflicht wohnt ein bedeutsames präventives Moment inne, daher trägt sie zum sorgsamem und vorsichtigen Umgang mit Kapital bei. Daneben erfüllen stringente Haftungsgrundsätze zugleich eine wichtige Machtbegrenzungsfunktion, die aus wettbewerbs- wie gesellschaftspolitischer Sicht erwünscht ist.

Dabei verkennt der Ordoliberalismus nicht, dass Haftungsbeschränkungen durchaus nützliche Aufgaben erfüllen, insbesondere erleichtern sie die Trennung unternehmerischer Funktionen in Unternehmensleitung und Kapitalbereitstellung sowie für Kapitalbesitzer die Diversifizierung von Vermö-

<sup>6</sup> W. Eucken (1975), S. 279; ders. (1949), S. 57 ff. ausführlich dazu Noll (1992), S. 208 f..

<sup>7</sup> W. Eucken (1975), S. 279.

gensanlagen. Es kann daher nicht darum gehen, Haftungsbeschränkungen generell zu verbieten, wohl aber dafür zu sorgen, dass sie sorgsam begrenzt, austariert und eine unbeschränkte Haftungspflicht den Regelfall darstellt.<sup>8</sup> Daher wurden von ordoliberalen Autoren etliche Vorschläge gemacht, die bei konsequenter Umsetzung zur Folge hätten, dass jeweils ein Verantwortlicher vorhanden wäre, der unbeschränkt haftet. Drei Vorschläge lassen das konzeptionelle Grundgerüst erkennen: Die GmbH gelte es generell zu verbieten, in Aktiengesellschaften sollte eine unbegrenzte Einstandspflicht für solche Aktionäre statuiert werden, die einen beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen ausüben vermögen, wie das für einen Mehrheitsaktionär der Fall ist, schließlich sollte eine Erfolgshaftung für den Vorstand einer Aktiengesellschaft in mangementkontrollierten Publikumsaktiengesellschaften statuiert werden.

Diese Vorschläge sind insofern in sich konsistent und überzeugend, als sie zur Folge hätten, dass letztlich immer eine natürliche Person als Verantwortlicher vorhanden wäre, die unbeschränkt haften müsste. Sie trifft jeweils diejenige Person oder Personengruppe, die die Leitungsmacht in einem Unternehmen faktisch innehat. Die Forderung Euckens nach einer Erfolgshaftung für den Vorstand in Publikumsaktiengesellschaften ist indes nicht schlüssig: Wenn Handlungsmacht und Haftung miteinander verknüpft werden sollen, dann müsste man dem Vorstand nicht nur die Einstandspflicht bei Misserfolgen auferlegen, sondern ihm konsequenterweise auch den Unternehmensgewinn zukommen lassen, während die Anteilseigner lediglich eine Nutzungsentschädigung für das bereitgestellte Kapital erhielten.

Dieses konzeptionelle Problem bei Euckens Vorschlägen hat F. Böhm in einem späten Aufsatz thematisiert. Er meinte, man müsse die Aktiengesellschaft gänzlich abschaffen und dürfe nur die KGaA als Rechtsform zulassen, bei der die Komplementäre ja bekanntlich eine unbegrenzte Einstandspflicht trifft.<sup>9</sup> Interessanterweise ist Böhm damit inzwischen hochaktuell. So sehen manche neuen Vergütungssysteme, etwa bei Siemens, vor, Aktienpläne daran zu koppeln, dass der Vorstand aus eigener Tasche Anteile seines Unternehmens kaufen muss. Die Top-Manager werden verpflichtet, ein Vielfaches ihres Fixgehaltes in Siemens-Aktien zu halten.<sup>10</sup>

Die Ordoliberalen haben seinerzeit den „utopischen Charakter“ ihrer Forderungen erkannt. Es war ihnen bewusst, dass sich ihre Positionen angesichts der weitreichenden Konsequenzen nicht hic et nunc umsetzen lassen. Die Wirkungsgeschichte ihrer Forderungen ist daher in den Folgejahrzehnten fast vernachlässigbar. Festzuhalten bleibt jedoch, dass von den Neoliberalen zu recht in der Verknüpfung von Handlungskompetenz und Verantwortung eine legitimatorische Achillesferse marktwirtschaftlicher Systeme gesehen wurde.<sup>11</sup>

---

<sup>8</sup> Schüller (1983), S. 153 weist darauf hin, dass mit Blick auf die Funktionsbedingungen eines Marktsystems zwischen einzel- und gesamtwirtschaftlicher Koordinationseffizienz unterschieden werden muss.

<sup>9</sup> Böhm (1976), S. 149 ff. Ausführlich dazu Noll (1986), S. 349 ff.

<sup>10</sup> Vgl. o.V. 2010.

<sup>11</sup> Zusammenfassend Noll (1992), S. 208; ders. (1986), S. 328 ff. Dies ist ein Aspekt, der – wie die Finanzmarktkrise zeigt – bislang weitgehend ignoriert wurde.

## 2.3 Henry Manne setzt auf das Wirken des „Market for Corporate Control“

In den Folgejahrzehnten wurde im Rahmen der Property Rights- und Agency-Ansätze darüber nachgedacht, welche ökonomischen Anreiz- und Kontrollmechanismen den von Berle und Means angesprochenen Konflikt mildern bzw. beseitigen könnten, um eine aktionärsorientierte Unternehmensführung zu gewährleisten. Henry G. Manne hat dann 1965 in einem Aufsatz „Mergers and the Market for Corporate Control“ erstmals den Wirkungsmechanismus des Marktes für Unternehmenskontrolle beschrieben, mit dem ein konsumbetontes, machthungriges oder unfähiges Management abgelöst werden könnte.<sup>12</sup> Seine Kernthese lautet: „The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently.“<sup>13</sup>

Je stärker also die Börsenkurse einer Gesellschaft fallen, umso größer wird der Anreiz für potentielle Bieter, das Unternehmen mit Hilfe eines – in der Regel feindlichen – Übernahmeverfahrens zu erwerben. Durch Ersetzung oder Disziplinierung des ineffizienten Managements, verknüpft mit einer neuen strategischen Ausrichtung des Unternehmens, können die im Unternehmen gebunden Ressourcen einer besseren Nutzung zugeführt werden. Es ist offensichtlich, dass dies eine außerordentlich gewinnträchtige Strategie sein kann.

Von Verfechtern der Agency-Theorie wird der Markt für Unternehmenskontrolle als zentraler Kontrollmechanismus angesehen, der Handlungsspielräume und Einflusspotentiale der Kapitalmarktakteure sorgsam austariert: Der beschriebene Sanktionsmechanismus koppelt die Interessen des Managements an die der Aktionäre, denn allein die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme kann präventiv verhaltenssteuernd wirken. Ineffizienzen werden vom Management schneller und schonungsloser aufgedeckt und abgestellt, um nicht Zielobjekt einer Übernahme zu sein; fragwürdige unternehmerische Strategien unterbleiben.<sup>14</sup> Der Kleinaktionär wird in seinen Vermögensinteressen durch diesen Wettbewerbsmechanismus gleichsam mit geschützt, auch wenn er keine Informationen sammelt oder sonstigen Kontrollaufwand betreibt, denn im Zweifel kann er bei einem Übernahmeangebot an den Bieter im Übernahmeverfahren veräußern.

## 2.4 Externe Corporate Governance-Mechanismen sind nur Grobsteuerungsinstrumente

Die Funktionsfähigkeit des Marktes ist lange und kontrovers diskutiert worden; auch zahlreiche empirische Untersuchungen haben letztlich keinen Aufschluss gebracht.<sup>15</sup> So ist die These von der Kapitalmarkteffizienz umstritten: Spiegeln sich die Fähigkeiten des Managements in den Aktienkursen wider? Ist erkennbar, welchen Marktwert das Unternehmen hätte, wenn es ein effizientes Ma-

<sup>12</sup> Manne (1965), S. 110 ff.; dazu auch Adams (1989), S. 333.

<sup>13</sup> Manne (1965), S. 113; Bühner/Stiller (2004), Sp. 572 f.

<sup>14</sup> Vgl. Kallfass (1992), S. 599.

<sup>15</sup> Lübbert (1992), S. 120 ff.; Immenga/Noll (1990), S. 32 ff.; Monopolkommission (1988), Tz. 820 ff.; Bühner/Stiller (2004), Sp. 574. Nicht eindeutig Goncharov (2007) in seinen Ausführungen; vgl. S. 81 einerseits und 82 andererseits.

nagement im Interesse der Aktionäre hätte?<sup>16</sup> Übernahmeangebote können zudem nicht nur als Kontrollmechanismus wirken. Sie können im Gegenteil auch dazu genutzt werden, opportunistisches Verhalten des Managements zu befördern; so kann z.B. Empire Building von Unternehmen gerade deshalb betrieben werden, um eine Größe zu erreichen, die vor Übernahmeversuchen schützt.<sup>17</sup> Übernahmen können auch dazu dienen, möglichst schnell eine marktmächtige Stellung auf Gütermärkten zu erlangen. Bieterunternehmen sind gerade deshalb in der Lage, hohe Übernahmeprämien zu zahlen, weil ihnen künftig die Ausbeutung der Kunden gelingt. In den Paketzschlägen dokumentieren sich dann kapitalisierte Marktmachtgewinne. Die Effizienz der Disziplinierung durch die Kapitalmärkte wird schließlich mit dem Hinweis bestritten, dass sich dadurch der Planungshorizont der Manager bei unternehmerischen Entscheidungen verkürzt. Manager stecken danach zu viele Energien in nur kurzfristig wirksame Maßnahmen, um Einfluss auf den aktuellen Börsenkurs zu nehmen.<sup>18</sup> Außerdem kann der Vorstand bei einer drohenden Übernahme u.U. schon präventiv zu fragwürdigen und ineffizienten Verteidigungsmaßnahmen greifen, die nicht den Aktionärsnutzen befördern.

Der Markt für Unternehmenskontrolle kann also allenfalls erheblichen „organizational slack“, dramatische Verschwendungen oder Selbstbereicherungsaktivitäten des Führungspersonals aufdecken und sanktionieren.<sup>19</sup> Wie stark seine präventiv steuernde Funktion ist, ist schwierig abzuschätzen. So wurde von der Linde AG, mit einer starken Stellung im Industriegasgeschäft sowie im Anlagenbau, berichtet, dass sie unter dem Druck von Finanzinvestoren 2006 / 07 ihre Geschäftspolitik völlig neu ausgerichtet hat. Galt das DAX-30-Unternehmen lange Zeit als Favorit für eine Übernahme, so hat es sich nun durch Verkauf nicht zum Kerngeschäftsfeld zählender Unternehmensteile und durch Übernahme des britischen Konkurrenten BOC zu einem der Marktführer im ertragreichen Industriegasgeschäft entwickelt und nach Branchenkennern gegen eine feindliche Übernahme immunisiert.<sup>20</sup>

Der Markt für Unternehmenskontrolle hat insbesondere in den 80er Jahren in den Vereinigten Staaten eine enorme faktische Bedeutung gehabt, etwa ein Drittel aller öffentlich gehandelten corporations hat wohl in dieser Zeit einen Kontrollwechsel erlebt. Das zeigen empirische Studien über Zusammenschlussvorgänge aus dieser Periode.<sup>21</sup> Doch es wäre heikel, das Transaktionsvolumen an Fusionen und Akquisitionen generell als Indikator für die Wirkungsmächtigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle zu interpretieren. Wie Schaubild 1 zeigt, ist dieses Transaktionsvolumen in den letzten Jahrzehnten unter starken zyklischen Schwankungen stark angestiegen. Die hinter solchen Zusammenschlussvorgängen stehenden Motive sind – wie herausgearbeitet – vielfältig, werden überdies von den Beteiligten nur insoweit kommuniziert, als sie ein positives Bild von den Be-

---

<sup>16</sup> Vgl. Manne (1965), S. 113.

<sup>17</sup> Man denke an die Expansionsaktivitäten des Daimler Benz-Konzerns, in den 1980er Jahren getragen von der Vision eines integrierten Technologiekonzerns, und in den 1990er Jahren auf dem Weg zu einem weltweit agierenden Automobilkonzern.

<sup>18</sup> Vgl. Monopolkommission (1988), Tz. 821; Wenger (2001), Sp. 2098; Kirchner (2004), Sp. 810.

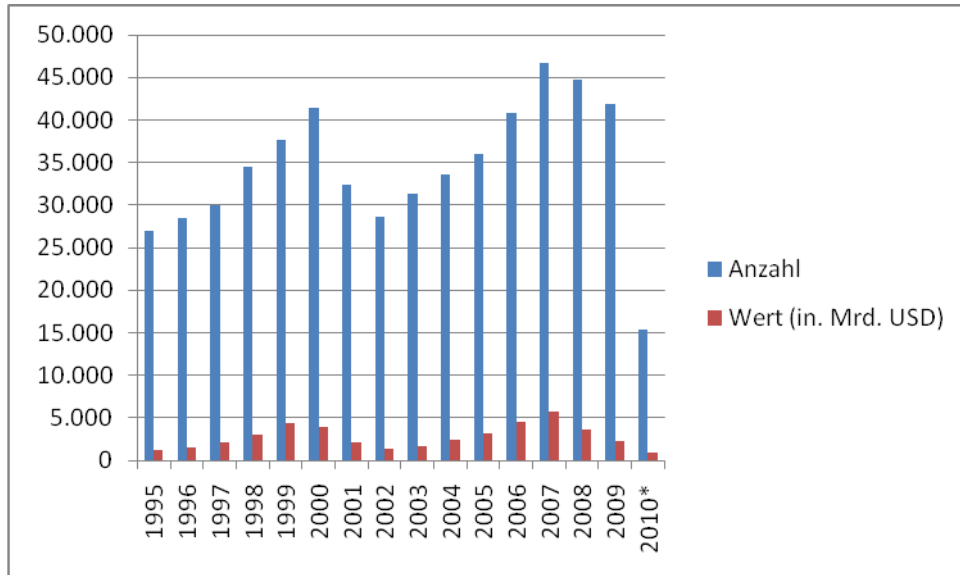
<sup>19</sup> Vgl. Monopolkommission (2006), Tz. 363; dies., 1988, 821; Kallfass (1992), S. 602 f.

<sup>20</sup> Köhn (2007), S. 13.

<sup>21</sup> Jansen (2008), S. 64.

teiligten in der Öffentlichkeit abzugeben vermögen. Die Kontrolleffizienz des Marktes für Unternehmenskontrolle ist daran jedenfalls nicht ablesbar.

**Schaubild 1: Angekündigte Fusionen & Akquisitionen weltweit: Anzahl und Volumen in Mrd. US \$)**



(Quelle: Thomson Financials, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) Analyse)

Vermutlich sind aber auch andere Marktkräfte keine bzw. unzulängliche Feinsteuerungsmechanismen für eine angemessene Kontrolle und Disziplinierung von Unternehmensleitungen großer Unternehmen; das erhellen folgende Überlegungen:

- Oligopolistische oder monopolistische Marktstrukturen auf Gütermärkten ermöglichen Gewinnspielräume für Unternehmen, die bei ineffizienter Kontrolle des Managements durch die Aktionäre zumindest teilweise vom Management usurpiert werden können. Aktionäre haben aber kein Interesse an einer scharfen Gütermarktdisziplinierung. Sie bevorzugen viel eher eine schwache Gütermarktdisziplinierung der Manager, bei der auch für sie eine Rente entsteht.<sup>22</sup>
- Unternehmen in kapitalintensiven Wirtschaftszweigen können sich – geschützt durch gesetzliche Rahmenbedingungen wie z.B. Gewinneinbehaltungsregeln und faktische Marktzugangsschranken für nicht kapitalmarktfähige Unternehmen – durch große Spielräume bei der Innenfinanzierung den Signalen des Kapitalmarktes teilweise entziehen.<sup>23</sup>

Unter dem Strich muss man konstatieren, dass externe Marktkräfte eine effektive interne Corporate Governance-Struktur nicht oder nur unzulänglich ersetzen können.<sup>24</sup>

<sup>22</sup> Picot et. al. (2005), S. 277.

<sup>23</sup> Anteilseigner besitzen nur ein Kapitalverwehrens-, nicht ein Kapitalentzugsrecht; dazu auch Picot et al. (2005), S. 260.

<sup>24</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 330; Roe (2004), S. 8; Picot et al. (2005), S. 259 ff.

## 2.5 In Deutschland setzt man auf Selbstregulierung durch Konsens: Die Deutschland AG

Deutschland focht die angelsächsischen Erfahrungen der 80er Jahre mit „hostile take overs“, „raiders“, „saturday night specials“, „white knights“ und „golden parachutes“ lange Zeit nicht an. In der Bundesrepublik spielten öffentliche Übernahmeangebote lange Zeit so gut wie keine Rolle. Sie hätten auch nicht in das System der Deutschland AG gepasst. Mit Deutschland AG ist ein Set wirtschaftsrechtlicher Rahmenbedingungen benannt, das eher einen „korporativen“ oder „koordinierten Kapitalismus“ bezeichnet:<sup>25</sup>

- Dies dokumentiert sich insbesondere in der Verwaltung der Aktiengesellschaft; Vorstand und Aufsichtsrat haben gegenüber den Anteilseignern vom Gesellschaftsrecht eine starke Stellung verliehen bekommen. So ist der Verwaltung die weitgehende Thesaurierung erwirtschafteter Gewinne erlaubt, die zur Finanzierung externen Wachstums eingesetzt werden kann. So entstanden dann häufig breit diversifizierte Unternehmen mit geringen Risiken und mäßigen Renditen.
- Der Aufsichtsrat, eigentlich als Überwachungsorgan des Vorstands und Interessenwahrer der Aktionäre installiert, rekrutierte sich nach dem Prinzip der Kooptation gleichsam selbst. Damit wurde die „Kontrolllogik“ auf den Kopf gestellt, denn die Räte sahen ihre vorrangige Aufgabe nicht in einer effizienten Überwachung der Geschäftsführung, sondern primär in der Pflege der Beziehungen des Unternehmens zu seinen Kunden oder Lieferanten.
- Großbanken spielten in diesem Geflecht u. a. durch das sogenannte Depotstimmrecht und ihre Vertreter in den Aufsichtsräten, als Kreditgeber und Anteilseigner eine herausragende Rolle. Sie koordinierten mit ihren vielfältigen Einflusskanälen den Wettbewerb der Großunternehmen untereinander, wehrten bisweilen gar feindliche Übernahmeveruche in kollektiven Aktionen ab, so bspw. die versuchte Übernahme von Conti durch Pirelli.

Anhand der Tabelle 2 werden die engen personellen Verflechtungen großer Bankunternehmen mit Nichtfinanzunternehmen deutlich; in ihnen dokumentiert sich gleichsam das personelle Substrat des korporativen Kapitalismus deutscher Prägung.

Dementsprechend hätte es ein Vorstand vor 20 Jahren noch weit von sich gewiesen, als „verlängerter Arm“ der Aktionäre, als Agent eines Principals, bezeichnet zu werden; eher vertrat man in Vorstandskreisen die Auffassung, selbst zu wissen, was für das Unternehmen das Beste war. Aktionäre waren – jedenfalls in Publikumsgesellschaften – schlecht organisiert, stellten auch selten Ansprüche. Frei nach dem Bankier Fürstenberg: erst sind sie dumm, weil sie ihr Geld hingeben, und dann sind sie auch noch frech, weil sie eine Dividende haben wollen!

<sup>25</sup> Dazu Noll / Volkert / Zuber (2007), S. 52 ff.; Noll (2010), S. 275 ff.



**Tabelle 2: Personelle Verflechtungen deutscher Großbanken mit anderen Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten, 1980 und 2004 im Vergleich**

Bankunternehmen	Jahr	Rang* *	Anzahl der Unternehmen....	
			...in deren Kontrollorgane das genannte Unternehmen Mitglieder der Geschäftsführung entsandt hat.	...die Mitglieder ihrer Geschäftsführung in das Kontrollorgan des genannten Unternehmens entsandt haben.
Deutsche Bank AG	2004	13	8	2
	1980	17	39	2
Landesbank Baden-Württemberg	2004	29	1	0
	1980	-	-	-
DZ Bank AG	2004	30	0	0
	1980	-	-	-
Bayerische Landesbank	2004	37	1	0
	1980	-	-	-
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	2004	38	2	1
	1980	62/70*	4/0	2/3
Commerzbank AG	2004	45	5	4
	1980	44	14	6

\*1980 noch Bayerische Vereinsbank/Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank AG. 1988 Fusion zur Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG.  
\*\*Rang in der Liste der 100 größten Unternehmen in Deutschland nach Wertschöpfung für das Jahr 2004.

Quellen: verschiedene Hauptgutachten der Monopolkommission; zusammengestellt in Noll/Volkert/Zuber, 2007, S. 193.

In Deutschland baute man spätestens seit Schaffung des Stabilitäts- und Wachstumsgesetzes 1966 / 67 auf Institutionen des systematischen Dialogs – konzertierte Aktionen, runde Tische oder Bündnisse für Arbeit gelten als Ausdruck „kollektiver Vernunft“. Dahinter steht die schon aus dem Mittelalter herrührende korporatistische Integrationsidee, nach der die Vermittlung von Konflikten zwischen gesellschaftlichen Gruppen im Diskurs anzugehen sei.<sup>26</sup> Und die im politischen Raum entwickelten Entscheidungs- und Konfliktlösungsmuster transferierte man auf die unternehmerische Ebene, namentlich mit der unternehmerischen Mitbestimmung 1976. Kern des deutschen Modells des Großunternehmens ist also die „Selbstregulierung durch Konsens“. Im Konsens der beteiligten Gruppen – Vorstände, Gewerkschafter, Großbankenvertreter, ggfs. Politiker wie bei VW – wird die entscheidende Legitimationsquelle für Ausübung von Macht und Entscheidungsbefugnissen im Unternehmen gesehen. Unternehmen werden danach primär als „gesellschaftliche Veranstaltungen“ bzw. als Koalition unterschiedlicher Interessen- bzw. Stakeholdergruppen interpretiert. Stakeholder erbringen Leistungen zur Erreichung unternehmerischer Zielsetzungen, folglich müssen deren widerstreitenden Ansprüche in einem fairen Diskurs zum Ausgleich gebracht werden. Unternehmen verlieren so ihren privatwirtschaftlichen Charakter, werden zu einer quasi-öffentlichen Institution mit entsprechender Verantwortung für Beschäftigung und regional- oder gesellschaftspolitische Belange.

<sup>26</sup> Noll (2010), S. 274 und pass.; Graf (1999), S. 572.

Dieser Denkweise huldigt der Gesetzgeber in wichtigen legislatorischen Akten noch immer. Im Jahre 2002 hat er mit dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz gesetzliche Rahmenbedingungen für den Markt für Unternehmenskontrolle formuliert. Es atmet in wenigen, aber zentralen Vorschriften ganz den korporatistischen Geist der Deutschland AG. Das wird an § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG deutlich; danach darf der Vorstand alle Abwehrhandlungen gegen Übernahmeveruche vornehmen, zu denen er durch den Aufsichtsrat ermächtigt wurde. Dies gilt selbst dann, wenn es sich dabei um Maßnahmen handelt, die ein gewissenhafter und ordentlicher Geschäftsführer eines nicht von einer Übernahme betroffenen Unternehmens so nicht vorgenommen hätte. Es ist zu vermuten, dass in dieser Regelung das Einfallstor für Maßnahmen zur Abwehr unerwünschter Übernahmeofferten zu finden ist. Hat der Vorstand die Einwilligung des Aufsichtsrates für Verteidigungsmaßnahmen, so kann ihm niemand später eine Pflichtverletzung vorwerfen, Schutz der etablierten Interessen, d.h. von Vorstand und Aufsichtsrat, und Bestandschutz „des“ Unternehmens in seinen bisherigen Strukturen vor Wettbewerb ist hier offensichtlich *Movens* gesetzgeberischen Handelns.<sup>27</sup>

Der Gegenentwurf zu diesem korporativen, beziehungsgesteuerten Finanzsystem ist das marktorientierte Finanzsystem, bei dem die langfristige Unternehmensfinanzierung über die Ausgabe von Aktien und Anleihen erfolgt. Eine externe Kontrolle über Märkte findet durch die Bewertung der Aktien und durch Übernahmen bei Fehlbewertungen statt. Tabelle 3 fasst übersichtsartig die Unterschiede zwischen dem beziehungsorientierten, korporativen und dem marktorientierten Finanzsystem zusammen.

---

<sup>27</sup> Vgl. Assmann et al. (2005), §§ 33 Rdnr. 172; Noll / Volkert / Zuber (2007), S. 69 ff.

**Tabelle 3: Vergleich der Finanzsysteme: marktorientiertes versus beziehungsorientiertes Finanzsystem**

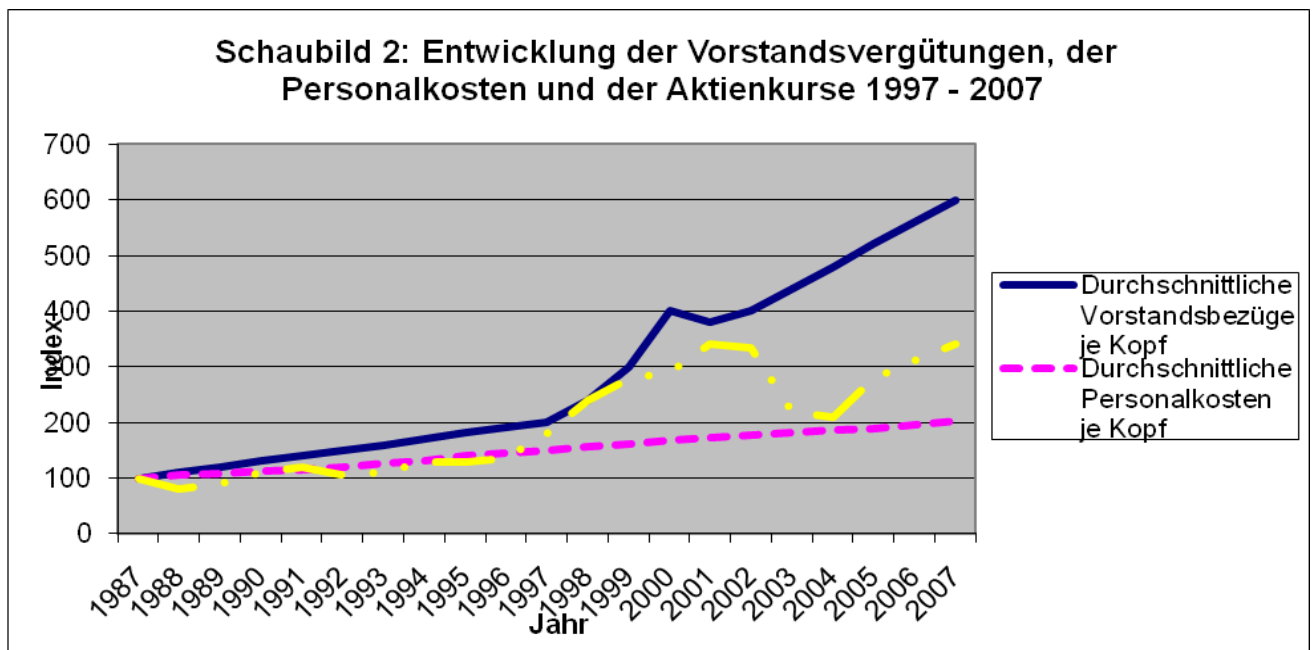
<b>Eigenschaften</b>	<b>Marktorientiertes Finanzsystem</b>	<b>Beziehungsorientiertes Finanzsystem</b>
Unternehmensfinanzierung	Über organisierte Märkte: Die langfristige Unternehmensfinanzierung erfolgt über die Ausgabe von Aktien und Anleihen.	Durch Finanzintermediäre: Diese gehen langfristige Kreditbeziehungen ein und halten gleichzeitig strategische Beteiligungen an Unternehmen, denen sie Kredit gewähren.
Information/Transparenz	Informationen sind öffentlich verfügbar und Finanzmärkte liquide. Offenlegungspflichten von Unternehmen und Rechnungslegungsstandards dienen der Bereitstellung von Informationen zur Unternehmensbewertung.	Die Transparenz des Systems ist gering, Finanzintermediäre haben privilegierten Zugang zu Informationen. Rechnungslegungsstandards dienen in erster Linie dem Gläubigerschutz.
Kontrolle	Externe Kontrolle durch die Bewertung der Aktien und durch Übernahmen bei Fehlbewertungen.	Kontrolle durch die Kreditbeziehung und Beteiligung der Finanzintermediäre. Über ihren eigenen Aktienbesitz hinaus kontrollieren Banken häufig auch die Aktien ihrer Kunden.
<b>Beurteilung</b>	<b>Marktorientiertes Finanzsystem</b>	<b>Beziehungsorientiertes Finanzsystem</b>
Allokation	Transparenz und Liquidität fördern den Wettbewerb und die allokativen Effizienz. Probleme der asymmetrischen Information können zu Kreditrationierung führen. Temporäre Fehlbewertungen durch Herdenverhalten und Blasenbildung möglich.	Probleme der asymmetrischen Informationen können durch langfristige Beziehung überwunden werden. Fehlallokation kann durch Verflechtungen, Intransparenz, Illiquidität, niedrigen Wettbewerb und zu langem Festhalten an der Finanzierungsbeziehung entstehen.
Stabilität	Bessere Reaktion auf systemische Schocks.	Versicherungsfunktion bei firmenspezifischen Schocks.
Anpassungsfähigkeit	Vorteile in der Finanzierung neuer Firmen und in Zeiten schnellen technologischen Wandels. Wettbewerb wirkt als Entdeckungsmechanismus und erhöht Anpassungsfähigkeit.	Vorteile in der Finanzierung bestehender Firmen und Technologien. Enge Verflechtung zwischen Banken und Unternehmen und häufig auch der Politik vermindern Anpassungsfähigkeit.

Quelle: Sachverständigenrat Jahresgutachten 2004/2005, Tabelle 48.

## **2.6 Seit Anfang der 90er Jahre ist die Vergütung der Spitzenmanager börsennotierter Aktiengesellschaften kräftig angestiegen**

In den vergangenen zwei Jahrzehnten ist es zu atemberaubenden Gehaltssteigerungen bei den Top-Managern großer Gesellschaften gekommen, und zwar insbesondere der obersten Führungsspitze. Drei Merkmale hinsichtlich der Entwicklung dieser Vergütungen verdienen es, besonders hervorgehoben zu werden:

Zum einen ist die absolute Höhe der Gehälter von Spitzenmanagern seit den 1990er Jahren kräftig angestiegen (vgl. Schaubild 2). So haben sich allein zwischen 1995 und 2000 die durchschnittliche Vergütung der Vorstände deutscher Unternehmen fast verdreifacht und die Grundvergütung mehr als verdoppelt. 2006 verdiente ein Vorstandsvorsitzender eines der DAX-30 Unternehmen rd. 3,4 Mio. €, und zwar ohne aktienkursbezogenen Vergütungsbestandteile. Das waren im Durchschnitt bei hoher Volatilität gut 7 Prozent mehr als im Jahre 2005. Die Einkommen des durchschnittlichen Arbeitnehmers haben sich wenig verändert. Spitzenmanager haben hingegen auch dann Gehaltszulagen verbuchen können, als die Mehrzahl der Arbeitnehmer froh war, wenn sie ihr Realeinkommen sichern konnte.



Quelle: Schmidt / Schwalbach (2007), S.119; Noll / Haag (2009), S. 381

Interessant ist zweitens, dass sich die Gehälter in den Unternehmen auseinander entwickelt haben, also inzwischen ausgesprochen „schiefe Gehaltsstrukturen“ zu diagnostizieren sind.<sup>28</sup> Es kommt zu einer stärkeren Spreizung der Gehaltsstruktur. Die zunehmende Einkommensungleichheit wird schon innerhalb des Vorstandes von Aktiengesellschaften erkennbar. Lag im Jahre 2004 das feste Gehalt eines Vorstandsvorsitzenden eines DAX-Unternehmens bei rund 3 Millionen Euro, wurde durchschnittlich in den Vorstandsetagen „nur“ 1,54 Millionen verdient. Die Einkommensungleichheit setzt sich dann auf der nächsten Hierarchieebenen fort. Angehörige der obersten Hierarchieebene, also Vorstandsmitglieder und Geschäftsführer, verdienen im Regelfalle weit mehr als das Doppelte eines Managers der zweiten Hierarchieebene.<sup>29</sup>

<sup>28</sup> Eine umfassende theoretische Reflexion zum Thema „schiefe“ vs. „flache“ Gehaltsstrukturen findet sich Backes-Gellner / Lazear / Wolff (2001), S. 184 ff., S. 203.

<sup>29</sup> Einer empirischen Studie der Vergütungsspezialisten Towers Watson verdienten im Jahre 2009 die Vorstandsvorsitzenden der DAX-Konzerne mehr als das 8-fache eines Bereichsleiters (= oberste Hierarchiestufe unterhalb des Vorstandes) und knapp das 20-fache eines Abteilungsleiters (= Hierarchiestufe unterhalb der Bereichsleiter) in ihrem Unternehmen. Löhr (2010), S. 9.

Exemplarisch können die Veränderung der Gehaltsstrukturen an einer Auswertung der Vergütungen für Vorstände bei der Deutschen Bank AG über die vergangenen Jahrzehnte verdeutlicht werden (vgl. Tabelle 4).

**Tabelle 4: Entwicklung der Vorstandsvergütungen der Deutschen Bank AG**

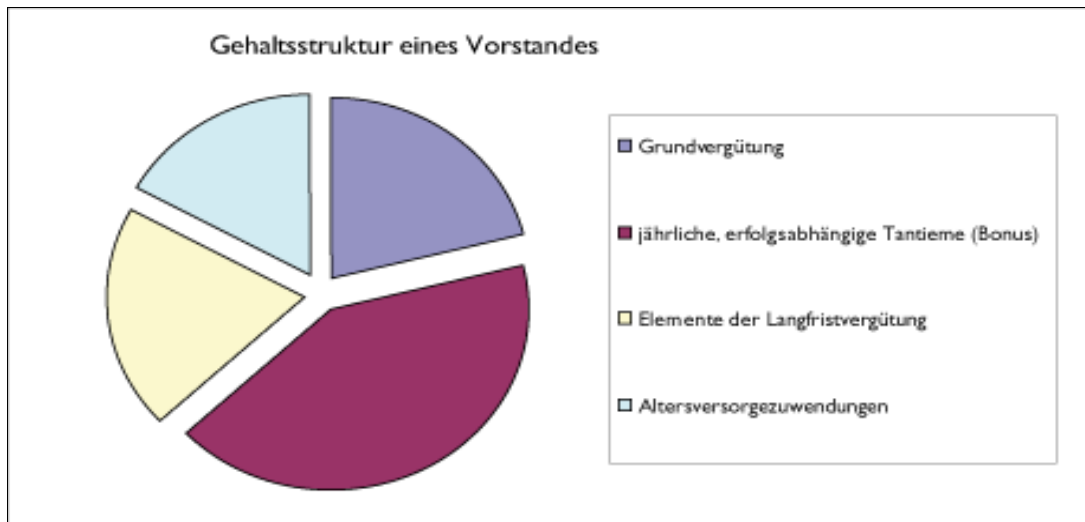
in 1.000 Euro						Durchschnittsentgelt der Arbeitnehmer in Euro* Relation	
Jahr	aktiver Vorstand	ehemaliger Vorstand	zusammen	Anzahl der Vorstandsmitglieder**	je aktives Vorstandsmitglied		
1967	2.304	376	2.680	10,42	221	5.25	42
1971	3.404	884	4.287	13,42	254	7.634	33
1977	4.441	1.393	5.833	12,00	370	12.754	29
1987	6.787	2.944	9.731	11,67	582	19.289	30
1993	9.948	5.642	15.590	12,42	801	24.633	33
1995	11.172	6.497	17.669	12,00	931	25.905	36
1996	14.141	6.092	20.233	12,17	1.162	26.243	44
1997	13.692	6.547	20.239	10,00	1.369	26.660	51
1998	15.845	7.666	23.511	7,00	2.264	27.060	84
1999	39.128	15.566	54.694	7,25	5.397	27.358	197
2000	63.410	30.998	94.408	8,00	7.926	27.741	286
2001	56.47	23.676	80.163	8,25	6.847	28.231	243
2003	28.005	31.219	59.224	4,00	7.001	29.230	240

\* in der gesetzlichen Rentenversicherung

\*\* im Jahresdurchschnitt

Quelle: Härtel (2004), S. 349; ermittelt nach den Geschäftsberichten der Deutschen Bank AG.

Auffällig ist drittens, dass zu einem fixierten Grundgehalt zunehmend variable Vergütungsbestandteile getreten sind. Schaubild 3 zeigt die „typische“ Gehaltsstruktur für ein Vorstandsmitglied einer Aktiengesellschaft. Mitte der Neunziger Jahre hatte insbesondere das angloamerikanische Konzept der Aktienoptionspläne als Mittel der am Shareholder Value orientierten variablen Managervergütung auch in Deutschland mehr und mehr an Bedeutung gewonnen. Aktienoptionen (Stock Options) gewähren dem einzelnen Manager das nichtübertragbare Recht, innerhalb einer gegebenen Periode (häufig zwischen 5 oder 10 Jahren) zu einem fixierten Preis eine bestimmte Anzahl von Aktien der eigenen Gesellschaft zu erwerben. Insbesondere seit dem Auflegen der Aktienoptionspläne der Daimler Benz AG und der Deutschen Bank AG im Jahr 1996 hat die Relevanz dieses Entlohnungsinstruments in Deutschland stark zugenommen. Inzwischen haben sie angesichts heftiger Kritik allerdings wieder erheblich an Bedeutung verloren.

**Schaubild 3: Gehaltsstruktur eines Vorstandes**

Quelle: Noll / Haag, 2009, S. 381.

## 2.7 Die Spitzenmanager profitieren von der der Erosion der Deutschland AG und der Entwicklung hin zum Finanzmarktkapitalismus?

In den vergangenen Jahrzehnten erleben wir die Erosion der Deutschland AG. Besonders eindrucksvoll dokumentiert sich das darin, dass die Verflechtungen der Großkonzerne untereinander abgenommen haben (vgl. Abb. 3 und 4) und z.T. erhebliche Umstrukturierungen stattgefunden haben.<sup>30</sup> Zudem hat die Bedeutung der Großbanken als Gravitationszentrum von Verflechtungen der deutschen Wirtschaft erheblich abgenommen.

Mit der Globalisierung und insbesondere dem Bedeutungszuwachs der Kapitalmärkte dringt die Idee des Shareholder Value vor. Bei dieser liberalen Perspektive sind es die Anteilseigner, die die Definitionsmacht über Zielsetzung und Leitung des Unternehmens haben, besser zurückgewinnen. Sie stellen das Haftungskapital zur Verfügung; sie sind wirtschaftlich gesehen die Eigentümer. Dementsprechend ist zentraler Baustein des Shareholder Ansatzes, dass die Geschäftspolitik einer Aktiengesellschaft auf Steigerung des Aktionärsvermögens ausgerichtet sein soll. Kern des neuen Systems sind Veränderungen der Corporate Governance Strukturen der Großunternehmen. Es erfolgt gleichsam die Reorganisation der Eigentümermacht, v.a. in den Händen global operierender institutioneller Investoren. Von Soziologen und Politologen wird diese Entwicklung als „Finanzmarktkapitalismus“ etikettiert.

<sup>30</sup> Wesentlich wurde diese „Entflechtung“ der großen Kapitalgesellschaften durch eine steuerrechtliche Neuregelung; ab 2001 sind die Gewinne aus Veräußerungen von Anteilen, die eine Kapitalgesellschaft an einer anderen hält, nicht mehr steuerpflichtig. Dazu auch Seip (2000), S. 16.

Schaubild 4: Kapitalverflechtungen in Deutschland 1996



Schaubild 5: Kapitalverflechtungen in Deutschland 2004



Quellen: Noll / Volkert / Zuber (2007), S. 24 mit Verweis auf die Monopolkommission (2006).

Hängt die Gehaltsentwicklung in den Top-Etagen von Dax-Unternehmen mit dem sich entwickelnden Finanzmarktkapitalismus zusammen? Ist es der Wandel „Von der Deutschland AG zum Shareholder Value“, wie man es pointiert zusammenfassen kann? Besteht hier nur eine zeitliche Koinzidenz oder sind auch Kausalzusammenhänge erkennbar, wie vielfach behauptet wird? Mir scheint ersteres zutreffend zu sein, d.h. es besteht nur eine zeitliche Koinzidenz, denn ähnliche Entwicklungen finden sich bei den Gehältern auch in Ländern wie den USA oder Großbritannien, die schon immer stärker kapitalmarktorientiert ausgestaltet waren. Wenn die These also stimmen würde, müsste bei deutschen Unternehmen ein Nachholprozess stattfinden. Das zeigt die Empirie indes nicht: Wir sind noch gar nicht im Zeitalter des Shareholder Value angekommen. Die großzügigsten Abfindungen in Deutschland wie bspw. die des ehemaligen Mannesmann-Chefs Esser; und diese dokumentiert das Versagen des Stakeholder-Konzepts, nicht des Shareholder-Ansatzes.

In Deutschland gilt nämlich die gesetzlich vorgeschriebene paritätische Mitbestimmung für Aufsichtsräte großer Aktiengesellschaften; das entspricht nicht dem Shareholder-Ansatz. Offensichtlich schafft dies gegen kräftige Gehaltssteigerungen keine Abhilfe. In den Personalausschüssen, in denen über die Managergehälter befunden wurde, saßen regelmäßig Arbeitnehmervertreter, oft auch Abgesandte der Gewerkschaften. Bislang ist nicht bekannt geworden, dass die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat den Gehaltswünschen entgegen getreten wären. Im Gegenteil: Entspricht der Vorstand den Einkommens- und Arbeitsplatzinteressen der etablierten Belegschaft, stimmt die Arbeitnehmerseite des Aufsichtsrates im Gegenzug offensichtlich überzogenen Einkommensinteressen des Managements zu Lasten der Aktionäre zu. Das ist ein typischer Vertrag zu Lasten Dritter.

Schließlich gibt es keinen Grund anzunehmen, dass Bank-Manager, die im Zeitalter einer „intakten“ Deutschland AG einen zentralen Einfluss auf die Geschicke der Großunternehmen wie auch auf die Vergütungspolitik der Vorstände gehabt haben, wirklich gute Sachwalter der Aktionärsinteressen gewesen sein sollen. Sie besaßen Partialinteressen wie die Gewerkschaftsvertreter auch, dabei stand die Eindämmung von Gehaltssteigerungen des Managements von Nichtfinanzunternehmen kaum im Fokus. Wir müssen nach überzeugenderen Argumentationsmustern schauen.

## **2.8 Erfolgsorientierte Vergütungssysteme sind grundsätzlich legitim!**

Erfolgsorientierte Vergütungssysteme haben in einer modernen Entgeltpolitik grundsätzlich ihren Platz. Es sind drei zu unterscheidende Aspekte, die für den Einsatz von Boni, Aktienoptionen oder Aktienplänen sprechen können: Sie reduzieren erstens Interessenkonflikte zwischen Anteilseignern und dem Management, sie verringern das Problem unterschiedlicher Zeitpräferenzen zwischen Managern und Aktionären und sie können schließlich die Risikobereitschaft der Manager befördern.

Erfolgsorientierte Vergütungssysteme reduzieren mögliche Interessen- und Zielkonflikte zwischen Managern und Aktionären, denn durch eine Beteiligung am Erfolg soll die Identifikation mit den



Zielen der Aktionäre an einer Steigerung des Aktienkurses befördert werden. Und hohe Aktienkurse liegen grundsätzlich auch im gesamtwirtschaftlichen Interesse, weil sie anzeigen, dass die Unternehmen das Richtige tun. Das hat zugleich positive Auswirkungen auf Einkommen und Beschäftigung.

Weiter verringern erfolgsorientierte Vergütungssysteme das Problem unterschiedlicher Zeitpräferenzen zwischen Managern und Aktionären, da Aktienoptionsprogramme aufgrund ihrer Laufzeit den Zeithorizont des Managements verlängern können. Manager haben aufgrund der Befristung ihrer Arbeitsverträge eher eine kurzfristige Orientierung. Aktionäre müssen demgegenüber langfristige Investitionsstrategien befürworten, da nur diese nachhaltig Erträge generieren.

Erfolgsorientierte Vergütungssysteme können schließlich die Risikobereitschaft der Manager befördern; sind Manager tendenziell risikoaversiv, um den eigenen Arbeitsplatz nicht zu gefährden, kann ihre Risikostruktur durch die Partizipation am Erfolg symmetrischer werden.

Allerdings sind Aktienoptionsprogramme momentan reichlich diskreditiert. Dabei sind zwei Problemkreise zu scheiden: Zum einen müssen Optionsprogramme oder ähnliche Instrumente gewissen Anforderungen entsprechen. Sie müssen z.B. manipulationsfrei sein, an einen Referenzindex gebunden werden, sie müssen transparent sein und es müssen Sperrfristen und Zeiträume für die Ausübung von Optionsrechten fixiert werden; da sind in den letzten Jahren viele Fehler gemacht worden. Der zweite Problemkreis betrifft die Außenwahrnehmung solcher Instrumente: Es ist zu vermuten, dass Aktienoptionen auch bei angemessener Ausgestaltung in der Öffentlichkeit Kommunikations- bzw. Verständnisprobleme aufwerfen. Dies hängt mit ihrer Zielsetzung zusammen. Auch wenn bei ihrer Einführung durchgängig die Gedankenkette „Leistung – Erfolg – Aktienkurssteigerung“ zugrunde gelegen haben mag, muss man sich von der Vorstellung lösen, es werde die individuelle Leistung eines einzelnen Managers oder Teams entlohnt; aktienbasierte Vergütungen sind vielmehr ein Modell der Erfolgsbeteiligung, prämiieren also besonders gewinnträchtiges unternehmerisches Gespür, bisweilen auch Glück, Zufall oder geniale Ideen, nicht aber unermüdlichen und disziplinierten Arbeitseinsatz. „Leistung“ und „Erfolg“ unterliegen indes in einer „Leistungs-gesellschaft“ unterschiedlicher Akzeptanz in der Bevölkerung.

Der Akzeptanz von Erfolg stehen wohl v.a. emotional-moralische Aspekte entgegen.<sup>31</sup> Das zeigt die sozialpsychologische Gerechtigkeitsforschung. Moralische Normen und Werte sind in einem komplexen evolutionären Prozess mit vielfältiger Überformung entstanden. Die Ursprünge moralischen Regeln sind emotionaler und religiöser Natur; sie sind für den Nahbereich des Menschen entwickelt worden, also für Kleingruppen wie die Familie, den Verein oder auch die Kirchengemeinde. In diesem Kontext entwickelten sich die originären Gerechtigkeitsvorstellungen, so die Verteilung nach Bedürftigkeit: „Wer alt oder krank ist, bekommt das Notwendige“ und die angemessene Teilhabe am gemeinschaftlich erarbeiteten Produktionsergebnis einer Gruppe: „Wer mitgeholfen hat beim Kuchen backen, der bekommt auch etwas davon ab.“ Daraus ergibt sich dann auch die Orientie-

---

<sup>31</sup> Dazu ausführlich Noll (2010), S. 284; Vanberg (2007), S. 43 ff.

rung am Leistungsprinzip: „Er hat das doppelte geschafft, also soll er auch das doppelte abbekommen“.

Erst relativ spät kamen dann mit der Entwicklung eines Marktsystems die Vorstellungen der kommutativen respektive Verfahrensgerechtigkeit hinzu, die nach der Gerechtigkeit der Spielregeln und der Fairness des Spielverlaufs fragen. Doch diese entstammen primär der menschlichen Vernunft, sind an Prinzipien orientiert und erfordern die sorgsame und systematische Durchdringung von Geschehensabläufen und ihren Randbedingungen.<sup>32</sup>

Da liegt es näher, die lerngeschichtlich überlieferten Gerechtigkeitsnormen der kleinen Gruppe auf die Marktbeziehungen zu übertragen. Hohe Gewinne oder Managergehälter sind daher per se suspekt, weil nicht die angemessene Perspektive der Verfahrensgerechtigkeit gewählt wird, sondern auf vertrautere Gerechtigkeitsprinzipien bei ihrer Bewertung zurückgegriffen wird. Und so genießt der populäre Satz des St. Galler Wirtschaftsethikers Thielemann „Niemand kann mehr als 100 – oder vielleicht auch schon zehn – mal mehr leisten als ein anderer“ breite Akzeptanz. Aber er geht am Kern des ökonomischen und gesellschaftlichen Problems vorbei. Variable Gehaltsbestandteile für Manager werden nicht für Leistung oder Anstrengung bezahlt, sondern sie sind eine Erfolgsprämie und damit im Kern Teil des Gewinns.

## **2.9 Ein Legitimationsdefizit stellt sich ein, wenn es zur „pay without performance“ kommt!**

Es gab verschiedene Untersuchungen, die die Effizienz der Vergütungspolitik analysiert haben, so genannte „Pay for Performance“-Tests; diese Untersuchungen versuchen den Zusammenhang zwischen der erzielten Rendite eines Unternehmens und den Vergütungen der Unternehmensleitungen zu erfassen.

Neuere deutsche Untersuchungen zu DAX30-Unternehmen kommen zum Ergebnis, dass es keinen Zusammenhang zwischen Höhe der Vorstandsvergütung und Aktienperformance bzw. Überrendite des Unternehmens gibt. Im Gegenteil: eine Studie zeigt, dass eher „schlechte“ Governance-Variable wie die Größe des Vorstands oder des Aufsichtsrats und die Größe des Unternehmens den Anstieg der Gehälter erklären könnten, nicht aber die Profitabilität. Auch für die USA deuten die Forschungsergebnisse nicht darauf hin, dass die Ergebnisentwicklung des Unternehmens ein zentraler Einflussfaktor für die Managerentlohnung ist.<sup>33</sup> Nicht erklärlich mit einer renditeorientierten Vergütungspolitik ist schließlich auch, dass die Vergütungen der Vorstände nach 2001 weiter kräftig angestiegen sind, obwohl die Aktienkurse eine negative Entwicklung verzeichnen (vgl. Schaubild 2) erkennbare

---

<sup>32</sup> Deutlich wird dies daran, wenn dem Liberalismus „soziale Kälte“ attestiert wird, dem die „wärmende“ Solidarität des Sozialstaats gegenüber gestellt wird. Doch der Staat oder die großen Sozialagenturen verströmen bekanntlich wenig Wärme.

<sup>33</sup> Ausführlicher dazu Noll / Volkert/ Zuber (2007), S. 84 ff.

Es lässt sich also empirisch nicht belegen, dass die mit Aktienoptionen gesetzten Entlohnungsanreize tatsächlich zu höherer Managementleistung, gemessen an der Firmenperformance geführt haben. Der Ausspruch „Pay without Performance“ hat damit die Chance, zu einem geflügelten Wort zu werden. Die variablen Vergütungsanteile haben also gerade nicht das bewirkt, was sie bewirken sollten.

## **2.10 Die Corporate Governance-Strukturen sind unzureichend ausgestaltet**

Daher stellt sich die Frage: Was läuft falsch bei der Vergütung der Spitzenkräfte von Publikumsaktiengesellschaften? Es sind drei Aspekte, die es hier zu erwähnen gilt:

Fairness oder Gerechtigkeit sind in einer Marktwirtschaft nicht an der Höhe der Gehälter oder an den Gehaltsstrukturen abzulesen. In einer offenen Gesellschaft sollen Leistung und insbesondere Erfolg prämiert werden. Damit lassen sich die Schwierigkeiten vermeiden, die daraus resultieren, dass es an zureichendem Wissen über die Angemessenheit oder Fairness von Löhnen und Gehältern fehlt, ja fehlen muss. Daher überlassen wir die Entgeltfindung dem Marktprozess.

Wir müssen daher vielmehr am Verfahren und an den Rahmenbedingungen ansetzen, unter denen die Gehalts- und Lohnbildung zustande kommt. Nicht die Ergebnisse selbst, sondern die Rahmenbedingungen sind einer normativen Betrachtung zu unterziehen. Das führt uns also zurück zur Frage der kommutativen, der Tauschgerechtigkeit.

Die Entwicklung hat bereits gezeigt bzw. wird in den nächsten Jahren zeigen, dass die bisherigen legislatorischen Aktivitäten keine nennenswerten Auswirkungen auf Managergehälter zeitigen. Das Vorstandsvergütungsoffenlegungsgesetz schreibt vor, dass die Vorstandsgehälter der in Deutschland börsennotierten Aktiengesellschaften spätestens ab dem Geschäftsjahr 2006 zwingend individualisiert offenzulegen sind. Das war offensichtlich ein Placebo. Im Gegenteil lässt sich behaupten, dass die höhere Transparenz eher einen sich selbst verstärkenden Prozess der Referenzgruppenentlohnung provozierte. Danach praktizieren die Unternehmen eine Art Benchmarking, sie vergleichen die Gehaltsmuster der eigenen Firma mit denen anderer Firmen. Setzt sich ein solches Verfahren zur Bestimmung der Vergütung von Vorstandsgehältern durch, so hat dies folgenreiche Konsequenzen. Das System hat einen eingebauten Sperrklinkeneffekt. Die relativ schlechter bezahlten Vorstände in einer Gruppe von Vergleichsfirmen fordern eine Art „Nachschlag“, also einen besonders üppigen Gehaltszuwachs. Damit erhöht sich das durchschnittliche Vergütungsniveau und schafft wiederum neue Begehrlichkeiten. Das Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetz (VorstAG) aus dem Jahre 2009 schreibt faktisch diese Praxis der Referenzgruppenbetrachtung auch noch fest.<sup>34</sup>

An diesem Mechanismus wird deutlich, warum diese aberwitzigen Gehaltszuwächse zu verzeichnen waren: Es geht den Spitzenmanagern nicht um das Einkommen und den daraus möglichen

---

<sup>34</sup> Ausführlicher dazu Noll / Volkert / Zuber (2007), S. 88 und Noll / Haag (2009), S.

Konsum, sondern es ist ein wichtiges Stratifikationsmerkmal. Das Einkommen zeigt an, wo man in der Hierarchie der Manager auf dem Managermarkt und im Sozialgefüge steht. Da unterscheiden sich Top-Managermärkte wohl wenig von Profi-Fußballer-Märkten.

Der zentrale Ansatzpunkt für Vergütungsgerechtigkeit in Unternehmen liegt an anderer Stelle, und zwar an der Gestaltung des Innenverhältnisses von Unternehmen. Das ist die interne Corporate Governance, die Kompetenzen und Verantwortung der Organe zueinander regelt. Sie weist für eine Kapitalgesellschaft erhebliche Defizite auf. Elmar Gerum beschrieb die Situation vor einigen Jahren drastisch: „In großen privaten deutschen Aktiengesellschaften entscheidet faktisch der Vorstand über die Vergabe der Aufsichtsrats-Mandate. In fast zwei Drittel der Fälle steht die Kontrolllogik der deutschen Führungsorganisation auf dem Kopf....Der Aufsichtsrat ist zum Steuerungsinstrument des Vorstandes in einer komplexen und dynamischen Umwelt geworden.“<sup>35</sup> Unternehmensvorstände von Publikumsaktiengesellschaften unterliegen also keinen hinreichenden Kontroll- und Sanktionsmechanismen durch Aktionäre oder Aufsichtsräte, sondern rekrutieren sich qua Kooptation nach weitgehend selbst gesetzten Regeln. Und daher fehlt es auch an angemessenen Anreiz- und Kontrollinstanzen zur Festlegung oder Begrenzung der Gehälter, wie das im Marktprozess üblicherweise der Fall ist.

Allerdings ist der Missstand schneller benannt als eine wirksame Abhilfemöglichkeit geschaffen. Sicher hat der Fall von Pierer bei Siemens auch dem vorletzten Interessenvertreter deutlich gemacht, dass es keine gute Idee ist, wenn ein ehemaliger Vorstandsvorsitzender direkt zum Aufsichtsratsmitglied oder gar dessen Vorsitzenden gemacht wird. Das unterbindet jetzt auch das Vorstandsvergütungsangemessenheitsgesetz. Denn um Interessenkonflikte zwischen Verwaltungsgremien eines Großunternehmens aufzuheben, muss die Unabhängigkeit der Aufsichtsführenden gewährleistet sein. Vielfach wird zu Recht darauf hingewiesen, dass die Unabhängigkeit letztlich auf Kosten fachlicher Kompetenz gehen könnte. Das ist eine zentrale Konfliktlage: Auch wenn Aufsichtsratsmandate inzwischen attraktiv finanziell dotiert sind, ist doch der Kreis an geeigneten Kandidaten für eine solche Aufgabe eher gering. Zudem werden für die Bank der Kapitaleigner als Aufsichtsräte primär solche Personen berufen werden, die in ähnlichen Aufgaben bzw. Verantwortungsbereichen tätig sind wie diejenigen, die es zu kontrollieren gilt. Und da besteht ein impliziter Konsens über Gehaltsvorstellungen.

### **3 Zusammenfassung und Ausblick**

Die vorangehende Analyse sollte aufzeigen, dass es scheinbar inhärente und schwer behebbare Schwächen in der Steuerungsarchitektur von Großunternehmen, die als Aktiengesellschaft firmieren und deren Anteile in Streubesitz stehen, gibt. Daraus zu folgern, die Manager erhielten unangemessene, ungerechtfertigte Vorteile, erscheint indes voreilig. Es sind hier keine individuellethischen bzw. einzelwirtschaftlichen Probleme zu verhandeln. Es kann nicht behauptet werden, dass

---

<sup>35</sup> Gerum (1999), S. 154

sich die Vorstände einer Aktiengesellschaft bislang auf Kosten anderer schutzwürdiger Interessengruppen ungerechtfertigt bereichern. Sie greifen ja nicht in die Kassen ihrer Unternehmen, sondern ihre Vergütungen werden ihnen vertraglich gewährt, und es spricht nichts gegen kluge Wahrnehmung eigener Interessen bei Vertragsverhandlungen. Die verschiedenen Stakeholdergruppen der Unternehmen – Zulieferer, Kreditgeber, Mitarbeiter und Kunden – werden grundsätzlich durch den Wettbewerb auf Arbeits-, Kredit- und Gütermärkten vor Ausbeutung oder anderen wettbewerbsfeindlichen Praktiken geschützt. Auch die Aktionäre, die Shareholder bzw. wirtschaftlichen Eigentümer des Unternehmens, erwerben freiwillig Aktien aufgrund eines individuellen Kosten-Nutzen-Kalküls. Und sie sind durch die zwingenden Regeln des Kapitalmarkts- und Gesellschaftsrechts geschützt.

Daher ist grundsätzlich nach Funktionsfähigkeit und Legitimität der wirtschaftsrechtlichen institutionellen Rahmenbedingungen zu fragen. Diese sind im Sinne eines „Comparative Institution Approach“ einer normativen Betrachtung zu unterwerfen.<sup>36</sup> Bedarf es einer Neujustierung der Anreiz- und Kontrollstrukturen für die aktiengesellschaftliche Vergütungspolitik, um das Vertrauen der Kapitalanleger in die Funktionsfähigkeit der unternehmensinternen Corporate Governance Strukturen wie der Kapitalmärkte zu schaffen bzw. zu stabilisieren? Hier steht die Diskussion noch ziemlich im Anfang.

## 4 Literatur

- Adams, M. (1989): „Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Missbrauch“, Die Aktiengesellschaft, Jg. 34, 1989, S. 333-338.
- Assmann, H.-D. / Pöttsch, T. / Schneider, U. H. (Hrsg.) (2005): Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Köln.
- Backes-Gellner, U. / Lazear, E.P. / Wolff, B. (2001), Personalökonomik. Fortgeschrittene Anwendungen für das Management, Stuttgart.
- Berghoff, H. (2004): Moderne Unternehmensgeschichte, Paderborn.
- Berle, A. A. / Means, G. C. (1968): The Modern Corporation and Private Property, Rev. ed., New York.
- Beyer, J. (1998): Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen, Opladen .
- Böhm, F. (1976): Die Kapitalgesellschaft als Instrument der Unternehmenszusammenfassung, in: Gutzler, G. et al. (Hrsg.), Wettbewerb im Wandel, Eberhard Günther zum 65. Geburtstag, Baden Baden 1976, S. 149 – 166.
- Bühner, R./ Stiller, P. (2004): „Kapitalmarkt und Management“, in: Schreyögg, G./ von Werder, A. (Hrsg.) Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation, Stuttgart, Sp. 572–578.
- Chandler, A. D. (1977): The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Business, Cambridge/Mass.
- Demsetz, H. (1969): „Information and Efficiency: Another Viewpoint“, in: Journal of Law and Economics, Vol. 12, S. 1 – 22.
- Deutschmann, C. (2006): „Keynes und der Finanzmarkt-Kapitalismus“, in: Brinkmann, U. et al. (Hrsg.), Endspiel des kooperativen Kapitalismus?, S. 58-75.

<sup>36</sup> Grundlegend dazu Demsetz (1969), S. 1ff.

- Deutsche Bundesbank 2003: Gesamtwirtschaftliche Aspekte der Aktienkursentwicklung, Monatsbericht März 2003, S. 29 – 42.
- Eucken, Walter (1975): Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 5. Auflage, Tübingen 1975.
- Eucken, Walter (1949): „Die Wettbewerbsordnung und ihre Verwirklichung. in: ORDO Bd. 2, 1949, S. 1–99.
- Gerum, E. (1999): „Unternehmensverfassung, Mitbestimmung und Stiftungen“, in: Korff, W. et al. (Hrsg.), Handbuch der Wirtschaftsethik, Ethik wirtschaftlichen Handelns, Bd. 3, Gütersloh, S. 149–165.
- Goncharov, I. (2007): Impulsreferat 4: „Konzentration und Verflechtung der deutschen Großunternehmen – Das Ende der Deutschland AG“, Institut für Sozialforschung und Gesellschaftspolitik (Hrsg.), Dokumentation – Weiterentwicklung der Reichtumsberichterstattung der Bundesregierung, Experten-Workshop am 29. November 2006 in Berlin, Köln, S. 72–82.
- Graf, F. W. (1999): „Interdependenzen von Religion und Wirtschaft“, in: W. Korff u.a. (Hrsg.), Handbuch der Wirtschaftsethik. Verhältnisbestimmung von Ethik und Wirtschaft, Bd. 1, Gütersloh 1999, S. 567–596
- Härtel, H. H. (2004): „Fundamentaler Wandel der Maßstäbe“, in: Wirtschaftsdienst 84. Jahrgang, S. 347–350.
- Homann, K. / Suchanek, A. (2000): Ökonomik: Eine Einführung, Tübingen.
- Höpner, M. / Jackson, G. (2001): „Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann“, in: Leviathan 29, Heft 4, S. 544–563.
- Immenga, U. / Noll, B. (1990): Feindliche Übernahmeangebote aus wettbewerbspolitischer Sicht, Dokument der Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Brüssel und Luxemburg.
- Jansen, S. A. (2008): Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisitionen und –kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, 5. Auflage, Wiesbaden.
- Jensen, M. C. / Meckling, W. H. (1976): „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, in: Journal of Financial Economics, Vol 3, S. 305–360.
- Kallfass, H. H. (1992): „Staatliche Zusammenschlusskontrolle oder unreglementierte Märkte für Unternehmenskontrolle“, in: Wirtschaft und Wettbewerb 1992, 42. Jg., S. 597–605.
- Kirchner, C. (2004): „Managerialismus“, Handwörterbuch der Organisation, 4. Auflage, Stuttgart, Sp. 805–813.
- Köhn, R. (2007): „Die Unvollendete. Linde ein Jahr nach der BOC-Übernahme“, in: FAZ vom 7. September 2007, S. 13.
- Löhr, Julia (2010): „In den Konzernen klafft eine Gehaltslücke“, in: FAZ vom 15. Januar 2010, S. 9.
- Lübbert, H. (1992): „Der Markt für Unternehmenskontrolle – Chancen und Risiken für Wettbewerb und Konzentration“, in: Gröner, H. (Hrsg.), Der Markt für Unternehmenskontrollen, Schriften des Vereins für Socialpolitik N.F. Band 214, Berlin, S. 119–140.
- Manne, H. G. (1965): „Mergers and the Market for Corporate Control“, in: Journal of Political Economy, Vol. 73, S. 110-120.
- Monopolkommission (1988): Die Wettbewerbsordnung erweitern, Hauptgutachten VII, Bundestags-Drucksache 11/ 2677, Baden-Baden.
- Monopolkommission (1998): Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem, Sondergutachten 26, Baden-Baden.
- Monopolkommission (2006): Mehr Wettbewerb auch im Dienstleistungssektor, Hauptgutachten XVI, Baden-Baden.
- Noll, B. (1986): Wettbewerbs- und ordnungspolitische Probleme der Konzentration, Spardorf bei Nürnberg.
- Noll, B. (1992): „Haftungsbeschränkungen im Konzern – eine ökonomische Analyse“, in: Ordo, Bd. 43, S. 205–235.
- Noll, B. (2010): Grundriss der Wirtschaftsethik. Von der Stammesmoral zur Ethik der Globalisierung,

Stuttgart.

- Noll, B. / Volkert, J. (2007): Zusammenhänge zwischen Unternehmensverflechtungen und -gewinnen, Rekrutierungen von Führungskräften und deren Einkommenssituation, Bundesministeriums für Arbeit und Soziales (Hrsg.), Bonn 2007.
- Noll, B. / Haag, F. (2009): „Schärfere Regulierung von Managergehältern in Aktiengesellschaften?, in: Wirtschaftsdienst, 89. Jahrgang, S. 380 – 387.
- o.V. (2010): „Aktionäre halten deutsche Vorstandsgehälter für angemessen“, FAZ vom 24. Juni 2010, S. 15.
- Picot, A. / Dietl, H. / Franck, E. (2005): Organisation. Eine ökonomische Perspektive, Stuttgart.
- Roe, M. J. (2004): „The Institutions of Corporate Governance“, in: Discussion Paper No. 488 der Harvard Law School 08 /200; URL: [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center) (10.09.2007).
- Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): „Zur Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland“, ZfB Special Issue 1/ 2007, S. 111–122.
- Schüller, A. (1983): „Property Rights, Theorie der Firma und wettbewerbliches Marktsystem“, in: Schüller, A. (Hrsg.), Property Rights und ökonomische Theorie, München, S. 145–184.
- Seip, S. (2000): „Die Tür zur Reform der `Deutschland AG´ steht weit offen“, FAZ vom 12. Februar 2000, S. 16.
- Thomson Financials (2010): Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) Analyse Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA)\*, o. O., o. J.
- Vanberg, Viktor (2007): Marktwirtschaft und Gerechtigkeit – Idee und Kritik der sozialen Marktwirtschaft im Konzept der Sozialen Marktwirtschaft, in: S. Empter/R. B. Vehrkamp (Hrsg.), Soziale Gerechtigkeit – eine Bestandsaufnahme, Gütersloh 2007, S. 25–50.
- Wenger, E. (2001): „Externe Unternehmenskontrolle“, in: Gerke, W./ Steiner, M. (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 3. Auflage, Stuttgart, Sp. 2096–2107.

## Verzeichnis der bisher erschienenen Beiträge

---

- |  |   |
|--|---|
| <p><b>52. Werner Pepels</b> Aug. 1990<br/>Integrierte Kommunikation</p> <p><b>53. Martin Dettinger-Klemm</b> Aug. 1990<br/>Grenzen der Wissenschaftsfreiheit. Überlegungen zum Thema: Freiheit und Verantwortung des Wissenschaftlers</p> <p><b>54. Werner Pepels</b> Sept. 1990<br/>Mediaplanung – Über den Einsatz von Werbegeldern in Medien</p> <p><b>55. Dieter Pflaum</b> Sept. 1990<br/>Werbeausbildung und Werbemöglichkeiten in der DDR</p> <p><b>56. Rudi Kurz (Hrsg.)</b> Nov. 1990<br/>Ökologische Unternehmensführung – Herausforderung und Chance</p> <p><b>57. Werner Pepels</b> Jan. 1991<br/>Verkaufsförderung – Versuch einer Systematisierung</p> <p><b>58. Rupert Huth, Ulrich Wagner (Hrsg.)</b> Aug. 1991<br/>Volks- und betriebswirtschaftliche Abhandlungen. Prof. Dr. Dr. h.c. Tibor Karpati (Universität Osijek in Kroatien) zum siebenzigsten Geburtstag. Mit einem Vorwort von R. Huth und Beiträgen von H.-J. Hof, H. Löffler, D. Pflaum, B. Runzheimer und U. Wagner</p> <p><b>59. Hartmut Eisenmann</b> Okt. 1991<br/>Dokumentation über die Tätigkeit einer Industrie- und Handelskammer – Dargestellt am Beispiel der IHK Nordschwarzwald</p> <p><b>60. Ursula Hoffmann-Lange</b> Dez. 1991<br/>Eliten und Demokratie: Unvereinbarkeit oder notwendiges Spannungsverhältnis?</p> <p><b>61. Werner Pepels</b> Dez. 1991<br/>Elemente der Verkaufsgesprächsführung</p> <p><b>62. Wolfgang Berger</b> Dez. 1991<br/>Qualifikationen und Kompetenzen eines Europa-managers</p> <p><b>63. Günter Staub</b> Jan. 1992<br/>Der Begriff „Made in Germany“ – Seine Beurteilungskriterien</p> <p><b>64. Martin W. Knöll, Hieronymus M. Lorenz</b> Mai 1992<br/>Gegenstandsbereich und Instrumente der Organisationsdiagnose im Rahmen von Organisationsentwicklungs (OE)-Maßnahmen</p> <p><b>65. Werner Lachmann</b> Juni 1992<br/>Ethikversagen – Marktversagen</p> <p><b>66. Paul Banfield</b> Juni 1993<br/>Observations On The Use Of Science As A Source Of Legitimation In Personnel Management</p> <p><b>67. Bernd Noll</b> Aug. 1993<br/>Gemeinwohl und Eigennutz. Wirtschaftliches Handeln in Verantwortung für die Zukunft – Anmerkungen zur gleichnamigen Denkschrift der Evangelischen Kirche in Deutschland aus dem Jahre 1991</p> <p><b>68. Siegfried Kreutzer, Regina Moczadlo</b> Aug. 1993<br/>Die Entdeckung der Wirklichkeit – Integrierte Projektstudien in der Hochschulausbildung</p> | <p><b>69. Sybil Gräfin Schönfeldt</b> Aug. 1993<br/>Von Menschen und Manieren. Über den Wandel des sozialen Verhaltens in unserer Zeit. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1992/93</p> <p><b>70. Hartmut Löffler</b> Dez. 1993<br/>Geld- und währungspolitische Grundsatzüberlegungen für ein Land auf dem Weg zur Marktwirtschaft – Das Beispiel Kroatien</p> <p><b>71. Hans-Georg Köglmayr, Kurt H. Porkert</b> Nov. 1994<br/>Festlegen und ausführen von Geschäftsprozessen mit Hilfe von SAP-Software</p> <p><b>72. Alexa Mohl</b> Febr. 1995<br/>NLP-Methode zwischen Zauberei und Wissenschaft. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1994/95</p> <p><b>73. Bernd Noll</b> Mai 1995<br/>Marktwirtschaft und Gerechtigkeit: Anmerkungen zu einer langen Debatte</p> <p><b>74. Rudi Kurz, Rolf-Werner Weber</b> Nov. 1995<br/>Ökobilanz der Hochschule Pforzheim. 2. geänderte Auflage, Jan. 1996</p> <p><b>75. Hans Lenk</b> Mai 1996<br/>Fairneß in Sport und Wirtschaft. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1995/96</p> <p><b>76. Barbara Burkhardt-Reich, Hans-Joachim Hof, Bernd Noll</b> Juni 1996<br/>Herausforderungen an die Sozialstaatlichkeit der Bundesrepublik</p> <p><b>77. Helmut Wienert</b> März 1997<br/>Perspektiven der Weltstahlindustrie und einige Konsequenzen für den Anlagenbau</p> <p><b>78. Norbert Jost</b> Mai 1997<br/>Innovative Ingenieur-Werkstoffe</p> <p><b>79. Rudi Kurz, Christoph Hubig, Ortwin Renn, Hans Diefenbacher</b> Sept. 1997<br/>Ansprüche in der Gegenwart zu Lasten der Lebenschancen zukünftiger Generationen</p> <p><b>80. Björn Engholm</b> Okt. 1997<br/>Ökonomie und Ästhetik. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1996/97. 2. geänderte Auflage. Jan. 1998</p> <p><b>81. Lutz Goertz</b> Sept. 1998<br/>Multimedia quo vadis? – Wirkungen, Chancen, Gefahren. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Fachhochschule Pforzheim, Wintersemester 1996/97</p> <p><b>82. Eckhard Keßler</b> Nov. 1998<br/>Der Humanismus und die Entstehung der modernen Wissenschaft. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 1996/97</p> <p><b>83. Heinrich Hornef</b> Febr. 1998<br/>Aufbau Ost – Eine Herausforderung für Politik und Wirtschaft. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Fachhochschule Pforzheim, Wintersemester 1997/98</p> |
|--|---|



## Verzeichnis der bisher erschienenen Beiträge

84. **Helmut Wienert** Juli 1998  
50 Jahre Soziale Marktwirtschaft – Auslaufmodell oder Zukunftskonzept? Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Sommersemester 1998  
Peter Kern, Wilhelm Bauer, Rolf Ilg; Heiko Dreyer; Johannes Wößner und Rainer Menge
85. **Bernd Noll** Sept. 1998  
Die Gesetzliche Rentenversicherung in der Krise
86. **Hartmut Löffler** Jan. 1999  
Geldpolitische Konzeptionen - Alternativen für die Europäische Zentralbank und für die Kroatische Nationalbank
87. **Erich Hoppmann** Juni 1999  
Globalisierung. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Sommersemester 1999
88. **Helmut Wienert (Hrsg.)** Dez. 1999  
Wettbewerbspolitische und strukturpolitische Konsequenzen der Globalisierung. Mit Beiträgen von Hartmut Löffler und Bernd Noll
89. **Ansgar Häfner u.a. (Hrsg.)** Jan. 2000  
Konsequenzen der Globalisierung für das internationale Marketing. Mit Beiträgen von Dieter Pflaum und Klaus-Peter Reuthal
90. **Ulrich Wagner** Febr. 2000  
Reform des Tarifvertragsrechts und Änderung der Verhaltensweisen der Tarifpartner als Voraussetzungen für eine wirksame Bekämpfung der Arbeitslosigkeit
91. **Helmut Wienert** April 2000  
Probleme des sektoralen und regionalen Wandels am Beispiel des Ruhrgebiets
92. **Barbara Burkhardt-Reich** Nov. 2000  
Der Blick über den Tellerrand – Zur Konzeption und Durchführung eines „Studium Generale“ an Fachhochschulen
93. **Helmut Wienert** Dez. 2000  
Konjunktur in Deutschland - Zur Einschätzung der Lage durch den Sachverständigenrat im Jahresgutachten 2000/2001
94. **Jürgen Wertheimer** Febr. 2001  
Geklonte Dummheit: Der infantile Menschenpark. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Wintersemester 2000/01
95. **Konrad Zerr** März 2001  
Erscheinungsformen des Online-Research – Klassifikation und kritische Betrachtung
96. **Daniela Kirchner** April 2001  
Theorie und praktische Umsetzung eines Risikomanagementsystems nach KontraG am Beispiel einer mittelständischen Versicherung
97. **Bernd Noll** Mai 2001  
Die EU-Kommission als Hüterin des Wettbewerbs und Kontrolleur von sektoralen und regionalen Beihilfen  
**Peter Frankenfeld**  
EU Regionalpolitik und Konsequenzen der Osterweiterung
98. **Hans Joachim Grupp** Juni 2001  
Prozessurale Probleme bei Beschlussmängelstreitigkeiten in Personengesellschaften
99. **Norbert Jost (Hrsg.)** Juli 2001  
Technik Forum 2000: Prozessinnovationen bei der Herstellung kaltgewalzter Drähte. Mit Beiträgen von
100. **Urban Bacher, Mikolaj Specht** Dez. 2001  
Optionen – Grundlagen, Funktionsweisen und deren professioneller Einsatz im Bankgeschäft
101. **Constanze Oberle** Okt. 2001  
Chancen, Risiken und Grenzen des M-Commerce
102. **Ulrich Wagner** Jan. 2002  
Beschäftigungshemmende Reformstaus und wie man sie auflösen könnte  
**Jürgen Volkert**  
Flexibilisierung durch Kombi-Einkommen? Die Perspektive der Neuen Politischen Ökonomie
103. **Mario Schmidt, René Keil** März 2002  
Stoffstromnetze und ihre Nutzung für mehr Kostentransparenz sowie die Analyse der Umweltwirkung betrieblicher Stoffströme
104. **Kurt Porkert** Mai 2002  
Web-Services – mehr als eine neue Illusion?
105. **Helmut Wienert** Juni 2002  
Der internationale Warenhandel im Spiegel von Handelsmatrizen
106. **Robert Wessolly, Helmut Wienert** Aug. 2002  
Die argentinische Währungskrise
107. **Roland Wahl (Hrsg.)** Sept. 2002  
Technik-Forum 2001: Weiterentwicklungen an Umformwerkzeugen und Walzdrähten. Mit Beiträgen von Roland Wahl, Thomas Dolny u.a., Heiko Pinkawa, Rainer Menge und Helmut Wienert
108. **Thomas Gulden** April 2003  
Risikoberichterstattung in den Geschäftsberichten der deutschen Automobilindustrie
109. **Günter Altner** Mai 2003  
Lasset uns Menschen machen – Der biotechnische Fortschritt zwischen Manipulation und Therapie. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Sommersemester 2003
110. **Norbert Jost (Hrsg.)** Juni 2003  
Technik-Forum 2002: Innovative Verfahren zur Materialoptimierung. Mit Beiträgen von Norbert Jost, Sascha Kunz, Rainer Menge/Ursula Christian und Berthold Leibinger
111. **Christoph Wüterich** Februar 2004  
Professionalisierung und Doping im Sport. Vortrag gehalten im Rahmen des Studium Generale der Hochschule Pforzheim, Sommersemester 2003
112. **Sabine Schmidt** Mai 2004  
Korruption in Unternehmen – Typologie und Prävention
113. **Helmut Wienert** August 2004  
Lohn, Zins, Preise und Beschäftigung – Eine empirische Analyse gesamtwirtschaftlicher Zusammenhänge in Deutschland
114. **Roland Wahl (Hrsg.)** Sept. 2004  
Technik-Forum 2003: Materialentwicklung für die Kaltumformtechnik. Mit Beiträgen von Andreas Baum, Ursula Christian, Steffen Nowotny, Norbert Jost, Rainer Menge und Hans-Eberhard Koch
115. **Dirk Wenzel** Nov. 2004  
The European Legislation on the New Media: An Appropriate Framework for the Information Economy?

## Verzeichnis der bisher erschienenen Beiträge

---

116. **Frank Morelli, Alexander Mekyska, Stefan Mühlberger** Dez. 2004  
Produkt- und prozessorientiertes Controlling als Instrument eines erfolgreichen Informationstechnologie-Managements
117. **Stephan Thesmann, Martin Frick, Dominik Konrad** Dez. 2004  
E-Learning an der Hochschule Pforzheim
118. **Norbert Jost (Hrsg.)** Juni 2005  
Technik-Forum 2004: Innovative Werkstoffaspekte und Laserbehandlungstechnologien für Werkzeuge der Umformtechnik
119. **Rainer Gildeggen** Juni 2005  
Internationale Produkthaftung
120. **Helmut Wienert** Oktober 2005  
Qualifikationsspezifische Einkommensunterschiede in Deutschland unter besonderer Berücksichtigung von Universitäts- und Fachhochschulabsolventen
121. **Andreas Beisswenger, Bernd Noll** Nov. 2005  
Ethik in der Unternehmensberatung – ein verminntes Gelände?
122. **Helmut Wienert** Juli 2006  
Wie lohnend ist Lernen? Ertragsraten und Kapitalendwerte von unterschiedlichen Bildungswegen
123. **Roland Wahl (Hrsg.)** Sept. 2006  
Technik-Forum 2005: Umformwerkzeuge - Anforderungen und neue Anwendungen. Mit Beiträgen von Edmund Böhm, Eckhard Meiners, Andreas Baum, Ursula Christian und Jörg Menno Harms
124. **Mario Schmidt** Dez. 2006  
Der Einsatz von Sankey-Diagrammen im Strommanagement
125. **Norbert Jost (Hrsg.)** Okt. 2007  
Technik-Forum 2006: Innovative neue Techniken für Werkzeuge der Kaltverformung. Mit Beiträgen von Franz Wendl, Horst Bürkle, Rainer Menge, Michael Schiller, Andreas Baum, Ursula Christian, Manfred Moik und Erwin Staudt.
126. **Roland Wahl (Hrsg.)** Okt. 2008  
Technik-Forum 2007: Fortschrittsberichte und Umfeldbetrachtungen zur Entwicklung verschleißreduzierter Umformwerkzeuge. Mit Beiträgen von Klaus Löffler, Andreas Zilly, Andreas Baum und Paul Kirchhoff.
127. **Julia Tokai, Christa Wehner** Okt. 2008  
Konzept und Resultate einer Online-Befragung von Marketing-Professoren an deutschen Fachhochschulen zum Bologna-Prozess
128. **Thomas Cleff, Lisa Luppold, Gabriele Naderer, Jürgen Volkert** Dez. 2008  
Tätermotivation in der Wirtschaftskriminalität
129. **Frank Thuselt** Juni 2009  
Das Arbeiten mit Numerik-Programmen. MATLAB, Scilab und Octave in der Anwendung.
130. **Helmut Wienert** August 2009  
Wachstumsmotor Industrie? Zur Bedeutung des verarbeitenden Gewerbes für die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts
131. **Sebastian Schulz** Sept. 2009  
Nutzung thermodynamischer Datensätze zur Simulation von Werkstoffgefügen (aus der Reihe „Focus Werkstoffe“, Hrsg. Norbert Jost).
132. **Hanno Beck; Kirsten Wüst** Sept. 2009  
Gescheiterte Diäten, Wucherzinsen und Wertepremien: Die neue ökonomische Theorie der Zeit.
133. **Helmut Wienert** Sept. 2009  
Was riet der Rat? Eine kommentierte Zusammenstellung von Aussagen des Sachverständigenrats zur Regulierung der Finanzmärkte und zugleich eine Chronik der Entstehung der Krise
134. **Norbert Jost (Hrsg.): Technik-Forum**
135. **Frank Morelli** Januar 2010  
Geschäftsprozessmodellierung ist tot – lang lebe die Geschäftsprozessmodellierung!
136. **T. Cleff, L. Fischer, C. Sepúlveda, N. Walter** Januar 2010  
How global are global brands? An empirical brand equity analysis
137. **Kim Neuer** Juni 2010  
Achieving Lisbon – The EU's R&D Challenge The role of the public sector and implications of US best practice on regional policymaking in Europe
138. **Bernd Noll** Sept. 2010  
Zehn Thesen zur Corporate Governance