

II. Finanzmärkte und Produktionsregime

WAS IST FINANZMARKT-KAPITALISMUS?

Paul Windolf

Zusammenfassung: Der Finanzmarkt-Kapitalismus ist ein Produktionsregime, das durch eine spezifische Konfiguration von ökonomischen Institutionen geprägt ist. Zu diesen Institutionen zählen: die Aktienmärkte (Kapitalisierung); die Investment-Fonds (Eigentümer); Analysten und Rating-Agenturen (boundary roles); Transfermechanismen (z.B. feindliche Übernahmen). Das Steuerungszentrum des Finanzmarkt-Kapitalismus sind die Aktienmärkte, auf denen fiktives Kapital gehandelt wird (Kapitalisierung). Aktienmärkte können Unsicherheit immer nur fiktiv in Risiko transformieren. Daher bieten Aktienmärkte eine besondere Gelegenheitsstruktur für Opportunismus (*moral hazard*). Die Investment-Fonds sind die „neuen“ Eigentümer, die in den USA inzwischen die Mehrheit an den großen Aktiengesellschaften besitzen. Sie sind der operatorischen Logik der Finanzmärkte unterworfen und zwingen die Unternehmen zu einer kurzfristigen Strategie der Profitmaximierung. Analysten und Rating-Agenturen besetzen in diesem System wichtige „boundary roles“, die Unsicherheit in Risiko transformieren sollen. Feindliche Übernahmen, der Markt für Unternehmenskontrolle und Aktienoptionen sind spezifische Transfermechanismen, die die operatorische Logik der Finanzmärkte auf die Realökonomie übertragen. Am Beispiel der feindlichen Übernahme wird gezeigt, dass Kontrolle häufig virtuell ist und kein *direktes* Abhängigkeitsverhältnis zur Voraussetzung hat; sie wirkt durch eine diffuse und zeitlich nicht spezifizierte „glaubhafte Drohung“. Die Kontrolle, die durch Finanzmärkte ausgeübt wird, ist abstrakt, anonym und sachlich, d.h. sie erscheint nicht als persönliche Abhängigkeit, sondern durch anonyme und globale Marktkräfte vermittelt.

I. Hilferdings Finanzkapital

Die Aktie und der Kredit sind Instrumente der Unternehmensfinanzierung. In der Modell-Ökonomie werden diese Instrumente reduziert auf eine bloße Transaktion zwischen dem Finanzmarkt und einem Unternehmen.¹ Eine genauere Analyse zeigt jedoch, dass Finanzierungsinstrumente eingebettet sind in ein System von Institutionen.

¹ In einem Aufsatz, der als „Klassiker“ der Unternehmensfinanzierung gilt, weisen Modigliani und Miller (1958) nach, dass es für ein Unternehmen keinen Unterschied macht, ob es über Kredite oder über Aktien finanziert wird. Die Kapitalkosten sind in beiden Fällen gleich hoch. Das von ihnen entwickelte Modell gilt jedoch nur, wenn von Transaktionskosten abgesehen wird, d.h. gerade von jenem institutionellen Kontext, der hier untersucht wird. Vgl. dazu auch Miller (1990).

Die Gläubiger bzw. die Aktionäre eines Unternehmens verfügen über Informations-, Weisungs- und Überwachungsrechte, die je nach Finanzierungsinstrument variieren. Daher finden wir in Ländern, in denen die Unternehmen überwiegend über Kredite finanziert werden (z.B. Deutschland, Japan), andere Formen der „*corporate governance*“ als in Ländern, in denen die Unternehmen überwiegend über Aktien finanziert werden (USA, Großbritannien).² Unterschiedliche Typen des Kapitalismus werden nicht nur durch jeweils variierende Institutionen des Arbeitsmarktes oder des Wohlfahrtsstaates geprägt, sondern auch durch unterschiedliche Finanzmarktinstitutionen.

Rudolf Hilferding war einer der ersten, der den Zusammenhang zwischen Kredit und Finanzmarktinstitutionen systematisch untersucht hat. Er zeigt, dass sich eine Bank durch die Vergabe von Investitionskrediten *langfristig* an ein Unternehmen bindet. Daraus resultiert ein „dauerndes Interesse“ der Bank, das Unternehmen zu kontrollieren und zu beherrschen, „um die richtige Verwendung des Kredits zu gewährleisten“.³ Die Bank verfügt über eine Reihe von Kontrollinstrumenten, um ihre Herrschaft abzusichern. Dazu gehören z.B. die Präsenz von Bankdirektoren im Aufsichtsrat des Schuldner-Unternehmens, die Depotstimmrechte und – im Krisenfall – die Umwandlung von Krediten in Aktienbesitz. Damit wird die Bank zum Eigentümer und kann direkt in die Geschäftsführung einer Aktiengesellschaft eingreifen.⁴

In einem Aufsatz aus dem Jahre 1915 führte Hilferding seine Analyse einen Schritt weiter: „Das Finanzkapital – die Beherrschung der monopolistisch organisierten Industrie durch die kleine Zahl der Grossbanken – hat die Tendenz, die Anarchie der Produktion zu mildern und enthält Keime zu einer Umwandlung der anarchisch-kapitalistischen in eine organisiert-kapitalistische Wirtschaftsordnung“ (Hilferding 1915: 322). Hilferding sah im Finanzkapital – repräsentiert durch die großen Universalbanken – einen Katalysator, der die Konzentration der kapitalistischen Produktionsweise beschleunigte. Das Finanzkapital spielte eine wichtige Rolle bei der Überwindung einer anarchischen Konkurrenz, bei der Konsolidierung von Kartellen und schließlich bei der Stabilisierung eines „organisierten Kapitalismus“ (Wehler 1974). Die „ungeheure Verstärkung des Kapitalismus durch die Macht seiner Organisation“ war ein Prozess, von dem Hilferding glaubte, dass er eine sozialistische Wirtschaftsordnung hervorbringen würde (ebd.).

Hilferdings Analysen des Finanzkapitals enthalten eine Reihe von Übertreibungen und Irrtümern. In Fallstudien wurde z.B. nachgewiesen, dass die Beziehung zwischen Banken und Unternehmen nur in seltenen Fällen durch eine starke *einseitige* Abhängig-

2 In der Literatur wird unterschieden zwischen Finanzierungssystemen, die sich stärker auf den externen Markt stützen („market-based“, z.B. Aktien) und solchen, die sich stärker auf Bankkredite stützen („bank-based“). Die Frage lautet dann: „Are market-based or bank-based financial systems better at financing the expansion of industries ...?“ (Beck und Levine 2002: 147). Vgl. dazu auch den Beitrag von Dieter Ziegler in diesem Band.

3 Hilferding (1955) weist im „Finanzkapital“ an verschiedenen Stellen auf die „Herrschaft der Banken“ hin: S. 93, 117, 163, 250, 275, vor allem S. 334f.

4 Einige Beteiligungen, die die Deutsche Bank 1995 an deutschen Industrieunternehmen hielt, sind aus früheren Sanierungsprogrammen entstanden: z.B. Klöckner-Humboldt-Deutz 45 Prozent, Metallgesellschaft 16,6 Prozent, Südzucker 12,8 Prozent. Quelle: Geschäftsbericht der Deutschen Bank 1995, S. 52.

keit geprägt war.⁵ Und die These, dass der organisierte Kapitalismus ein Durchgangsstadium auf dem Weg zum Sozialismus sei, wurde durch die Weltwirtschaftskrise von 1929 und die Naziherrschaft widerlegt.⁶

Ungeachtet dieser Irrtümer findet sich in Hilferdings „Finanzkapital“ eine exemplarische Analyse der *institutionellen Struktur eines Finanzierungsinstruments*. Hilferding zeigt, dass der Bankkredit in Institutionen eingebettet ist und dass diese Institutionen Teil eines interdependenten Systems sind, das er als „organisierten Kapitalismus“ bezeichnete.

Die kreditgebenden Banken versuchen, die Unternehmen auf eine spezifische Form ökonomischer Rationalität zu verpflichten, die sich aus der Eigenart des Kredits als Finanzierungsinstrument ableiten lässt. Die Bank ist nicht daran interessiert, dass ihre Schuldner eine Strategie der Profitmaximierung verfolgen (und damit relativ hohe Risiken eingehen). Vielmehr ist die Bank an einer verlässlichen (*Rück-)*Zahlungsfähigkeit des Unternehmens interessiert. Dieses Interesse der Bank lässt sich durch die rechtliche Struktur eines Kreditvertrages erklären:

Die Banken erhalten für ihren Kredit einen *fixen* Zinssatz. Würde ein Unternehmen sich für riskante Innovationen entscheiden, wäre im Konkursfall auch die Gläubiger-Bank in ihrer Existenz bedroht, während sie bei einem Erfolg riskanter Innovationen nur begrenzt an hohen Extraprofiten partizipieren könnte.⁷ Die Präferenzen einer Gläubiger-Bank lassen sich relativ einfach beschreiben: Die Bank hatte ein Interesse an der Kartellierung von Märkten, um durch eine Begrenzung der Konkurrenz die Ertragslage der Unternehmen langfristig zu stabilisieren; weiterhin war die Bank gegenüber dem Schuldner ein risikoaverser Vertragspartner, der versuchte, die Manager vor allzu riskanten Geschäften abzuhalten. Die Kredite der Banken waren geduldiges, kontrollierendes und risikoaverses Kapital.⁸

Unterschiede in den Finanzierungsformen spiegeln sich auch in der Rechtsordnung eines Landes wider. Gesetzliche Bilanzierungsvorschriften, die primär den Schutz von Kredit-Gläubigern intendieren (und weniger den Schutz von Minderheitsaktionären) oder Finanzmarktgesetze, die eher das Management schützen und weniger die Aktionäre, sind Beispiele für den Zusammenhang zwischen „*Law and Finance*“.⁹ Die dominante Form der Unternehmensfinanzierung prägt zugleich die spezifische Form der „*corporate governance*“ in einem Land (Williamson 1988).

5 Vgl. dazu die Fallstudien für die Periode vor dem 1. Weltkrieg in Wellhöner (1989) und für die Weimarer Republik in Wixforth (1995). Vgl. dazu auch den Beitrag von Gerald Feldman in diesem Band.

6 Vgl. dazu den Beitrag von Martin Höpner in diesem Band. Rudolf Hilferding, Sohn eines jüdischen Kaufmanns aus Wien, wurde im Februar 1941 vom Vichy-Regime in Marseille verhaftet und an die Gestapo ausgeliefert. Er starb im gleichen Monat in einem Pariser Gefängnis.

7 Williamson (1988: 578) weist darauf hin, dass die Risiken zwischen Banken (Kreditgläubigern) und Aktionären bei riskanten Unternehmensstrategien ungleich verteilt sind: „... penalties would accrue to debtholders in the event of failure and [high profits] would be captured by equity should the project succeed.“

8 Damit wird deutlich, dass die Art der Unternehmens-Finanzierung auch einen Einfluss auf die Struktur nationaler Innovationssysteme hat. Vgl. dazu die Unterscheidung von Hall und Soskice (2001: 38f.) zwischen „incremental and radical innovations“.

9 Dies ist der Titel eines Aufsatzes von La Porta et al. (1998).

II. Finanzmarkt-Kapitalismus

Im Vergleich zum organisierten Kapitalismus hat das System von Institutionen, das hier als „Finanzmarkt-Kapitalismus“ bezeichnet wird, eine andere Konfiguration. Das dominante Finanzierungsinstrument ist nicht der Kredit, sondern die Aktie.¹⁰ Die Beziehungen zwischen dem Finanzmarkt und der Realökonomie werden nicht durch ein „*relational contracting*“ zwischen einer Hausbank und dem Unternehmen geprägt, sondern durch die Funktionsweise globaler Finanzmärkte.

Die zentralen Akteure in diesem System sind die Pensions- und Investmentfonds, die in den USA inzwischen ca. 60 Prozent der Aktien an den 1000 größten Aktiengesellschaften besitzen. Die 20 größten Investment-Fonds halten ca. 40 Prozent der Aktien.¹¹ Als *Kollektiv* sind die Investment-Fonds Mehrheitsaktionär und können die Unternehmen „beherrschen“. Das Kontrollinstrument ist nicht der Kredit, sondern sind Eigentumsrechte, die sie als Aktionäre geltend machen können.

Es gibt hunderte von Investment-Fonds, deren Verhältnis zueinander durch eine scharfe Konkurrenz um die (Spar-)Einlagen der Kunden geprägt ist. Die Performanz der Investment-Fonds ist periodisch genau messbar und sie laufen Gefahr, die Einlagen ihrer Kunden zu verlieren, wenn sie in der Konkurrenz um Profitmaximierung zurückfallen.¹²

In den 1960er Jahren bestand unter Ökonomen weitgehend Konsens darüber, dass die Manager der großen Aktiengesellschaften keine Strategie der Profitmaximierung verfolgten, sondern nur versuchten, einen „zufriedenstellenden“ Profit zu erreichen und dass ihr primäres Ziel auf *Wachstum* ausgerichtet war.¹³ Die Trennung von Eigentum und Kontrolle in den großen Aktiengesellschaften schirmte die Manager gegen den Einfluss der Eigentümer ab und verschaffte ihnen eine weitgehende Autonomie.¹⁴

10 Dies ist nur im Sinne einer groben Klassifikation korrekt. Auch in den USA vergeben die Banken Kredite; in Deutschland finanzieren Unternehmen sich auch über den Aktienmarkt. Im Zeitraum 1980–89 vergaben die Banken in Japan und Deutschland aber immer noch die meisten Kredite an Unternehmen. Gemessen als Anteil am Bruttosozial-Produkt waren es in Japan 96 Prozent und in Deutschland 82 Prozent; in den USA waren es 66 Prozent. Quelle: Beck und Levine (2002: 177, Table 7).

11 Quelle: Hotchkiss und Strickland (2003: 1474); vgl. dazu auch Gompers und Metrick (2001: 234–235, Tables I, II).

12 „Ausländische Fonds rollen den [deutschen] Markt auf“ lautete der Titel eines Artikels im Handelsblatt (10.3.05, S. 21). Die Investment-Fonds haben in Deutschland 2004 Netto-Einnahmen von 24,1 Mrd. Euro erzielt; das war gegenüber 2003 ein Rückgang um 57,2 Prozent. Der Verlust an Einlagen traf vor allem die deutschen Investment-Fonds, während ausländische Fonds ihre Einlagen erhöhen konnten (AXA von 1,6 auf 3,8 Mrd. Euro; Franklin Templeton Investment von 1,3 auf 2,5 Mrd. Euro). Diese Verschiebung der Marktanteile zugunsten ausländischer Investment-Fonds ist ein Indikator für die Schärfe der Konkurrenz auf den europäischen Finanzmärkten.

13 Zusammenfassung der Literatur in Kaneda und Matsui (2003: 16–19). Vgl. auch Simon (1978) und Galbraith (1970: 162).

14 Die These der „Trennung von Eigentum und Kontrolle“ (Berle und Means 1997) und die daraus resultierende These der „Autonomie des Management“ steht im Gegensatz zu der von Hilferding vertretenen These der „Bankenherrschaft“. In den USA wurde die Hilferding-These vor allem von Kotz (1978) bzw. Mintz und Schwartz (1985) vertreten.

In den USA befand sich 1960 noch 88 Prozent des Aktienkapitals im Besitz von Kleinaktionären und Familien.¹⁵ Diese Eigentümer waren nicht gezwungen, um eine möglichst hohe Dividende zu konkurrieren. In gewisser Weise war auch das Aktienkapital der Kleinaktionäre „geduldiges“ Kapital. Ein Indikator dafür ist die Umschlaghäufigkeit auf den Aktienmärkten. An der New Yorker Börse lag sie 1960 bei 12 Prozent, d.h. im Durchschnitt hielten die Aktionäre ihre Aktien 8,3 Jahre. 1987 war die durchschnittliche Umschlaghäufigkeit auf 73 Prozent gestiegen, d.h. die Aktionäre verkauften ihre Aktien bereits nach 1,4 Jahren wieder.¹⁶

Mit der Einführung des „*shareholder-value*“ hat ein Strategiewechsel stattgefunden. Nicht mehr Wachstum, sondern *Profitmaximierung* ist das dominante Ziel der Manager. Die Investment-Fonds übertragen den Konkurrenzdruck, dem sie auf den Finanzmärkten ausgesetzt sind, auf die Unternehmen. Die Entflechtung der großen Konglomerate in den USA, die Konzentration auf das Kerngeschäft und die starke Orientierung am Aktienkurs sind Indikatoren, an denen der Strategiewechsel sichtbar wird.

Die institutionelle Konfiguration des Finanzmarkt-Kapitalismus kann jetzt genauer beschrieben werden: Es hat eine Rekonzentration des Eigentums bei den Investment-Fonds stattgefunden. Diese „neuen“ Eigentümer stehen in Konkurrenz um höchstmögliche Rendite gegeneinander, und sie zwingen die Manager der Aktiengesellschaften, eine hohe Eigenkapital-Rendite zu erwirtschaften. Die Investment-Fonds besitzen an jedem Unternehmen nur 2 bis 3 Prozent. Sie können ihre Anteile jederzeit verkaufen, sie sind also „liquide“. Die hohe Umschlaghäufigkeit der Aktien führt dazu, dass die Eigentümer der großen Aktiengesellschaften im Durchschnitt alle zwei Jahre ausgetauscht werden.

Im Februar 2005 meldeten die Nachrichtenagenturen, dass die Deutsche Bank für das Jahr 2005 eine Eigenkapitalrendite von 25 Prozent anstrebe. Diese Marke sei der internationale Maßstab, den die meisten globalen Wettbewerber überträfen (2004 lag die Eigenkapitalrendite bei 16 Prozent). Gleichzeitig meldete die Deutsche Bank Restrukturierungspläne, die einen Abbau von 6.000 Arbeitsplätzen vorsahen. Siemens meldete für 2004 eine Eigenkapitalrendite von 16 Prozent. Eine weitere Meldung lautete: 57 Prozent der Siemens-Aktien befinden sich inzwischen im Besitz ausländischer Investoren (überwiegend: Investment-Fonds).¹⁷

Die Konkurrenz der kreditgebenden Banken führt tendenziell zu einer Senkung des Zinssatzes und damit zu einer Senkung der Kapitalkosten. Weiterhin liegt eine Begrenzung unternehmerischer Risiken im Interesse der Banken. Die Konkurrenz der Investmentfonds um maximale Profite führt tendenziell zu einer *Erhöhung* der Kapitalkosten. Das fungierende Kapital einer Aktiengesellschaft setzt sich aus Eigenkapital und Fremdkapital zusammen. Für das Eigenkapital muss Siemens einen Profit von 16 Prozent erwirtschaften; für einen langfristigen Kredit müsste das Unternehmen weniger zahlen.

Unternehmen oder Betriebsteile, die zwar „profitabel“ sind, in der globalen Konkurrenz um höchstmögliche Rendite jedoch nicht standhalten können, fallen unter das

15 Quelle: Hawley und Williams (1996, Appendix, Tables).

16 Quelle: Froot et al. (1992: 42). Eigene Berechnung: $100 : 12 = 8,3$ (Jahre); $100 : 73 = 1,4$ (Jahre).

17 Quelle: http://boerse.ard.de/key=dokument_79411 (Februar 2005).

Verdikt, das die Vertreterin der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, Daniela Bergdoldt, präzise formuliert hat: „Fix it, sell or close!“¹⁸

Während die Institutionen des organisierten Kapitalismus tendenziell eine Abschwächung der Konkurrenz bewirkten, beobachten wir im Finanzmarkt-Kapitalismus eine schrittweise Verschärfung der Konkurrenz. Die treibende Kraft geht von den internationalen Finanzmärkten aus, auf denen Akteure tätig sind, die selbst in scharfer Konkurrenz zueinander stehen.

Gliederung. In den Abschnitten III und IV wird die *Funktionsweise der Aktienmärkte* analysiert. Die Aktienmärkte legen die Bedingungen fest, unter denen die Eigentümer der Aktiengesellschaften ihre Strategien verfolgen (Investment-Fonds). Es wird argumentiert, dass die zentrale Operation der Aktienmärkte in der Kapitalisierung liegt; dass mit der Kapitalisierung fiktives Kapital geschaffen wird; und dass fiktives Kapital eine spezifische Gelegenheitsstruktur für den Opportunismus der Finanzmarktakteure schafft. Abschnitt V konzentriert sich auf die *zentralen Akteure des Finanzmarkt-Kapitalismus*, die Investment-Fonds. Diese Akteure können zwischen der Option „exit“ und „voice“ wählen. Jeder Investment-Fonds ist ein Konglomerat unterschiedlicher Investment-Stile, die sich voneinander durch das Risikoniveau und die Umschlaghäufigkeit (exit) unterscheiden. In den Abschnitten VI und VII werden wichtige „*boundary roles*“ des Aktienmarktes untersucht, nämlich die Analysten und die Rating-Agenturen. Die zentrale Funktion dieser Institutionen liegt in der Transformation von Unsicherheit in Risiko. Es wird argumentiert, dass diese Transformation fiktiv ist. Aktienmärkte operieren nicht mit Erwartungen, sondern mit Erwartungs-Erwartungen. In den Abschnitten VIII bis X werden die Transfermechanismen analysiert, die die operatorische Logik der Finanzmärkte in die internen Operationen der Unternehmen übertragen (Finanzialisierung der Unternehmen). Zu diesen Transfermechanismen gehören die feindlichen Übernahmen, der Markt für Unternehmenskontrolle und die Aktienoptionen der Manager.

III. Die Funktionsweise der Aktienmärkte: Kapitalisierung

Finanzmärkte sind ein Produkt fortschreitender Arbeitsteilung und Ausdifferenzierung in der modernen Ökonomie. Das Prinzip der funktionalen Ausdifferenzierung setzt sich in den Subsystemen der Gesellschaft fort und reproduziert die System-Umwelt-Problematik auf der Ebene der Subsysteme. In diesem Prozess wird die „Real“-Ökonomie zur „Umwelt“ für die Finanzmärkte, während diese gegenüber ihrer Umwelt an Autonomie gewinnen und sich tendenziell von der Realökonomie entkoppeln können.

In der Realökonomie werden Güter und Dienstleistungen produziert und getauscht; auf den Finanzmärkten werden *Zahlungsversprechen* gehandelt. Gütermärkte sind vergangenheitsorientiert: Ein vergangener Produktionsprozess muss sich am Markt bewähren. Zahlungsversprechen (Aktien) sind zukunftsorientiert: Es geht um die Sum-

18 Quelle: http://boerse.ard.de/key=dokument_79411 (Februar 2005).

me zukünftiger Erträge, die Aktionäre von einem Unternehmen erwarten. Im Folgenden sollen drei Thesen erläutert werden:

- Die zentrale Operation der Finanzmärkte liegt in der *Kapitalisierung*, d.h. der Festlegung eines Erwartungswertes für Zahlungsverprechen.
- Finanzmärkte operieren nicht mit Erwartungen, sondern mit *Erwartungs-Erwartungen*.
- Auf den Finanzmärkten kann die Komplexität des Gebrauchswertes nicht faktisch, sondern nur fiktiv reduziert werden. Daher repräsentiert jeder Aktienkurs nur *fiktives Kapital*.

Marx (1970a: 100) hatte die Ware als eine Einheit von Gebrauchswert und Tauschwert definiert. Jede Ware hat einen Gebrauchswert, d.h. sie muss ein konkretes Bedürfnis befriedigen. Sie hat weiterhin einen Tauschwert, der durch die in ihr vergegenständlichte Arbeit bestimmt wird. Der Tauschwert muss sich am Markt bewähren, indem die Ware einen Käufer findet. Eine Ware, die keinen Gebrauchswert hat, hat auch keinen Tauschwert. Die Nützlichkeit der Ware (für ein zahlungsfähiges Bedürfnis) ist immer eine einschränkende Bedingung für die Wertrealisierung.

Der Begriff des Gebrauchswertes soll hier erweitert werden. Er umfasst dann die Gesamtheit des Produktionsprozesses, in dem ein konkreter Gebrauchswert hergestellt wird. Dazu gehören die technischen Kompetenzen und die praktische Erfahrung, die im Produktionsprozess zur Anwendung kommen; die Fähigkeit, Rohstoffe und Maschinen in der erforderlichen Qualität zu beschaffen; die Motivierung der Arbeiter und die Sorgfalt, mit der Maschinen und Personal gepflegt wird. Dies alles schlägt sich in der Qualität des Produktes nieder und ist eine elementare Voraussetzung für den Gebrauchswert der Ware.¹⁹

Im Markt werden die Komplexität des Produktionsprozesses und die damit verbundenen Kontingenzen auf *eine* Zahl reduziert, nämlich auf den Preis. Mit dem Preis, den ein Käufer bereit ist zu zahlen, wird die Frage, ob der Produktionsprozess erfolgreich war (Qualität) und ob dabei nur die gesellschaftlich notwendige Arbeitszeit aufgewandt wurde, *uno actu* beantwortet. Der Markt ist also eine hoch effiziente Maschine zur Reduktion von Komplexität. Mit andern Worten: „The market is a marvel“ (Hayek 1945: 527).

Der Gütermarkt ist eine Kontrollinstanz *erster* Ordnung. Jede Ware, die hergestellt wurde, muss, um ihren Wert zu realisieren, den Markttest bestehen, d.h. sie muss einen zahlungsfähigen Käufer finden. Der Kaufakt und der damit realisierte Tauschwert ist eine *faktische*²⁰ Bestätigung für die Effizienz vergangener Produktionsprozesse.

Der Finanzmarkt ist eine Kontrollinstanz *zweiter* Ordnung. Während auf den Gütermärkten in jedem *einzelnen* Fall festgestellt wird, ob ein Produktionsprozess ökonomisch effizient war und ob tatsächlich ein Gebrauchswert produziert wurde, stellt der Finanzmarkt zunächst fest, ob der Durchschnitt *aller* Transaktionen während einer Periode erfolgreich war, d.h. ob das Unternehmen in der abgelaufenen Periode profitabel oder nicht profitabel war. Um die *Vergangenheit* eines Unternehmens zu beurteilen,

19 Das sprichwörtliche „Montags-Auto“ ist ein Beispiel für Probleme im Produktionsprozess, die den Gebrauchswert der Ware mindern.

20 Weiter unten wird argumentiert, dass auf den Finanzmärkten nicht über *faktische*, sondern über zukünftige (*fiktive*) Tauschakte entschieden wird.

müssen die Investoren sich nicht auf die Komplexität des Gebrauchswertes (im oben erweiterten Sinne) einlassen. Der Gütermarkt hat die Reduktion von Komplexität bereits vollzogen. Wenn die Bilanzen nicht gefälscht wurden, kann der Finanzmarkt ein eindeutiges Urteil fällen: Das Unternehmen *war* profitabel oder eben nicht.

Aber Finanzmärkte sind zukunftsorientiert. Um dies zu verdeutlichen, muss zunächst der Begriff der Kapitalisierung eingeführt werden. Die Kapitalisierung ist nichts anderes als die Umkehrung der Zinsformel. Bei der Zinsformel ist eine Summe Geld der Ausgangspunkt, der Zinssatz (z.B. 5 Prozent) steht fest und das Ergebnis ist der Zinsertrag.

$$\text{Zinsformel: } \frac{200 \text{ Euro} \times 5}{100} = 10 \text{ Euro (Zinsertrag)} \quad (1)$$

$$\text{Kapitalisierung: } \frac{10 \text{ Euro}}{5} \times 100 = 200 \text{ Euro (Investition)} \quad (2)$$

Bei der Kapitalisierung ist der Ausgangspunkt der Ertrag, d.h. das Zahlungsverprechen: Welchen Profit wird das Unternehmen im nächsten Jahr erwirtschaften? Wenn dieser Profit mit einem Zinssatz gewichtet wird (z.B. 5 Prozent), erhält man die Kapitalisierung, d.h. den Preis, den man bereit ist, für ein Zahlungsverprechen zu bezahlen.

In dieser Formel gibt es zwei Unbekannte: Erstens, vorher weiß der Investor, welchen Profit das Unternehmen im nächsten Jahr erwirtschaften wird? *Die Prognose über den zukünftigen Ertrag ist mit der gesamten Komplexität und allen Kontingenzen des Gebrauchswertes (im erweiterten Sinne) belastet.* Zweitens, welchen Zinssatz unterstellt man als durchschnittliche Kapitalkosten?

Finanzmärkte transformieren Unsicherheit in Risiko. In jedem Aktienkurs, der festgestellt wird, ist die Reduktion der Komplexität des Gebrauchswertes faktisch vollzogen. Finanzmärkte können nur dann einen Preis für ein zukünftiges Zahlungsverprechen festlegen (= Kurs), wenn sie die Summe zukünftiger Erträge mit einem Risikofaktor gewichten. Sie müssen den *Erwartungswert* der Summe zukünftiger Erträge ermitteln. In der Ermittlung dieses Erwartungswertes liegt die zentrale Operation des Finanzmarktes.

Gehen wir auf Gleichung (2) zur Kapitalisierung zurück. Das Unternehmen prognostiziert einen Ertrag von 10 Euro (pro Aktie). Bei dieser Prognose kann sich das Unternehmen nicht auf den Produktmarkt stützen, der nur die Komplexität *vergänger* Produktionsprozesse reduzieren kann. Die Prognose ist mit allen Kontingenzen zukünftiger Produktionsprozesse belastet. Investoren wissen das und gewichten den prognostizierten Ertrag mit 0,8, d.h. sie gehen *in diesem Augenblick* davon aus, dass der prognostizierte Ertrag mit einer Wahrscheinlichkeit von 0,8 realisiert wird. Damit wird der Kurs festgestellt: $(0,8 \times 10 \text{ Euro}/5) \times 100 = 160$. In der nächsten Minute kann sich diese Einschätzung ändern.

Die zweite Unbekannte in Gleichung (2) sind die durchschnittlichen Kapitalkosten im nächsten Jahr. Diese hängen u.a. davon ab, welche Zinsentscheidung die Zentralbanken treffen.²¹ Nur wenn diese beiden „Unbekannten“ definiert werden, kann mit

21 Die Kapitalisierung (= Aktienkurs) kann nur berechnet werden, wenn ein bestimmter Zinssatz

Hilfe der Kapitalisierungsformel (2) der Kurs bestimmt werden. Marsh (1991: 68) kommt zu dem Ergebnis: „The problem with this procedure ... is that it can provide you with any answer you want.“²²

Wir stoßen hier auf ein fundamentales Problem der Finanzmärkte: Wenn der *zukünftige* Ertrag eines Unternehmens geschätzt werden soll, kann der Finanzmarkt nicht auf den Gütermarkt zurückgreifen, auf dem die Komplexität des Gebrauchswertes (im oben definierten Sinn) mit der Preisbildung und dem Verkauf reduziert wird. Aktienanalysten müssen prognostizieren, wie diese Marktoperationen in der Zukunft ablaufen könnten. Die Finanzmärkte müssen sich mit allen Kontingenzen auseinandersetzen, die den Produktionsprozess potenziell beeinträchtigen könnten:

Wird bei Peugeot während des nächsten Geschäftsjahres gestreikt? Wird die US-Gesundheitsbehörde das Medikament X von Schering zulassen? Wird der Iran (das Hauptexportland einer badischen Maschinenbau AG) in einem Jahr politisch noch stabil sein? Wie sehen die Absatzmärkte von SAP in den USA in zwei Jahren aus?

Bei der Beurteilung der zukünftigen Profitabilität steht der Produktmarkt als Komplexitätsreduktions-Maschine nicht zur Verfügung. In diesem Fall sind die Finanzmärkte mit der vollen Umwelt-Komplexität konfrontiert und sind gezwungen, Markt-Surrogate einzusetzen, um Unsicherheit in Risiko zu transformieren.

Hayek (1976: 153–157) hat argumentiert, dass die sozialistische Planwirtschaft nicht zuletzt an einem Informationsproblem scheitern müsse. Niemand könne wissen, wie viel Stahl im nächsten Jahr gebraucht wird und ob Konsumenten in der nächsten Saison noch schwarze Hosen kaufen werden. Die Finanzmärkte müssen aber genau dies prognostizieren, wenn sie die zukünftige Profitabilität eines Stahlwerkes oder einer Kleiderfabrik bestimmen wollen.

Wie effizient die Finanzmärkte auch immer sein mögen, es gibt keinen Mechanismus, der diese Unsicherheiten in Risiko transformieren könnte, d.h. in eine numerisch präzise Wahrscheinlichkeit, mit der zukünftige Erträge diskontiert werden könnten. Die Finanzmärkte können Unsicherheit nicht „wirklich“ in Risiko transformieren, sie können es nur fiktiv tun. Daher repräsentiert jede Kapitalisierung nur fiktives Kapital.²³

(exogen) unterstellt wird. Dies erklärt, warum Alan Greenspan die Kurse an der New Yorker Börse beeinflussen kann. Wenn der Federal Reserve Board die Leitzinsen senkt, könnten die Kapitalkosten auf 4 Prozent sinken. Gleichung (2) nimmt dann folgende Form an: $(10 \text{ Euro} / 4) \times 100 = 250 \text{ Euro}$. Die Senkung der durchschnittlichen Kapitalkosten um 1 Prozent führt also (theoretisch!) zu einer Kurssteigerung um 50 Euro.

22 Das hier diskutierte Problem muss von jedem „capital asset pricing model“ gelöst werden, unabhängig davon, welches Modell benutzt wird. In jedem Fall müssen exogen zwei Risikofaktoren definiert werden: Ein Risikofaktor, der die Wahrscheinlichkeit definiert, mit der ein zukünftiges Zahlungsverprechen eingelöst werden kann (Rendite). Der zweite Faktor, der exogen in das Modell eingeführt werden muss, sind die durchschnittlichen Kapitalkosten. Vgl. dazu Fama (1991: 1575f.).

23 Vgl. dazu Marx (1970b: 484): „Die Bildung des fiktiven Kapitals nennt man kapitalisieren.“ „Aller Zusammenhang mit dem *wirklichen* Verwertungsprozeß des Kapitals geht so bis auf die letzte Spur verloren, und die Vorstellung vom Kapital als einem sich durch sich selbst verwertenden Automaten befestigt sich.“ (Hervorh. P.W.) Eine analoge Definition findet sich in Hilferding (1955: 142f.).

Fama (1991: 1575) definiert die Effizienz der Finanzmärkte in der folgenden Weise: „I take the market efficiency hypothesis to be the simple statement that security prices fully reflect all available information.“ Finanzmärkte sind also Informationsverarbeitungs-Maschinen und als solche leisten sie – ähnlich wie die Gütermärkte – eine Reduktion von Komplexität. Es muss jedoch noch genauer bestimmt werden, was „market efficiency“ hier bedeutet. Berle und Means (1997: 259) beschreiben die Informations-Verarbeitung auf den Finanzmärkten in der folgenden Weise:

„... the market has collected around itself a tremendous mechanism for collection and dissemination of facts ... from moment to moment, through the various ticker services constantly pour into the market a running narrative of facts, figures, amounts, opinion, and information of all sorts, which does or is thought to bear upon values of the securities traded in. Naturally much of what is disclosed is not necessarily true; and much of what is true never reaches the market.“

Finanzmärkte können in den meisten Fällen die *zukünftigen* Wirkungsketten *gegenwärtiger* Ereignisse nicht mit zureichender Genauigkeit abschätzen. Sie können nicht wissen, ob eine Erhöhung des Ölpreises um 4 Prozent den Absatz von Automobilen *tatsächlich* beeinträchtigen wird oder ob ein Terroranschlag die Reiselust von Touristen in der nächsten Saison *tatsächlich* dämpfen wird. Der Finanzmarkt verarbeitet „information of all sorts, which does or *is thought* to bear upon values of the securities“ (Hervorh. P.W.).²⁴

Luhmann (1977: 68) argumentiert, dass die interne Verarbeitungskapazität eines Systems in vielen Fällen durch die Komplexität der Umwelt überfordert wird. Sie muss daher in Form abstrakter Surrogate internalisiert werden: „Das kann aber nicht in Form eines genauen Abtastens und eines Punkt-für-Punkt Transfers geschehen. Dazu reichen die Kontrolleinrichtungen keines Systems aus. Das Bezugssystem muß deshalb die Komplexität hochkomplexer Umweltsysteme in der Form *unanalysierter Abstraktionen* verwenden.“

Keynes (1970: 156) hat in seinem Vergleich der Aktienmärkte mit einem „*beauty contest*“ eine solche Abstraktion beschrieben:

„... professional investment may be likened to those newspaper competitions in which the competitors have to pick out the six prettiest faces from a hundred photographs, the prize being awarded to the competitor whose choice most nearly corresponds to the average preferences of the competitors as a whole; so that each competitor has to pick, not those faces which he himself finds prettiest, but those which he thinks likeliest to catch the fancy of the other competitors, all of whom are looking at the problem from the same point of view. It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgement, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest. We have reached the third degree where we devote our intelligences to anticipating what average opinion expects the average opinion to be. And there are some, I believe, who practise the fourth, fifth and higher degrees.“

²⁴ Finanzmärkte operieren mit einem niedrigen „signal to noise ratio“. Dieser Quotient wird gemessen als Verhältnis zwischen der Stärke eines Signals und dem Umgebungslärm (white noise). Auf Finanzmärkten, die einen kontinuierlichen Fluss (irrelevanter) Informationen verarbeiten, ist der „Umgebungslärm“ besonders hoch.

Keynes formuliert hier präzise das Problem der doppelten Kontingenz – und der sich daraus ergebenden endlosen rekursiven Schleifen der wechselseitigen Beobachtung („the fourth, fifth and higher degrees“).

Die Kapitalisierung, d.h. der Erwartungswert der Summe zukünftiger Erträge, bestimmt den Preis der Aktien. Es wurde argumentiert, dass dieser Erwartungswert mit hinreichender Genauigkeit nur bestimmt werden könnte, wenn der Finanzmarkt in der Lage wäre, die Gesamtkomplexität des Gebrauchswertes und alle Kontingenzen zukünftiger Produktion zu verarbeiten. Es wurde in einem weiteren Schritt argumentiert, dass kein Informationssystem dazu in der Lage ist. Keynes beschreibt das Surrogat, die „unanalytierte Abstraktion“, die an die Stelle einer nicht zu leistenden Internalisierung von Komplexität tritt.

Wenn jener endlose Strom von Informationen, von dem Berle und Means sprechen, die Finanzmärkte erreicht, kann es nicht darum gehen herauszufinden, in welcher Weise die Erhöhung oder das Sinken der Ölpreise (des Dollar-Kurses), der Tod eines Staatsmannes, ein Streik oder der Verfall des Kaffeepreises die Profitabilität des Unternehmens X beeinflussen. Eine derartige Einschätzung kann *ad hoc*²⁵ in einer seriösen Weise nicht geleistet werden. Es geht darum, richtig einzuschätzen, in welcher Weise die übrigen Marktteilnehmer auf dieses Ereignis reagieren werden. Und die übrigen Marktteilnehmer befinden sich in der gleichen Lage. Sie versuchen herauszufinden, „what average opinion expects the average opinion to be“: kaufen oder verkaufen?²⁶

Investoren und Analysten stehen zwischen zwei Spiegeln, die endlos ihre eigenen Reaktionen reflektieren. Die Preisbildung auf den Aktienmärkten erfolgt – *ad hoc* und spontan – nicht auf der Basis eigener Erwartungen über die zukünftige Profitabilität eines Unternehmens (die ist weitgehend unbekannt), sondern auf der Basis von Erwartungs-Erwartungen.

I/B/E/S²⁷ ist eine Institution des US-Finanzmarktes, die fortlaufend die durchschnittliche Analysten-Schätzung der „*earnings per share*“ für die großen Aktiengesellschaften publiziert. Mit dieser durchschnittlichen Schätzung, in der die Erwartungen aller Analysten berücksichtigt werden, wird die Erwartungs-Erwartung gewissermaßen amtlich publiziert. An dieser Erwartungs-Erwartung können sich Analysten im nächs-

25 Es geht nicht darum, eine Entscheidung in einer Woche zu treffen, d.h. nach Auswertung aller Fakten und dem Einholen weiterer Informationen. Hier und jetzt muss reagiert werden. Genau dies macht – nach Meinung der Finanzökonomien – die Effizienz des Finanzmarktes aus. Die Finanzmärkte sind umso effizienter, je schneller sie die relevante Information in einer Preisreaktion verarbeiten. Wer zu spät kommt, hat schon verloren.

26 Die technische Aktienanalyse verwendet keine exogenen Daten (Realökonomie), sondern nur endogene Daten (Aktienmarktdaten). Die Reaktion der Marktteilnehmer muss aus den Reaktionen der Marktteilnehmer erklärt (prognostiziert) werden. In gewisser Weise operiert die technische Aktienanalyse nur mit Erwartungs-Erwartungen.

27 I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System) ist eine wichtige (private) Institution für die Selbstregulierung der Analysten in den USA. Sie publiziert vierteljährlich die Schätzungen (*earnings per share*) aller Analysten und berechnet den „*consensus forecast*“, der hier als Indikator für die Erwartungs-Erwartungen definiert wird. Die Daten, die von I/B/E/S gesammelt werden, ermöglichen eine lückenlose Rekonstruktion der Schätzungen der Analysten für jede Firma. Die Daten enthalten auch Informationen über die Investment-Bank, bei der eine Analystin beschäftigt war und ermöglichen daher eine Rekonstruktion ihres Karriereweges (Aufstieg/Abstieg). Auf diesen Daten beruht z.B. die Studie von Hong und Kubik (2003), auf die weiter unten eingegangen wird.

ten Schritt orientieren und entscheiden, ob sie sich in ihren Prognosen nahe an den Erwartungs-Erwartungen halten (*herding*) oder ob sie kalkulierte Abweichungen publizieren (*boldness*).²⁸

Zusammenfassend können wir sagen, dass die Finanzmarkt-Akteure wechselseitig ihre Erwartungs-Erwartungen beobachten, die sich auf Basis eines kontinuierlichen Stroms von Informationen bilden. Auf Basis dieser Erwartungs-Erwartungen wird der Risikofaktor geschätzt und damit kann der Preis für ein Zahlungsverprechen *ad hoc* festgelegt werden (Kurs). In diesem Sinne sind Finanzmärkte effiziente Maschinen zur Informationsverarbeitung. Die Komplexität des Gebrauchswerts wird allerdings nur fiktiv reduziert (unanalyisierte Abstraktion).

Shiller (2000) hat in verschiedenen Untersuchungen nachgewiesen, dass die Volatilität (Varianz) der Aktienkurse deutlich höher ist als die Volatilität der Dividende (Unternehmens-Rendite). Vor dem Hintergrund der bisherigen Argumentation ist dieses Ergebnis plausibel. Die Unternehmens-Rendite ist pfadabhängig, d.h. sie wird beeinflusst von Investitionsentscheidungen der Vorperioden und von pfadabhängigen Veränderungen der Gütermärkte. Die Volatilität der Kurse beruht hingegen auf einer fiktiven Reduktion von Komplexität und auf Erwartungs-Erwartungen, die sich *ad hoc* ändern können. Diese spontanen Änderungen spiegeln sich im „*random walk*“ der Aktienkurse wieder (hohe Volatilität).

Wenn die These zutrifft, dass Finanzmärkte die Komplexität der Gebrauchswerte und die damit verbundenen Kontingenzen nicht zureichend verarbeiten können, sondern an deren Stelle Markt-Surrogate setzen (Erwartungs-Erwartungen), dann kann auch die relative Autonomie und die Entkopplung der Finanzmärkte von der „Real“-Ökonomie erklärt werden.²⁹ Die zyklisch wiederkehrende „Über“-Bewertung bzw. „Unter“-Bewertung des Aktienmarktes ist keine irrationale Reaktion (die man durch eine rationale ersetzen könnte), sondern derartige Verschiebungen ergeben sich aus der internen Dynamik des „*looking-glass*“-Effektes.³⁰ Der Markt verstärkt permanent *seine eigenen* Erwartungen – in der einen oder in der anderen Richtung. Der Finanzmarkt bewertet unanalyisierte – man kann auch sagen: unanalyisierbare – Abstraktionen, die sich von der Realökonomie weit entfernen können.

Daraus kann man nicht den Schluss ziehen, Aktienmärkte könnten sich beliebig weit von den Werten der Realökonomie entfernen. *Post hoc* werden sie immer wieder an die Realökonomie angekoppelt, d.h. nach Vorlage der Bilanzen, die Auskunft über die Profitabilität während der *vergangenen* Periode geben (sog. „Fundamentaldaten“). Aber der Aktienmarkt ist dann schon wieder mit der „nächsten“ Zukunft beschäftigt.

28 „We classify forecasts as *bold* if they are above/below the consensus forecast. We classify forecasts that move toward the consensus as *herding*“ (Clement und Tse 2005: 307). Zitat wurde verkürzt. Der „consensus forecast“ ist der Durchschnitt aller Schätzungen der „earnings per share“, der von I/B/E/S publiziert wird.

29 Auch Hilferding (1955: 147) weist auf diese Entkopplungstendenzen hin: „Einmal geschaffen, hat die Aktie mit dem wirklichen Kreislauf des industriellen Kapitals, das sie repräsentiert, nichts mehr zu tun. Die Vorgänge und Unfälle, die sie bei ihrer Zirkulation erwarten, lassen direkt den Kreislauf des produktiven Kapitals unberührt.“ Das ist natürlich eine Übertreibung und beschreibt nur eine Tendenz. *Post hoc* – d.h. wenn die Bilanzen über die vergangene Periode vorgelegt werden müssen – werden Finanzmärkte immer wieder an die Realökonomie angekoppelt.

30 Vgl. dazu das Konzept des „*looking-glass self*“ von Cooley (1967: 179ff.).

Das Zitat von Keynes stammt aus dem Jahre 1936 und weist darauf hin, dass die Aktienmärkte schon zu Beginn des 20. Jahrhunderts in der beschriebenen Weise funktioniert haben. Worin liegt also die Relevanz für die hier analysierten Institutionen des Finanzmarkt-Kapitalismus?

Berle und Means (1997) haben die berühmte Formel von der „Trennung von Eigentum und Kontrolle“ geprägt: In Aktiengesellschaften mit hunderttausenden von Aktionären können die Kleinaktionäre ihre Eigentums- und Kontrollrechte nicht mehr geltend machen. Die Paradoxien der „kollektiven Aktion“ führen dazu, dass das Management als eine kleine, professionalisierte und hoch organisierte Gruppe die Aktiengesellschaften tatsächlich kontrolliert. Gerade wegen der Trennung von Eigentum und Kontrolle waren die Großunternehmen von den Turbulenzen auf den Aktienmärkten weitgehend abgeschirmt (Autonomie des Management). Die Manager konnten sich darauf beschränken, die Kleinaktionäre durch eine „zufriedenstellende“ Dividende ruhig zu stellen. Eine andere, aber zum gleichen Ergebnis führende Argumentation gilt für Unternehmen, in denen das Eigentum hoch konzentriert ist, wie dies z.B. überwiegend für die deutschen Unternehmen der Fall ist (war): Großaktionäre können ihre Strategien autonom bestimmen und sind nicht den Turbulenzen der Aktienmärkte unterworfen. Die Aktien von Unternehmen mit einem Mehrheitsaktionär werden an den Aktienmärkten nur in geringen Mengen gehandelt (free float).

Anders verhält es sich, wenn die Mehrheit der Aktien bei Investment-Fonds liegt, die der Logik der Finanzmärkte unterworfen sind. Kein Investment-Fonds ist Mehrheitsaktionär, aber die zwanzig größten Investment-Fonds sind ein strategischer Akteur, der das Management großer Aktiengesellschaften kontrollieren oder doch zumindest beeinflussen kann. Die Entscheidungen der Investment-Fonds werden durch Marktkonkurrenz in die gleiche Richtung gelenkt: Profitmaximierung. Die zentrale These lautet, dass die „neuen“ Eigentümer der großen Aktiengesellschaften der operativen Logik der Finanzmärkte folgen müssen und daher versuchen, diese operative Logik in die Strategien des Management und in die internen Kontrollformen der Unternehmen zu transferieren (Finanzialisierung). Die Puffer, mit denen die Realökonomie sich gegen die Finanzmärkte abgeschottet hatte (Trennung von Eigentum und Kontrolle, Eigenfinanzierung) werden schwächer, und die Turbulenzen auf den Finanzmärkten können die Unternehmen stärker in „Resonanzschwingung“ versetzen (Luhmann 1990: 40ff.).

IV. „Principal-agent“-Probleme und Opportunismus

Jede Ausdifferenzierung eines Systems in Subsysteme schafft eine Kette von „principal-agent“-Problemen, und daher lassen sich die damit verbundenen Kosten bei jeder Form der Arbeitsteilung nachweisen:

„It is not from the benevolence of the butcher, the brewer, or the baker that we expect our dinner, but from their regard to their own interest. We address ourselves, not to their humanity but to their self-love, and never talk to them of our own necessities but of their advantages.“³¹

31 Smith (1991: 13, Chapter II).

