

**Jürgen Kädtler (SOFI Göttingen)**

## **Finanzmarktrationalität und die Orientierung realwirtschaftlichen Handelns**

**Papier für die Sektionsveranstaltung „Unsicherheit auf Märkten“ der Sektion Wirtschaftssoziologie auf dem Kongress der DGS, Jena, Oktober 2008**

**Work in progress – bitte nicht zitieren!**

Die herausragende Bedeutung, die der Bezug auf Finanzmärkte bei der Begründung (nicht nur) wirtschaftlichen Handelns heute allgemein spielt, ist sicherlich die gravierendste Veränderung des Kapitalismus seit den 1990er Jahren. In diesem Sinne hat etwa Robert Boyer aus regulationstheoretischer Perspektive den Kern der Entwicklung vormals fordistisch regulierter Ökonomien darin ausgemacht, daß das Geld- und Finanzsystem als organisierendes Zentrum an die Stelle des ‚produktionistische‘ Kompromisses von Kapital und Arbeit getreten sei, der die Grundlage des fordistischen Akkumulationsregimes gebildet hatte (Boyer, 1999). Im Zeichen des Fordismus Magd der Produktion, erscheint der Finanzmarkt nunmehr verbreitet als Herr des Verfahrens, der der Realökonomie<sup>1</sup> Richtung und Ziele vorgibt. Wie noch vor kurzem der Verweis auf „die Globalisierung“, so reicht nunmehr verbreitet der pauschale Verweis auf die Macht bzw. die Ansprüche von Finanzmärkten und Finanzmarktakteuren aus, um die grundlegende Neuausrichtung von Unternehmensstrategien gleichsam alternativlos zu begründen. Ich spreche hier im Anschluß an Autoren wie Boyer, Cutler (2001), Froud u.a. (Froud / Haslam / Johal / Williams, 1999, 2000; Froud / Sukhdev / Leaver / Williams, 2006), Orléan (1999) von Finanzialisierung.

### **Finanzialisierung und Finanzmarktrationalität**

Finanzialisierung bedeutet demnach eine Neuordnung der Hierarchie von Gründen, die für wirtschaftliches Handeln ins Feld geführt werden (können). Und sie bedeutet zugleich eine Neuordnung der Rangfolge wirtschaftlicher Akteure, die sich mehr oder weniger gut auf sie berufen können. Dabei ist das Verhältnis dieser beiden Aspekte

---

<sup>1</sup> Unter Realökonomie oder Realwirtschaft verstehen wir in Analogie zum englischen Terminus „real investment“ Entwicklung, Produktion und Vertrieb von Gütern und Dienstleistungen in Abgrenzung von den Finanzmärkten als Märkten von (Zahlungs)Versprechungen (Giraud 2001). Dass diese gleichwohl real sind liegt auf der Hand.

zunächst einmal durchaus offen. Sind es die Akteure, die aufgrund anderweitiger Machtressourcen in der Lage sind, „ihren“ Gründen vorrangige Geltung zu verschaffen? Oder ist es die Anerkennung, die die betreffenden Gründe allgemein genießen, die denjenigen besonderen Einfluß verschafft, die sie effektiver als andere für ihre Sache ins Feld führen können? Wir wollen zeigen, dass es in diesem Punkt nicht um strikte Alternativen, sondern um relative Gewichtungen geht. Genauer: Wir begreifen Finanzmärkte in Anlehnung an Bourdieu als soziales Feld, d.h. vor allem auch als „ein Kräftefeld und ein Kampffeld zur Veränderung der Kräfteverhältnisse“(Bourdieu, 2001: 41, 49), auf dem nicht ein für allemal entschieden ist, in wieweit strukturelle Positionen und kulturelle Deutungen einander stützen oder konfliktieren, und welche von beiden im letzteren Fall die Oberhand behält.

Unter den ersten Aspekt – zusätzliche Machtressourcen für (zum Teil) neue Akteure – fällt die Bedeutungszunahme der organisierten Finanzanlagegesellschaften, für die sich international der Begriff „institutionelle Anleger“ durchgesetzt hat<sup>2</sup>. Sie resultiert zum einen aus der Konzentration des in den USA und dem Vereinigten Königreich zunächst breit gestreuten Eigentums an börsennotierten Unternehmen bei Anlagegesellschaften wie Pensions- und Investmentfonds, Versicherungen etc (Froud et al., 2006: 40f; Windolf, 2005b: 23f). Hinzu kommt die weitgehende Aufhebung von Anlagebeschränkungen, die US-Pensionsfonds bis 1974 auf US-Staatsanleihen und ausgewählte ‚BlueChips‘ festlegten, die nicht unbedingt als besonders rentabel, dafür aber als besonders sicher galten (Montagne, 2000; Lavigne, 2002). Schließlich konnten die erstarkten Fonds zu Beginn der 1980er Jahre die weitgehende Abschaffung der strengen Auflagen erreichen, die zu Beginn der 1930er als Konsequenzen aus der Weltwirtschaftskrise erlassen worden waren, und die die Interventionsmöglichkeiten von Finanzinvestoren gegenüber Unternehmen weitgehend beschränkten und insbesondere ein koordiniertes Agieren kategorisch ausschlossen (Davis / Thompson, 1994). Begreift man Finanzmärkte als organisationales Feld im Sinne Bourdieus, das alle irgendwie in Finanzanlagen involvierten Akteure und ihre Beziehungen untereinander umfasst, dann kann man zunächst einmal feststellen, dass die Konzentration der Kapitalanlage auf organisierte, strategiefähige Kollektivakteure und die politische Gewährung

---

<sup>2</sup> Wir hielten es für angemessener, von „organisierten Anlegern“ zu sprechen, schließen uns im Folgenden aber der allgemein etablierten Terminologie an.

weitgehender Handlungsspielräume zusammengenommen erhebliche Machtressourcen von Finanzanlegern gegenüber den übrigen wirtschaftlichen Akteuren begründen. Hatte die Managerherrschaft bei Berle und Means (1950 [1932]) gerade die Ohnmacht isolierter Kleinaktionäre zur wesentlichen Voraussetzung, so trifft diese Voraussetzung heute definitiv nicht mehr zu.

Gleichwohl greift der pauschale Verweis auf institutionelle Anleger als „die neuen Eigentümer“, der sich zu diesem Punkt in einer Reihe neuerer Publikation zum „Finanzmarktkapitalismus“ findet (Windolf, 2005b, 2005a; Zugehör, 2000), zu kurz. Er geht darüber hinweg, dass Eigentum nur eine der Verbindungen zwischen Anlegern und Unternehmen ist, und dass selbst Eigentum sehr unterschiedliches bedeuten kann, je nachdem, ob es die Form von Aktien oder von Private Equity annimmt. Institutionelle Anleger legen ihre Eier in ganz unterschiedliche Nester. Und es sind entsprechend die gleichen Anleger, die letztlich hinter Aktienanlagen, Kapitalmarktkrediten, Private-Equity-Fonds und Risikokapitalanlagen stehen; Anlageformen, die jeweils nach ganz unterschiedlichen Prinzipien funktionieren und unterschiedliche Bezüge auf Unternehmenshandeln haben. Am zugegebenermaßen extremen Beispiel der New Economy: Viele derjenigen Unternehmen, um deren Aktien sich Fondsmanager förmlich rissen, waren in der Hierarchie des Kreditrating lediglich Bodensatz. Darüber hinaus vermag die Bezugnahme auf „die neuen Eigentümer“ Finanzmarktorientierung dort nicht befriedigend zu erklären, wo die Eigentümer so neu nicht sind. In Deutschland etwa gehörten Versicherungen zu den Eckpfeilern des als „Deutschland AG“ apostrophierten Musterbeispiels eines koordinierten Kapitalismus. Nicht ihr Gewicht als Finanzanleger, sondern ihr geändertes Anlageverhalten macht sie heute zu Promotoren eines finanzmarktgetriebenen Umbaus des deutschen Kapitalismus (Streeck / Höpner, 2003). Und in den USA haben Pensionsfonds als traditionell bedeutsame Anleger früher anders agiert als heute. Andererseits gibt es genügend Beispiele für Unternehmen, die sich ohne „neue Eigentümer“ konsequent auf Finanzmarktkurs begeben haben (Kädtler, 2006). Der Verweis auf das gewachsene Gewicht einer bestimmten Kategorie organisierter Finanzanleger allein vermag die neue Qualität der Macht „der Finanzmärkte“ nicht zu erklären, so wichtig diese Akteure auch sind. Hier kommen zusätzlich grundlegende Fragen der Begründungsordnungen ökonomischen Handelns ins Spiel, der Rationalitäts- und Legitimitätsvorstellungen, die ökonomischem Handeln zugrunde gelegt werden (können).

Dieser zweite Aspekt der unter Finanzialisierung gefassten Neujustierung von Machtverhältnissen – die Neuordnung der Hierarchie von Gründen, die von ganz verschiedenen Akteuren für wirtschaftliches Handeln ins Feld geführt werden und werden können – betrifft die wechselseitige Beeinflussung von ökonomischer Wissenschaft, wirtschaftlicher Praxis und politischer Regulierung. Michel Callon hat diesen Zusammenhang allgemein als „*embeddedness of economy in economics*“ analysiert, MacKenzie (MacKenzie, 2004; 2005, 2006) speziell für die Finanzmärkte die „*performativity*“ finanzwirtschaftlicher Theorien demonstriert. Im Mittelpunkt steht dabei um das Aufrücken der mikroökonomisch fundierten, in mathematischen Modellen begründeten Finanzwissenschaft zur ökonomischen Leitdisziplin und zur Bewertungsgrundlage für Managementhandeln. Maßgebliche Impulse für diese Umgewichtung sind stammen allerdings aus dem politisch-gesellschaftlichen Raum. Das betrifft insbesondere Entwicklungen der Rechtssetzung und Rechtsprechung im Bereich des US-amerikanischen Treuhänderrechts, das der Regulierung von Pensionsfonds zugrunde gelegt wird. Die zentralen Veränderungen sind dabei a) die Verpflichtung des Treuhänders auf die Regeln des „prudent expert“, d.h. auf eine für das Geschäft typische Professionalität anstatt – wie vordem – auf Tugenden und Urteilsvermögen des „prudent man“, also des guten Hausvaters, b) der Übergang von einer substanziellen, auf zulässige Anlageobjekte abstellenden Regulierung zu einer solchen, die allein auf die Einhaltung prozeduraler Regeln (Diversifikation, transparente, sequenzielle Entscheidungsprozesse) abstellt, c) die Fassung dieser Verpflichtungen als Ansprüche der einzelnen Anspruchsberechtigten an die Pensionsfonds. Mit dieser Neuausdeutung des Treuhänderrechts korrespondiert im Bereich der Finanzwirtschaft die Durchsetzung der modernen Portfoliotheorie, die nicht mehr die Ertragsperspektiven der jeweils einzelnen Anlageobjekte in den Mittelpunkt ihrer Bewertungen stellt, sondern das Verhältnis von Ertragsaussicht und Risiko im Rahmen eines unter diesem Gesichtspunkt breit diversifizierten Portfolio.

Mit Blick auf wirtschaftliches Handeln in (Nicht-Finanz)Unternehmen und dessen Bewertung wird in der Folge der Anspruch durchgängiger, finanzwissenschaftlich begründeter Bewertungsmaßstäbe, nach denen realwirtschaftliches Handeln orientiert, gesteuert und beurteilt wird. Zentrales Bewertungskriterium ist dabei, ob der Ertrag einer wirtschaftlichen Einheit oder Maßnahme oberhalb einer angenommenen Eigenkapitalverzinsung liegt, d.h. oberhalb einer Rendite, die sich mit einer risikofreien Anlage (typischerweise Staatsanleihen) hätte erzielen lassen.

Nur in diesem Fall gilt die betreffende Einheit bzw. Maßnahme als Wert schaffend bzw. im ausgeglichenen Fall zumindest Wert erhaltend. Andernfalls wurde nach dieser Logik Unternehmenswert vernichtet, und zwar auch dann, wenn schwarze Zahlen geschrieben wurden (Jensen / Meckling, 1976; Jensen, 1998; Ehrbar, 1998; Stewart, 1999).

Diese Herleitung von Kennziffern zur Unternehmenssteuerung aus finanzmathematischen Modellen, die die Begründung von Finanzanlagestrategien zum Gegenstand haben, bei denen es auf die Entwicklung einzelner Unternehmen und die damit verbundenen Risiken gerade nicht ankommt, ergibt sich nicht von selbst. Und Frédéric Lordon hat am Beispiel der Etablierung des Economic Value Added (EVA<sup>®</sup>) die überragende Rolle kampagnenförmige Akzeptanzbeschaffung in der Medienöffentlichkeit bei diesem finanzmathematische Zugriff auf die Unternehmensebene demonstriert (Lordon, 2000). Im Ergebnis handelt es sich bei der so begründeten Orientierung am „Unternehmenswert“ nicht einfach um eine technische Neufassung oder Präzisierung von Rentabilitätsmaßstäben, sondern um eine fundamentale Neubestimmung des Kriteriums für Wirtschaftlichkeit, um die Popularisierung einer neuen ökonomischen Leitidee, in Lordons Terminologie, einer „*idée simple*“<sup>3</sup>. Dieser allgemeine, über die bloße Begründung von Aktionärsansprüchen hinausweisende Geltungsanspruch kommt auch in der Begrifflichkeit von Economic Value Added, „value creation“ und „value based management“ zum Ausdruck, die verbreitet an die Einführung der Shareholder-Value-Orientierung tritt. Entsprechendes gilt für die entsprechende Terminologie von „Unternehmenswert“ und „Wertorientierung“ im Deutschen, die rein sprachlich einen substantziellen Wertbegriff nahelegt und keinerlei Spuren externer Ansprüche enthält. Diese Herauslösung aus einem semantischen Umfeld, das eng auf einen spezifischen Typus von Unternehmenseigentum und an dieses gebundene Ansprüche bezogen ist, ist eine Bedingung für die Generalisierung der Leitidee über ihren ursprünglichen Entstehungskontext hinaus.

So eindeutig und zwingend der so begründete Wirtschaftlichkeitsanspruch auftritt, so diffus sind seine praktischen Konsequenzen. Ein Bewertungsmodell, das eine

---

<sup>3</sup> Unter dem Begriff der ‚*idée simple*‘ fasst Lordon einfache und zugleich vielfältig ausdeutbare Leitideen, die wie zuvor „Wachstum“ oder „Konkurrenzfähigkeit“ in einer Epoche oder Gesellschaft als einheitlicher und allgemein akzeptierter Bezugspunkt für die Begründung und Legitimierung ökonomischen Handelns fungieren können.

Mindestrendite unter Bezugnahme auf unterstellte Kapitalkosten mit dem Mitteln einfacher mathematischer Formeln eindeutig und zwingend begründet, soll - zumindest dem Anspruch nach - eine stringente Steuerungs- und Evaluationskaskade begründen, die von Fondsverwaltern über Anlagemanager, die Ebenen des strategischen und operativen Managements bis hin zum einzelnen Arbeitsplatz reicht. Es spricht allerdings wenig dafür, dass das auch tatsächlich geschieht. Jenseits einer Unmenge mehr oder weniger wissenschaftlich verbrämter Propagandafallstudien aus dem Bereich der Managementberatung (Ittner / Larcker, 2001), gibt es wenig empirische Evidenz für eine verbreitete Umsetzung wertorientierten Managements im theoretisch beanspruchten Sinne. Empirische Studien (Malmi / Ikaheimo, 2003) wie eigene Beobachtungen (Kädtler, 2006) weisen eher darauf hin, dass einschlägige Instrumente lediglich punktuell eingeführt werden, häufig beschränkt auf Anreizsysteme bei der Top-Management-Vergütung, und dass sie sich nicht selten auf bloße Rhetorik reduzieren. Mehr noch: Die detaillierte Auswertung der langfristigen Entwicklung einschlägiger Leistungskennziffern für die Erste Liga börsennotierter Unternehmen in USA und UK durch Froud u.a. (Froud et al., 2000; Froud et al., 2006: 74-98) ergibt keinerlei Hinweis auf den Einfluß von Value Based Management. Zwar hat sich der Total Shareholder Return (TSR) aus Dividenden und Kursgewinnen zwischen 1983 und 2003 pro Jahr um über 20 Prozent erhöht. Aber dieser Zuwachs geht ganz überwiegend auf das Konto von Kursgewinnen, die völlig unabhängig davon anfallen, ob Unternehmen im Sinne wertbasierten Managements Unternehmenswert geschaffen oder vernichtet haben. Abgesehen von temporären Sonderentwicklungen wie der New-Economy-Blase zwischen 1990 und 2000 war hier der schlichte Mechanismus von Angebot und Nachfrage am Werke. Niedrige Zinsen und starker Zuwachs an Anlage suchendem Kapital trieben die Aktienkurse, auch ohne besonderen Beitrag des Managements. Demgegenüber zeigen die vom Management beeinflussbaren Parameter im selben Zeitraum ausgesprochen wenig Dynamik. Der Return on Capital Employed (ROCE) liegt in beiden Unternehmensgruppen im Jahr 2003 deutlich unter dem im konjunkturell vergleichbaren Jahr 1983. Andere Parameter wie Umsatz und Gewinn vor Steuern erweisen sich gleichfalls als ausgesprochen statisch. Rund zehn Jahre nach dem Übergreifen der Shareholder-Value-Bewegung auf Europa zeigt die finanzmarktbezogene Neuausrichtung in den Top-Unternehmen der angelsächsischen Vorreiterökonomien immer noch keine Wirkung, soweit es die von

den finanzwirtschaftlichen Managementtheorien in den Mittelpunkt gestellten wirtschaftlichen Leistungssteigerungen angeht.

Hinter dieser Diskrepanz von Anspruch und Wirklichkeit steckt ein Dilemma von grundsätzlicher Natur. Um praktisch wirksam zu werden, muss der finanzmathematisch begründete Renditeanspruch in konkrete, realwirtschaftliche Strategie übersetzt werden können. Das ist zum einen die Voraussetzung dafür, dass gegebene Unternehmensstrategien angemessen interpretiert und bewertet werden können. Und es ist zum andern notwendig, damit die Akteure auf Unternehmensebene ihre Strategien effektiv an jenen Ansprüchen ausrichten können. Gelingt die Übersetzung nicht, taugen die Kennziffern für sich genommen allenfalls zur Sanktionierung von Misserfolgen, kaum aber zur positiven Orientierung von (Nicht-Finanz)Unternehmen.

### **Finanzmarktrationalität und finanzmarktorientierte Unternehmensführung**

Wie bzw. wie weit kommen Finanzmarktrationalität und Realökonomie auf der Ebene von Unternehmenshandeln zusammen? Wirtschaftliche Rationalität ist in jedem Fall bedingte Rationalität (bounded rationality) im Sinne Herbert A. Simons (Simon 1949, 1995)<sup>4</sup>. Sie ermöglicht Handlungsfähigkeit trotz prinzipieller Ungewissheit, weil sich bestimmte Strategien für ihre Akteure faktisch bewährt haben und deshalb zur verbreiteten Grundlage für die Orientierung wirtschaftlichen Handelns geworden sind. Diese Handlungsorientierungen lassen sich unter Bezugnahme auf die französische Konventionenökonomie (vgl. Boltanski/Thévenot 1991; Eymard-Duvernay 1994; Favereau 1997a; Rivaud-Danset 1998; Salais 1998) als konventionelle Begründungsordnungen begreifen.

Konventionell verankerte Begründungsordnungen fungieren als soziale Heuristiken (Favereau 1997b): Sie dienen Akteuren als Wahrnehmungs- und Deutungsschemata und ermöglichen es ihnen dadurch, die Überkomplexität der Wirklichkeit auf ein für sie handhabbares Maß zu reduzieren und so Ungewissheit in Risiko zu transformieren. Sie bleiben damit aber auch in ihrer Wirksamkeit an die Interpretation bestimmter Akteure in konkreten Situationen gebunden und müssen sich in der Perspektive dieser Akteure als Deutungen ihrer Wirklichkeit bewähren. Da Akteure in unterschiedlichen Situationen durchaus unterschiedliche Kriterien für vernünftiges

---

<sup>4</sup> Ich verwende im Deutschen den Begriff ‚bedingte Rationalität‘ anstelle der gängigen sprachlich korrekten Übersetzung ‚begrenzte Rationalität‘, weil er Simons Kernargument m.E. besser zum Ausdruck bringt.

und legitimes Handeln in Anschlag bringen und unterschiedliche Akteure die gleiche Situation unter dieser Perspektive durchaus unterschiedlich interpretieren können, können kollektive Handlungszusammenhänge und gesellschaftliche Handlungsorientierungen Geltung und Stabilität allein daraus ziehen, dass ein hinreichend allgemeines Verständnis darüber besteht, welche Gesichtspunkte und Gründe in bestimmten Typen von Situationen zulässig oder ausgeschlossen sein bzw. mit mehr oder weniger Gewicht Berücksichtigung finden sollen. Kollektive Handlungsorientierungen stellen somit relativ stabile, nichts desto weniger spannungsvolle Balancen unterschiedlicher Begründungsordnungen dar, die zugleich Machtstrukturen ausdrücken und reproduzieren.

Eine Art Grammatik in Unternehmen relevanter Begründungsordnungen haben Luc Boltanski und Laurent Thévenot in ihrem grundlegenden Werk „De la justification“ (Boltanski/Thévenot 1991) entwickelt, auf die ich mich im folgenden stützen werde. Boltanski/Thévenot unterscheiden sechs Begründungsordnungen, die auf unterschiedlichen Prinzipien beruhen:

- individueller Rationalität und Konkurrenz;
- persönlicher Nähe, Loyalität und Tradition,
- technisch-industrieller Effizienz und Leistungsfähigkeit,
- der Berufung auf allgemeine bzw. kollektive Interessen, Ansprüche und Rechte,
- Prestige, Meinung, Außendarstellung,
- schließlich individueller Genialität und Inspiration.

Unternehmen werden als komplexe, dynamische Montagen aus unterschiedlichen Handlungskontexten vorgestellt, in denen die Akteure auf unterschiedliche Begründungsordnungen Bezug nehmen. Entwickler z.B. stellen technische Exzellenz und Innovativität in den Vordergrund, Designer vielleicht ästhetische Inspiration, Produktionsverantwortliche technische Zuverlässigkeit und Handhabbarkeit bei der Herstellung, Controller Kostengesichtspunkte, Marketingverantwortliche Kundenanforderungen, Personaler Aspekte der betrieblichen Sozialintegration, der Betriebsrat die berechtigten kollektiven Ansprüche der Beschäftigten und der

Firmenpatriarch ggf. die Tradition des Hauses. Welche der betreffenden Begründungsordnungen in einer Situation und ggf. mit welchem Gewicht zum Tragen kommen, ist keineswegs gewiss. Hier handelt es sich vielmehr um die Konkurrenz unterschiedlicher bedingter Rationalitäten. Und diese geben von sich aus prinzipiell keine übergeordneten Kriterien dafür her, mit welcher Gewichtung, in welcher Balance sie im Rahmen einer Unternehmensstrategie zum Tragen kommen sollen. Deshalb hat der David Stark die Klärung dieser Ungewissheit in den Mittelpunkt seines Begriffs von Unternehmertum gestellt, das er – dieser Punkt ist wichtig – nicht als Persönlichkeits-, sondern als Organisationsmerkmal bestimmt:

„Organisationsformen unterscheiden sich danach, wie sie mit der andauernden Rivalität unterschiedlicher Begründungs- bzw. Bewertungsprinzipien zurecht kommen“ (5, mÜ).

Welchen Anteil daran der Dirigent oder die interne Abstimmungskompetenz des Orchesters haben, ist zweitrangig.

Von einer Finanzialisierung wirtschaftlichen Handelns kann demnach insoweit gesprochen werden, als der Bezugnahme auf Anforderungen der Finanzmärkte bzw. auf die von diesen hergeleitete *idée simple* des Unternehmenswerts im Rahmen der Begründungsmöglichkeiten wie Begründungserfordernisse dieses Handelns vorrangige Bedeutung zuwächst. Dabei sind grundsätzlich zwei Ebenen zu unterscheiden:

- diejenige allgemeiner ökonomischer Leitorientierungen – auf dieser Ebene sind Konzepte wie Wachstum, Shareholder Value oder Unternehmenswert bzw. Wertorientierung zu verorten;
- die Ebene ‚anwendungsnaher‘ Leitbilder, Realitätskonzepte und Erfolgsmaßstäbe, auf die sich wirtschaftliches Handeln in konkreten Situationen und unter den Bedingungen eines gegebenen Unternehmensprofils bzw. einer spezifischen Branche stützen kann und muss.

Die Analogie zu Searles (1997) Unterscheidung zwischen konstitutiven Regeln und Konventionen im engeren Sinne liegt auf der Hand. Nur dadurch dass, und in dem Maße wie sie in die handlungspraktischen Orientierungen der pragmatischen zweiten Ebene eingehen, lässt sich jenen allgemeinen Leitorientierungen praktische

Wirksamkeit zuschreiben. Damit rücken die spezifischen Balancen zwischen unterschiedlichen Begründungsordnungen und ihren Wirtschaftlichkeits- und Rationalitätskriterien, wie sie in konkreten wirtschaftlichen Entscheidungssituationen zum Tragen kommen, in den Blick, sowie die Handlungskonstellationen und Prozesse, in denen sie jeweils hergestellt werden.

Drei Aspekte sind in diesem Zusammenhang zentral:

- Finanzmärkte bzw. „*Financial community*“ und „*Management community*“ müssen als spezifisch strukturierte und organisierte Öffentlichkeiten begriffen werden, die bestimmte Leitbilder, Realitätskonzepte und Rationalitätsvorstellungen als herrschende oder vorherrschende Meinungen mit unterschiedlicher Halbwertszeit hervorbringen. Dabei sind jeweils spezifische Deutungsautoritäten, Medien, Netzwerkbeziehungen und Inszenierungsweisen zentral, über die bestimmte Fälle oder Vorstellungen zu Modellen oder Leitbildern verdichtet und in Umlauf gebracht werden. Wissensintermediären wie Aktienanalysten, Investmentbanker, Rating-Agenturen für die *Financial*, Unternehmensberater für die *Management community* sowie jeweils spezialisierte Medien kommt dabei besondere Bedeutung zu.
- Leitbilder, Realitätskonzepte und Rationalitätskriterien finanzmarktorientierter Unternehmensführung entstehen in der wechselseitigen Bezugnahme dieser beiden Öffentlichkeiten auf einander. Finanzmarktakteure sind bei der zukunftsorientierten Bewertung von Anlageobjekten, die gegenüber einer retrospektiven Ergebnisbetrachtung heute im Vordergrund steht, auf Kriterien und Modelle angewiesen, die sie nur teilweise – etwa in der Form von Chartanalyseverfahren - selbst generieren können. Und Unternehmensverantwortliche müssen ihrerseits Unternehmensstrategien im Lichte von Finanzmarktstandards interpretieren, um sie einerseits gegenüber den Finanzmärkten zu legitimieren, und andererseits, um der eigenen Position innerhalb des Unternehmens durch den Verweis auf Finanzmarkerfordernisse zusätzliches Gewicht zu verschaffen. Unter beiden Aspekten sind entsprechende Übersetzungsleistungen zentral.

- Es gibt ein breites Spektrum unterschiedlicher Muster dieser wechselseitigen Bezugnahme. So setzen etwa Aktienanalysten, Unternehmensberater und Ratingagenturen durchaus unterschiedliche Prioritäten bei der Bewertung gegebener oder möglicher Unternehmensstrategien, wobei neben ihren unterschiedlichen Funktionen auch ihre jeweils unterschiedliche Nähe zu anderen Akteuren, etwa über Auftragsbeziehungen, in Rechnung zu stellen ist. Die Konsolidierung bestimmter Deutungen und Wissensstrukturen kann vor diesem Hintergrund als Ausdruck der Konsolidierung bestimmter Deutungsgemeinschaften oder –Deutungsnetzwerke über die Grenzen zwischen Finanzmarkt- und Management *community* angesehen werden, bei deren Herausbildung dem Top-Management eine wichtige vermittelnde Rolle zukommt.
  
- Leitbilder, Realitätskonzepte und Rationalitätskriterien finanzmarktorientierter Unternehmensführung müssen sich letztlich an der Begründung wirtschaftlich gangbarer Unternehmensstrategien bewähren und dabei unterschiedlichen Marktbezügen und Bedingungen der Produkterstellung Rechnung tragen. Das gilt auch und gerade dann, wenn diese in einem finanzmarktadäquaten Sinne verändert werden sollen. Daraus folgt, daß die zu untersuchenden Prozesse der Genese und des Wandels von Wissen branchenwirtschaftliche bzw. feldspezifische Ausprägungen aufweisen. Dabei lassen sich schematisch zwei Grundkonstellationen mit jeweils spezifischen Unsicherheitsproblemen unterscheiden: die finanzmarktbezogene Neuausrichtung etablierter Branchen mit ihren unter anderen Bedingungen entwickelten Marktbezügen und internen Kompetenzen; und die wirtschaftliche Etablierung innovativer Zukunftsbranchen, die als finanzmarktgestützte Erfolgsversprechen ins Leben treten, ihre wirtschaftliche Tragfähigkeit erst noch erweisen müssen. Als Schlüsselproblem stellt sich durchweg, wenn auch mit unterschiedlicher Akzentuierung, das Dilemma, zwischen der prinzipiellen Ungewissheit von (Investitionen in) Innovation und den Transparenzansprüchen von Finanzanlegern deutend zu vermitteln.

### **Finanzmarktorientierung im Bereich der Pharma- und der Biotechindustrie**

(sorry, but still to be delivered)

## Resümee

Der Einfluß von Finanzmärkten und Finanzmarktrationalität beruht in entscheidendem Maße auf der Fähigkeit der Finanzmarktöffentlichkeit, Leitbilder, Realitätskonzepte und Erfolgskriterien für (nicht nur) wirtschaftliches Handeln zu generieren und öffentlichkeitswirksam zu inszenieren. Der einmal erreichte Status als allgemein verbreitete und anerkannte Überzeugung sichert bis auf weiteres hinreichende Folgebereitschaft, weil es allemal weniger riskant ist, mit dem herrschenden Meinungstrend zu verlieren als den Erfolg gegen ihn zu suchen. Das galt auch schon unter den Bedingungen früherer, von Finanzmarktakteuren wenig beeinflusster Leitbilder und Managementmoden.

Dieser Einfluss hat – wie Macht allgemein – Grenzen. Die Fähigkeit bzw. das Ausmaß der Fähigkeit, den Handlungsspielraum anderer zu kontrollieren, hängt davon ab, worauf diese anderen selbst hinauswollen. Mit Blick auf das Verhältnis von Finanzmarktrationalität und Realwirtschaft: der Einfluss der ersten reicht soweit, wie es realwirtschaftliche Strategien gibt, die sich unter ihrem Einfluss realisieren lassen. Das gilt nicht im Einzelfall, sicherlich aber als notwendiges Realitätsprinzip im Allgemeinen und auf Dauer. Andernfalls wäre auf lange Sicht mit einer Auszehrung der wirtschaftlichen Substanz der betreffenden Gesellschaften zu rechnen, eine Konsequenz die von Autoren wie François Chesnais, Mary O’Sullivan, Frédéric Lordon u.a. durchaus in Aussicht gestellt wird. Kern ihres Arguments: Die Begründung von Anlegeransprüchen ex ante verfüge über keinen Korrekturmechanismus, der ein Überziehen auf der gesellschaftlichen Ebene verhindert.

Wie in jeder Öffentlichkeit, so ist auch in der Finanzmarktöffentlichkeit gegen eine einmal etablierte Überzeugung nur sehr schwer anzukommen. In der Finanzmarktöffentlichkeit aber kommt hinzu, daß es hier in vielen Fällen rational ist, einer vorherrschenden Überzeugung hinterherzulaufen, auch wenn man sie nicht teilt. In dem Maße, in dem die Kursentwicklung von Aktien die Anlegerrendite dominiert, ist es rational, sich anstelle eigener fundamentaler Einschätzungen an der Mehrheitsmeinung zu orientieren. Keynes hat das am Thema „Schönheitkonkurrenz“ demonstriert, André Orléan hat dafür den Begriff der mimetischen Rationalität ins Spiel gebracht. Konsequenz ist die Tendenz von Börsen zu spekulativer Blasenbildung und zu übertriebenen Zusammenbrüchen, wenn diese Blasen

schließlich platzen. Bisweilen reicht schon in diesen Fällen die Selbstkorrekturfähigkeit nicht aus und der Staat muß intervenieren, mit der Gefahr, längerfristig Haltungen von *moral hazard* zu provozieren

Andererseits ist die Finanzmarktöffentlichkeit nicht hermetisch. Nicht nur die spektakulären Zusammenbrüche platzender Blasen führen zu Neubewertungen, wenn auch mit der Gefahr überzogener Ausschläge ins jeweils andere Extrem. Leitbilder, Realitätskonzepte und Rationalitätskriterien finanzmarktorientierter Unternehmensführung entstehen in der wechselseitigen Bezugnahme zwischen Finanzmarktöffentlichkeit und Managementdiskurs. Finanzmarktakteure sind bei der zukunftsorientierten Bewertung von Anlageobjekten auf Kriterien und Modelle angewiesen, die sie nicht selbst generieren können. Und schließlich interpretieren Unternehmensverantwortliche ihre Strategien im Lichte von Finanzmarktstandards, um sie gegenüber den Finanzmärkten zu legitimieren und um der eigenen Position intern zusätzliches Gewicht zu verschaffen. Dabei verfügen Manager von großen, kapitalstarken Unternehmen über große, und die Akteure in kleinen, kapitalschwachen Unternehmen über minimale Spielräume. In jeder dieser Beziehungen finden spezifische Übersetzungsleistungen statt, die auch auf der Seite der Finanzmarktöffentlichkeit als Neuheiten, Neubewertungen, Korrekturen wirksam werden.

So kann man seit einiger Zeit in der Managementpresse lesen, daß die Anleger Konglomeraten gegenüber neuerdings gnädiger gestimmt seien, nachdem deren Ablehnung und die Fokussierung auf Kernkompetenzen über Jahre hinweg zum dogmatischen Kernbestand der Finanzmarktnormen gehört hatten. Die demonstrative Verweigerung von Porsche gegenüber elementaren Transparenzanforderungen der Börse schadet der Bewertung des Unternehmens offenkundig nicht. Und in der Elektronikindustrie werden die durch Outsourcing erleichterten Kernunternehmen und die aus den Abspaltungen gebildeten Lohnfertigungsunternehmen gleichermaßen gut bewertet, wenn auch mit gegenläufigen Begründungen. Wie sich solche Wirkungszusammenhänge über das Zitieren von Beispielen hinaus systematisch fassen lassen ist bislang allerdings kaum erforscht.

Unser vorläufiges Fazit: Zwischen Finanzmarktleitbildern und den Bedingungen der realwirtschaftliche Herstellung von Gütern und Dienstleistungen besteht ein nicht

aufzulösendes Spannungsverhältnis, und zwar insbesondere dort, wo sich strategische Ziele prinzipiell nicht kalkulieren lassen: bei der Investition in Innovation. Langfristig stabile Orientierungen für realwirtschaftliche Strategien sind auf diesem Wege nicht zu gewinnen. Vielmehr ist mit einem fortwährenden Changieren von einer vorläufigen Balance zur nächsten zu rechnen, auf der Unternehmensebene mit Restrukturierung als Dauerperspektive. Das schließt die Annahme ein, daß Abwägungen und Aushandlungsprozesse um Unternehmensstrategien auch in Zukunft wichtiger sein werden, als Thesen von einer hermetischen Subsumtion allen wirtschaftlichen Handelns unter die Macht der Finanzmärkte bisweilen nahe legen. Das gilt für die Ebene der Unternehmen selbst wie für die Finanzmarktöffentlichkeit.

## Literatur

- Aglietta, M. (1998). *Le capitalisme de demain*. Notes de la Fondation Saint Simon, Paris.
- Aglietta, M. (2000). La globalisation financière. In: CEPII (Hrsg.): *L'économie mondiale 2000*, S. 52-67. Paris: La Découverte.
- Berle, A./Means, G. (1950). *The modern corporation and private property* (17 ed.). New York: MacMillan.
- Boltanski, Luc/Thévenot, Laurent (1991). *De la justification. Les économies de la grandeur*. Paris: Gallimard.
- Bourdieu, P. (2001). *Das politische Feld. Zur Kritik der politischen Vernunft*. Konstanz: UVK.
- Boyer, R. (1999). Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance: Le point sur quelques recherches régulationnistes. *L'année de la régulation*, 3, S. 13-75.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29, S. 111-145.
- Cutler, T. (2001). Social Insecurity and the Retreat from Social Democracy: Occupational Welfare in the Long Boom and Financialization. *Review of international political economy*, 8, S. 96-118.
- Davis, G. F./Thompson, T. A. (1994). A Social Movement Perspective on Corporate Control. *Administrative Science Quarterly*, 39, S. 141-173.
- Ehrbar, A. (1998). *EVA: The Real Key to Creating Wealth*. New York et. al.: John Wiley & Sons, Inc.
- Eymard-Duvernay, Francois (1994). Coordination des échanges par l'entreprise et qualité des biens. In: A. Orléan: *Analyse économique des conventions*. Paris: Presses universitaires de France: 307-334.
- Favereau, Olivier (1997a). L'économie normative de la rationalité limitée. In: H. Brochier/R. Frydman/B. Gazier: *L'économie normative*. Paris: Economica.
- Favereau, Olivier (1997b). L'incomplétude n'est pas le problème, c'est la solution. In: B. Reynaud: *Les limites de la rationalité*. Paris: La Découverte. 2: 219-234.
- Friedberg, E. (1993). *Le pouvoir et la règle*. Paris: Éditions du Seuil.
- Froud, J./Haslam, C./Johal, S./Williams, K. (1999). Car companies and the challenge of financialisation.

- Froud, J./Haslam, C./Johal, S./Williams, K. (2000). Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management moves. *Economy and Society*, 29, S. 80-110.
- Froud, J./Sukhdev, J./Haslam, C./Williams, K. (2001). Accumulation under Conditions of Inequality. *Review of International Political Economy*, 8, S. 66-95.
- Froud, J./Sukhdev, J./Leaver, A./Williams, K. (2006). *Financialisation and Strategy: Narrative and Numbers*. London New York: Routledge.
- Giraud, P. N. (2001). *Le commerce des promesses. Petit traité sur la finance moderne*. Paris: Seuil.
- Huffschnid, J. (2002). *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg: VSA.
- Ittner, C. D./Larcker, D. F. (2001). Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective. *Journal of Accounting & Economics*, 36, S. 349-410.
- Jensen, M. C. (1998). *Foundations of Organizational Strategy*. Cambridge/Mass. and London: Harvard University Press.
- Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, S. 305-360.
- Kädtler, J. (2006). *Sozialpartnerschaft im Umbruch. Industrielle Beziehungen unter den Bedingungen von Globalisierung und Finanzmarktkapitalismus*. Hamburg: VSA.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. New York: A.H. Kelly.
- Lavigne, S. (2002). *Investisseurs financiers et convention d'évaluation des firmes*. Université des Sciences Sociales de Toulouse 1, Toulouse.
- Lordon, F. (2000). La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. *Généalogie et sociologie de la "valeur actionariale"*. *L'année de la régulation*, 4, S. 117-168.
- MacKenzie, D. (2004). The big, bad wolf and the rational market: portfolio insurance, the 1987 crash and the performativity of economics. *Economy and Society*, 33, S. 303-334.
- MacKenzie, D. (2005). Opening the black boxes of global finance. *Review of international political economy*, 12, S. 555-576.
- MacKenzie, D. (2006). *An Engine, Not a Camera. How Financial Models Shape Markets*. Cambridge/Mass. London: MIT-Press.
- Malmi, T./Ikaheimo, S. (2003). Value Based Management Practices - Some Evidence from the Field. *Management Accounting Research*, 14.
- Montagne, S. (2000). Retraite complémentaire et marchés financiers aux Etats-Unis. *L'année de la régulation*, 4, S. 13-45.
- Nicolai, A. T./Thomas, T. W. (2004). Kapitalmarktkonforme Unternehmensführung: Eine Analyse im Lichte der jüngeren Strategieprozesslehre. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 56, S. 452-469.
- Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Paris: Éditions Odile Jacob.
- Ortmann, G. (Hrsg.) (1995). *Formen der Produktion. Organisation und Rekursivität*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- O'Sullivan, M. (2000). *Contests for Corporate Control - Corporate Governance and Economic Performance in the Unites States and Germany*. Oxford New York: Oxford University Press.
- Rivaud-Danset, Dorothee (1998). Le traitement de l'incertitude en situation. Une lecture de Knight. In: R. Salais/É. Chatel/D. Rivaud-Danset: *Institutions et conventions. La réflexivité de l'action économique*. Paris: Editions de l'EHESS: 23-50.

- Salais, Robert (1998). A la recherche du fondement conventionel de l'action économique. In: R. Salais/É. Chatel/D. Rivaud-Danset: Institutions et conventions. La réflexivité de l'action économique. Paris: Editions de l'EHESS: 255-289.
- Searle, John R. (1997). Die Konstruktion der gesellschaftlichen Wirklichkeit. Zur Ontologie sozialer Tatsachen. Reinbek: Rowohlt.
- Simon, Herbert A. (1949). Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Process in Administrative Organization. New York: Macmillan.
- Simon, Herbert A. (1995). Bounded Rationality and Organizational Learning. In: M. S. Cohen/L. S. Sproull: Organizational Learning. Thousand Oaks / London / New Delhi: Sage: 175-187.
- Sinclair, T. J. (1994). Passing Judgement: Credit Rating Processes as Regulatory Mechanisms of Governance in the Emerging World Order. Review of international political economy, 1, S. 133-159.
- Sinclair, T. J. (2000). Reinventing Authority: Embedded Knowledge Networks and the New Global Finance. Environment and Planning C: Government and Policy, 2000, S. 487-502.
- Stewart, B. (1999). What is EVA?  
<http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.shtml>. Retrieved 02-09-2001, 2001, from the World Wide Web:  
<http://www.sternstewart.com/evaabout/whatis.shtml>
- Streeck, W./Höpner, M. (2003). Einleitung: Alle Macht dem Markt? In: W. Streeck / M. Höpner (Hrsg.): Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, S. 11-59. Frankfurt/Main New York: Campus.
- Windolf, P. (2005a). Die neuen Eigentümer. In: P. Windolf (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, S. 8-19. Wiesbaden: Verlag für Sozialwissenschaften.
- Windolf, P. (2005b). Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: P. Windolf (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, S. 20-57. Wiesbaden: VS.
- Zugehör, R. (2000). Unternehmensinvestitionen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung: Eine empirische Analyse. Papier für den Workshop "Institutioneller Wandel in den industriellen Beziehungen" am 8. und 9. Dezember 2000 am MPIfG, Köln.