Ernst Maug

Konzerne im Kontext der Kapitalmärkte

Antrittsvorlesung

10. Mai 2001

Humboldt-Universität zu Berlin
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Die digitalen Ausgaben der *Öffentlichen Vorlesungen* sind abrufbar über den Dokumenten- und Publikationsserver der Humboldt-Universität unter: http://edoc.hu-berlin.de

Herausgeber:
Der Präsident der Humboldt-Universität zu Berlin
Prof. Dr. Jürgen Mlynek

Copyright: Alle Rechte liegen beim Verfasser
Berlin 2003

Redaktion:
Birgit Eggert
Forschungsabteilung der Humboldt-Universität zu Berlin
Unter den Linden 6
D–10099 Berlin

Herstellung:
Forschungsabteilung der Humboldt-Universität zu Berlin
Unter den Linden 6
D–10099 Berlin

Heft 117

ISSN 1618-4858
ISBN 3-86004-151-7
Gedruckt auf 100 % chlorfrei gebleichtem Papier

Einleitung

Diese Vorlesung hat programmatischen Charakter. Ich werde hier das Privileg des Wissenschaftlers beanspruchen, der einige Schritte vom Tagesgeschehen zurücktritt, um diejenigen prinzipiellen Fragen aufzuwerfen, die dort normalerweise untergehen. Jeden Tag hören wir von den Aktivitäten großer Konzerne: Wir hören, wie Konzerntöchter von einer Gesellschaft an eine andere verkauft werden, von der Gründung von Joint Ventures, vom Verkauf von Beteiligungen, oder von milliardenschweren Investitionsprojekten und Restrukturierungsmaßnahmen. All diese Transaktionen und Maßnahmen betreffen die Aktivitäten von Konzernen auf den Kapitalmärkten. Sie sind so alltäglich geworden, dass wir die Existenz der Konzerne als Bestandteile des wirtschaftlichen Lebens für selbstverständlich erachten.

In diesem Kontext möchte ich eine radikale Frage aufwerfen: Warum gibt es eigentlich Konzerne? Genauer, warum werden eigentlich Einzelunternehmen zu Konzernen zusammengeschlossen? Diese Frage mag sich zunächst absurd ausnehmen, so, als ob sich daran nur noch weltabgewandte Konstruktionen eines theoretisch arbeitenden Wissenschaftlers anschließen könnten. Man kann zwar die leise Stimme des akademischen Beobachters ignorieren, die Frage selbst verliert dadurch jedoch keinesfalls an Brisanz. Sie wird vielmehr jeden Tag an den Kapitalmärkten neu gestellt. Jede Entflechtungsstrategie eines Konzerns, jeder Entschluss, eine Konzerntochter als unabhängiges Unternehmen an die Börse zu bringen oder im Rahmen eines „Buyouts“ an das Management zu verkaufen, jede Fokussierung mit dem einhergehenden Verkauf ganzer Sparten stellt die Frage nach der Existenzberechtigung des Konzerns selbst. Feindliche Übernahmen, die es in jüngerer Zeit ja auch in Deutschland gibt und die regelmäßig die Entflechtung eines Konzerns zur Folge haben, treffen jene Konzerne, die die Antwort auf diese Frage nicht schnell genug gefunden haben. Es handelt sich hier also um den Ausgangspunkt jeder Konzernstrategie. In der Sprache der modernen Strategieliteratur geht es also um die „Kernkompetenzen“ des Konzerns.[1]

Die Wissenschaft hat einige Konzepte und theoretische Ansätze entwickelt, die dabei helfen können, dieser Frage nachzugehen. Über diese möchte ich heute hier vortragen. Die Ergebnisse, zu denen ich dabei gekommen bin, möchte ich nun kurz thesenartig zusammenfassen.

Zunächst werde ich mich auf die Theorie interner Märkte stützen und behaupten, dass die Existenz interner Märkte für Güter, Arbeit und Kapital zwischen den Teilunternehmen das herausragende Merkmal eines Konzerns ist. Konzerne haben sicherlich auch viele andere Eigenschaften, die jedoch verzichtbar sind: Die Existenz interner Märkte ist als einzige konstitutiv. Die Leistung des Konzerns liegt dann darin, diese internen Märkte zwischen den Tochterunternehmen so effizient zu organisieren, dass sie den externen Märkten (also Märkten zwischen rechtlich unabhängigen Unternehmen) überlegen sind.

Daraus ergibt sich meine zweite These. Der Wettbewerb eines Konzerns findet nicht auf dem Produktmarkt statt. Ausschlaggebend ist vielmehr, inwieweit Konzerne interne Märkte effizient organisieren können. Vor diesem Hintergrund wird die Tatsache bedeutend, dass in jüngerer Zeit vor allem die externen Märkte – insbesondere jene für Kapital und Güter – durch Technologieentwicklungen wesentlich effizienter geworden sind. Die Effizienzsteigerung externer Märkte beschränkt jedoch das Ausmaß, in dem interne Märkte überhaupt einen Wettbewerbsvorteil erlangen können. Aus dieser Sicht stellt sich dann für den Konzern – wie auch für jedes andere Unternehmen – die Frage nach den Kernkompetenzen, also jenen Fähigkeiten, auf die sich der Wettbewerbsvorteil und die langfristige Überlebensfähigkeit begründen. Die Tochterunternehmen eines Konzerns müssen sich auf Produktmärkten behaupten, der Konzern selbst jedoch muss sich an der Qualität seiner internen Märkte messen lassen.

Diese Thesen lassen sich ja auch so formulieren, dass der Wettbewerbsvorteil eines Konzerns in seiner Aufsichts- und Kontrollstruktur („Corporate Governance“) zu suchen ist. Die Governance-Struktur bestimmt ja, wie die internen Märkte eines

Konzerns verfasst sind und wie sie reguliert werden. Hier schließt sich die Frage an, ob die Steigerung des Shareholder Value, also des langfristigen Marktwerts des Eigenkapitals, wirklich die richtige Zielgröße einer Konzernstrategie sein kann. Ich werde versuchen, Sie davon zu überzeugen, dass diese Frage *nicht* uneingeschränkt positiv beantwortet werden kann. Sicherlich ist die Verfolgung des Shareholder Value wichtig, aber die Ausrichtung einer Konzernstrategie an dieser Zielgröße allein greift zu kurz. Anschließend daran werde ich dann noch dem Missverständnis entgegentreten, die Verfolg des Shareholder Value wäre das Gleiche wie die Maximierung des Aktienkurses.

Ich möchte diese Vorlesung auch zum Anlass nehmen, Ihnen ein wenig zu vermitteln, mit welchen Methoden am Lehrstuhl für Konzernmanagement gearbeitet wird. Ich werde deshalb sowohl auf theoretische Modelle als auch auf empirische Untersuchungen eingehen, auch wenn diese Darstellungen im Rahmen einer einstündigen Vorlesung naturgemäß etwas oberflächlich bleiben müssen.

Was sind Konzerne?

Als Ausgangspunkt meiner Überlegungen möchte ich mich zunächst mit der Frage auseinandersetzen, was ein Konzern eigentlich ist.

> Ein Konzern im *ökonomischen* Sinne ist ein Verbund wirtschaftlicher Aktivitäten, die unabhängig voneinander existieren könnten, sich im Eigentum einer Gesellschaft befinden und einer zentralen Leitung und Kontrolle unterstehen.

Lassen Sie mich die einzelnen Aspekte dieser Definition erläutern. Zunächst handelt es sich hier um eine Definition des Konzerns im *ökonomischen* Sinne, die von anderen Definitionen, z.B. solchen aus der Jurisprudenz oder dem Rechnungswesen, durchaus abweichen kann.[2] Dann definiere ich einen Konzern als Verbund wirtschaftlicher Aktivitäten, und nicht etwa als Ver-

bund von Unternehmen. Es ist aus meiner Sicht für diese Definition nicht erforderlich, dass die wirtschaftlichen Aktivitäten, von denen hier gesprochen wird, auch die Form rechtlich selbständiger Unternehmen annehmen. In dieser Hinsicht ist meine Definition somit etwas weiter als diejenigen, die aus anderen Disziplinen bekannt sind.[3]

Wesentlich für meine Definition ist der zweite Punkt, der die Möglichkeit unabhängiger *ökonomischer* Existenz fordert, was mit einer unabhängigen rechtlichen Existenz nicht übereinstimmen muss. So hat z.B. der Marriott-Konzern das Eigentum an seinen Hotels in ein separates Unternehmen ausgelagert. Damit werden zwei wirtschaftlich unabhängige Aktivitäten, nämlich Immobilienverwaltung und Hotelmanagement, auch von rechtlich unabhängigen Unternehmen wahrgenommen. Andere Hotel-Konzerne sind diesem Schritt nicht gefolgt. Sie haben jedoch dieselben, wirtschaftlich unabhängigen Aktivitäten, die voneinander getrennt werden *könnten*. Es ist unerheblich für ihre Einstufung als Konzern, dass sie dies nicht tun.

Das letztgenannte Definitionsmerkmal ist essentiell. Der Verbund wirtschaftlich unabhängiger Aktivitäten wird erst dadurch zu einem Konzern, dass er der einheitlichen Leitung einer Zentrale unterstellt wird, die gegenüber den Konzernunternehmen *Eigentumsrechte* wahrnimmt.[4,5] Ansonsten würde es sich lediglich um einen losen Verbund von Einzelunternehmen handeln, jedoch nicht um einen Konzern.

Um diese Definition weiter zu erläutern, möchte ich auch darauf eingehen, was ein Konzern *nicht* ist. Ein Konzern ist nicht unbedingt ein Großunternehmen, denn meine Definition hat ja nichts über das Aktivitätsniveau der einzelnen Teilunternehmen ausgesagt. Ich hatte schon betont, dass es sich ebenso nicht unbedingt um einen Verbund rechtlich selbständiger Unternehmen handeln muss. Ein Konzern ist auch nicht notwendigerweise diversifiziert, sondern kann sich auf wenige oder sogar nur ein Geschäftsfeld konzentrieren.[6] Auch ist es nicht erforderlich, dass die Zahl der Konzernunternehmen groß ist.[7] Daraus folgt, dass ein Kon-

zern im ökonomischen Sinne nicht auch unbedingt ein Konzern im *rechtlichen* Sinne sein muss.[8]

Konzerne als interne Märkte

Immer dann, wenn die Teileinheiten eines Konzerns in ökonomische Austauschbeziehungen treten, entstehen so genannte *interne Märkte*.[9] Es handelt sich deswegen um Märkte, weil wirtschaftlich unabhängige Einheiten untereinander Güter und Leistungen austauschen. Während *externe Märkte* jedoch zwischen unabhängigen Unternehmen existieren, unterstehen die Unternehmen in einem internen Markt einer einheitlichen Leitung. Darüber hinaus können die Tochterunternehmen eines Konzerns in ihrem Zugang zu externen Märkten beschränkt sein, z. B. dann, wenn sie sich Eigenkapital nicht direkt am Aktienmarkt beschaffen können.

Transaktionen auf externen Märkten involvieren rechtlich unabhängige Unternehmen, die vertragliche Vereinbarungen schließen. Im Konfliktfalle entscheidet dann das jeweils gültige Rechtssystem. Vereinbarungen auf internen Märkten schließen jedoch die Konzernzentrale als Leitungsinstanz mit ein, die im Konfliktfalle deswegen auch als Schlichtungsinstanz gefragt ist und damit das Rechtssystem ergänzt oder sogar teilweise ersetzt. So unterliegt die Zahlung von vertraglich vereinbarten Preisen für Verkäufe zwischen unabhängigen Einzelunternehmen der Gerichtsbarkeit. Verrechnungspreise zwischen Teilunternehmen eines Konzerns müssen hingegen mit der Zentrale abgestimmt und können von dieser auch revidiert werden.

Nun lässt sich die Frage nach der Existenz und den „Kernkompetenzen“ eines Konzerns präziser fassen: warum sollten wirtschaftliche Aktivitäten in einem Konzern zusammengeschlossen werden, wenn diese in Einzelunternehmen doch selbständig sein *könnten*? Was leistet also die Konzernleitung, was die Einzelunternehmen nicht auch selbständig durch bilaterale oder multilaterale Verträge, die dem Rechtssystem unterstehen, erreichen

könnten? Die Antwort hierauf liegt in der Rolle der Konzernleitung für die Regulierung und Organisation – im Fachjargon: Corporate Governance – des Austauschs auf internen Märkten. Der Konzern schafft somit Wert durch die Effizienzsteigerung der internen Märkte gegenüber externen Märkten.

Für solche Effizienzsteigerungen lässt sich eine Reihe von Beispielen nennen. So können Konzerne durch die Schaffung interner Gütermärkte Verbundvorteile und Größenvorteile realisieren. Ein Beispiel hierfür bildet die jüngste Fusion der Allianz-Versicherung mit der Dresdner Bank, die es nun der Versicherung erlaubt, ihre Produkte über das Filialnetzwerk der Bank zu vertreiben und so den Vertrieb kostengünstiger zu organisieren. Interne Arbeitsmärkte können dazu dienen, den Mitarbeitern eine Beschäftigungsgarantie zu geben, denn bei Wegfall ihres Arbeitsplatzes, z.B. im Verlauf einer Reorganisation können sie eventuell innerhalb des Konzerns eine neue Beschäftigung finden. Mein Augenmerk hier sollen jedoch die internen Kapitalmärkte sein. Hier muss der Effizienzvorteil des Konzerns in seiner Expertise für den Kapitalbudgetierungsprozess der Tochterunternehmen gesehen werden.

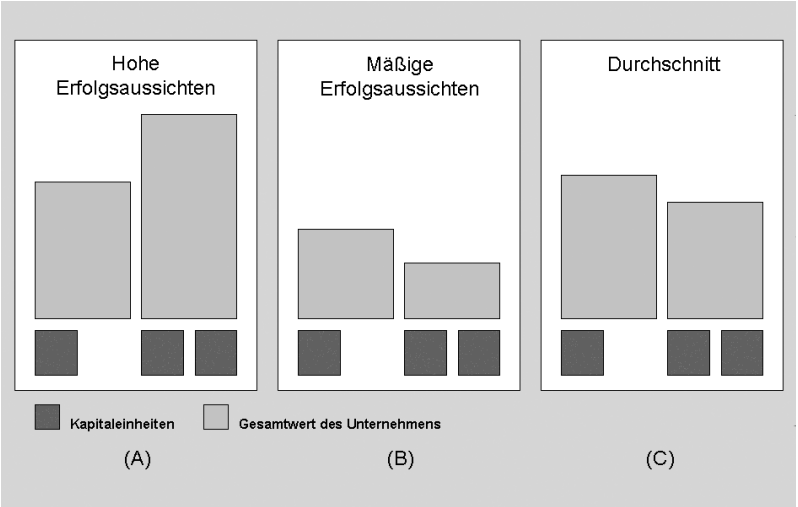
Aus dieser Argumentation ergibt sich meine Analyse des Wettbewerbsvorteils des Konzerns. Sicherlich stehen die Tochterunternehmen des Konzerns im Wettbewerb auf den Gütermärkten für die Güter und Dienstleistungen, die sie anbieten. Der Konzern selbst stellt jedoch keine Güter und Leistungen zur Verfügung.[10] Vielmehr kann er nur soweit Wert schaffen, wie er durch die Organisation und Effizienzsteigerung der internen Märkte zu einer Wettbewerbsverbesserung und damit Wertsteigerung der einzelnen Tochterunternehmen beiträgt. Dies führt mich zu dem Schluss, dass der Wettbewerbsvorteil des Konzerns in seiner Aufsichts- und Kontrollstruktur, also der Governance-Struktur, liegt.

Interne Kapitalmärkte: Ein Modell

Um einige der Aspekte der Theorie interner Kapitalmärkte besser illustrieren und herausarbeiten zu können, möchte ich im Folgenden kurz ein Modell skizzieren.[11] Dabei beschränke ich mich auf eine graphische Darstellung, das Modell selbst beruht jedoch auf einer exakten mathematischen und algebraischen Ausarbeitung.

Zunächst betrachten wir hier ein Einzelunternehmen, das ein Investitionsprojekt zur Verfügung hat und in dieses Investitionsprojekt entweder ein oder zwei Einheiten Kapital investieren kann. Die Festlegung auf diskrete Kapitaleinheiten dient lediglich der Veranschaulichung. Der Ertrag dieser Investitionen hängt von den unsicheren Marktaussichten des Unternehmens ab.

Abb. 1: Ein einfaches Modell mit zufallsabhängiger Kapitalproduktivität



Der Einfachheit halber nehmen wir an, dass die Erfolgsaussichten des Unternehmens entweder hoch oder mäßig sein können. Diese Abhängigkeiten sind in Abbildung 1 schematisch dargestellt. Hier symbolisieren die kleinen Vierecke die Menge des

eingesetzten Kapitals und die Höhe der Balken den Gesamtwert des Unternehmens. In Teil A sehen wir also, dass der Einsatz von zwei Kapitaleinheiten den Wert des Unternehmens steigert, wenn die Erfolgsaussichten des Unternehmens hoch sind. Der Wert des Unternehmens bei Einsatz von zwei Kapitaleinheiten ist höher als beim Einsatz von nur einer Kapitaleinheit. Teil B der Abbildung zeigt dasselbe Szenario für den Fall mäßiger Erfolgsaussichten. Hier sehen wir, dass sich der Einsatz von zwei Kapitaleinheiten nicht lohnt, weil der Wert des Unternehmens durch den Einsatz einer zweiten Kapitaleinheit sinkt, die Investition rentiert sich nicht und hat, wie wir in der Fachsprache sagen, einen negativen Nettobarwert und vernichtet damit Shareholder Value.

Die Kapitalgeber dieses Unternehmens können jedoch ihre Investitionsentscheidung nicht davon abhängig machen, ob die Erfolgsaussichten des Unternehmens mäßig oder hoch sind. Dies wäre z. B. dann der Fall, wenn nur der Unternehmer, nicht aber die Kapitalgeber die Erfolgsaussichten der Investitionen überhaupt einschätzen kann. Das gleiche Ergebnis wird dann erzielt, wenn die Kapitalgeber auf die Investitionsentscheidung dieses Unternehmens keinen Einfluss ausüben können. Für sie ist deswegen das Durchschnittsszenario relevant, das sich als wahrscheinlichkeitsgewichtetes Mittel der mäßigen bzw. hohen Erfolgsaussichten ergibt. Dies ist in Teil C von Abbildung 1 dargestellt. Die wesentliche Modellannahme ist hier, dass sich im Durchschnitt der Einsatz einer zweiten Kapitaleinheit nicht rentiert, der Wert des Unternehmens bei Einsatz zweier Kapitaleinheiten deshalb geringer ist als beim Einsatz einer Kapitaleinheit.

Nun möchte ich die Beschreibung des Modells um folgende wichtige Modellannahme ergänzen, die in der Literatur typisch ist und für die es eine Reihe empirischer Belege gibt, auf die ich später noch eingehen werde. Nehmen wir an, dass der Manager bzw. der Unternehmer, der die Investitionsentscheidungen in diesem Unternehmen trifft, mehr Investitionen gegenüber weniger Investitionen bevorzugt. Diese Präferenz kann eine Reihe

von Gründen haben, die ich hier nicht weiter erläutern möchte. Wichtig ist lediglich der unterstellte Interessenkonflikt zwischen Unternehmen und Kapitalgebern, denn der Entscheidungsträger im Unternehmen hat annahmegemäß eine Neigung zu Überinvestitionen. Darüber hinaus nehmen wir an, dass der Unternehmer bzw. Manager einen hohen Ertrag gegenüber einem niedrigen Ertrag vorzieht, eine Annahme, die sicherlich keiner weiteren Erläuterung bedarf.

Zunächst möchte ich nun die erste Möglichkeit, nämlich die der Finanzierung dieses Unternehmens durch den *externen* Kapitalmarkt, analysieren. Eine solche Finanzierung kann z. B. die Form eines Bankkredits, einer Aktienemission oder der Platzierung von Anteilen bei einer Beteiligungsgesellschaft annehmen. Weiterhin nehmen wir an, dass die Investoren die Projektentscheidung über diese Investition an das Unternehmen delegieren. Damit kommen wir zu dem Ergebnis, dass die Investoren nun das Kapital für dieses Unternehmen rationieren werden.[12] Das Unternehmen würde gerne zwei Kapitaleinheiten investieren, während der Kapitalmarkt nur eine Kapitaleinheit zur Verfügung stellt, da wir ja angenommen haben, dass im Durchschnitt keine Aussicht für eine gewinnbringende Investition der zweiten Kapitaleinheit besteht. Sicherlich bestünde die Möglichkeit eines Mehrertrags bei hohen Erfolgsaussichten, diese Möglichkeit kann jedoch nicht realisiert werden.

Damit haben wir eine einfache Modellierung der Imperfektionen des externen Kapitalmarkts. Hier sind die Entscheidungsträger von den Investoren getrennt und die optimale Ressourcenzuweisung kann nicht erreicht werden. Diese Situation entsteht dadurch, dass die Investoren die Projektentscheidung an das Unternehmen delegieren. Die Investoren werden deswegen ihre Entscheidung darüber, wie viel Kapital sie dem Unternehmen zur Verfügung stellen wollen, nur vom durchschnittlichen erwarteten Ertrag der Investition abhängig machen.

Nun möchte ich die zweite Möglichkeit analysieren, die Finanzierung dieses Unternehmens durch einen Konzern im Kontext

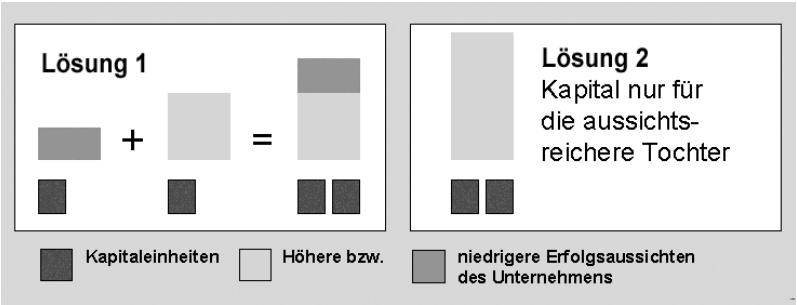
eines *internen* Kapitalmarkts. Im Rahmen dieses Modells möchte ich jetzt unterstellen, dass ein Konzern zwei identische Unternehmen der gerade beschriebenen Art hat, die völlig unabhängig voneinander operieren können. Das heißt, beide Unternehmen sind annahmegemäß identisch hinsichtlich der Investitionsmöglichkeiten und der erwarteten Wertsteigerungen durch diese Investitionen. Die Unternehmen müssen nicht notwendigerweise die gleichen Produkte herstellen. Auch kann das eine Unternehmen hohe und das andere Unternehmen mäßige Erfolgsaussichten haben, sie sind also auch in dieser Hinsicht unabhängig voneinander.

Der wesentliche Unterschied zur vorherigen Situation besteht nun darin, dass der Konzern das Kapital am externen Kapitalmarkt beschafft und den Tochterunternehmen zuweist. Damit entscheidet die Konzernzentrale über die Ressourcenzuweisung und übernimmt so gegenüber den Tochterunternehmen die Rolle des Investors *und* die des Entscheidungsträgers. Die zentrale Unterscheidung gegenüber dem externen Markt besteht also darin, dass die Geldgeber die Investitionsentscheidungen nicht an die Unternehmen delegieren, sondern die Konzernzentrale beide Rollen gleichzeitig gegenüber den einzelnen Unternehmen übernimmt.

Um die unterschiedliche Funktionsweise interner und externer Kapitalmärkte herausarbeiten zu können, möchte ich nun folgendes Szenario analysieren. Nehmen wir einmal an, eines der Tochterunternehmen hätte mäßige, das andere hingegen hervorragende Erfolgsaussichten. Darüber hinaus möchte ich annehmen, dass die Konzernzentrale auf dem externen Kapitalmarkt zwei Kapitaleinheiten beschafft hat, um die Situation gegenüber der vorherigen vergleichbar zu halten. Damit stellt sich nun die Frage, wie diese beiden Kapitaleinheiten auf die Einzelunternehmen aufgeteilt werden. Zunächst kann die Konzernzentrale genauso vorgehen, wie die Banken oder Aktionäre am externen Kapitalmarkt, die jedem Einzelunternehmen eine Einheit Kapital zugeteilt haben.

Diese Lösung ist in Abbildung 2 dargestellt. Hier stellt also das kleine Rechteck die geringeren Erfolgsaussichten des ersten Tochterunternehmens dar, während das etwas größere Rechteck die höheren Erfolgsaussichten des zweiten Tochterunternehmens abbildet. Die Alternative ist in Abbildung 3 dargestellt. Hier wird nun das gesamte Kapital, annahmegemäß zwei Einheiten, der Konzerntochter mit den besseren Erfolgsaussichten zur Verfügung gestellt. Hier geht jetzt als weitere Annahme ein, dass die Differenz zwischen den Erfolgsaussichten der beiden Tochterunternehmen groß genug sind, so dass die zweite Lösung einen höheren Wert erzielt als die erste. Annahmegemäß wird sich die Konzernzentrale jetzt also dafür entscheiden, dem aussichtsreicheren Unternehmen alles am Kapitalmarkt beschaffte Kapital zur Verfügung zu stellen.

Abb. 2: Kapital an beide Töchter *Abb. 3: Kapital an eine Tochter*



Auf der Basis dieses einfachen, abstrakten Beispiels lässt sich nun eine ganze Reihe von Ergebnissen herleiten. Wir hatten ja angenommen, dass die Konzernzentrale gegenüber den Unternehmen die Rolle der Investoren übernimmt und gleichzeitig die Kontrollrechte für Investitionsentscheidungen ausübt. Dadurch wird die gleiche Kapitalmenge besser genutzt. Außerdem ist nun der Interessenkonflikt zwischen den Investoren auf dem externen Kapitalmarkt und dem Konzern geringer als er zwischen dem Kapitalmarkt und den Einzelunternehmen wäre. Man kann nun zeigen, dass die Investoren aus diesem Grund dem Konzern mehr Kapital zuweisen, als sie den gleichen Unternehmen als selbständigen Einzelunternehmen zur Verfügung stellen würden. Grund

für die Rationierung des Kapitals gegenüber den Einzelunternehmen war ja der starke Interessenkonflikt zwischen Investoren und Einzelunternehmen. In dem Maße, in dem die Konzernzentrale diesen Interessenkonflikt mindern kann, kann nun auch die Rationierung aufgehoben werden.[13]

In meiner Analyse habe ich bisher nur die Vorteile interner Kapitalmärkte gegenüber externen Kapitalmärkten hervorgehoben. Eine Reihe von Problemen, die sich hierbei ergeben können, sollten jedoch nicht unterschlagen werden. Zunächst habe ich angenommen, dass die Konzernzentrale über die Erfolgsaussichten der Tochterunternehmen vollständig und kostenlos informiert ist.[14] Wenn wir jedoch annehmen, dass die Konzernzentrale nur über diejenigen Informationen verfügt, die von den Teilunternehmen recherchiert und zur Verfügung gestellt werden, können sich neue Aspekte ergeben. Schwierigkeiten entstehen insbesondere dann, wenn es sich bei den weitergeleiteten Informationen um so genannte „weiche" Informationen handelt, also Informationen, die bei Weitergabe nicht nachgeprüft werden können.[15] Solche Informationen können für einige Geschäftsentscheidungen sicherlich wichtig sein.[16] Für den Fall, dass diese Informationen nicht glaubwürdig dokumentiert und weitergeleitet werden können, entfällt der Vorteil der Koordination durch die Konzernzentrale und der Kapitalbudgetierungsprozess sollte dann dezentralisiert werden. Eine weitere Problematik entsteht durch die mögliche Beeinflussung der Entscheidungen der Konzernzentrale durch Lobbyaktivitäten seitens einzelner Tochterunternehmen.[17] Die großen Entscheidungsspielräume der Zentrale können zu starken internen Konflikten und zur Ressourcenkonkurrenz innerhalb des Konzerns führen, was erhebliche Arbeitskapazitäten binden und die Effizienz interner Kapitalmärkte mindern wird.

Empirische Untersuchungen

Um die Relevanz dieser theoretischen Analysen zu unterstreichen, möchte ich nun auf eine Reihe empirischer Untersuchun-

gen eingehen. Dabei werde ich nur die Hauptergebnisse und Einsichten zusammenfassen und auf die Datengrundlage und die Methoden dieser Untersuchungen nicht weiter eingehen. An dieser Stelle möchte ich hinzufügen, dass es sich bei allen hier genannten Untersuchungen um amerikanische Untersuchungen handelt. Diese Beschränkung ist nahezu zwangsläufig, denn die hier erörterten Fragestellungen erfordern eine Segmentsberichterstattung, die in der Regel für deutsche (und auch andere europäische) Konzerne leider nicht vorliegt.

Eine wichtige Studie beschäftigt sich mit der großen Fusionswelle, die die USA in den sechziger Jahren ergriffen hatte.[18] Diese Periode ist für unsere Fragestellung besonders interessant, weil man hier argumentieren kann, dass die externen Kapitalmärkte zu dieser Zeit noch nicht ihre heutige Effizienz erreicht hatten.[19] Die Fusions- und Übernahmewelle der USA in den sechziger Jahren war außerdem durch eine hohe Zahl diversifizierender Fusionen und Übernahmen gekennzeichnet, also durch solche Transaktionen, bei denen Unternehmen aus verschiedenen Branchen verbunden wurden. Für solche diversifizierenden Fusionen ist die Hypothese des Aufbaus interner Kapitalmärkte besonders plausibel, weil ja anzunehmen ist, dass in diesem Fall Güter- und Arbeitsmärkte in den Hintergrund treten.

Diese Untersuchung umfasst insgesamt 392 Konzerne, die in den sechziger Jahren fusionierten, und kommt zu folgendem Ergebnis: immer dann, wenn Käufer mit hoher Liquidität (bzw. einer hohen Investitionsrate) Unternehmen mit niedriger Liquidität (bzw. einer niedrigen Investitionsrate) kaufen, dann erzielen die Bieter hohe Kurssteigerungen. Genau diese Beobachtung spricht für den Aufbau eines internen Kapitalmarkts. Es lässt sich argumentieren, dass die Unternehmen mit niedriger Liquidität und niedriger Investitionsrate durch den Kapitalmarkt beschränkt sind. Das heißt also, dass es sich hier um Unternehmen handelt, die Erfolg versprechende Investitionsprojekte zurückstellen müssen, weil sie sich am externen Kapitalmarkt die erforderlichen Mittel nicht beschaffen können. Bei den kaufenden Unternehmen mit hoher Liquidität und hoher Investitionsrate handelt

es sich hingegen um solche Unternehmen, die diesen Beschränkungen weniger oder überhaupt nicht unterliegen. In der Kurssteigerung würde sich dann der Wertzuwachs ausdrücken, der dadurch geschaffen wird, dass infolge der Fusion die Kapitalmarktbeschränkungen der gekauften Unternehmen aufgehoben oder gemildert werden. Der Kursaufschlag misst somit den Wertzuwachs durch den Aufbau eines internen Kapitalmarkts.

Andere Untersuchungen haben eine interessante Gegenbewegung in den Fusionen und Übernahmen der achtziger Jahre festgestellt. Hier wurden oft Konzerne übernommen und anschließend zerschlagen, das heißt, viele der diversifizierenden Fusionen und Übernahmen der sechziger Jahre wurden in den achtziger Jahren wieder rückgängig gemacht.[20] Hier handelt es sich also um den Abbau interner zugunsten externer Kapitalmärkte, wobei es plausibel ist, anzunehmen, dass die externen Kapitalmärkte zwischenzeitlich effizienter geworden sind. Andere Beobachter haben jedoch das Versagen interner Kapitalmärkte diagnostiziert.[21] Die Verteilung des Akquisitionsgewinns zwischen kaufendem und verkaufendem Unternehmen hat sich in diesem Zeitraum ebenfalls verschoben. In den achtziger Jahren gewinnen im Schnitt nur die Aktionäre der *verkaufenden* Unternehmen, während die kaufenden Unternehmen in der Regel keine Kurssteigerungen verzeichnen können oder sogar am Aktienmarkt verlieren.[22]

Es lohnt sich in diesem Zusammenhang, die Werte der durch Fusionen geschaffenen Konzerne selbst zu untersuchen. Eine Reihe von Studien verwendet dabei folgende Methode, bei der der Wert eines Konzerns Sparte für Sparte analysiert wird. Es wird für jede Sparte der Wert ermittelt, der sich wahrscheinlich ergeben würde, wenn diese Sparte als eigenständiges Unternehmen am Kapitalmarkt gehandelt werden könnte. Man zerlegt also jeden Konzern gleichsam in seine Bestandteile und weist jeder Tochtergesellschaft bzw. jeder Sparte des Konzerns einen bestimmten geschätzten Kapitalmarktwert zu. Dabei werden Standardbewertungsverfahren zugrunde gelegt, die sich im Wesentlichen auf finanzielle Kennziffern stützen. Auf diese Weise wird ermittelt,

wie viel ein bestimmter Konzern wert wäre, wenn alle Tochterunternehmen als eigenständige Unternehmen an der Börse notiert wären. Dieser Summe der Teile wird dann der wirkliche Börsenwert des Konzerns gegenübergestellt. Ist der Wert des Konzerns höher als die unterstellte Bewertung der Summe seiner Teile, so sprechen wir von einer Prämie, die dafür spricht, dass dieser Konzern einen zusätzlichen Wert schafft.

Für die sechziger Jahre beobachten wir nun, dass Konzerne Prämien gegenüber der Bewertung als Summe ihrer Einzelunternehmen erzielten.[23] Dies verstärkt die oben genannte Hypothese, dass die externen Kapitalmärkte in den sechziger Jahren hinreichend ineffizient waren, so dass die Schaffung interner Kapitalmärkte zu Wertsteigerungen führte. In den achtziger und neunziger Jahren hatte sich diese Entwicklung offenbar umgekehrt. Studien über diesen Zeitraum ergeben, dass viele Konzerne nun so genannte „Diversifikationsabschläge“ hinnehmen mussten.[24] Im Begriff des Diversifikationsabschlags drückt sich dabei auch die Tatsache aus, dass die Differenz zwischen dem Börsenwert des Konzerns und dem geschätzten Wert der Summe seiner Einzelunternehmen im Grad der Diversifikation steigt: je verschiedener die im Konzern vereinigten Geschäftsfelder sind, desto höher fällt der Abschlag aus. Der Aktienmarkt bewertet somit die Leistung der internen Kapitalmärkte in diesem Zeitraum negativ. Allerdings sollte auch vermerkt werden, dass die Streuung der Diversifikationsabschläge in den genannten Untersuchungen groß ist, so dass ein – wenn auch kleinerer – Teil der diversifizierten Konzerne immer noch Prämien erhält.[25]

Besorgnis erregend ist auch die Erkenntnis, dass etwa die Hälfte der Konzerne denjenigen Teilunternehmen mit schlechteren Investitionsmöglichkeiten mehr Ressourcen zuweist als Vergleichsunternehmen der gleichen Branche, die nicht Bestandteil eines Konzerns sind. Eine ganze Reihe dieser Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass insbesondere leistungsschwache Sparten durch die Integration in einen Konzern von höheren Ressourcenzuweisungen profitieren. [26] Dieses Ergebnis steht im Gegensatz zur Hypothese des oben dargestellten Modells. Dies

stimmt auch mit den Ergebnissen von Einzelfallstudien und Berichten überein, dass in einigen Konzernen quasi-sozialistische Praktiken dazu führen, dass die Zahlungsüberschüsse der leistungsstarken Sparten dazu benutzt werden, ineffiziente und leistungsschwächere Sparten zu subventionieren.[27] Diese Ergebnisse stützen somit jene theoretischen Ansätze, die Kommunikationsprobleme, Lobbytätigkeiten seitens der Teilunternehmen, sowie Konkurrenz um Ressourcenzuweisungen in Konzernen hervorheben. Zumindest lassen diese Ergebnisse jedoch die Höhe der oben genannten Diversifikationsabschläge plausibel erscheinen, da diese durch die verringerte Qualität der Ressourcenzuweisungen erklärt werden können.

Shareholder Value

Im letzten Abschnitt dieses Vortrags möchte ich mich nun mit der Zielgröße der Konzernstrategie auseinandersetzen. Die Diskussion in jüngerer Zeit hat hier die Rolle der Kapitalmärkte in den Vordergrund gerückt, da als Zielgröße oft der so genannte *Shareholder Value* genannt wird.[28] Ich möchte mich daher kritisch mit der Frage auseinandersetzen, ob und inwieweit die Verfolgung des Shareholder Value Ausgangspunkt einer kohärenten Konzernstrategie sein kann.

Ausgangspunkt meiner Überlegungen ist ein einfaches Ergebnis der ökonomischen Theorie:

> Immer dann, wenn alle Märkte perfekt funktionieren, so dass der Wert aller im Unternehmen verbrauchten Ressourcen korrekt in den Marktpreisen wiedergespiegelt wird, dann ist die Maximierung des Shareholder Value identisch mit der Maximierung der Gesamtwohlfahrt.

Lassen Sie mich zunächst die Annahme dieser Aussage kommentieren. Vorausgesetzt wird hier, dass die Märkte für Güter, Arbeit und Kapital „perfekt“ funktionieren. Dies bedeutet, dass diese Märkte nicht durch Transaktionskosten oder die Existenz

von Monopolmacht verzerrt sind, so dass die auf diesen Märkten etablierten Preise den wirklichen, gesellschaftlichen Wert dieser Güter und Leistungen – die Ökonomen sprechen von Knappheitsgraden – widerspiegeln. Wenn diese Voraussetzung also erfüllt ist, dann führt die Maximierung des Shareholder Value in der Tat auch zu einer Maximierung der Gesamtwohlfahrt der Gesellschaft. Als Folge dieses Ergebnisses sollten Unternehmen also den Shareholder Value nicht nur in ihrem eigenen Interesse, sondern auch im Interesse der Gesamtgesellschaft maximieren.

Bevor wir uns dieser Schlussfolgerung jedoch umstandslos anschließen wollen, sollten wir das Argument, das zu diesem Ergebnis führt, genauer prüfen. Es stellt sich ja die Frage, warum hier die Interessen aller anderen im Unternehmen vertretenen Gruppen – im Fachjargon spricht man von so genannten „Stakeholdern" – nicht weiter berücksichtigt werden müssen. Die Antwort ergibt sich daraus, dass alle anderen Interessen – z. B. die der Zulieferer, Mitarbeiter, Banken und Konsumenten – durch die Existenz funktionierender Märkte gesichert sind. Sollte ein Unternehmen nämlich die Interessen einer dieser Gruppen verletzen, so haben diese ja bei Vorhandensein entsprechend funktionierender Märkte genügend Ausweichmöglichkeiten. Die Konsumenten können die Produkte der gewünschten Qualität eben auch bei einem anderen Unternehmen kaufen und die Arbeiter könnten den jeweiligen Marktlohn auch bei einem anderen Unternehmen erzielen. Unternehmen können höhere Gewinne also nur dann erzielen, wenn sie Leistungen erbringen, deren Marktwert höher ist als der Marktwert der verbrauchten Ressourcen. Im Kontext solcher Märkte könnte ein Unternehmen seinen Shareholder Value nie dadurch erhöhen, dass es die Interessen anderer Interessengruppen verletzt und deren Wohlfahrt senkt. Die Steigerung des Shareholder Value ist somit nur dadurch möglich, dass gleichzeitig die Wohlfahrt der Gesamtgesellschaft erhöht wird.

Wenn die Märkte jedoch nicht perfekt funktionieren, dann ist keine vergleichbare Aussage zugunsten des Shareholder Value mehr möglich. Immer dann, wenn die Interessen einer der oben ge-

nannten Stakeholder-Gruppen nicht durch die Existenz gut funktionierender Märkte gesichert sind, muss geprüft werden, ob die Steigerung des Shareholder Value nicht einfach dadurch erfolgt, dass Ressourcen anderer Stakeholder zugunsten der Aktionäre umverteilt werden. Solche Situationen können durch eine ganze Reihe von Umständen entstehen, z. B. dadurch, dass Märkte nicht transparent oder liquide sind, oder dadurch, dass z. B. Arbeiter oder Zulieferer aufgrund vergangener Investitionsentscheidungen auf die Beziehung zu einem bestimmten Unternehmen festgelegt sind.[29] Eine viel beachtete Untersuchung hat z. B. gezeigt, dass feindliche Übernahmen oft den Shareholder Value der Aktionäre dadurch steigern, dass die Ansprüche des Staates, der Gläubiger und der Mitarbeiter entsprechend gemindert werden.[30] Diese Argumentation führt nicht zu dem Ergebnis, dass die Verfolgung des Shareholder Value grundsätzlich abzulehnen wäre. Vielmehr muss im Einzelfall geprüft werden, inwieweit eine Steigerung des Shareholder Value durch Leistungssteigerung und inwieweit sie durch Umverteilung zu Lasten anderer Interessengruppen zustande gekommen ist. Außerdem sind die Anreizwirkungen solcher Umverteilungen zu prüfen.[31]

Hinsichtlich der Konzernstrategie ergibt sich nun jedoch ein Paradox. Wir haben ja oben herausgearbeitet, dass Konzerne nur dann existieren können, wenn die externen Märkte für Güter, Arbeit und Kapital nicht perfekt sind. Andernfalls können Konzerne als interne Märkte keinen Wert schaffen. Somit folgt also, dass der Shareholder Value als Zielgröße für einen Konzern immer problematisch ist und deshalb nie unqualifiziert unterstützt werden kann. Da Konzerne nur dort existieren können, wo Märkte nicht perfekt sind, kann die oben dargelegte Begründung für den Shareholder Value deswegen im Kontext eines Konzerns *nie* herangezogen werden. Shareholder Value kann als Zielgröße nur dort uneingeschränkt unterstützt werden, wo Märkte perfekt sind, also genau dort, wo Konzerne eigentlich überflüssig sind. Wir kommen also zu dem Ergebnis, dass die Verfolgung des Shareholder Value allein nie Zielgröße einer sinnvollen Konzernstrategie sein kann. Ich möchte noch einmal betonen, dass dies nicht bedeutet, dass alle Konzepte der wertorientierten Un-

ternehmensführung deswegen schon von vornherein hinfällig sind. Ich glaube allerdings, dass die Wichtigkeit und Universalität des Shareholder Value-Prinzips in der öffentlichen Debatte oft überschätzt wird.

An dieser Stelle möchte ich auch auf ein zweites Missverständnis hinweisen, das in der öffentlichen Debatte um den Shareholder-Value-Ansatz eine gewisse Rolle zu spielen scheint. Dies betrifft die oft unausgesprochene Hypothese, dass die Erhöhung des Shareholder Value mit der Maximierung des Aktienkurses des Unternehmens gleichzusetzen ist. Hierfür wird dann die Hypothese der Informationseffizienz der Kapitalmärkte herangezogen. Diese Theorie besagt jedoch lediglich, dass der Kapitalmarkt die Informationen, die ihm zur Verfügung stehen, effizient verarbeitet. Insbesondere impliziert diese Hypothese nicht, dass der Kapitalmarkt alle Informationen verarbeitet, weil ja nicht unterstellt werden kann, dass dem Kapitalmarkt wirklich alle erforderlichen Informationen immer zur Verfügung stehen.[32] Nun möchte ich Sie dazu einladen, mir in der plausiblen Annahme zu folgen, dass das Management einen gewissen Informationsvorteil gegenüber dem Aktienmarkt hat. Auch dies besagt nicht, dass das Management eines Unternehmens allwissend wäre, sondern lediglich, dass das Management einige Informationen hat, die dem Kapitalmarkt nicht zur Verfügung stehen. Als Folge dieser Annahme kann nun gezeigt werden, dass Investitionen, die aus Sicht der Aktionäre mit langem Anlagehorizont den Shareholder Value erhöhen, sich nicht immer kurserhöhend auswirken müssen.[33] In diesem Falle kann also die Maximierung des Shareholder Value und die Maximierung des Aktienkurses durchaus gegenläufige Implikationen haben.

Lassen Sie mich für diese Hypothese ein Beispiel anführen. Angenommen, ein Konzern verfolgt die Akquisition eines Unternehmens mit Synergien zu anderen Konzerntöchtern. Die Konzernleitung hat Informationen über hohe Synergien, die jedoch den Analysten am Aktienmarkt nicht zur Verfügung stehen. Die Akquisition kann nun den Aktienkurs senken, wenn diese Synergien durch die Konzernleitung nicht entsprechend glaubwürdig

kommuniziert werden können. Trotzdem würde die Akquisition jedoch in diesem Fall den Vermögenswert der langfristig investierenden Aktionäre steigern. Allerdings sollte hinzugefügt werden, dass es sich hier lediglich um ein zeitliches Auseinanderfallen handelt. Schließlich müssen sich die vom Management behaupteten Synergien ja mittel- bis langfristig durch erhöhte Zahlungsströme bemerkbar machen, so dass sie dann dem Kapitalmarkt gegenüber glaubwürdig werden und zu einer Kurssteigerung führen. Ich möchte hier lediglich hervorheben, dass die Steigerung des Shareholder Value nicht mit einer Steigerung des Kurses zu jedem Zeitpunkt übereinstimmt.

Zusammenfassung

In diesem Vortrag habe ich versucht, einige Aspekte der Konzernstrategie, insbesondere hinsichtlich ihrer Beziehung zu den Kapitalmärkten, herauszuarbeiten. Dabei habe ich insbesondere die These vertreten, dass Konzerne interne Märkte für Arbeit, Güter und Kapital sind. Konzerne haben weder Kunden noch Produkte. Sie entstehen durch die Zusammenfassung von unabhängigen Unternehmen, die auch selbständig existieren könnten. Die Aufgabe von Konzernen besteht darin, die Austauschbeziehungen auf diesen internen Märkten zu regulieren, um dadurch eine Ertrags- und Leistungssteigerung der im Konzern zusammengefassten Tochterunternehmen zu bewirken.

Der Hauptwettbewerber eines Konzerns sind somit nicht andere Unternehmen, da Konzerne selbst ja überhaupt nicht im Produktwettbewerb stehen. Der Hauptwettbewerber des Konzerns ist vielmehr unsichtbar, es sind die immer effizienter werdenden und immer besser organisierten externen Märkte. Konzerne können nur in dem Ausmaß existieren, wie die externen Märkte nicht perfekt sind und sie können durch die Effizienzsteigerung externer Märkte vollständig überflüssig werden. Eine kohärente Konzernstrategie muss deshalb die Leistungspotentiale des Konzerns und seine komparativen Vorteile gegenüber diesem unsichtbaren Wettbewerb klar herausarbeiten und erkennen.

Dies führt zu der Frage, was die Leitgröße einer solchen Konzernstrategie sein kann. Es ist unbestreitbar, dass die Verfolgung des Shareholder Value die Zielgröße einer optimalen *Unternehmens*strategie sein kann, dann nämlich, wenn die Märkte für Güter, Kapital und Arbeit effizient sind. Die Maximierung des Shareholder Value kann jedoch *nie* die alleinige Zielgröße einer sinnvollen *Konzern*strategie sein, die ja gerade auf die Imperfektion eben jener Märkte angewiesen ist. Beim Shareholder Value kann es sich also lediglich um eine Leitgröße handeln, deren Anwendbarkeit im Einzelfall immer noch geprüft werden muss. Von der Aktienkursmaximierung als alternativer Zielgröße einer Konzernstrategie ist sie in jedem Fall zu unterscheiden.

Anmerkungen

1 Der Begriff der „core competencies“ wurde von Hamel und Prahalad (1990) geprägt.

2 Damit unterscheidet sich diese Definition von anderen, die in der deutschen Betriebswirtschaftslehre üblich sind. So zitiert Theisen (2000) in einem bekannten Werk zur Konzernunternehmung eine Definition von Schmalenbach aus dem Jahre 1937, der den Konzern als „eine durch Beherrschung zusammengehaltene Wirtschaftsgemeinschaft einer größeren Zahl von Unternehmungen“ auffasst (vgl. Theisen (2000), S. 15). Insbesondere die „größere Zahl“ ist für die Argumentation in diesem Vortrag völlig belanglos. Auch Theisen selbst hebt die rechtliche Selbständigkeit hervor. Mellewigt führt möglicherweise die früheste Konzerndefinition an, wenn er Hummel aus dem Handwörterbuch des Kaufmanns aus dem Jahre 1925 zitiert: „Ganz allgemein kann man Konzern gleichsetzen mit: wirtschaftliche Verknüpfungen mehrerer Unternehmungen.“ (Mellewigt (1995), S. 12). Eine vergleichbare Diskussion findet sich auch bei Scheffler (1992), Kap. A II, der interessanterweise die Analyse der Konzerndefinition in den Abschnitt über „Rechtliche Grundlagen“ einordnet. Ähnlich ist auch Kellers (1990) Definition einer „Holding“, die ebenfalls die rechtliche Unabhängigkeit der Teilunternehmen fordert.

3 Das Aktienrecht definiert den Begriff des Konzerns in § 18 Abs. 1 AktG. Lutter (1998) weist insbesondere auf die Rechtsformneutralität dieser Definition hin (S .20).

4 Dieses Merkmal wird auch von Theisen (2000) hervorgehoben, der noch einmal gesondert auf die „Einschränkung der unternehmerischen Entscheidungsfreiheit an den Spitzen der einzelnen Konzernunternehmen“ (S. 15) verweist.

5 Durch diese Definition wird nicht ausgeschlossen, dass Dritte an Konzerntochtergesellschaften Minderheitsbeteiligungen halten, solange die Verfügungsrechte bei der Konzernzentrale verbleiben. Die Definition des Eigentums folgt hier der ökonomischen Theorie von Grossman und Hart (1986) und Hart und Moore (1990), die Eigentum an einem Vermögensgegenstand als Verfügungsrecht verstehen, Dritte von der Nutzung auszuschließen. Dies hat jedoch in der Praxis fast immer eine Beteiligung zur Voraussetzung und wird für Rechnungslegungszwecke auch im Handelsrecht gefordert (§ 290 Abs. 1 HGB in Verbindung mit § 271 Abs. 1 HGB).

6 So stuft auch Mellewigt (1995) in seiner Untersuchung von 313 Kon-

zernen in Deutschland nur 18 als Konglomerate ein.

7 S.o. für den Hinweis auf die Definition Schmalenbachs. Mellewigt führt auf, dass 292 deutsche Konzerne insgesamt 6368 Tochterunternehmen haben, im Durchschnitt also 21,8 (Mellewigt (1995), S. 207.

8 In der betriebswirtschaftlichen Literatur unterscheidet Mellewigt (1995) zwischen dem rechtlichen und dem betriebswirtschaftlichen Konzernbegriff (S. 10–15). Genau wie Theisen hält er jedoch am Kriterium der rechtlichen Selbständigkeit fest.

9 Die Theorie interner Märkte wurde schon von Alchian und Demsetz (1972) und Williamson (1975) formuliert. Schon Ordelheide definiert den Konzern als Zwischenform zwischen Markt und Unternehmen, unterscheidet jedoch nicht zwischen internen und externen Märkten. Neuere Modelle werden weiter unten diskutiert.

10 Auch hier ist die ökonomische Definition des Konzerns maßgeblich, die keinen Spielraum für eine Differenzierung zwischen Holding- und Stammkonzern lässt.

11 Eine frühe Formalisierung eines internen Kapitalmarkts wurde von Gertner, Scharfstein und Stein (1994) geleistet. Das Modell in diesem Abschnitt ist eine vereinfachende Darstellung von Stein (1997). Spätere Modelle habe einige weitere Aspekte aufgegriffen, so Stein (2000), Scharfstein und Stein (2000), Laux (2001) und Inderst und Laux (2001).

12 Eine solche Rationierung kann empirisch dadurch nachgewiesen werden, dass die Reaktionen von Unternehmen auf Schwankungen der Zahlungszuströme (z.B. durch Schwankungen des operativen Ergebnisses) untersucht werden. Unternehmen, deren Investitionsausgaben in der beschriebenen Form beschränkt sind werden eine hohe Korrelation zwischen Zahlungsmittelzufluss und Investitionsausgaben aufweisen. So argumentieren z.B. Fazzari, Hubbard und Petersen (1988). Eine interessante Studie von Lamont (1997) kommt zu dem Ergebnis, dass auch Konzerne – seine Untersuchung stützt sich auf Konzerne mit Beteiligungen im Ölgeschäft – in dieser Form am Kapitalmarkt rationiert sind.

13 Eine weitere Beobachtung sollte hier angefügt werden. Die Kapitalkosten der einzelnen Konzernteile werden in diesem Modell voneinander abhängen, da der erfolgreicheren Sparte nur dann eine zweite Kapitaleinheit zugewiesen wird, wenn die anderen Sparten entsprechend geringere Erfolgsaussichten haben.

14 Beide Annahmen sind Vereinfachungen der Darstellung, das Modell könnte geringe Informationskosten bzw. unvollständige Information berücksichtigen.

15 Vgl. Stein (2000) für eine Unterscheidung zwischen „weicher“ und

„harter“ Information und eine entsprechende Änderung des vorliegenden Modells.

16 Stein (2000) führt als Beispiel den so genannten „character loan“ an, bei dem eine Kreditentscheidung für einen ungesicherten Kredit im Wesentlichen auf der Persönlichkeitseinschätzung des Unternehmers durch die Bank beruht. Die Einschätzung kann wichtig sein, wäre aber in einem hierarchischen Unternehmen nicht verwendbar, da diese Information nicht dokumentierbar ist und somit nicht weitergeleitet werden kann.

17 Solche „Lobbyaktivitäten“ sind in der Literatur eingehend untersucht worden. Zu nennen sind hier die Arbeiten über „influence activities“ von Milgrom und Roberts (1988), (1990) und die Arbeiten von Rajan und Zingales (1995), (1998a), (1998b) zur Rolle von Ressourcenkonkurrenz in der Theorie der Unternehmung. Siehe auch Scharfstein und Stein (2000) zur „Schattenseite“ interner Kapitalmärkte.

18 Die folgende Diskussion stützt sich auf Hubbard und Palia (1998). Andere Studien zu dieser Fusionswelle umfassen Barber, Palmer und Wallace (1995), Servaes (1996) und Klein (2000).

19 Effizienz wird hier nicht als Informationseffizienz im traditionellen Sinn der Theorie effizienter Kapitalmärkte verstanden. Es handelt sich hier genau genommen um die Effizienz der Informationsproduktion, die durch die gesunkenen Kosten der Informationsverarbeitung naturgemäß zunimmt. Dies ist begrifflich von der Effizienz der Informationsverarbeitung zu unterscheiden, die traditionell in Untersuchungen zur Informationseffizienz im Vordergrund stand.

20 So z.B. Bhagat, Shleifer und Vishny (1990) und Servaes (1996).

21 So z.B. Jensen (1993).

22 Hubbard und Palia (1998). Die Verteilung der Fusionssynergien auf kaufende und akquirierte Kapitalgesellschaften wurde von Bradley, Desai und Kim (1988) untersucht.

23 Diese Aussage stützt sich auf Klein (2000). Die Untersuchungen sind hier nicht ganz einheitlich, siehe z.B. auch Servaes (1996).

24 Die Folgen der Diversifikation für die Bewertung von Unternehmen wurden in einer Reihe von Untersuchungen analysiert. Dazu gehören Lang und Stulz (1994), Berger und Ofek (1995), Comment und Jarrell (1995) und Rajan, Servaes und Zingales (2000). Ich folge dieser Literatur und interpretiere Diversifikationsabschläge als Folge reduzierter Gewinnerwartungen durch den Kapitalmarkt unter der Annahme, dass die Kapitalkosten der Konzerne mit denen der Vergleichsunternehmen übereinstimmen. Diese Annahme wird durch Lamont und Polk (1999) eingeschränkt, die eine systematische Beziehung zwischen Diversifika-

tionsabschlag und Kapitalmarktrenditen nachweisen.

25 So argumentieren z.B. Rajan, Servaes und Zingales (2000).

26 Dies folgt aus Lamont (1997). Shin und Stulz (1996) finden keine Bestätigung dafür, dass Konzerne in Sparten mit höheren Erfolgsaussichten stärker investieren. Dies verschärft die Schlussfolgerung dieses Vortrags, da externe Kapitalmärkte offenbar in der Lage sind, eine effiziente Steuerung zu bewirken, so z.B. Durnev, Morck und Yeung (2001).

27 Zu dieser Argumentation siehe auch Scharfstein (1998), der zeigt, dass nur eine Minderheit der Konzerne mit einer solchen Investitionspolitik überleben.

28 Ich übernehme hier den englischen Begriff, weil es m. E. keine adäquate deutsche Übersetzung gibt. Eine Möglichkeit wäre etwa der „langfristige Wert des Eigenkapitals“, wobei die Qualifikation eines Wertes als „langfristig“ notwendig ist, um einer irrtümlichen Gleichsetzung mit Aktienpreismaximierung aus dem Wege zu gehen. Der Begriff einer „wertorientierten Unternehmensführung“ ist zu weit, da er über die Zielgruppe des Shareholder Value eindeutig hinausgeht. Eine Übersicht über die Shareholder-Value-Debatte in Deutschland gibt der Band von Bühner und Sulzbach (1999).

29 Dieses Argument verweist auf so genannte „spezifische“ Investitionen, die insbesondere in der Theorie von Williamson (1985) eine große Rolle spielen. Dabei kann auch eine Standortentscheidung eine spezifische Investition sein.

30 Dieses Argument geht auf Shleifer und Vishny (1988) zurück, die solche Transfers von anderen Stakeholdern an die Aktionäre empirisch nachgewiesen haben.

31 Die Effizienzsenkungen einer Governance-Struktur, die Umverteilungen der beschriebenen Form zulässt, wurden theoretisch von Schnitzer (1995) und Maug (1997) nachgewiesen.

32 Modelltheoretisch handelt es sich hier um die Annahme asymmetrischer Information zwischen Aktienmarkt und Management. Eine formale Ausarbeitung des Problems der Aktienkursmaximierung in diesem Kontext findet sich bei Stein (1989).

33 Dies wird in einem Modell von Stein (1989) gezeigt.

Literatur

Alchian, Armen A., and Demsetz, H., 1972, *Production, Information Costs and Economic Organization*, American Economic Review, Vol. 62, S. 777–795.

Barber, Brad M., Palmer, Donald, and Wallace, James, 1995, *Determinants of Conglomerate and Predatory Acquisitions: Evidence from the 1960s*, Journal of Corporate Finance, Vol. 1, S. 283–318.

Berger, Philip G., and Ofek, Eli, 1995, *Diversification's Effect on Firm Value*, Journal of Financial Economics, Vol. 37, S. 39–65.

Bhagat, Sanjay, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert, 1990, *Hostile Takeovers in the 1980's: The Return to Corporate Specialization*, Brookings Papers on Economic Activity; Microeconomics.

Bradley, Michael, Desai, Anand, and Kim, E. Han, 1988, *Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*, Journal of Financial Economics, Vol. 21, S. 3–40.

Bühner, Rolf, and Klaus Sulzbach, 1999, *Wertorientierte Steuerungs- und Führungssysteme: Shareholder Value in der Praxis*, Stuttgart.

Comment, Robert and Jarrell, Gregg A., 1995, *Corporate Focus and Stock Returns*, Journal of Financial Economics, Vol. 37, S. 67–87.

Durnev, Artyom, Morck, Randall, and Yeung, Bernard, 2001, *Does Firm-specific Information in Stock Prices Guide Capital Allocation?*, NBER Working Paper, Nr. 8093.

Fazzari, Steven M., Hubbard, Glenn R., and Petersen, Bruce C., 1988, *Financing Constraints and Corporate Investment*, Brooking Papers on Economic Activity, Nr. 1, S. 141–206.

Gertner, Robert H., Scharfstein, David S., and Stein, Jeremy C., 1994, *Internal Versus External Capital Markets*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, S. 1211–1230.

Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D., 1986, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, Journal of Political Economy, Vol. 94, Nr. 4, S. 692–719.

Hamel, Gary and Prahalad, C. K., 1990, The Core Competence of the Corporation, Harvard Business Review, S. 79–91.

Hart, Oliver D. and Moore, John, 1990, *Property Rights and the Nature of the Firm*, Journal of Political Economy, Vol. 98, Nr. 6, S. 1119–1158.

Hubbard, R. Glenn and Palia, Darius, 1998, *A Re-Examination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View*, NBER Working Paper, Nr. 6539.

Inderst, Roman und Laux, Christian, 2001, *Incentives in Internal Capital Markets: Capital Constraints, Competition, and Investment Opportunities*, Diskussionspapier, Mannheim und London.
Jensen, Michael C., 1993, *Presidential Address: The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, Journal of Finance, Vol. 48, Nr. 3, S. 831–880.
Keller, Thomas, 1990, *Unternehmensführung mit Holdingkonzepten*, Köln.
Klein, Peter G., 2000, *Were the Acquisitive Conglomerates Inefficient?*, mimeo, University of Georgia.
Lamont, Owen, 1997, *Cash Flow and Investment: Evidence From Internal Capital Markets*, Journal of Finance, Vol. 52, Nr. 1, S. 83–109.
Lamont, Owen and Polk, Christopher, 1999, *The Diversification Discount: Cash Flows vs. Returns*, Diskussionspapier.
Lang, Larry and Stulz, Rene, 1994, *Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance*, Journal of Political Economy, Vol. 102, S. 1248–1280.
Laux, Christian, 2001, *Project-Specific External Financing and Headquarters Monitoring Incentives*, Diskussionspapier, Mannheim.
Lutter, Marcus, 1995, *Holding-Handbuch*, Köln.
Maug, Ernst, 1997, *Boards of Directors and Capital Structure: Alternative Forms of Corporate Restructuring*, Journal of Corporate Finance, Vol. 3, S. 113–139.
Mellewigt, Thomas, 1995, *Konzernorganisation und Konzernführung: Eine empirische Untersuchung börsennotierter Konzerne*, Frankfurt.
Mellewigt, Thomas and Matiaske, Wenzel, 2000, *Strategische Konzernführung: Stand der empirischen betriebswirtschaftlichen Forschung*, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Vol. 70, Nr. 5, S. 611–631.
Milgrom, Paul and Roberts, John, 1990, *Bargaining Costs, Influence Costs, and the Organization of Economic Activity*, in: J. Alt, and K. Shepsle: Perspectives on Positive Political Economy, Cambridge.
Milgrom, Paul and Roberts, John, 1988, *An Economic Approach to Influence Activities in Organizations*, American Journal of Sociology, Vol. 94, S. S154–S179.
Ordelheide, Dieter, 1986, *Der Konzern als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Forschung*, Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Vol. 38, S. 293–312.
Rajan, Raghuram, Servaes, Henri, and Zingales, Luigi, 2000, *The Cost of Diversity: the Diversification Discount and Inefficient Investment*, Journal of Finance, Vol. 55, Nr. 1, S. 35–80.
Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi, 1998a, *Power in a Theory of the Firm*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 113, S. 387–432.

Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi, 1998b, *The Tyranny of the Inefficient: An Inquiry into the Adverse Consequences of Power Struggles*, University of Chicago Working Paper.
Scharfstein, David S., 1998, *The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates*, NBER Working Paper, Nr. 6352.
Scharfstein, David S. and Stein, Jeremy C., 2000, *The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisonal Rent-Seeking and Inefficient Investment*, Journal of Finance, Vol. 55.
Scheffler, E., 1992, *Konzernmanagement – Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernführungspraxis*, München.
Schnitzer, Monika, 1995, *Breach of Trust in Takeovers and the Underinvestment Effect*, Journal of Industrial Economics, Vol. 43, S. 229–259.
Servaes, Henri, 1996, *The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave*, Journal of Finance, Vol. 51, Nr. 4, S. 1201–1225.
Shin, Hyun-Han and Stulz, Rene, 1996, *An Analysis of Divisional Investment Policies*, NBER Working Paper, Nr. 5639.
Shleifer, Andrei and Summers, Lawrence H., 1988, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in: Alan J. Auerbach: Corporate Takeovers: Causes and Consequences, Chicago, London, S. 33–56.
Stein, Jeremy C., 2000, *Information Production and Capital Allocation: Decentralized vs. Hierarchical Firms*, NBER Working Paper, Nr. 7705.
Stein, Jeremy C., 1989, *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: a Model of Myopic Corporate Behaviour*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 104, Nr. 4, S. 655–669.
Stein, Jeremy C., 1997, *Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources*, Journal of Finance, Vol. 52, S. 111–133.
Theisen, M. R., 2000, *Der Konzern: Betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen der Konzernunternehmung*, Stuttgart.
Williamson, Oliver E., 1985, *The Economic Institutions of Capitalism*, London, New York.
Williamson, Oliver E., 1975, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*, New York.

Ernst Maug

1962 in Ibbenbüren, Westfalen geboren.
Dezember 1988 Diplom-Volkswirt an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main.
Juni 1990 MSc in Econometrics and Mathematical Economics an der London School of Economics.
Juni 1991 MPhil examination in Economics an der London School of Economics.
September 1990–Juni 1993 Research Assistant an der Financial Markets Group, London School of Economics.
September 1993 Promotion mit Dissertation über „Capital Structure and Organizational Form – Alternative Mechanisms of Corporate Control“ an der London School of Economics.
Juli 1993–Juni 1996 Assistant Professor of Finance, London Business School.
Juli 1996–Juni 2000 Assistant Professor of Finance, Fuqua School of Business, Duke University.
Seit April 2000 Rudolf von Bennigsen-Förder Stiftungsprofessur für Konzernmanagement an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Humboldt-Universität zu Berlin.
Seit Juli 2000 Adjunct Professor of Business Administration, Fuqua School of Business, Duke University, Durham (NY, USA).

Ausgewählte Veröffentlichungen

Corporate Control and the Market for Managerial Labour – On the Decision to go Public, European Economic Review, vol 40 (1996), S. 1049–1056.
Boards of Directors and Capital Structure: Alternative Forms of Corporate Restructuring, Journal of Corporate Finance, vol 3 (1997), S. 113–139.
Large Shareholders as Monitors: Is There a Tradeoff between Liquidity and Control? Journal of Finance, February 1998, S. 65–98.
Optimal Ownership Structure and the Life Cycle of the Firm: A Theory of the Decision to Go Public, European Finance Review, vol. 5 (2001), no. 3, S. 167–200.
Two-class Voting: A Mechanism for Conflict Resolution in Bankruptcy (zusammen mit Bilge Yilmaz), erscheint im American Economic Review.
Insider Trading Legislation and Corporate Governance, European Economic Review, vol. 46 (2002), S. 1569–1597.

In der Reihe **Öffentliche Vorlesungen** sind erschienen:

1 *Volker Gerhardt*
Zur philosophischen Tradition der Humboldt-Universität

2 *Hasso Hofmann*
Die versprochene Menschenwürde

3 *Heinrich August Winkler*
Von Weimar zu Hitler
Die Arbeiterbewegung und das Scheitern der ersten deutschen Demokratie

4 *Michael Borgolte*
„Totale Geschichte" des Mittelalters?
Das Beispiel der Stiftungen

5 *Wilfried Nippel*
Max Weber und die Althistorie seiner Zeit

6 *Heinz Schilling*
Am Anfang waren Luther, Loyola und Calvin – ein religionssoziologisch-entwickungsgeschichtlicher Vergleich

7 *Hartmut Harnisch*
Adel und Großgrundbesitz im ostelbischen Preußen 1800–1914

8 *Fritz Jost*
Selbststeuerung des Justizsystems durch richterliche Ordnungen

9 *Erwin J. Haeberle*
Berlin und die internationale Sexualwissenschaft
Magnus Hirschfeld-Kolloquium, Einführungsvortrag

10 *Herbert Schnädelbach*
Hegels Lehre von der Wahrheit

11 *Felix Herzog*
Über die Grenzen der Wirksamkeit des Strafrechts
Eine Hommage an Wilhelm von Humboldt

12 *Hans-Peter Müller*
Soziale Differenzierung und Individualität
Georg Simmels Gesellschafts- und Zeitdiagnose

13 *Thomas Raiser*
Aufgaben der Rechtssoziologie als Zweig der Rechtswissenschaft

14 *Ludolf Herbst*
Der Marshallplan als Herrschaftsinstrument?
Überlegungen zur Struktur amerikanischer Nachkriegspolitik

15 *Gert-Joachim Glaeßner*
Demokratie nach dem Ende des Kommunismus

16 *Arndt Sorge*
Arbeit, Organisation und Arbeitsbeziehungen in Ostdeutschland

17 *Achim Leube*
Semnonen, Burgunden, Alamannen
Archäologische Beiträge zur germanischen Frühgeschichte des 1. bis 5. Jahrhunderts

18 *Klaus-Peter Johne*
Von der Kolonenwirtschaft zum Kolonat
Ein römisches Abhängigkeitsverhältnis im Spiegel der Forschung

19 *Volker Gerhardt*
Die Politik und das Leben

20 *Clemens Wurm*
Großbritannien, Frankreich und die westeuropäische Integration

21 *Jürgen Kunze*
Verbfeldstrukturen

22 *Winfried Schich*
Die Havel als Wasserstraße im Mittelalter: Brücken, Dämme, Mühlen, Flutrinnen

23 *Herfried Münkler*
Zivilgesellschaft und Bürgertugend
Bedürfen demokratisch verfaßte Gemeinwesen einer sozio-moralischen Fundierung?

24 *Hildegard Maria Nickel*
Geschlechterverhältnis in der Wende
Individualisierung versus Solidarisierung?

25 *Christine Windbichler*
Arbeitsrechtler und andere Laien in der Baugrube des Gesellschaftsrechts
Rechtsanwendung und Rechtsfortbildung

26 *Ludmila Thomas*
Rußland im Jahre 1900
Die Gesellschaft vor der Revolution

27 *Wolfgang Reisig*
Verteiltes Rechnen: Im wesentlichen das Herkömmliche oder etwas grundlegend Neues?

28 *Ernst Osterkamp*
Die Seele des historischen Subjekts
Historische Portraitkunst in Friedrich Schillers „Geschichte des Abfalls der vereinigten Niederlande von der Spanischen Regierung"

29 *Rüdiger Steinlein*
Märchen als poetische Erziehungsform
Zum kinderliterarischen Status der Grimmschen „Kinder- und Hausmärchen"

30 *Hartmut Boockmann*
Bürgerkirchen im späteren Mittelalter

31 *Michael Kloepfer*
Verfassungsgebung als Zukunftsbewältigung aus Vergangenheitserfahrung
Zur Verfassungsgebung im vereinten Deutschland

32 *Dietrich Benner*
Über die Aufgaben der Pädagogik nach dem Ende der DDR

33 *Heinz-Elmar Tenorth*
„Reformpädagogik"
Erneuter Versuch, ein erstaunliches Phänomen zu verstehen

34 *Jürgen K. Schriewer*
Welt-System und Interrelations-Gefüge
Die Internationalisierung der Pädagogik als Problem Vergleichender Erziehungswissenschaft

35 *Friedrich Maier*
„Das Staatsschiff" auf der Fahrt von Griechenland über Rom nach Europa
Zu einer Metapher als Bildungsgegenstand in Text und Bild

36 *Michael Daxner*
Alma Mater Restituta oder Eine Universität für die Hauptstadt

37 *Konrad H. Jarausch*
Die Vertreibung der jüdischen Studenten und Professoren von der Berliner Universität unter dem NS-Regime

38 *Detlef Krauß*
Schuld im Strafrecht
Zurechnung der Tat oder Abrechnung mit dem Täter?

39 *Herbert Kitschelt*
Rationale Verfassungswahl?
Zum Design von Regierungssystemen in neuen Konkurrenzdemokratien

40 *Werner Röcke*
Liebe und Melancholie
Formen sozialer Kommunikation in der ‚Historie von Florio und Blanscheflur'

41 *Hubert Markl*
Wohin geht die Biologie?

42 *Hans Bertram*
Die Stadt, das Individuum und das Verschwinden der Familie

43 *Dieter Segert*
Diktatur und Demokratie in Osteuropa im 20. Jahrhundert

44 *Klaus R. Scherpe*
Beschreiben, nicht Erzählen!
Beispiele zu einer ästhetischen Opposition: Von Döblin und Musil bis zu Darstellungen des Holocaust

45 *Bernd Wegener*
Soziale Gerechtigkeitsforschung: Normativ oder deskriptiv?

46 *Horst Wenzel*
Hören und Sehen – Schrift und Bild
Zur mittelalterlichen Vorgeschichte audiovisueller Medien

47 *Hans-Peter Schwintowski*
Verteilungsdefizite durch Recht auf globalisierten Märkten
Grundstrukturen einer Nutzentheorie des Rechts

48 *Helmut Wiesenthal*
Die Krise holistischer Politikansätze und das Projekt der gesteuerten Systemtransformation

49 *Rainer Dietrich*
Wahrscheinlich regelhaft. Gedanken zur Natur der inneren Sprachverarbeitung

50 *Bernd Henningsen*
Der Norden: Eine Erfindung
Das europäische Projekt einer regionalen Identität

51 *Michael C. Burda*
Ist das Maß halb leer, halb voll oder einfach voll?
Die volkswirtschaftlichen Perspektiven der neuen Bundesländer

52 *Volker Neumann*
Menschenwürde und Existenzminimum

53 *Wolfgang Iser*
Das Großbritannien-Zentrum in kulturwissenschaftlicher Sicht
Vortrag anläßlich der Eröffnung des Großbritannien-Zentrums an der Humboldt-Universität zu Berlin

54 *Ulrich Battis*
Demokratie als Bauherrin

55 *Johannes Hager*
Grundrechte im Privatrecht

56 *Johannes Christes*
Cicero und der römische Humanismus

57 *Wolfgang Hardtwig*
Vom Elitebewußtsein zur Massenbewegung – Frühformen des Nationalismus in Deutschland 1500 – 1840

58 *Elard Klewitz*
Sachunterricht zwischen Wissenschaftsorientierung und Kindbezug

59 *Renate Valtin*
Die Welt mit den Augen der Kinder betrachten
Der Beitrag der Entwicklungstheorie Piagets zur Grundschulpädagogik

60 *Gerhard Werle*
Ohne Wahrheit keine Versöhnung!
Der südafrikanische Rechtsstaat und die Apartheid-Vergangenheit

61 *Bernhard Schlink*
Rechtsstaat und revolutionäre Gerechtigkeit. Vergangenheit als Zumutung?
(Zwei Vorlesungen)

62 *Wiltrud Gieseke*
Erfahrungen als behindernde und fördernde Momente im Lernprozeß Erwachsener

63 *Alexander Demandt*
Ranke unter den Weltweisen
Wolfgang Hardtwig
Die Geschichtserfahrung der Moderne und die Ästhetisierung der Geschichtsschreibung: Leopold von Ranke
(Zwei Vorträge anläßlich der 200. Wiederkehr des Geburtstages Leopold von Rankes)

64 *Axel Flessner*
Deutsche Juristenausbildung
Die kleine Reform und die europäische Perspektive

65 *Peter Brockmeier*
Seul dans mon lit glacé – Samuel Becketts Erzählungen vom Unbehagen in der Kultur

66 *Hartmut Böhme*
Das Licht als Medium der Kunst
Über Erfahrungsarmut und ästhetisches Gegenlicht in der technischen Zivilisation

67 *Sieglind Ellger-Rüttgardt*
Berliner Rehabilitationspädagogik: Eine pädagogische Disziplin auf der Suche nach neuer Identität

68 *Christoph G. Paulus*
Rechtsgeschichtliche und rechtsvergleichende Betrachtungen im Zusammenhang mit der Beweisvereitelung

69 *Eberhard Schwark*
Wirtschaftsordnung und Sozialstaatsprinzip

70 *Rosemarie Will*
Eigentumstransformation unter dem Grundgesetz

71 *Achim Leschinsky*
Freie Schulwahl und staatliche Steuerung
Neue Regelungen des Übergangs an weiterführende Schulen

72 *Harry Dettenborn*
Hang und Zwang zur sozialkognitiven Komplexitätsreduzierung: Ein Aspekt moralischer Urteilsprozesse bei Kindern und Jugendlichen

73 *Inge Frohburg*
Blickrichtung Psychotherapie: Potenzen – Realitäten – Folgerungen

74 *Johann Adrian*
Patentrecht im Spannungsfeld von Innovationsschutz und Allgemeininteresse

75 *Monika Doherty*
Verständigung trotz allem. Probleme aus und mit der Wissenschaft vom Übersetzen

76 *Jürgen van Buer*
Pädagogische Freiheit, pädagogische Freiräume und berufliche Situation von Lehrern an Wirtschaftsschulen in den neuen Bundesländern

77 *Flora Veit-Wild*
Karneval und Kakerlaken
Postkolonialismus in der afrikanischen Literatur

78 *Jürgen Diederich*
Was lernt man, wenn man nicht lernt? Etwas Didaktik „jenseits von Gut und Böse“ (Nietzsche)

79 *Wolf Krötke*
Was ist ‚wirklich‘?
Der notwendige Beitrag der Theologie zum Wirklichkeitsverständnis unserer Zeit

80 *Matthias Jerusalem*
Die Entwicklung von Selbstkonzepten und ihre Bedeutung für Motivationsprozesse im Lern- und Leistungsbereich

81 *Dieter Klein*
Globalisierung und Fragen an die Sozialwissenschaften: Richtungsbestimmter Handlungszwang oder Anstoß zu einschneidendem Wandel?

82 *Barbara Kunzmann-Müller*
Typologisch relevante Variation in der Slavia

83 *Michael Parmentier*
Sehen Sehen
Ein bildungstheoretischer Versuch über Chardins ‚L’enfant au toton‘

84 *Engelbert Plassmann*
Bibliotheksgeschichte und Verfassungsgeschichte

85 *Ruth Tesmar*
Das dritte Auge
Imagination und Einsicht

86 *Ortfried Schäffter*
Perspektiven erwachsenenpädagogischer Organisationsforschung

87 *Kurt-Victor Selge, Reimer Hansen, Christof Gestrich*
Philipp Melanchthon 1497 – 1997

88 *Karla Horstmann-Hegel*
Integrativer Sachunterricht – Möglichkeiten und Grenzen

89 *Karin Hirdina*
Belichten. Beleuchten. Erhellen
Licht in den zwanziger Jahren

90 *Marion Bergk*
Schreibinteraktionen: Verändertes Sprachlernen in der Grundschule

91 *Christina von Braun*
Architektur der Denkräume
James E. Young
Daniel Libeskind’s Jewish Museum in Berlin: The Uncanny Art of Memorial Architecture
Daniel Libeskind
Beyond the Wall
Vorträge anläßlich der Verleihung der Ehrendoktorwürde an Daniel Libeskind

92 *Christina von Braun*
Warum Gender-Studies?

93 *Ernst Vogt, Axel Horstmann*
August Boeckh (1785 – 1867). Leben und Werk
Zwei Vorträge

94 *Engelbert Plassmann*
Eine „Reichsbibliothek“?

95 *Renate Reschke*
Die Asymmetrie des Ästhetischen
Asymmetrie als Denkfigur historisch-ästhetischer Dimension

96 *Günter de Bruyn*
Altersbetrachtungen über den alten Fontane
Festvortrag anläßlich der Verleihung der Ehrendoktorwürde

97 *Detlef Krauß*
Gift im Strafrecht

98 *Wolfgang Thierse, Renate Reschke, Achim Trebeß, Claudia Salchow*
Das Wolfgang-Heise-Archiv. Plädoyers für seine Zukunft
Vorträge

99 *Elke Lehnert, Annette Vogt, Ulla Ruschhaupt, Marianne Kriszio*
Frauen an der Humboldt-Universität 1908 – 1998
Vier Vorträge

100 *Bernhard Schlink*
Evaluierte Freiheit?
Zu den Bemühungen um eine Verbesserung der wissenschaftlichen Lehre

101 *Heinz Ohme*
Das Kosovo und die Serbische Orthodoxe Kirche

102 *Gerhard A. Ritter*
Der Berliner Reichstag in der politischen Kultur der Kaiserzeit
Festvortrag anläßlich der Verleihung der Ehrendoktorwürde mit einer Laudatio von Wolfgang Hardtwig

103 *Cornelius Frömmel*
Das Flair der unendlichen Vielfalt

104 *Verena Olejniczak Lobsien*
„Is this the promised end?“ Die Apokalypse des King Lear, oder: Fängt Literatur mit dem Ende an?

105 *Ingolf Pernice*
Kompetenzabgrenzung im Europäischen Verfassungsverbund

106 *Gerd Irrlitz*
Das Bild des Weges in der Philosophie

107 *Helmut Schmidt*
Die Selbstbehauptung Europas im neuen Jahrhundert. Mit einer Replik von Horst Teltschik

108 *Peter Diepold*
Internet und Pädagogik
Rückblick und Ausblick

109 *Artur-Axel Wandtke*
Copyright und virtueller Markt oder Das Verschwinden des Urhebers im Nebel der Postmoderne?

110 *Jürgen Mittelstraß*
Konstruktion und Deutung
Über Wissenschaft in einer Leonardo- und Leibniz-Welt

111 *Göran Persson*
European Challenges. A Swedish Perspective. Mit einer Replik von Janusz Reiter

112 *Hasso Hofmann*
Vom Wesen der Verfassung

113 *Stefanie von Schnurbein*
Kampf um Subjektivität
Nation, Religion und Geschlecht in zwei dänischen Romanen um 1850

114 *Ferenc Mádl*
Europäischer Integrationsprozess. Ungarische Erwartungen. Mit einer Replik von Dietrich von Kyaw

115 *Ernst Maug*
Konzerne im Kontext der Kapitalmärkte

116 *Herbert Schnädelbach*
Das Gespräch der Philosophie

117 *Axel Flessner*
Juristische Methode und europäisches Privatrecht

118 *Sigrid Jacobeit*
KZ-Gedenkstätten als nationale Erinnerungsorte
Zwischen Ritualisierung und Musealisierung

119 *Vincent J.H. Houben*
Südostasien – eine andere Geschichte

120 *Étienne Balibar, Friedrich A. Kittler, Martin van Creveld*
Vom Krieg zum Terrorismus?
Mosse-Lectures 2002/2003