

FRANZ R. HAHN

## ■ GLOBALISIERUNG UND WIRTSCHAFTSPOLITIK

### THEORIEGRUNDLAGEN FÜR EINE NEUBEWERTUNG

*Gesamtwirtschaftliche Effizienz- und Wohlfahrtsgewinne durch die Nutzung von komparativen Vorteilen (die von Unterschieden in Technologie, Faktorausstattung u. ä. herrühren) und die Nivellierung von Faktorpreisunterschieden zwischen Regionen durch Globalisierung sind die wichtigste Erkenntnis und wirtschaftspolitische Botschaft der traditionellen neoklassischen Außenhandelstheorie (Heckscher-Ohlin-Modell und Faktorproportionen-Theorie). Die wichtigste wohlfahrtsökonomische Implikation dieses Standard-Referenzsystems ist das Postulat des umfassenden Wohlfahrtsgewinns: Alle beteiligten Länder profitieren von der Globalisierung.*

Die Faktorproportionen-Theorie erklärt den internationalen Handel und die dadurch möglichen Wohlfahrtsgewinne zwischen Ländern in erster Linie durch deren unterschiedliche Ausstattung mit Produktionsfaktoren. Grenzüberschreitende Faktormobilität (Kapital und Arbeit) verändert die wohlfahrtsökonomischen Implikationen der Heckscher-Ohlin-Theorie<sup>1)</sup> grundsätzlich nicht (Krugman – Obstfeld, 1994). Internationale Mobilität von Kapital und Migration der Arbeitskräfte schaffen lediglich theoretische Unplausibilitäten hinsichtlich der Geschwindigkeit des Konvergenzprozesses zwischen den Ländern. Auf dieses Referenzsystem als theoretischen und wohlfahrtsökonomischen Rechtfertigungszusammenhang nahmen in jüngerer Vergangenheit auch Vertreter der ökonomisch orientierten wirtschaftshistorischen Analyse Bezug. Intensivierung des Warenhandels durch ein liberales internationales Handelsregime und ein hohes Maß an internationaler Mobilität der Produktionsfaktoren Kapital, Arbeit und Technologie sind für Wirtschaftshistoriker und Wachstumsökonom die wichtigsten Ursachen des überdurchschnittlichen Wachstums und des raschen internationalen Konvergenzprozesses im späten 19. Jahrhundert bis

<sup>1)</sup> Die einflußreiche neoklassische Theorie des Außenhandels erklärt internationalen Handel auf Grundlage der Existenz von komparativen Vorteilen. Demnach wird sich ein Land aufgrund komparativer Kostenvorteile in seiner Güterproduktion nach Maßgabe der Verfügbarkeit von Produktionsfaktoren spezialisieren. Das Heckscher-Ohlin-Theorem besagt, daß sich ein Land mit reichlich Arbeitskräften auf die Produktion von arbeitsintensiven, ein kapitalkräftiges Land auf die Produktion von kapitalintensiven Gütern spezialisieren wird.

Der Autor dankt Gunther Tichy, Josef Baumgartner und Thomas Url für wertvolle Anregungen und Hinweise sowie Christa Magerl für wissenschaftliche Assistenz. • Der Artikel beruht auf einer Studie des WIFO im Auftrag der Bundesarbeitskammer: Franz R. Hahn, Peter Mooslechner, Michael Pfaffermayr, Globalisierungstendenzen in der österreichischen Wirtschaft. Corporate Citizenship als neue wirtschaftspolitische Herausforderung • 1996 • ISBN 3-901069-32-1 • 110 Seiten • S 500,- • Bestellungen bitte an das WIFO, Frau Kautz, A-1103 Wien, Postfach 91, Tel. (0222) 798 26 01/282, Fax (0222) 798 93 86.

1914 (siehe u. a. *Williamson, 1995*, und die dort zitierte Literatur).

## WIRTSCHAFTSTHEORETISCHE GRUNDLAGEN DER GLOBALISIERUNG

Die Phase zwischen 1914 und 1950 wird in dieser Literatur als die „dunklen Jahre der De-Globalisierung und der ökonomischen Autarkie“ bezeichnet, die mit geringem Wachstum und geringer Konvergenz zwischen reichen und armen Ländern ursächlich zusammenhängen. Die verschiedenen Phasen der Globalisierung seit 1950 werden als logische Fortführung des bereits im vergangenen Jahrhundert begonnenen Globalisierungsprozesses verstanden. Das überdurchschnittliche Wachstum seit 1950 (zumindest bis Mitte der siebziger Jahre) und die beschleunigte Konvergenz zwischen den Industrieländern begründen diese Autoren daher ausschließlich mit der zunehmenden Globalisierungstendenz und der Liberalisierung des internationalen Handels nach dem Zweiten Weltkrieg.

*Neuere Entwicklungen der Außenhandels- und Wachstumsökonomie betonen die Fragilität der zentralen wohlfahrtsökonomischen Implikationen der neoklassischen Faktorproportionen-Theorie bzw. der traditionellen Rechtfertigung einer globalen, schrankenlosen Internationalisierung.*

Eine der wichtigsten Erkenntnisse der neueren Außenhandelstheorie ist, daß in einer Welt mit unvollkommener Konkurrenz komparative Vorteile, bedingt durch länderspezifische Faktorunterschiede, nicht mehr die einzige Erklärung für Existenz und Struktur der Internationalisierung sind, sondern Skalenerträge und Produktdifferenzierung einen eigenständigen Anreiz zum Güteraustausch, vor allem zwischen sehr ähnlichen Ländern (Industrieländern), liefern können. Die zentrale wohlfahrtsökonomische (wirtschaftspolitische) Implikation der traditionellen neoklassischen Globalisierungstheorie gilt dann nur mehr unter spezifischen Rahmenbedingungen (z. B. bei überwiegend monopolistischer Konkurrenz).

Wirtschaftspolitisch viel bedeutender ist jedoch die Erkenntnis, daß das zentrale wohlfahrtsökonomische Postulat der Globalisierungsbewegung bzw. des völlig freien Welthandels, nämlich „alle beteiligten Länder gewinnen“, ein nicht sehr robustes wirtschaftspolitisches Leitmotiv ist. Wenn externe Skalenerträge das bestimmende Internationalisierungsmotiv sind – und einige Indizien weisen darauf hin, daß die Struktur des Welthandels von der Existenz externer Skalenerträge wesentlich mitbestimmt wird –, können die Wohlfahrtsgewinne nicht nur ungleichmäßig auf einzelne Länder ver-

teilt sein, sondern auch auf Kosten von beteiligten Ländern gehen. Bei Vorliegen von externen Effekten können bekanntlich kumulative Prozesse, Lock-in-Phänomene oder historische Unterschiede z. B. zwischen den Industrialisierungsprozessen (kleine Unterschiede in den Anfangsbedingungen) der Länder für die Struktur der länderspezifischen Spezialisierung und die Herausbildung von dynamischen komparativen Vorteilen im Zusammenhang mit der Internationalisierung eine bedeutende Rolle spielen. Länder mit großen, dominierenden Industrien bzw. Konzernen können dadurch international ihre dynamischen komparativen Vorteile selbst dann bewahren, wenn ein anderes Land potentiell das gleiche Produkt billiger erzeugen könnte. In einem solchen weltwirtschaftlichen Kontext gibt es daher in der Regel nicht nur Gewinner, sondern auch Verlierer aus der Globalisierung.

Diese Zusammenhänge sind bestimmend für die neueren Entwicklungen in der Wachstumsökonomie. Sie betonen ebenfalls die Bedeutung von Economies of Scale, insbesondere von positiven externen Effekten für die Unterschiede zwischen dem langfristigen Wachstum einzelner Länder bzw. für die verbleibende Divergenz zwischen ihnen. Eine zentrale Rolle spielen in diesem Zusammenhang die positiven externen Effekte der Akkumulation von Wissen und die davon ausgehenden endogenen Wachstumsimpulse (siehe eine zusammenfassende Darstellung dieser Literatur u. a. in *Hahn, 1993*). Nur jene Länder können nach Meinung der neuen Wachstumsökonomien zu den Wachstums- bzw. Globalisierungsgewinnern gehören, die die externen Effekte der globalen Wissensakkumulation für die Internationalisierung bzw. Spezialisierung ihrer Wirtschaft frühzeitig nutzen können.

Die neuere Entwicklung der Wachstums- und Außenhandelsökonomie liefert somit – etwas verspätet – die theoretische Fundierung für eine Befürchtung, welche die Debatte über die Neue Weltwirtschaftsordnung in den siebziger Jahren wesentlich prägte: Als Konsequenz der Globalisierung werde der Anstieg des Pro-Kopf-Einkommens in den reichen Ländern primär auf Kosten der armen Länder erfolgen (*Breuss, 1996*). Globalisierungsgewinner wären demnach langfristig die reichen Industrieländer, Globalisierungsverlierer alle anderen Länder. Dieses implizite Rent-shifting-Argument der Vertreter des strategischen Freihandels in den hochentwickelten Ländern, begründet auf ihrem Vorsprung an externen Economies of Scale, gilt oft als die wesentlich überzeugendere Erklärung für die positive Grundhaltung der reichen Industrieländer gegenüber Globalisierung und Freihandel seit den siebziger Jahren als das oft beanspruchte All-win-Argument der reinen Freihandelstheoretiker.

Die Bedeutung dieses impliziten strategischen Erklärungszusammenhangs für die Globalisierungsbefürwor-

ter in den Industrieländern wird unter den nun geänderten weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen durch die potentiell negativen Auswirkungen der jüngsten Globalisierungswellen für die Industrieländer – die bestimmenden Themen der Globalisierungsdebatte der neunziger Jahre – indirekt bestätigt. Die reichen, entwickelten Länder seien, so die Befürchtung, durch die jüngsten Globalisierungswellen in ihrer Konkurrenzfähigkeit gefährdet, da die ärmeren, weniger entwickelten Länder mittlerweile gelernt hätten, billige Arbeit mit effizienter Nutzung von externen Effekten globaler Wissensakkumulation besser zu kombinieren als in der Vergangenheit. Arbeitsplätze und Wohlstand in den reichen Ländern gingen nunmehr zugunsten der ärmeren Länder verloren. Globalisierungsverlierer wären die reichen, Globalisierungsgewinner die ärmeren Länder (Wood, 1994).

---

*Globalisierung und Internationalisierung sind keine statischen Phänomene, sondern dynamische Vorgänge. Dieser Aspekt kommt in der tagespolitischen Debatte über die Folgen der Globalisierung häufig zu kurz. Wohlfahrtsgewinne und -verluste der Globalisierung für einzelne Länder sind in der Regel nicht nur zu einem bestimmten Zeitpunkt, sondern auch über die Zeit unterschiedlich verteilt.*

---

Krugman – Venables (1995) zeigen sehr anschaulich, daß die Globalisierungsdynamik bereits unter sehr einfachen, jedoch nicht unrealistischen Modellbedingungen (monopolistische Konkurrenz, keine Faktormobilität, positive Transport- und Transaktionskosten) nach dem Muster der alternierenden Core-periphery-Beziehung verlaufen kann. Die Verteilung der Wohlfahrtseffekte hängt in ihrem Modellzusammenhang von der konkreten Phase der Globalisierung ab. So folgt – in der Modellanalyse – einer Periode der Divergenz der Pro-Kopf-Einkommen zwischen armen und reichen Ländern eine Phase der Konvergenz. In der frühen Phase der Globalisierung profitieren die reichen Länder auf Kosten der armen, um danach diese Wohlfahrtsgewinne zumindest teilweise wieder an die ärmeren Länder zu verlieren.

Dieses Muster der jeweils temporären Drehung von core-periphery hat unleugbar eine gewisse (theoretische) Plausibilität; die Erklärung des Verlaufs der Globalisierung seit den siebziger Jahren und die damit verbundene komplexe dynamische Verteilung der Wohlfahrtseffekte erfordern jedoch anspruchsvollere Modellstrukturen als jene, die dem Krugman-Venables-Modell zugrunde liegen. Dieses Modell auf der Grundlage des neuen Paradigmas der Außenhandels Theorie veranschaulicht jedoch sehr deutlich, daß die komplexen wohlfahrtsökonomischen Folgen der Globalisierung nur

sehr unzureichend – wenn überhaupt – anhand der Standardmodelle der traditionellen Außenhandels Theorie beurteilt werden können

---

*Obgleich die neueren Entwicklungen in der Außenhandelsökonomie seit den frühen achtziger Jahren eine differenziertere Sicht des klassischen Freihandelsdogmas zumindest in der akademischen Welt brachten, dominiert es – unter der Schirmherrschaft des GATT – wie nie zuvor die gegenwärtige Neugestaltung der Weltwirtschaftsordnung.*

---

Die Integration der Weltmärkte hat in den letzten Jahren durch die Liberalisierung des Waren- und Dienstleistungshandels, die Freizügigkeit von Kapital und Arbeit ein Ausmaß erreicht, das ein regionales Abschotten in Form von Zollunionen, Freihandelszonen, Binnenmärkten usw. nahezu unmöglich macht. Diese Entwicklung zu einem liberalen Welthandelsregime und einer liberalen Weltwirtschaftsordnung wird überraschenderweise auch von der Mehrzahl der führenden neuen Außenhandelsökonomien (z. B. Krugman, 1990) begrüßt. Deren Beweggründe sind jedoch primär pragmatischer Natur, da der praktischen Umsetzung eines optimalen strategischen Welthandelsregimes enge Grenzen gesetzt sind. Die Zweifel wurzeln in erster Linie in einem tiefen Mißtrauen gegenüber Fähigkeiten und Kompetenz der nationalen und internationalen Wirtschaftspolitik, ein effizientes strategisches Welthandelsregime zu konzipieren und politisch umzusetzen (Krugman – Obstfeld, 1994). Größtes Hindernis ist hier der hohe Informationsbedarf im Zusammenhang mit einem optimalen handelspolitischen Regime. Die Zweifel sind aber auch deshalb berechtigt, weil die theoretischen Grundlagen dafür erst ansatzweise von der neuen Außenhandelsökonomie bereitgestellt werden konnten. Unter diesen Rahmenbedingungen könnten die wirtschaftspolitischen Ziele der Globalisierung durch ein liberales Welthandelsregime unter geringeren sozialen Opportunitätskosten realisiert werden als durch ein mit großer Wahrscheinlichkeit ineffizientes und unfaires strategisches Welthandelsregime. Ein liberales Welthandelsregime schafft zumindest günstigere Voraussetzungen für zunehmende Kompetitivität, und verstärkte Konkurrenz ist unter den realen Bedingungen der Weltmärkte – in der Regel zumindest – tendenziell wohlfahrtssteigernd. Pragmatische Vertreter des Freihandels motivieren übrigens ihr Engagement für eine liberale Welthandelsordnung mit nahezu gleichlautenden Argumenten.

Eine besondere Bedeutung kommt in der jüngsten Globalisierungsphase der internationalen Vernetzung der Wertpapiermärkte zu, vor allem der Märkte für Anteilspapiere an Unternehmenseigentum (z. B. Aktienmärkte).

Der wichtigste Vorteil der Globalisierung entsteht dabei durch die verbesserten Möglichkeiten für eine optimale Portefeuilleversifikation und die damit verbundenen Chancen einer Verminderung des Risikos von Kapital- und Vermögenserträgen. Dies führt – zumindest aus der Sicht der Mainstream-Ökonomie – zu einer effizienteren

---

*Wohlfahrtsgewinne können nicht nur durch Internationalisierung der Waren- und Dienstleistungsproduktion sowie des Handels mit diesen Gütern entstehen, sondern auch durch die Internationalisierung der Finanzmärkte und durch internationalen Handel mit Vermögens- und Finanztiteln.*

---

intertemporalen Allokation von Konsum- und Investitionsgüterströmen aufgrund niedrigerer Opportunitäts- und Transaktionskosten im Zusammenhang mit der Akkumulation von Kapital im weitesten Sinne (Realkapital, Wissenskapital, Finanzkapital, Forschungs- und Entwicklungskapital usw.).

Die Überlegungen zur Evaluierung der gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtsgewinne durch die internationale Vernetzung von Finanz- und Kapitalmärkten werden im wesentlichen von den Erkenntnissen der modernen Theorie der optimalen Portfolioselktion geleitet. Das Standardmodell dieser Theorie – das Capital Asset Pricing Model (CAPM)<sup>2)</sup> – zählt mittlerweile zum methodischen Grundrüstzeug des modernen Investmentbankings und der modernen angewandten Finanz- und Kapitalmarktanalyse. Grundlegend für alle modernen Finanzmarktüberlegungen sind die Implikationen, daß Investoren grundsätzlich risikoavers und Finanzmärkte grundsätzlich effizient sind. Die zentrale Erkenntnis der darauf basierenden Finanzmarktmodelle ist ebenso trivial wie grundlegend: „The basic message of the CAPM is that if you want to earn a higher return, you must be prepared to bear greater risk. There is no ‘free lunch’ in an efficient market“ (Shapiro, 1990). Darüber hinaus gilt auf der Grundlage der Efficient-market-Hypothese das Postulat, daß ein Investor nicht erwarten darf, für das Extra-Risiko eines nicht voll diversifizierten Portefeuilles durch höhere Erträge kompensiert zu werden. Die Globalisierung der Finanz- und Kapitalmärkte verbessert nach Ansicht der Mainstream-Ökonomie zumindest grundsätzlich die Möglichkeiten einer Reduktion der nichtsystemischen Risiken für die Investoren. Die internationalen Investoren lukrieren somit unter den nunmehr globalen Rahmenbedingungen geringere Risiken bei

<sup>2)</sup> Modell zur Bestimmung des Preises von Risiko in Zusammenhang mit Vermögensportefeuilles. Die wichtigste Implikation des Modells ist die Proportionalität der Risikoprämie eines Vermögenstitels zu dem Risikomaß  $\beta$ .  $\beta$  mißt die Sensibilität des Ertrags eines spezifischen Vermögenstitels in Relation zum Ertrag des gesamten Marktportefeuilles.

gleichbleibenden Erträgen bzw. höhere erwartete Erträge bei gleichbleibendem Risiko

---

*Kritiker der Globalisierung der Finanzmärkte weisen darauf hin, daß sich mit der globalen Integration der Finanz- und Kapitalmärkte die systemischen Risiken der Kapitalveranlagung – das sind Risiken, denen auch optimal diversifizierte Portefeuilles ausgesetzt sind – durch irrationales Verhalten der international tätigen Investoren (Herdenverhalten) bzw. durch Marktunvollkommenheiten der internationalen Börsen erhöhen.*

---

Die Funktionsweise von modernen Finanz- und Kapitalmärkten unterscheidet sich nach Ansicht von Kritikern (z. B. Stiglitz, 1994) grundlegend von der Efficient-market-Hypothese. Vor allem würde den zwei grundlegenden Annahmen der modernen Finanzmarkttheorie in der Realität nicht annähernd entsprochen: Die Finanzmärkte sind nicht annähernd kompetitiv, und die Akteure auf diesen Märkten sind alles andere als hinreichend bzw. symmetrisch informiert. Vor allem sind transaktionsrelevante Informationen auf den internationalen Finanzmärkten in der Regel für Käufer und Verkäufer nicht annähernd in gleichem Umfang und gleicher Qualität verfügbar. Die Asymmetrie von Informationen und die dadurch verursachte Principal-agent-Problematik (moral hazard, adverse selection)<sup>3)</sup> sind die zentralen konstitutiven Elemente von modernen Finanz- und Kapitalmärkten; die positiven wohlfahrtsökonomischen Implikationen von global integrierten Finanzmärkten werden dadurch grundsätzlich in Frage gestellt. Versuche einer empirischen Überprüfung der wichtigsten Implikationen des CAPM treffen u. a. aus diesen Gründen häufig auf grundlegende Ablehnung (Shapiro, 1990).

## PRIVATISIERUNG UND GLOBALISIERUNG

Die gleiche ideologische Grundströmung, die den Weg zur jüngsten Phase der Globalisierung bzw. globalen Liberalisierung ebnete, brachte Anfang der achtziger

<sup>3)</sup> Der Begriff „moral hazard“ bezieht sich auf eine besondere Form von Opportunismus einzelner Vertragspartner nach Vertragsabschluß. Typische Moral-hazard-Probleme entstehen, wenn durch vertragsinkonformes Verhalten eines Vertragspartners (versteckte Aktionen) aufgrund von Informationsunvollkommenheiten ein Zusatznutzen zu Lasten der anderen Vertragspartner erwächst.

„Adverse selection“ ist eine besondere Form von Opportunismus einzelner Vertragspartner vor Abschluß des Vertrags. Typische Adverse-selection-Probleme entstehen, wenn ein Vertragspartner aufgrund von Informationsunvollkommenheiten seinen privaten Informationsvorsprung zu seinem eigenen Vorteil nutzt (versteckte Informationen).

Jahre auch eine Neuorientierung der Rolle des Staates als Träger der Wirtschaftspolitik. In vielen Ländern, insbesondere in den OECD-Ländern wurde das traditionelle liberale Leitbild des Staates als wirtschaftspolitisch vorrangig ordnungs- und rahmengestaltender Kraft wiederbelebt. Der Staat als Träger einer in das Wirtschaftsgeschehen unmittelbar eingreifenden, interventionistischen (z. B. keynesianischen) Wirtschaftspolitik trat zumindest in der politischen Grundsatzdebatte zunehmend in den Hintergrund. Es war daher nicht überraschend, daß etwa mit Beginn der jüngsten Globalisierungs- und Deregulierungsphase auch die traditionelle Frage nach der Vorrangstellung des privaten Eigentums im Rahmen einer Marktwirtschaft und damit nach der wohlfahrtsfördernden Wirkung einer Privatisierung von öffentlichem Eigentum wieder in das Zentrum des wirtschaftspolitischen Interesses rückte. Die theoretischen Grundlagen für diese Debatte lieferte in erster Linie die angloamerikanische Literatur über property rights und Coasean economics<sup>4)</sup> in den sechziger und siebziger Jahren. Die Diskussion brachte jedoch in der modernen theoretischen Literatur (noch) keinen grundsätzlichen Konsens in bezug auf die wohlfahrtsökonomische Überlegenheit der einen (privat) oder anderen (öffentlich) Eigentumsform (siehe dazu u. a. *Laffont – Tirole, 1993, Stiglitz, 1994*, und die dort zitierte Literatur). Dies mag auf den ersten Blick angesichts der höheren ideologischen Übereinstimmung zwischen privatem Eigentum und Marktwirtschaft überraschen. Unbestritten ist, daß in der abstrakten Welt der neoklassisch orientierten allgemeinen Gleichgewichtstheorie (Arrow-Debreu-Ökonomien<sup>5)</sup>) und der Theorie der vollständigen Kontrakte<sup>6)</sup> keine Unterschiede zwischen öffentlichen und privaten Eigentums- und Verfügungsrechten bestehen (siehe dazu *Williamson, 1985, Grossman – Hart, 1986*). Das ownership puzzle entsteht erst, wenn Kontraktunvollständigkeit in der einen oder anderen Form vorliegt.

<sup>4)</sup> Coasean economics (nach dem Nobelpreisträger R. Coase) betonen die Bedeutung von privatem Eigentum als wichtigstem Garant für die Effizienz von Marktlösungen. Im Zentrum von Coasean economics steht das Coase-Theorem: Bestimmte Bedingungen (hinreichend genau spezifizierte Eigentums- und Verfügungsrechte, keine Transaktionskosten, keine Vermögensverluste) stellen die Effizienz von Marktlösungen selbst bei Vorliegen von externen Effekten sicher.

<sup>5)</sup> Im vorliegenden Kontext jene ökonomisch-theoretischen Modelltypen, die auf den typischen neoklassischen Grundlagen aufbauen (kompetitive Märkte, Nutzen- und Gewinnmaximierung, vollkommene und vollständige Märkte, vollkommene Voraussicht oder rationale Erwartungen bei Unsicherheit, symmetrische Informationen bei Unsicherheit). Im Rahmen von Arrow-Debreu-Ökonomien sind alle Marktgleichgewichtslösungen uneingeschränkt Pareto-effizient (eine Allokation ist dann Pareto-effizient, wenn es unmöglich ist, jemanden besserzustellen, ohne einem anderen zu schaden).

<sup>6)</sup> Ökonomische Theorie, die Transaktionen auf Grundlage des Vertragsrechts untersucht. Dabei wird von einem hypothetischen Vertrag ausgegangen, der alle gegenwärtigen und künftigen Aktionen und Transaktionen im Zusammenhang mit dem Vertragsgehalt umfassend berücksichtigt.

Die Unterschiede zwischen der theoretischen Beurteilung von öffentlichem und privatem Eigentum liegen häufig in der unterschiedlichen Gewichtung von bestimmten Kontraktunvollständigkeitsarten (siehe dazu *Laffont – Tirole, 1993*). Die Indifferenz der angewandten Theorie gegenüber der Problematik der Verfügungsrechte an Unternehmen geht hingegen vor allem darauf zurück, daß Eigentumsrechten an Unternehmen in der Realität – d. h. in einer Welt mit ungleich verteilten und ungleich zugänglichen Informationen – nicht annähernd jene unternehmenspolitische Bedeutung zukommt, wie von Coasean economics angenommen wird. In den meisten modernen, insbesondere größeren Unternehmen verfügen nicht die Unternehmenseigner (principals), sondern die Manager (agents) und die stakeholders (z. B. Banken, Lieferanten, Beschäftigte usw.) des Unternehmens über die wichtigsten unternehmenspolitischen Entscheidungsrechte. Anteilseigner an Unternehmen haben in nahezu allen Corporate-Governance-Strukturen kaum mehr als eingeschränkte Kontrolle über die Unternehmensführung. Die neoklassische Kunstfigur des Unternehmenseigners/Managers ist in der modernen Unternehmenswelt eher die Ausnahme als die Regel. Darüber hinaus gehören Unternehmen in der Regel mehreren Anteilseignern – zu ungleichen Teilen –, die ihre Eigentumsrechte in unterschiedlicher Intensität und Qualität wahrnehmen (können). Das ownership puzzle wird in diesem Kontext durch die grundlegende Principal-agent-Konstellation relativiert und auf ein Problem der Incentive-Struktur reduziert, mit dem öffentliche und private Unternehmen gleichermaßen konfrontiert sind.

*Sappington – Stiglitz (1987)* weisen darüber hinaus nach, daß unter den Standardbedingungen der allgemeinen Gleichgewichtsökonomie bei Vorliegen von asymmetrischer Information und einer Principal-agent-Situation jedes Unternehmen von einer idealtypischen, benevolenten Regierung besser geführt werden kann als von privaten Unternehmenseignern. *Laffont – Tirole (1993)* ist beizupflichten, wenn sie darauf hinweisen, daß der derzeitige Stand der theoretischen Durchdringung des ownership puzzle nicht ausreicht, um daraus konkrete, wirtschaftspolitisch relevante Schlüsse zu ziehen (siehe dazu auch *Boycko – Shleifer – Vishny, 1996*).

Die Evidenz für eine wohlfahrtsökonomische Überlegenheit einer möglichst weitgehenden Privatisierung des Unternehmenssektors ist eindeutiger im theoretischen Kontext von Public Choice<sup>7)</sup> und politischer Ökonomie. Sie deckt sich im wesentlichen mit den Argumenten, die die Privatisierungsdebatte in den achtziger und neunziger Jahren geprägt haben. Folgende (vermeintliche)

<sup>7)</sup> Die ökonomische Theorie der Public Choice analysiert die ökonomischen Wirkungen u. a. von demokratischen Abstimmungsverfahren, direkter und repräsentativer Demokratie, politischen Parteien, Interessengruppen, opportunistischen Politikern und bürokratischem Verhalten.

Nachteile von öffentlichem Unternehmenseigentum dominieren die politische Diskussion (*Laffont – Tirole, 1993*):

- ineffizientes Monitoring<sup>8)</sup> durch den Unternehmenseigner Staat (kein Monitoring durch Kapitalmärkte bzw. Börsen),
- Existenz von soft budget constraints (kein oder geringes Konkursrisiko),
- Mangel an präzisen Unternehmenszielen (die Unternehmensziele öffentlicher Unternehmen sind häufig inkonsistent, „fuzzy“, multipel und raschen Änderungen unterworfen),
- Einflußnahme durch Lobbying (Interessengruppen können über den Eigentümer Staat das Management in ihrem Sinn beeinflussen).

Die wohl überzeugendsten pragmatischen Argumente für eine graduelle (und nicht grundsätzliche) Überlegenheit von privatem Unternehmenseigentum sind die größere Glaubwürdigkeit (enhanced commitment) in bezug auf das Setzen und Exekutieren von hard budget constraints und die bessere Bewältigung der Principal-agent-Problematik (enhanced incentives). Design und Umsetzung von zweckmäßigen Incentive-Strukturen für das Management erfolgen in privaten Unternehmen in der Regel rascher und kompetenter als in öffentlichen Unternehmen (siehe dazu u. a. *Milgrom – Roberts, 1992*).

---

*Die Privatisierung von öffentlichem Unternehmenseigentum erhielt durch die globale Integration der Finanz- und Kapitalmärkte, insbesondere der Aktienbörsen, und die dadurch erst in großem Stil mögliche aktive Beteiligung von international tätigen Investoren am going public dieser Unternehmen eine neue wirtschaftspolitisch relevante Facette.*

---

Öffentliches Eigentum gibt der Wirtschaftspolitik im Sinne des benevolent social planning unmittelbar die Möglichkeit, neben unternehmensbezogenen auch gesamtwirtschaftliche Ziele (z. B. Verhinderung von Monopolrenten, Reduktion von negativen externen Effekten, Beschäftigungssicherung in der Rezession usw.) zu verwirklichen. Darüber hinaus können durch öffentliches Eigentum insbesondere Zielkonflikte zwischen Unternehmenseigner und Regulator grundsätzlich vermieden werden. Beides erfordert jedoch nicht unbedingt öffentliches Eigentum an Unternehmen, sondern ist in modernen, hochentwickelten Industrieländern mit überwiegend privatem Unternehmenseigentum durch eine effiziente regulatorische Rahmgestaltung realisierbar.

<sup>8)</sup> Im Rahmen der Principal-agent-Theorie der Vorgang der Überwachung des agent durch den principal

Effizientes Zielkonfliktmanagement, d. h. die effiziente Bewältigung des Zielkonfliktes zwischen Wirtschaftspolitik, regulatorischer Rahmgestaltung und privaten Unternehmen war immer schon für den Staat – gerade vor dem Hintergrund häufig zu Lasten des Staates asymmetrischer Information – eine kaum bewältigbare Herausforderung. Es wurde nunmehr noch schwieriger vor dem Hintergrund einer umfassenden Internationalisierung nahezu aller Wirtschaftsbereiche, insbesondere aber einer zunehmenden Globalisierung der Eigentums- und grundlegenden Verfügungsrechte an Unternehmen. Bei der Privatisierung von größeren verstaatlichten Unternehmen suchten daher viele Länder potentielle Zielkonflikte zu minimieren, indem der Staat sich durch eine qualifizierte Minderheitsbeteiligung ein minimales Kontroll- und Informationsrecht vorbehielt (z. B. golden share in Großbritannien), einen qualifizierten Aktienanteil an wenige, vorwiegend inländische Großinvestoren (large shareholder principle) vergab, oder bei der Streuung auf die Ausgewogenheit zwischen in- und ausländischen Investoren achtete (*Stiglitz, 1994*).

## CORPORATE CITIZENSHIP UND MODERNER WIRTSCHAFTSSTANDORT

Gemäß der modernen Standorttheorie ist neben der Faktorausstattung (Kapital, Arbeit und Technologie) das Potential an positiven externen Effekten und an steigenden internen Skalenerträgen der wichtigste Faktor für die Wettbewerbsfähigkeit und Attraktivität eines Wirtschaftsstandortes (*Krugman – Obstfeld, 1994*). Die Bedeutung dieser Faktoren kann in den traditionellen empirischen Standortanalysen in der Regel nur unzureichend bewertet werden.

*Bayer – Leo – Palme (1993)* unterstreichen in diesem Zusammenhang die Bedeutung der Internationalisierung für die Wettbewerbsfähigkeit österreichischer Unternehmen im Sinne der Stärkung Österreichs als host country für Direktinvestitionen, aber auch als parent country für Firmenzentralen und Beteiligungen im Ausland (siehe dazu auch *Handler, 1996*).

---

*Die Attraktivität eines modernen Industrielandes für hochwertige Direktinvestitionen sowie für Niederlassungen und Beteiligungen im Ausland setzt ein großes Potential an hochwertigen Externalitäten und ein entsprechend leistungsfähiges Netzwerk zu deren Internalisierung voraus.*

---

Das Potential an hochwertigen positiven externen Effekten ist in den modernen Industrieländern zumeist das Ergebnis von kumulativen Prozessen und Lock-in-Vorgängen, die letztlich die komplementären, dynamischen komparativen Vorteile und das komplexe System von

komplementären Institutionen (z. B. komplementäre Abstimmung von Arbeitsmarkt, Kapital- bzw. Finanzmarkt und Gütermarkt) entstehen lassen. Zu diesen typischen Standortfaktoren gehört vor allem auch eine überdurchschnittliche Konzentration von zentralen Verfügungsrechten (property rights). Diese spezifischen Standortmerkmale sind das Ergebnis von kumulativen Prozessen, die häufig mit der organisatorischen Transformation von Unternehmen zu Konzernen zusammenhängen.

Empirische Evidenz stützt darüber hinaus die Hypothese, daß dabei die wertschöpfungsintensiven Unternehmensbereiche, die Bereiche mit hoher Entscheidungs- und Investitionsverantwortung (z. B. Spitzenmanagement, Planung, Forschung und Entwicklung, qualitativ hochwertige Fertigungsstätten usw.) bzw. die Kompetenzzentren von international tätigen Konzernen in der überwiegenden Mehrzahl im Land der Muttergesellschaft verbleiben (Patel – Pavitt, 1992). In den Mutterregionen sind aber vor allem (bis auf wenige Ausnahmen) neben wichtigen operationalen Verfügungsrechten im Zusammenhang mit der Konzern- bzw. Unternehmensführung (z. B. Spitzenmanagement) überdurchschnittlich häufig die dominierenden Unternehmenseigner konzentriert

---

*Muttergesellschaften von international tätigen Konzernen sind überdurchschnittlich häufig im Land der wichtigsten und dominierenden Eigentümer angesiedelt.*

---

Daraus erwächst für den gesamten Wirtschaftsstandort in der Regel ein hohes gesamtwirtschaftliches Potential an positiven externen Effekten, etwa

- im Bereich des Unternehmensmanagements (Citizenship des Spitzen- und Mittelmanagements eines Konzerns deckt sich in hohem Maß mit Corporate Citizenship – positive externe Effekte für den Wirtschaftsstandort durch die Konzentration von überdurchschnittlich hoher Managementqualität),
- im Bereich von skilled labor (Citizenship des Personals mit mittlerer bis hoher Qualifikation eines Konzerns deckt sich in hohem Maß mit Corporate Citizenship – positive externe Effekte für den regionalen Humankapitalmarkt),
- im Bereich von Forschung und Entwicklung (Citizenship der überwiegenden Mehrzahl des Forschungspersonals bzw. der mit dem Konzern kooperierenden Forschungseinrichtungen deckt sich in hohem Maß mit Corporate Citizenship – hochwertige Spill-overs in Forschung und Entwicklung für den gesamten Wirtschaftsstandort),
- im Bereich des externen Unternehmensmonitorings und -controllings (regionale Spezialisierung von

hochwertigen Wirtschafts-, Rechts- und Beratungsdiensten, überdurchschnittlich liquide und effiziente regionale Finanz- und Kapitalmärkte, überdurchschnittlich hohe Ansprüche an die Monitoringkompetenz von lokalen Banken in ihrer Eigenschaft als Finanzintermediäre und Proxies, von Investmentfirmen und börsenmäßig organisierten Wertpapiermärkten sind typische Spill-overs von parent countries, die auf den gesamten Wirtschaftsstandort ausstrahlen)

Dies entspricht auch der Spezialisierung eines Hochlohlandes in Richtung skill-, forschungs- und kapitalintensiver Aktivitäten (Grossman – Helpman, 1991).

Im Kontext der Agency-Theorie<sup>9)</sup> ist die regionale Konzentration der wichtigsten Verfügungsrechte (property rights) und der zentralen Unternehmensbereiche die Basis für einen tendenziell wohlfahrtsverbessernden Mechanismus. Grundlage der Agency-Theorie ist, daß der principal schlechter informiert ist als der agent und daß sich die Ziele des agent von jenen des principal unterscheiden (können). Die Principal-agent-Theorie versucht, dieses Asymmetrieproblem durch das Design von optimalen Incentive-Strukturen zu lösen. Der agent soll durch Incentives veranlaßt werden, sein überlegenes Wissen für die Realisierung der Ziele des principal und nicht seiner eigenen einzusetzen. Milgrom – Roberts (1992) weisen nun darauf hin, daß moral hazard wirkungsvoller verhindert werden kann, wenn principal und agent dem gleichen sozioökonomischen, kulturellen, politischen und rechtlichen Bezugssystem und damit dem gleichen Wertesystem angehören. Die Einflußkosten im Zusammenhang mit der Durchsetzung der Interessen des principal (effizientes Monitoring und externes Controlling des agent) sind bei Übereinstimmung dieser Bezugsstrukturen geringer, die Incentives wirkungsvoller.

---

*Die dominierenden Unternehmenseigner haben ein begründetes Interesse, die wichtigsten Unternehmensfunktionen in ihrem unmittelbaren Einflußbereich und damit in ihrer geographischen Nähe zu konzentrieren und Manager mit der Umsetzung ihrer Interessen zu betrauen, die ihr Wertesystem teilen.*

---

Aber auch Manager sind in Ausübung ihrer Verfügungsrechte gegenüber nachgeordneten Unternehmenseinheiten in der Position eines principal. Bereiche von gro-

<sup>9)</sup> Ökonomische Theorie, die sich mit Problemen im Zusammenhang mit der Delegation von Entscheidungsbefugnissen an einen Agenten bei unvollkommener und asymmetrischer Information befaßt. Typische Problemstellung der Principal-agent-Theorie ist die Übertragung der Entscheidungsbefugnisse eines Unternehmenseigners (principal) an einen – in der Regel besser informierten – Manager (agent), mit dem Auftrag, das Unternehmen ausschließlich im Interesse des Unternehmenseigners zu führen.

ber unternehmenspolitischer Bedeutung (z. B. Forschung und Entwicklung, Planung) und damit von höchster Monitoringpriorität sind daher in der Regel ebenfalls aus Gründen der Minimierung von Einfluß- bzw. Agency-Kosten im unmittelbaren Einfluß- und Kontrollbereich des Spitzenmanagements angesiedelt. Der außerordentlich niedrige Globalisierungsgrad in den genannten Bereichen ist zu einem erheblichen Teil auf diese grundsätzlichen Principal-agent-Beziehungen zurückzuführen.

## THEORETISCHE GRUNDLAGEN DES STRATEGISCHEN EIGENTUMS

Corporate-Governance-Strukturen werden, wie im vorhergehenden Abschnitt betont wurde, vorwiegend auf der Grundlage der Principal-agent-Theorie diskutiert und analysiert. Unternehmenseigner beauftragen Manager, das Unternehmen in ihrem Namen zu führen. Die Interessen und Ziele von Unternehmenseigner und Manager unterscheiden sich grundsätzlich voneinander, nicht zuletzt aufgrund der unterschiedlichen Informationslage. Der principal hat in der Regel in bezug auf die Unternehmensführung gegenüber dem agent einen Informationsnachteil. Corporate Governance soll Interessen und Information von Unternehmenseigner und Manager in Übereinstimmung bringen und sicherstellen, daß das Unternehmen zum ökonomischen Vorteil der Unternehmenseigner (shareholder value) geführt wird.

Die Principal-agent-Theorie ist eingebettet in ein übergeordnetes theoretisches Bezugssystem, das *Greenwald-Stiglitz* (1988) als informationstheoretisch-orientierte allgemeine Gleichgewichtsökonomie (Neu-Keynesianische bzw. Greenwald-Stiglitz-Ökonomien)<sup>10)</sup> bezeichnen. Der primär makroökonomische Greenwald-Stiglitz-Ansatz basiert auf der mikroökonomischen Fundierung des allgemeinen Gleichgewichts unter Unsicherheit bei unvollständigen Märkten und unvollkommener (asymmetrischer) Information (siehe dazu eine moderne Interpretation in *Mas-Colell – Whinston – Green*, 1995). Er betont somit – neben der Existenz eines vollständigen Sets von perfekten Risikomärkten – die Wichtigkeit der Informationssymmetrie bzw. der Verfügbarkeit fixer, unabhängiger Information für die Gültigkeit der zentralen Wohlfahrtstheoreme (Effizienztheorem und Dezentralisierungstheorem) der allgemeinen neoklassischen Gleichgewichtstheorie (im Sinne der Arrow-Debreu-Ökonomien), des Mainstream-Paradigmas in der wissenschaftlichen Ökonomie und damit auch der Theorie der Wirtschaftspolitik der achtziger und neunziger Jahre.

<sup>10)</sup> Im vorliegenden Kontext jene ökonomisch-theoretischen Modelltypen, die sich von Arrow-Debreu-Ökonomien bei Unsicherheit durch die Annahme asymmetrischer Informationen sowie unvollkommener und unvollständiger Märkte unterscheiden. Im Rahmen von Greenwald-Stiglitz-Ökonomien sind Marktgleichgewichtslösungen grundsätzlich nicht uneingeschränkt Pareto-effizient.

Die wichtigste Erkenntnis des Greenwald-Stiglitz-Ansatzes ist, daß bei Existenz von unvollkommener, d. h. asymmetrischer Information die Märkte nicht nur unvollkommen und unvollständig sind, sondern daß die Handlungen der Akteure externalitätenähnliche Wirkungen auf andere Akteure erzeugen, die diese nicht berücksichtigen bzw. internalisieren können. Marktlösungen sind dann grundsätzlich nicht mehr uneingeschränkt Pareto-optimal. Der grundsätzliche Unterschied zwischen den beiden Paradigmen liegt darin, daß in Greenwald-Stiglitz-Ökonomien Informationsasymmetrien und die dadurch entstehenden Agency- bzw. Moral-hazard- und Adverse-selection-Situationen als konstitutive Merkmale aller realen Märkte angesehen werden und das neoklassische Marktmodell der Arrow-Debreu-Ökonomien als der Realität nicht angemessen verworfen wird. Das neoklassische Marktmodell führt nach Greenwald – Stiglitz zu Fehlschlüssen in bezug auf die wohlfahrtsökonomischen Implikationen von Marktwirtschaften und trägt damit zu einer grundsätzlichen Fehldeutung der Rolle des Staates bei. Die neoklassischen Wohlfahrtstheoreme besagen u. a., daß Marktlösungen durch keine Regierung oder interventionistische Wirtschaftspolitik, und sei sie noch so effizient und benevolent, im Sinne der Pareto-Effizienz verbessert werden können. Somit bestehe kein Bedarf an einer interventionistischen Wirtschaftspolitik. Die Vertreter des neoklassischen Paradigmas betrachten dessen Ergebnisse auch unter realistischen Marktgegebenheiten für hinreichend robust und somit als grundsätzlich geeignet für die praktische Umsetzung.

Entscheidend für Greenwald-Stiglitz-Ökonomien ist, daß der benevolente Staat den gleichen Beschränkungen wie der Markt und die Marktteilnehmer unterliegt und damit auch seine Funktion zur Wohlfahrtssicherung nur beschränkt ausüben kann. Allokationen, die durch einen benevolenten Wirtschaftspolitiker in Greenwald-Stiglitz-Ökonomien nicht verbessert werden können, werden daher *constrained Pareto-efficient*<sup>11)</sup> genannt (siehe dazu u. a. *Mas-Colell – Whinston – Green*, 1995). Ein benevolenter Wirtschaftspolitiker kann unter den realeren Systembedingungen der Greenwald-Stiglitz-Ökonomien somit u. a. bloß den Grad der Informationsasymmetrie reduzieren.

Ziel der Wirtschaftspolitik in einem Kontext asymmetrischer Information kann nur die Realisierung einer Allokation sein, die einem Gleichgewicht von *constrained Pareto-efficiency* entspricht (siehe dazu u. a. *Dixit*, 1996).

Kritiker des Greenwald-Stiglitz-Theorems als Grundlage einer neuen Theorie der Wirtschaftspolitik setzen an

<sup>11)</sup> Bei Vorliegen von asymmetrischer Information sind Marktlösungen zumeist nicht Pareto-effizient. Eine Marktlösung bei asymmetrischer Information, die durch einen benevolenten Wirtschaftspolitiker grundsätzlich nicht verbessert werden kann (da ihm z. B. die privaten Informationen der Marktteilnehmer nicht zugänglich sind), heißt *constrained (oder second best) Pareto-effizient*.



diesem Punkt an und bezweifeln, ob unter den realen Beschränkungen der Wirtschaftspolitik (Regierung als politische Institution) die ineffizienten Marktlösungen und das informationsbedingte Marktversagen durch eine interventionistische Wirtschaftspolitik verbessert werden können. Darüber hinaus sei der Begriff der constrained Pareto-efficiency für die praktische Wirtschaftspolitik zu wenig operational.

*Informationsökonomisch verursachtes Marktversagen erfordert eine neue anspruchsvolle Theorie der Wirtschaftspolitik bzw. des wirtschaftspolitischen Handelns, die weit über das vergleichsweise einfache keynesianische Modell der Wirtschaftspolitik und das, was Regierungen wirtschaftspolitisch in der Regel zu leisten imstande sind, hinausgeht.*

Stiglitz (1994) räumt ein, daß viele Märkte (z. B. wichtige Waren- und Dienstleistungsmärkte), insbesondere in den hochentwickelten Industrieländern, der constrained Pareto-efficiency hinreichend nahe kommen und damit eine interventionistische Korrektur durch die Wirtschaftspolitik – insbesondere unter Einbeziehung von Interventionskosten – nicht sinnvoll erscheint. Allerdings funktionieren einige, für die gesamtwirtschaftlichen Entwicklungsmöglichkeiten besonders wichtige Märkte in realen Marktwirtschaften in einem so hohen Maß ineffizient, daß eine wirtschaftspolitische Enthaltung des Staates kaum zu rechtfertigen sei. Stiglitz (1994) nennt in diesem Zusammenhang neben dem Arbeitsmarkt vor allem die Finanz- und Kapitalmärkte, deren Funktionsweise sich erheblich vom neoklassischen, kompetitiven Markt- bzw. Auktionsmodell unterscheidet.

Märkte für Eigentumstitel an Unternehmen (z. B. Aktienmärkte) sind grundsätzlich nur beschränkt informations-effizient. Die Preise bzw. Kurse auf den Aktienmärkten haben nur beschränkten Informationswert sowohl für die Gestaltung der Incentive-Strukturen für das Management als auch für die Allokationsentscheidungen von Investoren. Die Ursache hierfür liegt im Informationsvorsprung des emittierenden Unternehmens gegenüber den potentiellen Käufern der neu begebenen Anteilspapiere. Börsennotierte Unternehmen versuchen insbesondere dann neue Aktien zu begeben, wenn der Markt die Altaktien überbewertet. Die potentiellen Käufer wissen das und interpretieren eine etwaige Neuemission als Signal für eine tatsächliche Überbewertung des Unternehmens (das emittierende Unternehmen ist besser informiert und kann seinen tatsächlichen Unternehmenswert besser beurteilen). Die Folge davon ist, daß in der Regel die Kurse der Anteilspapiere nach einer Neuemission fallen. Es gibt daneben eine Reihe von anderen Gründen, wie z. B. risikoaverse Unternehmenseigner (Risiko von Neuinvestitionen streuen), Rationierung auf den

Kreditmärkten (Aktienmarkt als substitutive Finanzquelle für abgewiesene Kreditfinanzierung), die den Markt auf Neuemissionen mit einem Kursrückgang reagieren lassen. Diese adverse Marktreaktion ist nicht nur ein Zeichen der Informationsineffizienz, sondern auch der wichtigste Grund, warum selbst in Ländern mit hochentwickelten Märkten für Anteilspapiere, wie z. B. in den USA und in Großbritannien, die Netto-Kapitalaufbringung für die Unternehmensfinanzierung über Beteiligungsmärkte vergleichsweise gering ist (Mayer, 1996).

Die weitaus wichtigste Finanzierungsquelle für Unternehmen in allen OECD-Ländern ist die Cash-flow-Finanzierung (Mayer, 1990). Der Anteil der Innenfinanzierung an der gesamten Unternehmensfinanzierung bzw. Mittelaufbringung reicht von etwa 66% in Frankreich bis zu mehr als 90% in den USA (Stiglitz, 1994). Bankkredite sind fast durchwegs die am stärksten beanspruchte Außenfinanzierungsform (nur in den USA haben festverzinsliche Wertpapiere geringfügig größere Bedeutung für die externe Unternehmensfinanzierung). Die Bedeutung der Neuemission von Anteilspapieren überschreitet – im Durchschnitt – in allen OECD-Ländern die 5%-Marke nicht (Anteil an der gesamten Unternehmensfinanzierung).

Mayer (1996) findet auch keine empirische Evidenz für einen signifikanten Einfluß der Aktienmärkte auf Art und Umfang der Investitionsaktivitäten von Unternehmen. Er zitiert allerdings eine noch nicht veröffentlichte Studie über das Investitionsverhalten von börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen zwischen 1980 und 1987 in Großbritannien, die nachweisen soll, daß die börsennotierten Unternehmen das über Aktienemissionen neu aufgenommene Kapital überwiegend für die Finanzierung von Take-overs und kaum für internes Unternehmenswachstum nutzen. Börsennotierte Unternehmen wachsen daher kurzfristig rascher als nicht börsennotierte.

## CORPORATE-GOVERNANCE-SYSTEME UND LARGE-SHAREHOLDER-PRINZIP

Die Unterschiede zwischen der grundsätzlichen Sichtweise und der regulatorischen Rahmengestaltung der Kapitalmärkte spielen jedoch eine entscheidende Rolle für die Unterschiede zwischen den Corporate-Governance-Strukturen der Länder, insbesondere zwischen den USA und Großbritannien einerseits sowie Kontinentaleuropa und Japan andererseits.

In den USA und in Großbritannien bietet das regulatorische und rechtliche System den shareholders, insbesondere den Kleinaktionären, mehr Schutz und mehr Rechte als den stakeholders, in Kontinentaleuropa und Japan verhält es sich gerade umgekehrt (Shleifer – Vishny, 1996). Insbesondere das Konkursrecht der USA mit seinen weitreichenden Schutzbestimmungen für vom Kon-

kurs bedrohte Unternehmen schränkt die Gestaltungs- und Einflußmöglichkeiten von externen stakeholders, z. B. von Kreditoren (Banken), erheblich ein. Hingegen verfügen in Deutschland und Japan die Kreditoren im Konkursfall über weitreichende Einfluß- und Gestaltungsrechte. Darüber hinaus sind große und kleine Ak-

---

*In den USA und in Großbritannien gelten Finanz- und Kapitalmarkt überwiegend als neoklassische kompetitive Märkte bzw. Auktionsmärkte, in Kontinentaleuropa und Japan überwiegend als Märkte mit informationsbedingtem Koordinationsversagen und hohem Externalitätenpotential.*

---

tionäre in den USA durch umfassende Minoritätsrechte gegenüber dominierenden Eigentümern geschützt. Das Shareholder- bzw. Market-based-System der USA und Großbritanniens kennt damit einen wesentlich umfangreicheren Schutz von Kleinaktionären als das Stakeholder- bzw. Bank-based-System in Deutschland oder Frankreich bzw. Österreich und ermöglicht damit eine wesentlich aktivere private Beteiligung an den Aktienmärkten. Dies trug u. a. dazu bei, daß in Deutschland, Frankreich und Österreich das Large-shareholder-Prinzip – im Sinne von strategischem Eigentum mit langfristigen Interesse am Unternehmen – die Eigentumsstrukturen von Unternehmen stärker dominiert als in den USA und in Großbritannien. In Frankreich, Deutschland und Österreich sind mehr als 85%, in Großbritannien bloß 16% der größten börsennotierten Unternehmen im Besitz von Aktionären, die jeweils mehr als 25% des Aktienkapitals halten (Mayer, 1996). In Frankreich und Deutschland sind die Großaktionäre und strategischen Eigentümer überwiegend Familien oder Unternehmen, in den USA und in Großbritannien überwiegend institutionelle Investoren (z. B. Versicherungen, Pensionsfonds usw.); sie halten jedoch nicht nur einen geringeren Anteil am aushaftenden Eigenkapital als die Großaktionäre in Kontinentaleuropa oder Japan, sondern üben auch ihre Monitoring- und Screeningrechte in einem geringeren Ausmaß aus (kurzfristige Ertragsorientierung). Darüber hinaus ist die Corporate-Governance-Struktur in Kontinentaleuropa, vor allem aber in Japan durch ein kompliziertes System von cross-shareholdings zwischen den Unternehmen gekennzeichnet: In Japan sind etwa 25% des Aktienkapitals von großen Finanz- und Industrieunternehmen im Besitz von anderen Unternehmen (Milgrom – Roberts, 1992).

Mayer (1996) spricht im Zusammenhang mit den Corporate-Governance-Strukturen in diesen Ländern von einem insider system of corporate control. Im Gegensatz dazu bezeichnet er das Corporate-Governance-System in den USA und in Großbritannien aufgrund der wesentlich größeren Zahl und Bedeutung von kleinen

shareholders als outsider system of corporate control. Im Outsider-System spielen feindliche Übernahmen und Märkte für Unternehmensübernahmen (markets for corporate control) grundsätzlich eine wesentlich größere Rolle für das Funktionieren der Corporate Governance, die Wirksamkeit von hostile takeovers als nachhaltiges Disziplinierungsmittel für das Management bleibt jedoch äußerst umstritten (siehe Mayer, 1996, und die dort zitierte Literatur).

In der Literatur gibt es unterschiedliche Auffassungen, welches der beiden Systeme die leistungsfähigere Corporate Governance ermöglicht. In den jüngsten international vergleichenden Übersichtsartikeln (Mayer, 1996, Shleifer – Vishny, 1996, Charkham, 1994) ist eine leichte Präferenz für das Insider-System festzustellen; die Begründungen gleichen im wesentlichen jenen von Stiglitz (1994). Dies mag angesichts des überdurchschnittlichen Interesses vieler kontinentaleuropäischer Insider-System-Staaten am „Shareholder-value-Prinzip“ und an einer Neuorientierung ihres Corporate-Governance-Systems am Beispiel von Großbritannien und den USA etwas überraschen. Dabei wird jedoch übersehen, daß in den angelsächsischen Ländern ebenfalls eine Grundsatzzdebatte über eine Neugestaltung des Corporate-Governance-Systems im Gange ist (Cadbury Committee Report, 1992). In den USA und in Großbritannien zieht man eine stärkere Berücksichtigung von Aspekten des Insider-Systems, z. B. des Large-shareholder-Prinzips, und eine stärkere Einbeziehung von wichtigen stakeholders (z. B. Banken) in den Monitoringprozeß in Erwägung (siehe dazu Shleifer – Vishny, 1996). Das Large-shareholder-Prinzip wird im Rahmen unvollkommener Markt- und Informationsstrukturen als das effizientere und kompetentere System des externen Monitorings und Screenings von Unternehmen durch die Eigentümer angesehen. Zeckhauser – Pound (1990) finden z. B. empirische Evidenz für die Hypothese einer höheren Monitoringeffizienz dominierender bzw. strategischer Eigentümer.

---

*Strategische Eigentümer bzw. large shareholders lösen im Durchschnitt das Agency-Problem zwischen Eigentümer und Management effizienter, da sie in der Regel nicht nur besser informiert sind, sondern auch ein eher langfristiges Interesse am Unternehmen haben als Kleinaktionäre.*

---

Large shareholders orientiert sich nicht nur am Umfang des Aktienbesitzes oder am qualifizierten Aktienbesitz (Mehrheitseigentum, Sperrminorität), sondern an der Bereitschaft des Anteilseigners, Monitoringfunktionen für andere, insbesondere für Kleinaktionäre zu übernehmen. In den USA gilt z. B. ein Anteil am gesamten aushaftenden Eigenkapital eines Unternehmens ab

etwa 10% als large shareholdership (Milgrom – Roberts, 1992)

Large shareholdership verursacht jedoch auch soziale Kosten in Form geringerer gesamtwirtschaftlicher Risikostreuung. Die größten Nachteile entstehen durch direkte Einflußnahme auf das Unternehmen zugunsten eigener opportunistischer Interessen und zu Lasten anderer Anteilseigner bzw. von stakeholders (rent- and wealth-shifting zu Lasten anderer Investoren)

Insgesamt dürften aber die gesamtwirtschaftlichen Vorteile des Large-shareholder-Prinzips überwiegen, insbesondere wenn man – neben der höheren Lösungskompetenz in bezug auf das Agency-Problem – den gesamtwirtschaftlichen Nutzen einer stärkeren Zuverlässigkeit im Sinne von langfristig stabilen Beziehungen strategischer Eigentümer gegenüber den wichtigsten stakeholders (Beschäftigte, Lieferanten, Kunden, Banken) berücksichtigt.

---

*Die Kombination von Insider-System und kompetitiven Gütermärkten erscheint vor dem Hintergrund einer umfassenden Globalisierung die potentiell effizienteste Corporate-Governance-Struktur.*

---

Strategisches Eigentum ist daher besonders bei jenen Unternehmen von Vorteil, deren Produktivität und Profitabilität überdurchschnittlich von Zuverlässigkeit (commitment) und Vertrauen (trust) gegenüber einer großen Zahl von stakeholders abhängen (z. B. besonders beschäftigungsintensive Unternehmen mit zahlreichen Lieferanten- und Kundenverflechtungen). Typische Beispiele hierfür sind Unternehmen mit komplexen Fertigungsprozessen, deren effiziente Durchführung erst durch spezielle Arrangements mit Lieferanten und Kunden auf der Grundlage von Vertrauen und Zuverlässigkeit ermöglicht wird (z. B. Auto- und Computerzulieferindustrie). Unternehmen in strategischem Eigentum bewältigen aus diesen Gründen jedoch tiefgreifende und rasche Restrukturierungen großer Unternehmensbereiche mit weitreichenden Rationalisierungen, die wichtige stakeholders unmittelbar betreffen, wesentlich schlechter als Unternehmen im Publikums- bzw. Streubesitz. Darüber hinaus führt überwiegend strategisches Eigentum an Unternehmen in Verbindung mit cross-shareholding tendenziell zur Bildung von großen Unternehmensagglomerationen mit dominierender Marktpräsenz. Monopolrenten und Produktionsineffizienz können die Folge sein. Dieser potentielle Nachteil des Insider-Systems kann jedoch durch sehr kompetitive Produktmärkte kompensiert werden.

Die Privatisierung von verstaatlichten Monopolunternehmen (z. B. Telekom-Unternehmen) in einigen Ländern auf der Grundlage des Large-shareholder-Prinzips kann

daher – trotz höherer Monitoringeffizienz – nur im Zusammenhang mit der angestrebten Liberalisierung und Öffnung der nationalen Märkte für ausländische Konkurrenten als gesamtwirtschaftlich effizient angesehen werden.

## LITERATURHINWEISE

- Bayer, K., Leo, H., Palme, G., *Strukturpolitische Konturen einer künftigen Ansiedlungspolitik*, Studie des WIFO im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen, Wien, 1993
- Boycko, M., Shleifer, A., Vishny, R. W., „A Theory of Privatization“, *The Economic Journal* 1996, (March), S. 309-319.
- Breuss, F., „Der aktuelle Stand der integrationstheoretischen Diskussion“, *WIFO-Monatsberichte*, 1996, 69(8)
- Cadbury Committee Report, *Financial Aspects of Corporate Governance*, London, 1992.
- Charkham, J., *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford, 1994
- Dixit, A. K., *The Making of Economic Policy – A Transaction-Cost Politics Perspective*, Cambridge, MA, 1996.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. E., „Pareto-Inefficiency of Market Economies: Search and Efficiency Wage Models“, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 1988, 78, S. 351-355
- Grossman, S., Hart, O., „The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration“, *Journal of Political Economy*, 1986, (94), S. 691-719.
- Grossman, G. M., Helpman, E., *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, MA, 1991.
- Hahn, F. R., „Theoriegrundlagen moderner Industriepolitik“, *WIFO Working Papers*, 1993, 160
- Hahn, F. R., Maoslechner, P., Pfaffermayr, M., *Globalisierungstendenzen in der österreichischen Wirtschaft Corporate Citizenship als neue wirtschaftspolitische Herausforderung*, WIFO, Wien, 1996
- Handler, H. (Hrsg.), *Wirtschaftsstandort Österreich – Wettbewerbsstrategien für das 21. Jahrhundert*, Wien, 1996.
- Hubbard, G. (Hrsg.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago, 1990
- Krugman, P., *Rethinking International Trade*, Cambridge, 1990
- Krugman, P., Obstfeld, M., *International Economics. Theory and Policy*, New York, 1994.
- Krugman, P., Venables, A. J., „Globalization and the Inequality of Nations“, *The Quarterly Journal of Economics*, 1995, (November), S. 857-880
- Laffont, J. J., Tirole, J., *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, Cambridge, MA, 1993.
- Mas-Colell, A., Whinston, M. D., Green, J. R., *Microeconomic Theory*, New York, 1995
- Mayer, C., „Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development“, in *Hubbard* (1990)
- Mayer, C., „Corporate Governance, Competition and Performance“, *OECD Economics Department Working Papers*, 1996, (164)
- Milgrom, P., Roberts, J., *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall-Englewood Cliffs-New Jersey, 1992.
- Patel, P., Pavitt, K., „Large Firms in the Production of the World's Technology: An Important Case of Non-Globalization“, *Journal of International Business Studies*, 1992, 22(1), S. 1-21.

Sappington, D., Stiglitz, J. E., „Privatization, Information and Incentives“, *Journal of Political Analysis and Management*, 1987, S. 567-582.

Shapiro, A. C., *Modern Corporate Finance*, New York, 1990

Shleifer, A., Vishny, R., „A Survey of Corporate Governance“, NBER Working Paper, 1996, (5554).

Stiglitz, J. E., *Whither Socialism?*, London, 1994

Williamson, J. G., „Globalization, Convergence, and History“, NBER Working Paper, 1995, (5259)

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

Wood, A., *North-South Trade: Employment and Inequality – Changing Fortunes in a Skill-Driven World*, Oxford, 1994

Zeckhauser, R. J., Pound, J., „Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance“, in *Hubbard* (1990)

*The Trend towards Globalization in the Austrian Economy: Corporate Citizenship as a New Challenge to Policymakers – Summary*

The economic policy issue which is central in this article is as follows: Does welfare economics provide a convincing theoretical rationale for favoring local strategic ownership? If so, one has to look for theoretical concepts which do not directly involve the concepts of power and interest groups derived from public choice theory and political economy.

Above all, this article emphasizes the importance of corporate citizenship for the attractiveness of a modern, competitive location of business activities. The typical characteristics of such a location are a closely interlinked system of flexible markets for human capital (managers, skilled labor), a core of manufacturing high in value-added with a periphery of producer-oriented services, a modern transport and communications infrastructure, efficient and practice-oriented educational and training facilities, efficient financial and capital markets with appropriate financial intermediaries (banks, insurance companies) and, above all, an above-average concentration of central property rights. These locational characteristics are the result of cumulative processes which are often closely related to the organizational transformations of firms into large corporations.

There is empirical evidence to support the hypothesis that within business firms, departments with high value added and departments with high decision-making

power and responsibility for investment decisions (e.g., top management, planning, research and development, sophisticated production units, etc.), as well as centers of competence of multinational firms will remain in the country of the parent company. To a high extent the parent companies of multinational firms in turn are based in the country which is home to the most important owners.

For a region in which the headquarters of a company are located, this constellation results in a high overall economic potential with positive external effects, such as regarding skilled labor, research and development, as well as external corporate monitoring and controlling.

This article also emphasizes that strategic corporate ownership and the associated monitoring function can best be exercised on the basis of the large-shareholder principle. Given the importance of imperfect market and information structures, large-shareholder-ship is considered the more efficient and competent form of external monitoring and screening of firms by their owners than dispersed ownership. In general, strategic owners or large shareholders solve the agency problem between owners and management more efficiently, because as a rule they are not only better informed, but also maintain a longer-term interest in the firm than small shareholders.