

Effizienz staatlicher versus privater Betriebe – empirische Belege zu einer öffentlichen Diskussion

Richard Winklhofer

Einleitung

Im Zuge von Privatisierungen wird in der öffentlichen Diskussion immer wieder die These vertreten, dass Unternehmen im öffentlichen Eigentum per se eine schlechtere Performance aufweisen als private. Dabei wird zumeist weder konkretisiert, woran denn diese Performance zu messen sei, noch werden methodische und theoretische Erklärungen für diese Argumentation vorgebracht.

Im folgenden wird diese Behauptung an Hand empirischer Untersuchungen, insbesondere aus dem angloamerikanischen Raum, aber auch aus Österreich, einer empirischen Prüfung unterzogen.

Zunächst ist zu konstatieren, dass der augenfälligste Unterschied zwischen privaten und öffentlichen Unternehmen in der Eigentümerstruktur besteht. Während nämlich in der privaten Unternehmenslandschaft eine Unzahl von möglichen Ausprägungen der Eigentumsstruktur (Eigentümerfamilien, Streubesitz, Kernaktionär, Mehrheitseigentümer etc.) zu beobachten ist, sind die Unternehmen mit Staatsbeteiligung in der Regel dadurch gekennzeichnet (neben anderen Merkmalen), dass sie von einem einzigen Eigentümer (eben dem Staat) dominiert werden.

Im Sinne einer methodischen Vorgangsweise ist daher in einem ersten Schritt zu prüfen, welche Unterschiede in der Performance zwischen Unternehmen mit und ohne beherrschenden Eigentümerstrukturen (in Folge mit und ohne Kernaktionär) bestehen. Erst in einem nächsten Schritt kann dann herausgearbeitet werden, ob es einen signifikanten Unterschied zwischen privaten und öffentlichen Kernaktionären gibt.

Strategische Eigentümer (Kernaktionäre) versus Streubesitz

Obwohl die Forschungen über den Einfluss von Eigentum auf die Entwicklung von Unternehmen bis in die 30er Jahre zurückreichen, ist empirische Evidenz über die Eigentümerstruktur großer Unternehmen der Industrieländer rar. Erstmals beschäftigten sich Berle/Means (1932) mit der Frage der Eigentümerstruktur innerhalb von Unternehmungen. Dabei wurden US-amerikanische Unternehmen in Streubesitz untersucht. Damit wurde die Aktiengesellschaft, in der Eigentumsrechte von dispositiven Rechten (der Kontrolle über das Tagesgeschäft der Unternehmensführung) getrennt sind, als Inbegriff der modernen Unternehmung

verankert, charakterisiert durch viele kleine Anleger und ein professionelles Management, das die Zügel in der Hand hält. Berle/Means bilden den Ausgangspunkt einer Fülle von Literatur zu diesem Themenkreis. Standardliteratur zu diesem Thema sind Baumol (1959), Marris (1964), Penrose (1959), Williamson (1965) und Galbraith (1967). Der Einfluss von Berle/Means reicht bis in die jüngere Zeit. Die einflussreichen Modelle von Jensen/Meckling (1976) und Grossman/Hart (1980) gehen ebenfalls von Unternehmen aus, die sich in Streubesitz befinden.

Dem gegenüber stehen jüngere Untersuchungen, die nachweisen, dass unter amerikanischen Großkonzernen sehr wohl ein gewisser Grad an Eigentümerkonzentration zu verzeichnen ist (vgl. Demsetz 1983, La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer 1998, Morck/Shleifer/Vishny 1988). Diese Untersuchungen zeigen, dass Großkonzerne auch große Anteilseigner haben und sich daher mit Fragen der Corporate Governance auseinandersetzen müssen.

Die OECD hat aufgrund ihrer Untersuchungen und Studien eine Definition von Corporate Governance versucht (Corporate Governance ist »Unternehmensführung bzw. Verwaltungs- und Herrschaftsstruktur eines Unternehmens«) und einen Codex erstellt, in dem die Rechte der Aktionäre aber auch die Rolle der Interessensgruppen bzgl. der Corporate Governance und die Transparenz der Unternehmensführung bis hin zu den Pflichten des Unternehmensvorstandes dargelegt werden (OECD 1999).

Dass dies nicht nur von theoretischer Bedeutung, sondern auch empirisch überprüfbar ist, zeigen eine Anzahl neuerer Untersuchungen, deren Ergebnisse nachweisen, dass auch unter amerikanischen Großkonzernen sehr wohl ein gewisser Grad an Eigentümerkonzentration zu verzeichnen ist: etwa La Porta/Lopez (1998) – eine Untersuchung in den 27 reichsten Industrienationen mit 691 Unternehmen. Dabei zeigt sich, dass sich in diesen 27 Industrienationen von den 691 Unternehmen lediglich 36,5% in Streubesitz befinden, 30,0% in Familienbesitz, weitere 18,3% in öffentlicher Hand.

Auch zeigen sich zwischen Europa und den USA weit geringere Unterschiede im bezug auf den Anteil der Kernaktionäre als weithin angenommen wird. In einer Untersuchung der Industrieführer in neun Branchen (AMC 2000) konnte gezeigt werden, dass die »Eigentumskonzentration« bei den US-amerikanischen Unternehmen in vielen Branchen im Schnitt sogar höher liegt als in den europäischen Unternehmen.

Während jedoch in den USA überwiegend Firmengründer und institutionelle Investoren die Rolle des Kernaktionärs übernehmen, sind in Europa zumeist »alte Industrie-Familien« und der Staat Kernaktionär. Dies erklärt sich einerseits aus der geringeren Gründungsquote in Europa und andererseits aus der geringen Präsenz von breit gestreutem privatem Investitionskapital. Diese »Kapitallücke« in Europa ist im wesentlichen auf folgende zwei Faktoren zurückzuführen:

1. die Vernichtung von privatem Industriekapital im 2. Weltkrieg und seine ideologische Diskreditierung danach und
2. den im Vergleich zu den USA unterentwickelten Kapitalmarkt.

Tabelle 1: Eigentumsanteil »Streubesitz« *) internationaler Branchenführer im Vergleich USA und Europa (Jahre 1998/99)

<i>Branche</i>	<i>USA</i>	<i>Europa</i>
Chemie	45 %	67 %
Elektronik	41 %	88 %
Energie	47 %	42 %
Kfz	38 %	67 %
Luftfahrt	13 %	51 %
Mineralöl	43 %	85 %
Stahl	17 %	42 %
Nahrungs- und Genussmittel	38 %	68 %
Telekom	48 %	21 %
Durchschnitt	37 %	59 %

*) Alle emittierten Aktien abzüglich Treasury = Aktien im Umlauf, davon in %

a) Streubesitz, b) institutionelle Investoren, c) Mitarbeiter, d) andere Insider, e) öffentliche Hand
a + b = Summe Float, c + d + e = Summe Insider (Kernaktionäre)

Quelle: AMC 2000, S. 10

In diesem »Vakuum« von privatem Beteiligungskapital hat der Staat häufig die wichtige Funktion des »Kernaktionärs« übernommen (IKF 2000). Wie später gezeigt wird, weisen neuere Untersuchungen darauf hin, dass sich Unternehmen mit Kernaktionärsstrukturen langfristig zumeist besser entwickeln als solche ohne. Gelingt es nun nicht, im Zuge der Privatisierung Strukturen mit stabilen Kernaktionärsstrukturen zu schaffen, besteht die Gefahr, dass diese Unternehmen mittel- bis langfristig gegenüber Konkurrenten mit stabilen Aktionärskernen in einen Performancerückstand geraten.

Wie die Vergangenheit gezeigt hat, kann sich - neben dem fehlenden breiten privaten Investitionskapital - auch aus den Krisen in der privaten Unternehmenslandschaft ein Bedarf des Staates als Eigentümer ableiten. Diese Funktion des Staates wird in Österreich ebenso ausgeübt wie in Deutschland, England oder den USA (IKF 2000). Diese - temporäre - Funktion des Staates wird im internationalen Umfeld unterschiedlich wahrgenommen, etwa in Deutschland nach der Wiedervereinigung durch die Deutsche Treuhand, oder in Österreich durch die »Gesellschaft des Bundes für Industriepolitische Maßnahmen - GBI«. Der Vorteil dieser Lösungen ist darin zu sehen, dass das dazu benötigte Wissen institutionalisiert bei Bedarf zur Verfügung steht, wohingegen in anderen Ländern staatliche Einrichtungen (Behörden) diese Funktion ad hoc übernehmen und daher das benötigte Wissen jedesmal neu aufgebaut werden muss.

Insbesondere in einem Umfeld mit hoher Unsicherheit weist einiges darauf hin, dass sich Unternehmen mit stabilen strategischen Kernaktionären in der Regel besser (im Sinn einer nachhaltigen positiven Performance) entwickeln. Die Gründe dafür sind im wesentlichen darin zu suchen, dass sich das Management stabilen Erwartungen gegenüber sieht, sich nicht mit dem Ausgleich divergierender Eigentumsinteressen beschäftigen muss, in der Regel weniger oft mit feindlichen Übernahmen konfrontiert wird und damit keine Ressourcen in die Abwehr binden muss, und sich voll auf den Markt konzentrieren kann.

Die Studie von Takla (1999) zeigt, dass es einen optimalen Konzentrationsgrad

des Unternehmenseigentums gibt. Demnach kann strategischer Anteilsbesitz an einem Unternehmen effizienzsteigernd wirken, indem erst dieser einen hinreichend starken Anreiz schafft, jene Kosten zu tragen, die ein *monitoring* der Unternehmensleitung hervorruft (vgl. IHS 2000).

Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Claessens/Djankov/Pohl (1997). Sie untersuchen die Performance von 706 in den Jahren 1991 bis 1992 privatisierten tschechischen Unternehmen für den Untersuchungszeitraum 1992 bis 1995. Sie dokumentieren, unter Verwendung von Tobins q^1 , dass die privatisierten Unternehmen auf Grund der Dominanz von konzentrierten Eigentümerstrukturen zu florieren begannen. Unternehmensgewinne sowie Marktwerte sind umso höher, je stärker diese Eigentümerstruktur ausgeprägt ist. Große Eigentumsanteile von Investmentfonds und strategische Investoren begünstigen die Verbesserung der Unternehmensführung und der finanziellen Performance.

Einschränkend muss gesagt werden, dass die Untersuchungen zu dieser Thematik oft methodisch sehr unzureichend sind. Interessant in diesem Zusammenhang ist jedoch, dass beinahe alle empirischen Studien einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Eigentümerstruktur und der Effizienz des Unternehmens aufzeigen.

Die genannten Untersuchungen weisen jedenfalls darauf hin, dass sich Unternehmen mit Kernaktionären insbesondere in einem unsicheren Umfeld tendenziell besser entwickeln.

Ein Vergleich zwischen europäischen und amerikanischen Unternehmen zeigt weiters, dass der Trend in Europa in Richtung stärkerem Streubesitz geht (insbesondere durch die großen Privatisierungen der Telkoms etc.), wohingegen sich in Amerika bereits eine stabile Kernaktionärsstruktur bei den einzelnen Unternehmen herausgebildet hat. Damit ist – zumindest mittelfristig – zu erwarten, dass der bereits in Tabelle 1 beschriebene deutlich höhere Anteil an Streubesitz in Europa gegenüber den amerikanischen Unternehmen weiter zunehmen wird. Legt man jedoch die amerikanische Entwicklung – zuerst hoher Anteil an Streubesitz, der sich im Zeitablauf immer weiter zugunsten stabiler Kernaktionäre verschiebt – auf Europa um, so wird sich in den nächsten 10 Jahren eine Konvergenz der Streubesitzanteile mit jenen in Amerika ergeben.

Privater versus Öffentlicher Strategischer Eigentümer (Kernaktionär)

In einem weiteren Schritt soll nun die eingangs formulierte These, dass Unternehmen im privaten Eigentum per se eine bessere Performance aufweisen als Unternehmen die im Eigentum der öffentlichen Hand stehen, auf ihren empirischen Gehalt untersucht werden.

Neben einer Reihe methodischer Bedenken, auf die ich später eingehen werde, ist prinzipiell anzumerken, dass die Unternehmen in öffentlicher Hand oft neben den betriebswirtschaftlichen Zielen auch noch volkswirtschaftliche Vorhaben verfolgen müssen – insbesondere wenn in die Untersuchungen Unternehmen der kommunalen Daseinsvorsorge (Ver- und Entsorgungsbetriebe) miteinbezogen werden.

In der Regel beziehen sich Studien zur Messung der betrieblichen Leistungsfähigkeit in Abhängigkeit von Eigentümerstrukturen auf einen Vergleich von Unternehmen vor bzw. nach deren Privatisierung (sog. »event studies«).

So untersuchen Martin/Parker (1995) in ihrer Studie die Rentabilität (gemcs-

sen am »return on invested capital«) und die Produktivität (definiert als jährliche Zunahme der Wertschöpfung/Arbeitsstunde) von elf britischen Firmen, deren Privatisierung im Zeitraum 1981-1988 erfolgt ist. Im Ergebnis zeigt sich, dass unter Berücksichtigung von *cycle*-Effekten, weniger als die Hälfte der Firmen nach der Privatisierung eine bessere Performance aufwies als davor (weiterführend IHS 2000).

Die 1992 durchgeführte Privatisierung von 218 verstaatlichten Unternehmen Mexikos wird von La Porta/Lopez-de-Silanes (1997) untersucht. Sie vergleichen die Niveaus der Rentabilität, Beschäftigung und Effizienz der privatisierten Unternehmen mit einer passenden Kontrollgruppe und zeigen, dass die vorher verstaatlichten Unternehmen sehr schnell das riesige Performancedefizit, das vor der Privatisierung herrschte, aufholten. Der Output erhöhte sich um 54,3 %, wohingegen die Beschäftigung auf die Hälfte zurückging.

D'Souza (1998) untersucht in ihrer empirischen Studie die Performancänderungen, die durch die Privatisierung von 17 nationalen Telekommunikationsgesellschaften im Zeitraum 1981 bis 1994 entstanden sind. Als Auswirkung der Privatisierung kommt es zu signifikanten Verbesserungen der Unternehmenskennzahlen Rentabilität, Ertrag, betriebliche Leistungsfähigkeit, Investitionstätigkeit, Anzahl der Anschlüsse und Durchschnittsgehalt/Angestellten. Der Verschuldungsgrad verringerte sich signifikant, die Beschäftigung hat nicht signifikant abgenommen.

Die meisten dieser länder- bzw. branchenspezifischen empirischen Studien und Überblicksartikel kommen zu dem Schluss, dass die Privatisierung die operative und finanzielle Performance der veräußerten Unternehmen signifikant verbessert – und das in einem meist sehr kurzen Zeitraum nach Übergang der Eigentümerschaft vom Staat in private Hände. Auf Grund der heterogenen Untersuchungsmethoden kann jedoch oft nicht nachgewiesen werden, ob der Performancegewinn durch die Privatisierung oder durch die Ankündigung einer Privatisierung verursacht wurde.

Eine von der Weltbank in Auftrag gegebene Studie stammt von Galal/Jones/Tandon et al. (1992). Sie vergleichen in ihrer *event-study* die post-Privatisierungs-Performance von zwölf großen Unternehmen (hauptsächlich Fluglinien und Versorgungsunternehmen in England, Chile, Malaysia und Mexico) mit der erwarteten Performance dieser Unternehmen, wenn sie nicht verkauft worden wären. Sie verwenden einen Ansatz, der es erlaubt, gesamtwirtschaftliche Allokationsgewinne zu ermitteln. Die Autoren dokumentieren Wohlfahrtsgewinne in elf der zwölf betrachteten Unternehmen. In keinem einzigen Fall hat es signifikante Nachteile für die ArbeiterInnen gegeben, in drei Fällen jedoch erzielten die ArbeiterInnen einen signifikanten Vorteil aus der Privatisierung.

Dewenter/Malatesta (1998) vergleichen die Performance von 63 großen Technologie-Unternehmen, die im Zeitraum 1981 bis 1993 zerschlagen wurden, und zwar jeweils vor und nach der Privatisierung. In ihrer Event-Study untersuchen die Autoren sowohl kurze Zeiträume rund um den Zeitpunkt der Privatisierung, indem sie die Jahre -3 bis -1 mit den Jahren +1 bis +3 vergleichen, als auch längere Untersuchungszeiträume (-10 bis -1 Jahre) und (+1 bis +5 Jahre). Als Ergebnis präsentieren sie signifikante Zuwächse in der Rentabilität nach erfolgter Privatisierung. In den Zeiträumen unmittelbar vor und unmittelbar nach der Privatisierung zeigen sich signifikante Abnahmen im *leverage* und der Arbeitsintensi-

tät (Beschäftigte/Umsatz). Das Betriebsergebnis steigt jedoch teilweise schon vor der Veräußerung und sinkt in der Folge dann wieder ab. Dieser Effekt wird von den Autoren so erklärt, dass es den Regierungen ganz offensichtlich gelingt, einige Unternehmen noch vor der Veräußerung effizient zu restrukturieren, sodass die tatsächliche Änderung der Eigentümerstruktur keine weiteren zusätzlichen Effizienzverbesserungen mehr bewirkt. Womit unterstellt wird, dass es der öffentlichen Hand möglich ist, effiziente Restrukturierung zu betreiben.

In Summe zeigen sich bei diesen Studien sehr heterogene Ergebnisse. Die Kritik an den empirischen Untersuchungen richtet sich neben der zum Teil fehlenden klaren Zielsetzung und dem Aufbau, auch gegen die Auswahl der Kenngrößen, mit denen Privatisierungserfolge gemessen werden. Kritisch ist hier anzumerken, dass die Studien in der Regel die unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus nicht berücksichtigen. Vickers/Yarrow (1988) stellen dazu fest, dass die meisten der empirischen Untersuchungen sich nur auf die Besitzstruktur beziehen und andere wesentliche Merkmale außer acht lassen. Datenprobleme sowie Theoriedefizite lassen teilweise nur eine geringe Aussagekraft der empirischen Studien zu, insbesondere fehlen oft Vergleichsbranchen, an denen die »Nullhypothese« getestet werden kann.

Bei der Kennzahlenauswahl werden vorwiegend leicht zu quantifizierende und operationalisierende Kennzahlen wie Profitabilität und Rentabilität verwendet, die ausschließlich die Produktions- und Kosteneffizienz des Unternehmens abbilden. Es gibt keine Möglichkeit, qualitative Effekte, wie z. B. die Qualität des Managements und der Mitarbeiter, technisches Know-how oder das Image des Unternehmens im Zuge von Privatisierungen zu eruieren. Eine umfassende qualitative Evaluation muss letztendlich in Form einer gesamtwirtschaftlichen Kosten-Nutzen-Analyse erfolgen. Darüber hinaus wird bei einer Anzahl von Studien der Einfluss der Konjunktur vor und nach der Privatisierung nur unzureichend abgebildet. Bei den länderübergreifenden Studien bleiben zudem oft andere staatliche Maßnahmen unberücksichtigt – wie etwa die Gewährung von Subventionen für gefährdete Sektoren.

Eine aktuelle Untersuchung des Institut für Höhere Studien im Auftrag der Gesellschaft des Bundes für industriepolitische Maßnahmen (GBI) berücksichtigt die oben aufgezeigten Mängel der anderen Untersuchungen in ihrem Untersuchungsdesign (IHS 2000). Sie vergleicht im Gegensatz zu den oben angeführten Studien nicht Firmen vor und nach Privatisierung, sondern Firmen mit privaten und staatlichen Kerneigentümern in der gleichen Branche. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass es – bei isolierter Branchenbetrachtung – keinen signifikanten Unterschied in der Performance der Unternehmen (gemessen am return on sales ROS) gibt, wenn der Kernaktionär der Staat oder ein Privater ist. Mit anderen Worten, es lässt sich nicht nachweisen, dass private Kernaktionäre für die Unternehmensperformance besser sind als öffentliche Eigentümer.

Die Untersuchung basiert auf 90 Jahresabschlüssen von 57 Unternehmungen aus der Stahlindustrie (sekundärer Sektor) und dem Luftverkehr (tertiärer Sektor) der konjunkturellen »Normaljahre« 1994 und 1998.

Anhand dieser Daten wird der Einfluss der Eigentümerstruktur und verschiedener Bilanzkennzahlen auf die Performance von Unternehmen mit Hilfe eines stufenweisen Regressionsmodells untersucht.

Als abhängige Variable geht dabei die Kennzahl ROS (return on sales) ein. Die folgenden Bilanzkennzahlen werden als unabhängige Variablen in der Regression verwendet: Dividende pro Aktie, Nettogewinn pro Aktie, Buchwert pro Aktie, Umsatz pro Aktie, Gesamtkapital, Sachanlagenintensität (=Nettosachanlagevermögen/Gesamtkapital), Abschreibungsquote (=Abschreibungen/Sachanlagen), Gesamtvermögensumschlag (=Umsatz/Gesamtvermögen), Eigenkapitalquote, langfristige Verschuldungsrate, Deckungsgrad (Eigenkapital/langfristig gebundenes Vermögen), Zinstangente (exp. Zinsaufwand/Nettoschulden). Weitere unabhängige Variablen sind die Eigentümerkonzentration, sowie das Jahr und die Branche.

Auf Basis dieser Methode werden für die Untersuchungszeitpunkte 1994 und 1998 57,3% der Varianz der Umsatzrentabilität (ROS) durch die Bilanzkennzahlen erklärt, wobei alle Bilanzkennzahlen, die in das Modell eingegangen sind, hoch signifikant sind. Fünf Kennzahlen (Deckungsgrad, Gesamtvermögensumschlag, Gesamtkapitalrentabilität, Zinsrate und Sachanlagenintensität) haben einen relevanten Einfluss auf die Unternehmensperformance. Die höchste Korrelation zur Umsatzrentabilität weist der Deckungsgrad auf und zeigt, wie wichtig eine fristenkongruente Finanzierung der Unternehmen ist. Je höher die finanzielle Stabilität in einem Unternehmen, desto höhere Gewinn/Umsatz-Relationen lassen sich erwirtschaften. Eine weitere wichtige Risikokennzahl in der Vermögens- und Finanzwirtschaft des Unternehmens stellt der Gesamtvermögensumschlag dar, da er sowohl die Vermögens- als auch die Kapitalstruktur erheblich beeinflusst. Die Sachanlagenintensität ist weiters stark mit der Umsatzrentabilität negativ korreliert und gibt Auskunft über die Art der Zusammensetzung des Vermögens (IHS 2000).

Die Eigentümerstruktur geht nicht als signifikante Größe aus dem Auswahlkriterium hervor. Jedoch kann ganz eindeutig ein indirekter Zusammenhang zwischen der Bilanzkennzahl Zinstangente und der Eigentümerstruktur abgeleitet werden. Durch die höhere Bonität des Eigentümers »Staat« und dem damit verbundenen Zugang zu günstigeren Krediten kann die Zinstangente gering gehalten werden und so kann indirekt der Staat einen wesentlichen Einfluss auf die Performance des Unternehmens schaffen.

Insgesamt zeigt sich also, dass ein signifikanter Einfluss des (öffentlichen) Eigentums auf die Performance von Unternehmen nicht nachgewiesen werden konnte.

Einfluss von Corporate Governance

Als Einschränkung muss hier jedoch gelten, dass dies nur für die jüngere Vergangenheit gilt, denn wie die Probleme in den »verstaatlichten Industrien« gezeigt haben, kommt der »Corporate Governance« eine große Bedeutung zu. Während in den angelsächsischen Ländern die Kontrolle des Managements überwiegend durch den Kapitalmarkt ausgeübt wird (»market based system«) wird in Kontinentaleuropa die Kontrolle überwiegend durch Gremien bzw. auch Banken ausgeübt (»insider system«). Untersuchungen zu diesem Thema zeigen, dass langfristig das Insider-System geringere Kosten aufwirft als das market based System – gleichzeitig besteht jedoch beim Insider System eine Tendenz zur Zusammenarbeit der Insider zum Nachteil anderer Stakeholder.

In einem Resümee der OECD-Untersuchungen wird festgestellt, dass wesentliche Unterschiede in den Corporate Governance-Systemen darin liegen, dass in

manchen Ländern vorwiegend mit Kernaktionärsstrukturen und in anderen mit einer breit gestreuten Eigentümerschaft operiert wird, und sich daraus entsprechende Unterschiede ergeben. Die Vorteile einer Kernaktionärs-Eigentümerschaft liegen laut OECD (1999) darin, dass dies eine effektivere Überwachung der Unternehmensleitung ermöglicht. Die mit einer Kernaktionärs-Eigentümerstruktur verbundenen Nachteile liegen vorwiegend in der geringeren Unternehmensliquidität (bedingt durch die vorwiegende Innenfinanzierung) und oft höheren Kapitalkosten. Dem gegenüber bieten Unternehmen in überwiegendem Streubesitz eine höhere Liquidität (vorwiegende Außenfinanzierung), verbunden mit einer Orientierung auf kurzfristiges Engagement und kurzfristige Unternehmensbeziehungen, woraus sich bestimmte Investitions- und Akquisitionsstrategien ergeben. Unternehmen in Kernaktionärs-Besitz haben einen größeren Anreiz, langfristige bzw. strategische Investitionen zu tätigen.

In Europa wird gegenwärtig eine intensive Diskussion über das System der Corporate Governance abgehalten. Die Notwendigkeit von Änderungen der Corporate Governance beruhen im wesentlichen auf einer gestiegenen Bedeutung der Kapitalmärkte, wodurch sich auch die Bedeutung des bislang vorherrschende Insidersystem (oft dominiert von den »Hausbanken«) zumindest partiell zugunsten des market based systems verschiebt. Damit kristallisiert sich aber auch für Europa immer mehr heraus, dass es zu einer unterschiedlichen Handhabung von Corporate Governance bei Unternehmen mit Kernaktionärsstruktur und sogenannten Publikumsgesellschaften in überwiegendem Streubesitz kommen wird.

Zusammenfassung

Zusammenfassend kann also festgehalten werden, dass die Unternehmensperformance wesentlich von der Konzentration des Eigentums abhängt, um den nötigen Anreiz zur Kontrolle des Managements zu schaffen. Kein eindeutiger empirischer Beweis kann jedoch für die These erbracht werden, dass staatliches Eigentum per se zu einer geringeren Unternehmensperformance führt. Vielmehr spielt die Vermögens- und Finanzstruktur eine bedeutendere Rolle.

Darüber hinaus zeigt sich wiederum, dass vor allem eine effiziente Unternehmenskontrolle eine positive Performanceentwicklung unterstützt. Letztlich muss also konstatiert werden, dass die in letzter Zeit vorangetriebenen Privatisierungen keine stichhaltige theoretisch-empirische betriebswirtschaftliche Bestätigung finden.

Anmerkung

- 1 James Tobin definierte q als die Relation zwischen dem Preis für bestehendes Sachkapital und dem Preis für neu produziertes Sachkapital ($q = p_K / p_N$). Je niedriger diese Relation ist, desto vorteilhafter ist es, bestehendes statt neu produziertem Sachkapital zu kaufen.

Literatur

AMC (2000): Trends in der Zusammenarbeit von öffentlichem und privatem Kapital bei Wirtschaftsunternehmen, Studie der AMC Managementberatung im Auftrag der Gesellschaft des Bundes für industriepolitische Maßnahmen, Autoren: G. Turnheim, W. Hanisch, M. Gonzalez

- Baumol, W. J. (1959): *Business Behavior, Value and Growth*, New York
- Berle, A. A./MEANS, G. C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York
- Claessens, S./Djankov, S./Pohl (1997): *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic* (World Bank, Washington, DC, Policy Research Paper No. 1737
- Demsetz, H. (1983): *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, in: *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 375-390
- Dewenter, K.L./Malatesta, P.H. (1997): *Public offerings of state-owned and privately-owned enterprises: An international comparison*, in: *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4, pp. 1659-1679
- D'Souza, J./Megginson, J./Megginson, W.L. (1998): *The financial and operating performance of newly privatized firms in the 1990s*, Working Paper, University of Oklahoma
- Galal, A./Jones, L./Tandon, P./Vogelsang, I. (1992): *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises*, World Bank, Washington, DC
- Galbraith, J. K. (1967): *The New Industrial State*, Boston
- Grossman, S. J./Hart, O. D. (1980): *Takeover Bids, Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, in: *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64
- Grossman, S.J./Hart, O. D. (1986): *The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, in: *Journal of Political Economy*, 94, pp. 691-719
- IHS (2000): *Public and Private Ownership*, Studie des Institutes für Höhere Studien im Auftrag der Gesellschaft des Bundes für industriepolitische Maßnahmen, Autoren: B. Felderer, C. Fölzer, C. Helmenstein, C. Talkner
- IKF (2000): *Politische Rahmenbedingungen für staatliches Eigentum*, Studie des Institutes für Konflikt-Forschung im Auftrag der Gesellschaft des Bundes für industriepolitische Maßnahmen, Autoren: A. Pelinka, H. Sickinger, B. Liegl
- Jensen, M./Meckling, W. (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, in: *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360
- La Porta, R./Lopez-de-Silanes, F./Shleifer, A. (1998): *Corporate Ownership around the World*, NBER-Working Paper 6625
- La Porta, R./Lopez-de-Silanes, F. (1997): *Benefits of privatization - Evidence from Mexico, Private Sector*, World Bank, Washington DC, June
- Marris, R. (1964): *The Economic Theory of «Managerial» Capitalism*, London
- Martin, S./Parker, D. (1995): *Privatization and economic performance throughout the UK business cycle*, in: *Managerial and Decision Economics*, Vol. 16, pp. 225-237
- Morck, R./Yeung, B. (1992): *Internalization. An event study test*, in: *Journal of International Economics*, 33, pp. 41-56
- Morck, R./Shleifer, A./Vishny, R. W. (1988): *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, in: *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315
- Newbery, D./Pollitt, M. G. (1997): *The restructuring and privatization of Britain's CEGB — Was it worth it?*, in: *Journal of Industrial Economics*, Vol. 45, pp. 269-303
- OECD (1999): *The rights of shareholders*, SG/CG(99)5
- Penrose, E. (1963): *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford
- Takla, L. (1999): *Privatization: A Comparative Experiment — Poland, the Czech Republic and Hungary*, in: Helmenstein, C. (Hrsg.): *Capital Markets in Central and Eastern Europe*, Cheltenham, pp. 318-370
- Vickers, L./Yarrow, G. (1988): *Privatization. An Economic Analysis*, Cambridge, Mass.
- Williamson, O. E. (1965): *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Englewood Cliffs