

November 2020 / Responsible Investment

Stakeholder und Shareholder

Warum Milton Friedman falsch lag

Zusammenfassung

Am 13. September 1970 veröffentlichte das New York Times Magazine einen Artikel von Milton Friedman, der zu dem Schluss kam, dass "die soziale Verantwortung der Unternehmen darin besteht, ihre Gewinne zu steigern".

Friedmans Brandmarkung der sozialen Verantwortung von Unternehmen und die Berücksichtigung von Stakeholder-Anliegen bei der Entscheidungsfindung von Unternehmenslenkern als "reinen und unverfälschter Sozialismus" fanden mitten im Kalten Krieg fruchtbaren Boden.

Der Artikel machte Friedman zum meistzitierten Autor eines Artikels der New York Times, und der Artikel selbst wurde zu einem der akademisch am meisten zitierten Zeitungsartikel aller Zeiten. Seit Veröffentlichung hat der Artikel Wissenschaftler, Unternehmens- wie Finanzlenker und den politischen Diskurs beeinflusst.

Mit dem Erstarben der Initiativen für verantwortungsbewusstes Investieren und sozialer Unternehmensverantwortung bietet der Artikel anlässlich seines 50-jährigen Jubiläums die Gelegenheit, über die Debatte zwischen Shareholdern (Aktionären) und Stakeholdern (alle anderen mit berechtigtem Interesse am Unternehmen wie Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten oder die lokalen Gemeinden) in Wissenschaft und Praxis nachzudenken.

Friedman erhielt 1976 den Nobel-Preis für Wirtschaftswissenschaften für seine empirischen Forschungen zu einem breiten Spektrum wichtiger Wirtschaftsfragen. Sein Artikel aus dem Jahr 1970 war jedoch ein politisches Statement. Ein Kritiker kam zu dem Schluss, Friedmans Artikel sei "die dümmste Idee der Welt... Es ist merkwürdig, dass ein Papier, das andere

der 'analytischen Lockerheit und mangelnden Strenge' beschuldigt, seine Schlussfolgerung zieht, bevor es die Analyse beginnt". (Denning 2013).

Nach fünfzig Jahren wissenschaftlicher Forschung, Investitions- und Geschäftserfahrung kommen wir zu dem Schluss, dass Friedman falsch lag. Friedmans Meinung sollte nur noch etwas für die Geschichtsbücher sein.

In den vergangenen neun Jahren hat die DWS viele Berichte über die wissenschaftliche Literatur veröffentlicht, die sich auf die Beziehung zwischen der finanziellen Leistungsfähigkeit von Unternehmen (Corporate Financial Performance - CFP) und der Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance (Environmental, Social and Governance - ESG)-Leistung konzentrieren. Wir fassen diese Berichte zusammen und schätzen, dass es inzwischen 4.000 bis 5.500 wissenschaftliche Berichte über ESG und finanzielle Performance gibt.

Nach einer Analyse von [Altmetric](#) gehört die Studie der Universität Hamburg in Zusammenarbeit mit der DWS, das den Zusammenhang zwischen ESG und CFP untersucht, zu den 1% am häufigsten zitierten akademischen Studien in Zeitungen und sozialen Medien. Die Studie wurde (neben anderen) in zahlreichen Berichten und Reden von z.B. den Vereinten Nationen, der Europäischen Kommission, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, der Europäischen Zentralbank, der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), der Bank of England, des US Government Accountability Office, der Principles for Responsible Investing (PRI) und des Weltwirtschaftsforums zitiert. Mehr als einhundert andere Banken und Vermögensverwalter haben ebenfalls die 2015-Studie zitiert.

In diesem Whitepaper zeigen wir, dass die Maximierung des Shareholder Value nicht gesetzlich vorgeschrieben ist. Wir zeigen auch, dass in der Geschichte der Management-Theorie eher die Schlussfolgerung gestützt wird, dass Unternehmen die Interessen von Aktionären und Stakeholdern ausgleichen und nicht einseitig priorisieren sollten.

Wir konstatieren, dass Investoren, Banken und Unternehmen ihre ESG-Praktiken und -Strategie ändern, indem sie sich zunehmend an verantwortungsbewussten/nachhaltigen Initiativen und Unternehmen beteiligen. Es bestehen jedoch Diskrepanzen zwischen Rhetorik und Umsetzung, wie z.B. bei den Abstimmungen der

Investoren auf den Jahreshauptversammlungen der Unternehmen.

Darüber hinaus haben viele hochrangige Business Schools nach wie vor einen unzureichenden Fokus auf Nachhaltigkeit.

Eine wachsende Zahl von Finanzinstitutionen und Unternehmen beteiligt sich an Nachhaltigkeitsinitiativen, die darauf abzielen, ein Gleichgewicht zwischen den Ansichten von Stakeholdern und Aktionären herzustellen. Sie bekennen sich zu einem Stakeholder-zentrierten Kapitalismus und lehnen Milton Friedmans Meinung zum Primat des Aktionärs (shareholder primacy) ab.

Geschichte der Managementforschung und -philosophie

"Shareholder first" war nicht immer der vorherrschende Rahmen für den Geschäftszweck

Heute wird Friedmans Artikel aus dem Jahr 1970 in Google Scholar mit mehr als 20.000 akademischen Zitaten zitiert, was ihn zu seiner zweitwichtigsten Publikation macht. Sein Zeitungsartikel könnte schon bald zu seinem meistzitierten Werk werden und sein Buch "Capitalism and Freedom" von 1962 überholen. In diesem Buch formulierte Friedman ursprünglich seine Gedanken über die enge Verantwortung von Unternehmen: "*Die einzige soziale Verantwortung, die Unternehmen haben, besteht darin, dass sie sich an die Gesetze halten und ihre Gewinne maximieren*" (Friedman 1962, 1970).

Forschung und Diskussion über die soziale Verantwortung von Unternehmen begannen nicht erst in den 1970er Jahren. Tatsächlich gibt es eine jahrhundertelange Debatte über das Ausmaß der sozialen und ökologischen Verantwortung von Unternehmen und ihrer Akteure (Clark, 1916; Bowen, 1953; Ghoshal, 2005; Lee, 2008; Carroll *et al.*, 2012). Die übergreifende Frage ist und war, wie und auf welche Weise Aktionärs- und Stakeholderüberlegungen - die Beziehung zwischen Wirtschaft und Gesellschaft - ausbalanciert werden können (Carroll, 1999).

Es gibt verschiedene Ansätze zur Aussöhnung von Stakeholdern und Aktionären - noch bevor diese Begriffe überhaupt geprägt wurden. Carroll *et al.* (2012) stellten fest, dass in den USA Ende der 1920er Jahre nahezu jedes Thema der sozialen Verantwortung von Unternehmen (Corporate Social Responsibility, CSR) diskutiert wurde. Noch länger zurückblickend, so der Historiker Moses Finley (1999), strebten die antiken Entscheidungsträger in Griechenland eher nach sozialer Statusmaximierung als nach Profitmaximierung.

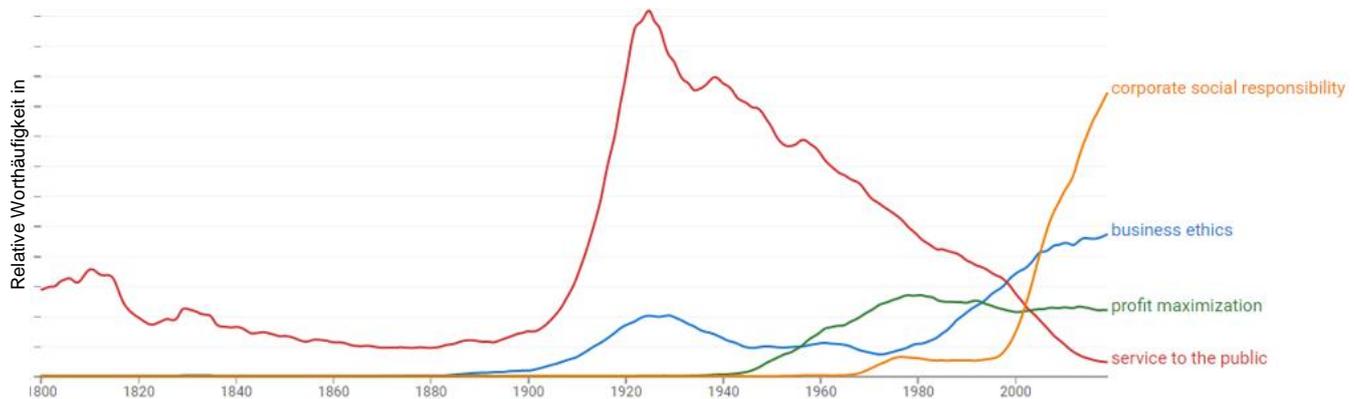
Bis zur Mitte des 20. Jahrhunderts dominierte die "manageriale" Managementphilosophie, wobei den zukünftigen Unternehmensleitern beigebracht wurde, dass Unternehmen so geführt werden sollten, dass sie den Aktionären, aber auch einer breiteren Gruppe von Stakeholdern dienen (Berle, 1954, p. 169; Weiner, 1964; Carroll *et al.*, 2012).

Sogar ein Jahr nach Friedmans Artikel veröffentlichte die einflussreiche US-amerikanische überparteiliche Business-Organisation Committee for Economic Development (CED), einen Bericht über die Rolle der Stakeholder. Der CED kam zu dem Schluss, dass die Rolle der Unternehmensführer darin bestehe, ein "*Treuhänder zu sein, der die Interessen vieler ausgleicht*". Der CED stellte klar fest, dass kurzfristige Gewinne gegen langfristige Rentabilität "*in einem Rahmen, der konstruktiv und für die Gesellschaft akzeptabel ist*", abgewogen werden müssen (CED, 1971, p. 22)

Eine Stichwortsuche in Büchern zeigt, dass die Begriffe "Wirtschaftsethik" oder "Dienst an der Öffentlichkeit" (als früherer Begriff für soziale Verantwortung) in der Wissenschaft seit den ersten Jahrzehnten des 20. Jahrhunderts stetig zunahmen. **Abbildung 1** zeigt, dass "Gewinnmaximierung" und

verwandte Schlagworte relativ junge Konzepte sind, die erst ab den 1940er Jahren in den Fokus der Wissenschaft gerieten.

ABBILDUNG 1. STICHWORTSUCHEN IN BÜCHERN ZEIGEN, DASS DIE VERWENDUNG DES BEGRIFFS "GEWINNMAXIMIERUNG" 1980 IHREN HÖHEPUNKT ERREICHTE, WÄHREND DIE VERWENDUNG VON CSR WEITER ZUNIMMT



Quelle: DWS-Analyse, Google Ngram 2020

Erklärung zum Business Roundtable

Seit 1997 wollte das US Business Roundtable Statement on Corporate Governance "betonen, dass das Hauptziel eines Wirtschaftsunternehmens darin besteht, wirtschaftliche Erträge für seine Eigentümer zu erwirtschaften". Der Club der Top-CEOs in den USA sah ihre "vorrangige Pflicht des Managements und der Verwaltungsräte gegenüber den Aktionären des Unternehmens; die Interessen anderer Interessengruppen sind als Ableitung der Pflicht gegenüber den Aktionären relevant."

Diese Aussage änderte sich bis 2019 nicht. Die CEOs des Business Roundtable änderten ihr Verständnis über den Zweck der Firma dann erheblich: "Jeder unserer Stakeholder ist wesentlich. Wir verpflichten uns, für alle von ihnen Werte zu schaffen, für den zukünftigen Erfolg unserer Unternehmen, unserer Gemeinden und unseres Landes".

Diese Erklärung wurde zwar begrüßt, aber eine Reihe von Kritikern¹ hat darauf hingewiesen, dass viele dieser Unternehmen dem Geist und den Ideen, die in dieser Erklärung enthalten sind, nicht gerecht werden. Eine Anwaltskanzlei² kam zu dem Schluss, dass die Direktoren der Unternehmen die Ziele der Erklärung bereits erreichen, dass die Erklärung jedoch rechtliche Risiken birgt, da die Direktoren nun Entscheidungsprozesse dokumentieren müssen, insbesondere wenn bestimmte Arten von Interessengruppen geschädigt werden könnten, während andere davon profitieren könnten.

Anlässlich des einjährigen Jubiläums der Erklärung forderte der Professor der Universität Oxford und Gründungsvorsitzende des Sustainability Accounting Standards Board, Bob Eccles,³ jedes der Unternehmen auf, eine unternehmensspezifische, alle Stakeholder einschließende kurze, von jedem ihrer Vorstandsmitglieder unterzeichnete Absichtserklärung zu veröffentlichen. Würde dies nicht getan, würde die Erklärung nur als ein Trick der Öffentlichkeitsarbeit erscheinen. Professoren der Harvard Law School⁴ stellten außerdem fest, dass nur eine Unterstützung eines Unternehmens für die Erklärung vom gesamten Vorstand dieses Unternehmens

¹ Siehe zum Beispiel Winston 2019 <https://hbr.org/2019/08/is-the-business-roundtable-statement-just-empty-rhetoric>

² Pierce 2019 <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/26/analysis-of-the-business-roundtable-statement/>

³ Eccles, August 2020 <https://www.forbes.com/sites/bobeccles/2020/08/19/an-open-letter-to-the-business-roundtable-181/>

⁴ Bebchuk und Tallarita, September 2020 https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978

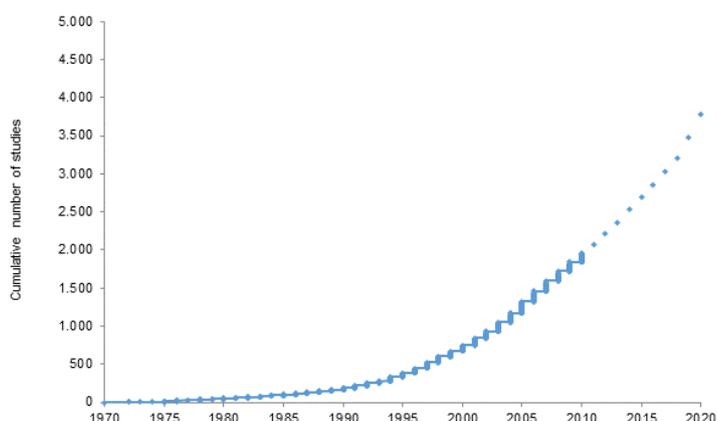
gebilligt wurde, während die Unterstützung der anderen Unternehmen nur mit der Erklärung des CEO gebilligt wurde.

Die empirischen Belege für den Zusammenhang finanzieller Leistung und Nachhaltigkeit sollten die Unterzeichner der Erklärung und alle anderen Unternehmen dazu ermutigen, kurze Absichtserklärungen zum „Purpose“ (Zweck) ihres Unternehmens zu veröffentlichen. Die Zeit dafür ist gekommen.

Belege für finanzielle Leistungsfähigkeit und Nachhaltigkeit von Unternehmen

Wo Friedman falsch lag: Zusammenfassung der akademischen Forschung

ABBILDUNG 2. DIE ZAHL DER EMPIRISCHEN STUDIEN, DIE DIE VERBINDUNG ZWISCHEN ESG UND DER FINANZIELLEN LEISTUNG DES UNTERNEHMENS ANALYSIEREN, IST AUF 4.000 BIS 5.500 BERICHTEN ANGEWACHSEN



Seit den 1970er Jahren beschäftigen sich Akademiker zunehmend mit der Beziehung zwischen ESG-Fragen und der CFP. Im Jahr 2015 stellten wir fest, dass rund 2.250 akademische Studien veröffentlicht wurden, wobei die Forschung seit Mitte der 2000er Jahre explosionsartig zugenommen hat: Im Durchschnitt werden jedes Jahr mehr als 100 empirische Arbeiten zu ESG und CFP veröffentlicht, **Abbildung 2**.

Heute schätzen wir, dass es im Jahr 2020 zwischen 4.000 und 5.500 akademische Berichte über ESG und finanzielle Performance gibt. Im Durchschnitt und konservativ schätzen wir, dass jährlich mindestens 200 akademische ESG-CFP-Papiere veröffentlicht werden.

Die Methodik für diese Schätzung wird im Anhang erläutert.

Quelle: DWS Investment GmbH 2020

DWS 2012: eine der ersten Literaturüberblicke für Investoren

Im Jahr 2012 veröffentlichte die DWS einen der ersten Berichte, der die ESG-CFP Forschung für das professionelle Anlegerpublikum zusammenfasst.⁵ Der Bericht 2012 analysierte mehr als 100 akademische Studien, wobei 56 Papiere, 2 Literaturübersichten und 4 Metastudien eingehend untersucht wurden. Zum damaligen Zeitpunkt galt er als eine der umfassendsten Literaturübersichten.

Der Bericht von 2012 kam zu dem Ergebnis, dass 100 % der akademischen Studien darin übereinstimmen, dass Unternehmen mit hohen Bewertungen für ESG-Faktoren niedrigere Kapitalkosten in Bezug auf Fremdkapital (Darlehen und Anleihen) und Eigenkapital hatten. Der Bericht fand auch heraus, dass 89% der untersuchten Studien zeigen, dass Unternehmen mit hohen Bewertungen für ESG-Faktoren eine marktbasiertere Outperformance aufweisen, während 85% der Studien zeigen, dass diese Art von Unternehmen eine bilanzielle Outperformance aufweisen.

DWS & Universität Hamburg 2015

Im Jahr 2015 veröffentlichte die DWS in Partnerschaft mit der Universität Hamburg gemeinsam eine Übersicht über 2.250 veröffentlichte akademischen Studien.⁶ Darüber hinaus veröffentlichte die DWS auch eine Zusammenfassung für Investoren und Praktiker.⁷ Der Bericht von 2015 kam zu dem Ergebnis, dass ca. 90% der

⁵ DB Climate Change Advisors: Fulton, Kahn, Sharples 2012. Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2222740

⁶ Friede, Busch und Bassen 2015. ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/20430795.2015.1118917>

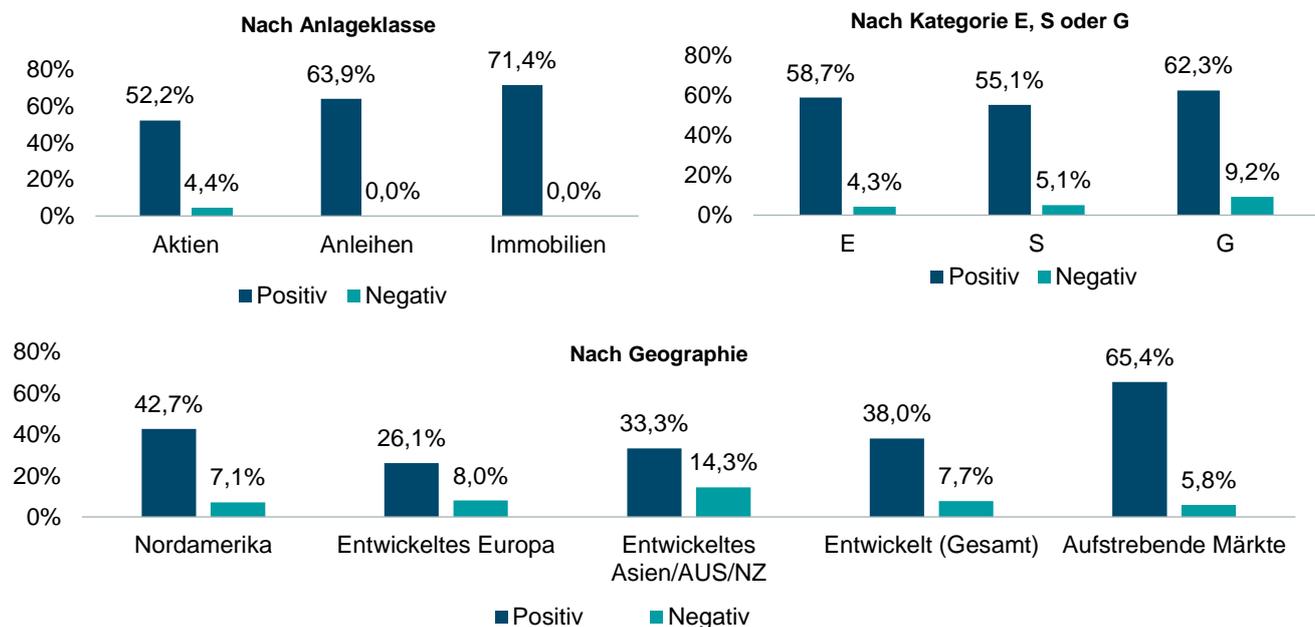
⁷ Deutsche AWM: Friede, Lewis, Bassen und Busch 2015. ESG & Corporate Financial Performance:

akademischen Berichte eine positive oder neutrale Beziehung zwischen ESG und CFP feststellen. Eine positive Korrelation wurde in 47,9% der Primärstudien in Studien zur Stimmenausschüttung und in 62,6% der Meta-Analysen festgestellt. Nur 6,9% der Primärstudien in der Stichprobe zur Stimmenausschüttung und 8,0% in der Stichprobe der Meta-Analysen fanden eine negative ESG-CFP-Beziehung, während der Rest eine neutrale Beziehung feststellte.

Die positive ESG-CFP-Beziehung wurde in allen Anlageklassen, Regionen und für die einzelnen Kategorien E, S und G gefunden. Ein überproportional positives Verhältnis wird bei Studien festgestellt, die sich auf Nordamerika, die Schwellenländer und Nicht-Equity-Assetklassen wie Anleihen und Immobilien konzentrieren, **Abbildung 3**.

ABBILDUNG 3. ÜBERSICHT 2015: AKADEMISCHE STUDIEN MIT DEM ZUSAMMENHANG ZWISCHEN ESG UND FINANZIELLER PERFORMANCE

Anteil der Studien mit einer positiven oder negativen Beziehung zwischen ESG und finanzieller Leistung:



Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Erträge. Prognosen beruhen auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als ungenau oder falsch erweisen könnten.

Quelle: DWS Research Institute (2015): Friede, Lewis Bassen and Busch, ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape

Weitere 2015 veröffentlichte Forschung

Es sind nicht nur DWS-Rezensionen der akademischen ESG-Literatur, die zu diesen Schlussfolgerungen kamen.

Im Jahr 2015 untersuchten die University of Oxford und Arabesque Partners über 200 akademische Studien.⁸ Ihre Ergebnisse spiegeln den DWS-Bericht 2012 wider:

- 90% der Kapitalkostenstudien zeigen, dass solide Nachhaltigkeitsstandards die Kapitalkosten von Unternehmen senken
- 88% der überprüften Quellen finden, dass Unternehmen mit robusten Nachhaltigkeitspraktiken eine bessere operative Performance aufweisen, was sich letztlich auch in Cash-Flows niederschlägt.
- 80 % der überprüften Studien zeigen, dass umsichtige Nachhaltigkeitspraktiken einen positiven Einfluss auf die Investment-Performance haben

Mapping the global landscape <https://download.dws.com/download?elib-assetguid=2c2023f453ef4284be4430003b0fbee>

⁸ Universität Oxford und Arabesque Partners März 2015. From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance

Forscher der Universität Harvard⁹ und viele andere kamen ebenfalls zu ähnlichen Schlussfolgerungen.

DWS und Universität Hamburg 2018: Tiefer graben

Im Jahr 2018 veröffentlichte die DWS Folgeanalysen¹⁰ zu den 2.250 akademischen Berichten und vertiefte damit das Verständnis der Wechselwirkungen zwischen verschiedenen ESG-Faktoren und der finanziellen Performance von Unternehmen, ihrer Beziehungen und ihrer Robustheit.

In der Arbeit von 2018 wurde die Stichprobe der 25 Meta-Analysen erster Ordnung näher untersucht. Wir stellten fest, dass es eine hochsignifikante, positive, robuste und bilaterale ESG-CFP-Korrelation gibt. Die Korrelationsstärke ist sowohl für Umwelt- als auch für soziale Faktoren vergleichsweise hoch.

Wir haben auch herausgefunden, dass sich die Reputation eines Unternehmens als ein Schlüsselfaktor für die finanzielle Leistung eines Unternehmens erweist, gefolgt von der Philanthropie. Die Korrelation zwischen ESG-Offenlegung und ESG-Prüfungen, -Richtlinien und -Prozessen ist schwächer. Wir beobachteten auch eine besonders starke ESG-Beziehung in Bezug auf die betriebliche Finanzleistung, was verdeutlicht, dass ESG die betriebliche Effizienz und damit die finanzielle Leistung beeinflusst.

Der Bericht 2018 untersuchte auch mögliche Verzerrungen aufgrund methodisch schwächerer akademischer Arbeiten oder Arbeiten, die in akademischen Zeitschriften veröffentlicht wurden und sich auf soziale Fragen im Management konzentrieren. Unsere Schlussfolgerungen bestätigen, dass die Geschäftsargumente für ein gutes Unternehmen unbestreitbar sind. Unternehmen und Investoren können sich ermutigt fühlen, dass sich potenziell konkurrierende Finanz- und Stakeholder-Prioritäten tatsächlich ergänzen können.

DWS 2018: Der Quant-Weg zur ESG-Integration

Unser Quant Investing Team veröffentlichte 2018 ebenfalls einen Bericht¹¹. Sie stellten fest, dass die Einführung von ESG-Kriterien in ein Aktienportfolio im Vergleich zu einem breiten Marktindex zu impliziten Sekundärmarktfaktor-Exposures (d.h. Verzerrung durch hohe Obergrenzen oder ein übermäßiges Engagement in bestimmten Regionen) führt.

Der Bericht zeigte, dass zunehmende ESG-Neigungen zu passiven Portfolios von den Anlegern eine größere Toleranz gegenüber Tracking Error erfordert. Die Kombination von ESG-Bildschirmen mit einem aktiven Ansatz kann jedoch einen Mehrwert schaffen, indem höhere risikobereinigte Renditen erzielt und gleichzeitig die ESG-Anforderungen der Anleger erfüllt werden. Für einen bestimmten Anleger können die "richtigen" Parameter durch den Einsatz von quantitativer Analyse und Simulation ermittelt werden. Es wurde auch festgestellt, dass die risikobereinigten Renditen abnehmen können, wenn die ESG-Neigung über ein bestimmtes Niveau hinaus erhöht wird, wenn Gewinnmaximierungsstrategien mit höheren ESG-Neigungen kombiniert werden.

Die Kluft zwischen Rhetorik und Aktion

Trotz der überzeugenden Belege für die Integration von ESG in Investitionsentscheidungen wissen wir, dass eine Kluft zwischen Absicht und Handlung besteht. So hat die DWS einen Bericht veröffentlicht¹², der untersucht, wie sich die ESG-Integration und die Stewardship-Aktivitäten von Vermögensverwaltern unterscheiden können. Wir zitieren Untersuchungen von Morningstar¹³, wonach fünf der zehn größten Vermögensverwalter ihre Rhetorik über ESG nicht durch Taten untermauern. Diese Investoren stimmten bei den Jahreshauptversammlungen der Unternehmen im Jahr 2019 für weniger als 12% der Aktionärsanträge. Wir sind der Meinung, dass Vermögenseigentümer die Vermögensverwalter in zunehmendem Maße zur Rechenschaft ziehen sollten und dies auch in Zukunft tun werden, z.B. in Bezug auf ihre Abstimmungsergebnisse.

⁹ Khan, Serafeim und Yoon 2015: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2575912

¹⁰ Busch, Friede, Lewis, Bassen 2018. https://download.dws.com/download?elib-assetid=714aed4c2e83471787d1ca0f1b559006&wt_eid=2156993328300498196&wt_t=1599646919306

¹¹ DWS Oktober 2018. The quant road to esg integration: <https://www.dws.com/insights/global-research-institute/the-quant-road-to-esg-integration/>

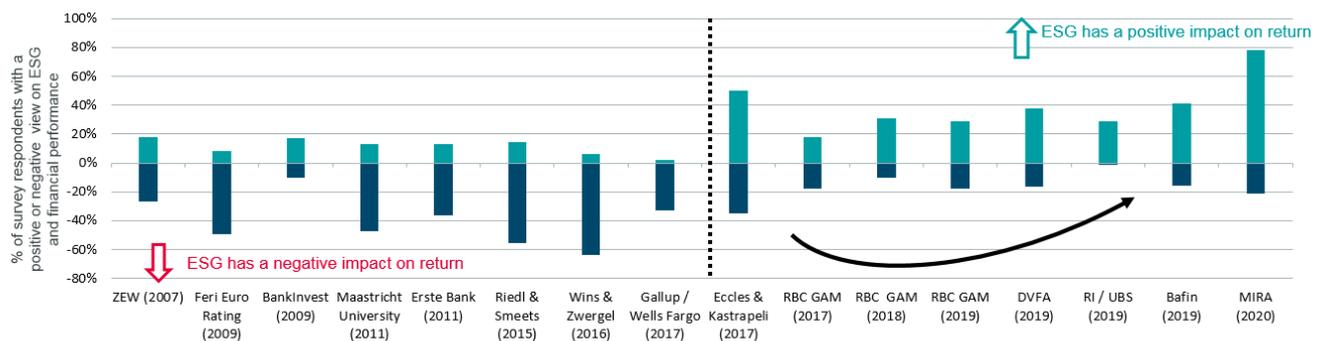
¹² DWS 2020. How best to measure asset managers credentials when it comes to esg: <https://www.dws.com/insights/global-research-institute/how-best-to-measure-asset-managers-credentials-when-it-comes-to-esg/>

¹³ Morningstar, 2020. 2019 ESG Proxy Voting Trends by 50 U.S. Fund Families <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/23/2019-esg-proxy-voting-trends-by-50-u-s-fund-families/>

Umfragen unter Investoren zeigen, dass sich die Meinungen verschoben haben

Die DWS hat auch die Entwicklung der Meinungsumfragen zu den Ansichten institutioneller und privater Anleger verfolgt (**Abbildung 4**). Wir beobachten, dass seit gut drei Jahren mehr Anleger glauben, dass die ESG-Integration zu einer höheren finanziellen Performance führen kann, als die Zahl der Anleger, die glauben, dass die ESG-Integration zu einer geringeren Performance führt.

ABBILDUNG 4. DIE WAHRNEHMUNG DER ESG- UND FINANZPERFORMANCE DURCH DIE ANLEGER VERÄNDERT SICH



Survey question: "what do you think: does ESG integration lead to higher, lower, or equal performance"

Quelle: DWS-Analyse 2020; ZEW (2007): Deutsche institutionelle Investoren; Feri Euro Rating (2009): Deutsche institutionelle Investoren; Bankinvest (2009): institutionelle Investoren aus Deutschland, Österreich, Schweiz; Universität Maastricht (2011): Deutsche Privatkunden; Erste Bank (2011): Österreichische Privatkunden; Riedl & Smeets (2015): Investmentfonds-Investor in den Niederlanden; Wins und Zwergel (2016): Deutsche Kleinanleger; Gallup / Wells Fargo (2017): US-amerikanische Privatanleger; Eccles & Kastrapeli (2017): globale institutionelle Anleger; RBC Global AM (2017/2018/2019): globale institutionelle Anleger, RI / UBS (2019): globale institutionelle Anleger, DVFA (2019): Deutsche institutionelle Investoren, Bafin (2019): Deutsche Privatanleger, Macquarie Infrastructure Real Assets (2020): Real Asset Investoren

Stakeholder vs. Aktionäre in der Wirtschaftstheorie, im Recht und an Wirtschaftshochschulen

Shareholder Theorie

Die Shareholder-Theorie befürwortet das Primat der Aktionäre gegenüber allen anderen Interessengruppen. In ihrem Kern hat sie eine Win-Lose- oder Trade-off-Logik und schlägt die Trennung von Shareholder- und Stakeholder-Aspekten vor. Nach dieser Logik würde das nicht aktionärsorientierte Management, als Vertreter des Unternehmens, Aktionärsvermögen an nicht aktionäreigene Stakeholder übertragen und übermäßig Aktionäre besteuern, wenn es ein stakeholderorientiertes Management verfolgt (Jensen and Meckling, 1976). Die einzige soziale Verantwortung die Unternehmen haben sollten, wäre daher sich an das Gesetz zu halten und ihre Gewinne zu maximieren (Friedman, 1962, 1970).

Die Maximierung des Aktionärswerts ist nicht gesetzlich vorgeschrieben

Der Vorrang der Aktionäre wird oft als eingebettet in die Rechtsprechung mit eng kodifizierten, aktionärsorientierten Pflichten für Vorstände und Aufsichtsräte wahrgenommen (Dodd, 1932; Hansmann and Kraakman, 2000). Zum Beispiel wurde 1919 in dem Fall "Dodge vs. Ford" des Obersten Gerichtshofs von Michigan (Michigan Supreme Court) die Auffassung vertreten, dass ein Unternehmen in erster Linie dem Profit der Aktionäre dient und nicht nur nebenbei für sie von Nutzen sein sollte. Sie darf nicht in erster Linie zu dem Zweck handeln, anderen (Stakeholdern) zu nützen. Ein Gewinnmaximierungsziel wurde jedoch nie festgelegt (Dodd, 1932).

Es gibt auch immer mehr Untersuchungen, dass das Gesellschaftsrecht von den Direktoren (börsennotierter) Unternehmen nicht verlangt und nie verlangt hat, den Shareholder Value zu maximieren, sondern vielmehr die Interessen aller Stakeholder auszugleichen (Fisch, 2006; Stout, 2012).

Darüber hinaus ist das Konzept, dass Aktionäre Eigentümer des Unternehmens sind, rechtlich nicht korrekt. Aktionäre sind nicht Eigentümer der Unternehmung, sondern Eigentümer von Aktien, die ihren Eigentümern beschränkte Rechte wie das Stimmrecht bei Hauptversammlungen und den Erhalt von Dividendenzahlungen gewähren.

Darüber hinaus sind die Aktionäre nicht die letztendlichen Nutznießer von Unternehmens-Cashflows. Die Aktionäre sind nur eine Gruppe, deren Recht auf den Erhalt von Unternehmens-Cashflows (z.B. durch Dividendenzahlungen) tatsächlich den Mitarbeitern, Lieferanten und Anleihegläubigern untergeordnet ist. Die Aktionäre erhalten nur die Residual-Cashflows (Stout, 2002; Ghoshal, 2005; Lan and Heracleous, 2010)

Stakeholder-Theorie

Die Stakeholder-Theorie hingegen geht davon aus, dass es den Unternehmen darum geht, gemeinsam mit anderen Stakeholdern langfristig Werte zu schaffen. Die Führungskräfte, die die Unternehmen leiten, schaffen damit Werte nicht nur für Kapitalgeber, sondern auch für Kunden, Lieferanten, Mitarbeiter und/oder Gemeinschaften.

Ein führender akademischer Befürworter von Stakeholder-Verantwortung ist R. Edward Freeman, ein amerikanischer Philosoph und Professor für Betriebswirtschaft an der University of Virginia¹⁴. Freeman schreibt, dass Wirtschaft als eine Reihe von Beziehungen zwischen solchen Gruppen verstanden werden sollte, die zum Geschäftszweck und Erfolg beitragen und die entweder die Macht haben, die Leistung des Unternehmens zu beeinflussen und/oder eine Kapitalbeteiligung haben (Freeman, 1984).

Freeman argumentiert, dass die Aufgabe der Unternehmensleitung daher darin besteht, diese Beziehungen aufzubauen und zu pflegen und nicht nur auf die Kapitalgeber zu achten. Daher wird das Verständnis des Kapitalismus so formuliert, dass es darum geht, "einen Deal, einen Vertrag oder eine Reihe von Beziehungen zwischen Interessengruppen so zu gestalten, dass alle über einen langen Zeitraum hinweg kontinuierlich gewinnen können" (Freeman, Harrison and Wicks, 2007, p. 4)

Eine Organisation, die Führungskräften des Mittelstands Unterstützung und Ausbildung für einen 'bewussten Kapitalismus' bietet, formuliert: "*Freeman ist der sozial verantwortliche Kapitalist im Gegensatz zu dem ungezügelten Neoliberalismus von Milton Friedman*". (Conscious Capitalism 2020).

Die Stakeholder-Theorie geht davon aus, dass die Idee, immer eine bestimmte Gruppe, wie z.B. Kapitalgeber, zu priorisieren, fehlerhaft ist. Dies spiegelt damit "ein eher humanistisches Konzept des Unternehmens als Vehikel für menschliche Zusammenarbeit wider, um Ergebnisse zu erzielen, die anderweitig nicht erreichbar sind" (Freeman, Phillips and Sisodia, 2018, p. 7).

Das Konzept der Stakeholder-Idee, Win-Win-Beziehungen zwischen allen Stakeholdern, einschließlich der Investoren, zu schaffen, kann die Chancen, die sich Unternehmen und Investoren wahrnehmen, neu ausrichten und die gesamtgesellschaftliche Wohlfahrt insgesamt erhöhen.

Die Erkenntnis, dass der Wohlstand der Stakeholder durch eine gute ESG-Performance ohne messbare Benachteiligung der Aktionäre (CFP) positiv beeinflusst werden kann, kann die Unterstützung der Investoren für die ESG-Integration erhöhen und könnte sich als Katalysator für den Abbau bestehender Barrieren bei der ESG-Integration erweisen.

Evaluierung von Business Schools

Teil des Grundes für die vermeintlich durchsetzbare Pflicht den Shareholder Value zu maximieren, scheint in Wirklichkeit nicht aus rechtlichen und wirtschaftlichen Argumenten zu bestehen. Mehrere Studien haben herausgefunden, dass eine bessere Erklärung für die Wahrnehmung der Gewinnmaximierung in den vorherrschenden sozialen Normen unter den Führungskräften von Unternehmen zu finden ist, was wiederum auf

¹⁴ <https://www.darden.virginia.edu/faculty-research/directory/r-edward-freeman>

ein jahrzehntelanges Dogma in den Rechts- und Wirtschaftslehrstühlen zurückzuführen ist (Ghoshal, 2005; West, 2011; Smith and Rønnegard, 2016).

Wie integrieren die Business Schools Nachhaltigkeit, wo es doch vielfache Belege gibt, dass Friedmans Meinung zur Shareholder Primacy falsch sein könnte?

Wir erkennen an und begrüßen es, dass viele Universitäten die Integration der Nachhaltigkeit in Lehre, Forschung und Betrieb bereits vertiefen. Eine Methodik zur Bewertung von Business Schools zum Thema Nachhaltigkeit wurde von CorporateKnights¹⁵, einer Agentur für die Evaluierung nachhaltiger Unternehmen, entwickelt. Wir kommen zu dem Schluss, dass die Business Schools ihre Aktivitäten im Bereich der Nachhaltigkeit deutlich verstärken müssen, um für moderne Finanzinstitutionen und die Geschäftsziele von Unternehmen relevant zu bleiben. Um Nachhaltigkeit zu integrieren, die Maßnahmen zur Bewältigung unserer zahlreichen Umwelt- und Gesellschaftskrisen zu verstärken und die starke und wachsende Literatur über Nachhaltigkeit und finanzielle Leistung zu berücksichtigen, muss in der Lehre noch einiges getan werden.

Schlussfolgerung: Den Stakeholder-zentrierten Kapitalismus annehmen

Nachhaltigkeitsverpflichtungen und -aktionen von Investoren, Banken und Unternehmen

Vielleicht gibt es keine bessere Widerlegung von Friedmans Ansichten über den Vorrang der Aktionäre als die Rhetorik und das Handeln von Investoren, Bankern und Unternehmen, die sich zunehmend die Ideen eines Stakeholder-zentrierten Kapitalismus zu eigen machen:

- Die Principles for Responsible Investment (PRI) zählen mehr als 3.000 institutionelle Investoren mit einem Vermögen von 100 Billionen USD zu den Unterzeichnern, mit einem erheblichen Zuwachs seit 2006.
- Die jüngst geschaffene Principles for Responsible Banking (PRB) wurde 2019 ins Leben gerufen und umfasst nun 180 Banken aus 44 Ländern mit einem Vermögen von über 47 Billionen USD.
- Mehr als 11.600 Unternehmen sowie Klein- und Mittelständische Betriebe unterstützen den UN Global Compact. CEOs von mehr als 200 Großunternehmen mit einem Umsatz von 8,5 Billionen USD und 19 Millionen Beschäftigten sind Mitglieder des World Business Council for Sustainable Development.

Dies ist zwar ermutigend, aber wir wissen, dass es eine Kluft zwischen Absicht und Aktion gibt. Die ESG-CFP-Erkenntnisse sollten jedoch Investoren, Banken und Unternehmen tatsächlich dazu ermutigen, die Maßnahmen zu verstärken und zu beschleunigen.

Wir glauben, dass die Finanzinstitutionen und Unternehmen, die an diesen und vielen anderen Nachhaltigkeitsinitiativen teilnehmen, ein Gleichgewicht zwischen den Ansichten von Stakeholdern und Aktionären anstreben. Damit machen sie sich den Stakeholder-zentrierten Kapitalismus zu eigen und lehnen Milton Friedmans Ansichten zum Aktionärsprimat ab.

¹⁵ Corporate Knights 2019 <https://www.corporateknights.com/reports/2019-better-world-mba/>

Die Verfasser



Gunnar Friede

Leiter ESG, Multi-Asset & Solutions
gunnar.friede@dws.com



Murray Birt

Senior ESG Strategie
murray.birt@dws.com



Michael Lewis

Leiter ESG Thematic Research
Michael.Lewis@dws.com

Anhang - Aktualisierung der Schätzung der Anzahl der akademischen Berichte über ESG und finanzielle Leistung

Wir extrapolieren unseren Anzahl von Studien auf der Grundlage unserer früheren Studienergebnisse bis 2010 (Friede et al., 2015; Busch et al., 2018) und aktualisieren ihn vollständig mit einer Primärstudienrecherche 2011-2020. Anschließend haben wir die Stichprobe bis 2010 mit den neuen Suchergebnissen zusammengeführt. Die Suchtreffer bis zum Jahr 2020 (9. September 2020) werden annualisiert, um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten.

Unsere Suche basiert auf Google Scholar (GS) mit Hilfe zusätzlicher Software. Wir suchen jährlich nach den Begriffen "Corporate Financial Performance" und "Corporate Social Performance". Die Überschneidung mit den Suchergebnissen für ESG und anderen Akronymen ist sehr hoch und wird nur als zusätzliche Prüfung durchgeführt. Es werden die ersten 1000 Studien-Suchtreffer pro Jahr auf der Grundlage des GS-Relevanz-Algorithmus extrahiert. Alle Suchtreffer (Studien), die nicht mindestens einmal in GS zitiert werden, werden aus der weiteren Analyse eliminiert. Nur für 2019 und 2020 werden alle Suchtreffer ohne die Mindestzitationshäufigkeit berücksichtigt. Die restlichen Suchtreffer werden automatisch nach Titel durchsucht und nur dann für die Analyse berücksichtigt, wenn der Titel eine Kombination von mindestens drei der Phrasen "perform", "return", "corporate", "firm", "finance" oder "value" enthält. In Bezug auf unsere Suchbegriffe und auf der Grundlage einer anschließenden Analyse durch umfangreiche Stichprobenprüfungen sind falsch positive Ergebnisse vernachlässigbar. Auf der Grundlage zusätzlicher Stichprobenkontrollen und einer Analyse der Worthäufigkeit aller Studientitel wird die wahrscheinliche Studienzahl pro Jahr von empirischen ESG-CFP-Studien konservativ geschätzt. Wenn die Zitierbeschränkung eines GS-Zitats aufgehoben wird und nur mindestens zwei relevante Stichworte im Studientitel vorkommen, erhöht sich die Anzahl der geschätzten Studien für 2011-2020 zusätzlich um ~1500. Um das Konfidenzintervall weiter einzugrenzen, sind weitere Validierungen und Analysen erforderlich.

Es ist zu beachten, dass die Extrapolation über 2010 hinaus eine grobe Schätzung ist und möglicherweise weit von einem vollständigen Bild entfernt ist. Im Jahr 2018 (Busch *et al.*, 2018) wir auf der Grundlage unserer qualitativ ausgewählten Stichprobe extrapoliert, dass seit 2015 im Durchschnitt jährlich etwa 150 empirische ESG-CFP-Studien erschienen sind. Dies war bereits eine konservative Schätzung, da wir jetzt einen Jahresdurchschnitt von 182-328 Studien pro Jahr von 2011-2020 ermitteln, der je nach angewandtem Filter und Jahr zwischen 99 und 450 pro Jahr variiert. Wir wenden für die Abbildung 2 die Jahreswerte unserer konservativsten Schätzmethode an. Wir schätzen daher, dass zwischen 1970 und 2020 etwa 4000-5500 empirische Studien über ESG-CFP verfasst worden sind.

Quellen

- Berle, A. A. (1954) *The 20th Century Capitalist Revolution*. New York: Harcourt, Brace and Company.
- Bowen, H. R. (1953) *Social responsibilities of the businessman*. reprint. Iowa City: University of Iowa Press, 2013.
- Busch, T. et al. (2018) *Digging deeper into the ESG - Corporate Financial Performance Relationship*. Available at: <https://download.dws.com/download?elib-assetguid=714aed4c2e83471787d1ca0f1b559006>.
- Carroll, A. B. (1999) 'Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct', *Business & Society*, 38(3), pp. 268–295. doi: 10.1177/000765039903800303.
- Carroll, A. B. et al. (2012) *Corporate Responsibility: The American Experience*. Edited by K. E. Goodpaster. New York: Cambridge University Press.
- CED (1971) *Social Responsibilities of Business Corporations*. Arlington, VA. Available at: <https://www.ced.org/reports/single/social-responsibilities-of-business-corporations>.
- Clark, J. M. (1916) 'The Changing Basis of Economic Responsibility', *Journal of Political Economy*, 24(3), pp. 209–229. doi: 10.1086/252799.
- Dodd, E. M. (1932) 'For Whom Are Corporate Managers Trustees?', *Harvard Law Review*, 45(7), pp. 1145–1163. doi: 10.2307/1331697.
- Fisch, J. E. (2006) 'Measuring Efficiency in Corporate Law: The Role of Shareholder Primacy', *Journal of Corporation Law*, 31(3), pp. 637–674. doi: 10.2139/ssrn.878391.
- Freeman, R. E. (1984) *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman, Boston.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S. and Wicks, A. C. (2007) *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*. New Haven and London: Yale University Press. Available at: <https://www.jstor.org/stable/j.ctt1npxrg>.
- Freeman, R. E., Phillips, R. and Sisodia, R. (2018) 'Tensions in Stakeholder Theory', *Business & Society*, p. 000765031877375. doi: 10.1177/0007650318773750.
- Friede, G. et al. (2015) *ESG & Corporate Financial Performance: Mapping the global landscape*. Available at: [https://institutional.dws.com/content/_media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_\(2\).pdf](https://institutional.dws.com/content/_media/K15090_Academic_Insights_UK_EMEA_RZ_Online_151201_Final_(2).pdf).
- Friedman, M. (1962) *Capitalism and Freedom*. reprint. Chicago and London: The University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970) 'The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits', *The New York Times Magazine*, 13 September, pp. 32–33. doi: 10.1007/978-3-540-70818-6_14.
- Ghoshal, S. (2005) 'Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices', *Academy of Management Learning & Education*, 4(1), pp. 75–91. doi: 10.5465/amle.2005.16132558.
- Hansmann, H. and Kraakman, R. H. (2000) *The End Of History For Corporate Law*. doi: 10.2139/ssrn.204528.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976) 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- Lan, L. L. and Heracleous, L. (2010) 'Rethinking agency theory: the view from law', *Academy of Management Review*, 35(2), pp. 294–314. doi: 10.5465/AMR.2010.48463335.
- Lee, M.-D. P. (2008) 'A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead', *International Journal of Management Reviews*, 10(1), pp. 53–73. doi: 10.1111/j.1468-2370.2007.00226.x.
- Smith, N. C. and Rönnegard, D. (2016) 'Shareholder Primacy, Corporate Social Responsibility, and the Role of Business Schools', *Journal of Business Ethics*, 134(3), pp. 463–478. doi: 10.1007/s10551-014-2427-x.
- Stout, L. A. (2002) 'Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy', *Southern California Law Review*, 75(1), pp. 1189–1209. doi: 10.1525/sp.2007.54.1.23.
- Stout, L. A. (2012) *The Problem of Corporate Purpose*.
- Weiner, J. L. (1964) 'The Berle-Dodd Dialogue on the Concept of the Corporation', *Columbia Law Review*, 64(8), pp. 1458–1467. doi: 10.2307/1120768.
- West, D. (2011) *The Purpose of the Corporation in Business and Law School Curricula*. Available at: <http://www.caseplace.org/pdfs/All-Brookings-Institute-2011-The-Purpose-of-the-Corporation-in-Business-and-Law-School-Curricula.pdf>.

Diese Marketingkommunikation ist nur für professionelle Kunden bestimmt (MiFID Richtlinie 2014/65/EU Anhang II)

Diese Werbemitteilung ist ausschließlich für professionelle Kunden bestimmt.

Wichtige Hinweise

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS International GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS International GmbH 2020. Stand: 25. November 2020