

Unternehmensfinanzierung des japanischen Flugzeugbaus –
Corporate-Governance-Konzepte und ihre Realisierung im konjunkturellen
Wandel

Christian Fielenbach

Bonn 2016

Unternehmensfinanzierung des japanischen Flugzeugbaus –
Corporate-Governance-Konzepte und ihre Realisierung im konjunkturellen
Wandel

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
der
Philosophischen Fakultät
der
Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität
zu Bonn
vorgelegt von
Christian Fielenbach
aus
Bergneustadt

Bonn 2016

Gedruckt mit Genehmigung der Philosophischen Fakultät
der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn.

Zusammensetzung der Prüfungskommission:

PD. Dr. Detlev Taranczewski

.....

(Vorsitzende/Vorsitzender)

PD Dr. Günther Distelrath

.....

(Betreuerin/Betreuer und Gutachterin/Gutachter)

Prof. Dr. Reinhard Zöllner

.....

(Gutachterin/Gutachter)

Prof. Dr. Christoph Antweiler

.....

(weiteres prüfungsberechtigtes Mitglied)

Tag der mündlichen Prüfung: 23.11.2015

Danksagung

Vielen lieben Dank an meine Familie, Freunde, Kollegen und insbesondere an Herrn Dr. Distelrath, der über einen so langen Zeitraum ausreichend Geduld mit mir und dieser Arbeit hatte.

Für Claudia und Constantin!

Difficile est saturam non scriber!

(Juvenal, Saturae 1,5)

1	EINLEITUNG.....	9
1.1	HINTERGRUND	9
1.2	ZIEL DER ARBEIT UND FRAGESTELLUNG	12
1.3	AUFBAU DER ARBEIT	14
1.4	BETRIEBSWISSENSCHAFTLICHER HINTERGRUND UND RAHMEN	15
1.4.1	<i>Definitionen, Begrifflichkeiten und Abkürzungen.....</i>	<i>15</i>
1.4.2	<i>Corporate Governance</i>	<i>16</i>
1.4.3	<i>Unternehmensverfassung.....</i>	<i>20</i>
1.4.4	<i>Unternehmensfinanzierung in Japan.....</i>	<i>22</i>
1.5	METHODE, QUELLEN UND UNTERSUCHUNGSGEGENSTAND	23
1.5.1	<i>Methode und Quellen.....</i>	<i>23</i>
1.5.2	<i>Untersuchungsgegenstand.....</i>	<i>26</i>
2	FORSCHUNGSSTAND UND QUELLENLAGE.....	31
3	DIE JAPANISCHE FLUGZEUGBRANCHE	78
3.1	DIE HANDELSBILANZ DER JAPANISCHEN LUFTFAHRTINDUSTRIE.....	79
3.2	DIE ENTWICKLUNG DER BESCHÄFTIGUNGS- UND UMSATZZAHLEN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH.....	83
3.3	ENTWICKLUNG DES JAPANISCHEN FLUGZEUGBAUS NACH 1945	90
3.4	FINANZIERUNG UND CORPORATE GOVERNANCE IM JAPANISCHEN FLUGZEUGBAU.....	91
4	FINANZIERUNG DER UNTERNEHMEN IM JAPANISCHEN FLUGZEUGBAU	93
4.1	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	93
4.1.1	<i>Außen- und Innenfinanzierung</i>	<i>94</i>
4.1.2	<i>Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen.....</i>	<i>97</i>
4.1.3	<i>Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern</i>	<i>102</i>
4.1.4	<i>Aktienkursentwicklung.....</i>	<i>111</i>
4.1.5	<i>Änderungen der Besitzverhältnisse.....</i>	<i>114</i>
4.2	KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES	118
4.2.1	<i>Außen- und Innenfinanzierung</i>	<i>119</i>
4.2.2	<i>Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen.....</i>	<i>121</i>
4.2.3	<i>Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern</i>	<i>125</i>
4.2.4	<i>Dynamischer Verschuldungsgrad.....</i>	<i>128</i>
4.2.5	<i>Entwicklung der Dividenden im Zeitablauf.....</i>	<i>130</i>
4.2.6	<i>Änderungen der Besitzverhältnisse.....</i>	<i>135</i>
4.3	FUJI HEAVY INDUSTRIES.....	139
4.3.1	<i>Außen- und Innenfinanzierung</i>	<i>140</i>
4.3.2	<i>Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen.....</i>	<i>143</i>
4.3.3	<i>Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern</i>	<i>147</i>
4.3.4	<i>Dividendenentwicklung</i>	<i>150</i>
4.3.5	<i>Änderungen der Besitzverhältnisse.....</i>	<i>157</i>
4.4	ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES	162
4.4.1	<i>Außen- und Innenfinanzierung</i>	<i>163</i>
4.4.2	<i>Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen.....</i>	<i>165</i>
4.4.3	<i>Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern</i>	<i>169</i>
4.4.4	<i>Dividendenentwicklung</i>	<i>174</i>
4.4.5	<i>Aktienkursentwicklung.....</i>	<i>177</i>
4.4.6	<i>Änderungen der Besitzverhältnisse.....</i>	<i>178</i>
4.5	SHINMAYWA INDUSTRIES.....	181
4.5.1	<i>Außen- und Innenfinanzierung</i>	<i>182</i>
4.5.2	<i>Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen.....</i>	<i>183</i>
4.5.3	<i>Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern</i>	<i>185</i>
4.5.4	<i>Dividendenentwicklung</i>	<i>189</i>
4.5.5	<i>Aktienkursentwicklung.....</i>	<i>192</i>
4.5.6	<i>Änderungen der Besitzverhältnisse.....</i>	<i>193</i>

5	DIE CORPORATE-GOVERNANCE-STRUKTUREN IM JAPANISCHEN	
	FLUGZEUGBAU	196
5.1	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	196
5.2	KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES	203
5.3	FUJI HEAVY INDUSTRIES.....	211
5.4	ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES	216
5.5	SHINMAYWA INDUSTRIES.....	221
5.6	ANALYSE DER ÄNDERUNGEN IN DEN CORPORATE-GOVERNANCE-STRUKTUREN	226
6	FAZIT	231
7	ANHANG	244
7.1	JAPANISCHE INSTITUTIONEN, PERSONEN UND ORTSNAMEN	244
7.2	JAPANISCHE BEGRIFFE	248
8	LITERATURVERZEICHNIS.....	250

Verzeichnis der Tabellen und Abbildungen

Tabelle 1: Investitionen und Mittelherkunft von MHI zwischen 2000 und 2011

Tabelle 2: Dividenden und Nettogewinn je Aktie sowie Ausschüttungsquote von MHI zwischen 1997 und 2011

Tabelle 3: Investitionen und Mittelherkunft von KHI zwischen 1996 und 2011

Tabelle 4: Investitionen und Mittelherkunft von FHI zwischen 1999 und 2011

Tabelle 5: Investitionen und Mittelherkunft von IHI zwischen 2000 und 2011

Tabelle 6: Investitionen und Mittelherkunft von SMI zwischen 2000 und 2011

Abbildung 1: Corporate Governance und Unternehmensverfassung

Abbildung 2: Die japanische Unternehmensverfassung und Corporate-Governance-System

Abbildung 3: Umsatz der japanischen Luft- und Raumfahrtindustrie zwischen 1975 und 2011

Abbildung 4: Im- und Exporte von Flugzeugen und Flugzeugkomponenten/Japan

Abbildung 5: Japanische Handelsbilanz der Luftfahrtindustrie nach Regionen 2010

Abbildung 6: Umsatz der Luftfahrtindustrie im Ländervergleich

Abbildung 7: Anzahl der Beschäftigten in der Luftfahrtindustrie in Japan, den USA, Europa und Deutschland

Abbildung 8: Rendite Nikkei-Index und Aktienkurs von Fuji Heavy Industries

Abbildung 9: Rendite Nikkei-Index und der Aktienkurse von Mitsubishi Heavy Industries, Kawasaki Heavy Industries, Ishikawajima-Harima Heavy Industries und ShinMaywa

Abbildung 10: Rendite Dax und Aktienkurs von Airbus

Abbildung 11: Rendite DJI und Aktienkurs The Boeing Company

Abbildung 12: Rendite Aktienkurs The Boeing Company, Airbus, MHI, FHI und KHI

Abbildung 13: MHI-Anteil der Neuinvestitionen gemessen am Umsatz

Abbildung 14: Verbindlichkeitsstruktur MHI im Zeitablauf

Abbildung 15: Relativer Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung

Abbildung 16: Relativer Anteil langfristiger Kredite an der Gesamtverschuldung MHI

Abbildung 17: Relativer Anteil kurzfristiger Kredite an der Gesamtverschuldung MHI

Abbildung 18: Entwicklung der Eigen- und Fremdkapitalquote im Zeitablauf MHI

Abbildung 19: Leverage von MHI im Zeitablauf

Abbildung 20: Entwicklung des ROE im Zeitablauf MHI

Abbildung 21: Dynamischer Verschuldungsgrad MHI

Abbildung 22: Entwicklung der Dividende pro Aktie und Nettogewinn je Aktie MHI

Abbildung 23: Nettogewinn MHI im Zeitablauf

Abbildung 24: Ausschüttungsquote MHI 1996–2011

Abbildung 25: Gewinnrücklage MHI 1999–2011

Abbildung 26: Entwicklung des MHI-Aktienkurses im Zeitablauf 1990–2011

Abbildung 27: Entwicklung des MHI-Aktienkurses im Zeitablauf 1997–2011

Abbildung 28: Entwicklung des Nikkei-Index im Zeitablauf 1997–2011

Abbildung 29: Aufteilung der Aktien nach Besitzgruppen

Abbildung 30: Anzahl der Aktienbesitzer MHI im Zeitablauf

Abbildung 31: Verbindlichkeitsstruktur KHI im Zeitablauf

Abbildung 32: Relativer Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung

Abbildung 33: Entwicklung der Eigen- und Fremdkapitalquote im Zeitablauf KHI

Abbildung 34: Leverage von KHI im Zeitablauf

Abbildung 35: Entwicklung des ROE im Zeitablauf KHI

Abbildung 36: Dynamischer Verschuldungsgrad KHI

Abbildung 37: Nettogewinn KHI im Zeitablauf

Abbildung 38: Entwicklung der Dividende pro Aktie und Nettogewinn je Aktie im Zeitablauf KHI

Abbildung 39: Ausschüttungsquote KHI

Abbildung 40: Gewinnrücklage KHI

Abbildung 41: Aktienkursverlauf KHI (1997–2011)

Abbildung 42: Verlauf Nikkei Index (1997–2011)

Abbildung 43: Anzahl der Aktienbesitzer KHI

Abbildung 44: Aktienzahl und eingezahltes Kapital KHI

Abbildung 45: Durchschnittliche Aktienzahl je Anteilseigner KHI

Abbildung 46: Cashflowentwicklung von FHI

Abbildung 47: Verbindlichkeitsstruktur von FHI im Zeitablauf

Abbildung 48: Relativer Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung

Abbildung 49: Leasingaufwand FHI

Abbildung 50: Eigen- und Fremdkapitalquote FHI

Abbildung 51: Leverage FHI im Zeitablauf

Abbildung 52: Entwicklung des ROE FHI

Abbildung 53: Dynamischer Verschuldungsgrad

Abbildung 54: Entwicklung der Dividende und Gewinn pro Aktie FHI

Abbildung 55: Nettogewinn FHI im Zeitablauf

Abbildung 56: Ausschüttungsquote FHI

Abbildung 57: Gewinnrücklage FHI

Abbildung 58: Verlauf Aktienkurs FHI (1997–2011)

Abbildung 59: Verlauf Nikkei-Index (1997–2011)

Abbildung 60: Anzahl der Aktienbesitzer im Zeitablauf FHI

Abbildung 61: Durchschnittliche Aktienzahl je Anteilseigner

Abbildung 62: Aktienzahl und eingezahltes Kapital FHI

Abbildung 63: Verbindlichkeitsstruktur IHI im Zeitablauf

Abbildung 64: Leasingaufwand IHI im Zeitablauf

Abbildung 65: Anteil Leasingzahlungen am Gesamtumsatz

Abbildung 66: Entwicklung der Eigen- und Fremdkapitalquote IHI

Abbildung 67: Leverage IHI im Zeitablauf 1999–2011

Abbildung 68: Entwicklung des ROE im Zeitablauf IHI

Abbildung 69: Dynamischer Verschuldungsgrad IHI

Abbildung 70: Entwicklung der Dividende und Nettogewinn je Aktie IHI

Abbildung 71: Ausschüttungsquote Ishikawajima-Harima Heavy Industries

Abbildung 72: Gewinnrücklage IHI

Abbildung 73: Aktienkursverlauf IHI (1997–2011)

Abbildung 74: Anzahl der Aktienbesitzer IHI

Abbildung 75: Durchschnittliche Aktienzahl je Anteilseigner IHI

Abbildung 76: Verbindlichkeitsstruktur SMI im Zeitablauf

Abbildung 77: Eigen- und Fremdkapitalentwicklung SMI

Abbildung 78: Leverage im Zeitablauf

Abbildung 79: Entwicklung des ROE SMI

Abbildung 80: Dynamischer Verschuldungsgrad SMI

Abbildung 81: Dividende und Nettogewinn je Aktie SMI

Abbildung 82: Ausschüttungsquote SMI

Abbildung 83: Entwicklung der Gewinnrücklage SMI (2000–2011)

Abbildung 84: Verlauf Aktienkurs SMI (1997–2011)

Abbildung 85: Anzahl der Mitglieder in der obersten Managementebene MHI

Abbildung 86: Vergütung des obersten Managements MHI

Abbildung 87: Anteil der Gesamtvergütung am Konzernergebnis MHI

Abbildung 88: Anzahl der Mitglieder in der obersten Managementebene KHI

Abbildung 89: Vergütung des oberen Managements KHI

Abbildung 90: Anteil der Gesamtvergütung am Konzernergebnis KHI

Abbildung 91: Anteil Bonuszahlungen am Konzernergebnis KHI

Abbildung 92: Mitgliederstärke in der obersten Managementebene FHI

Abbildung 93: Vergütung des obersten Managements IHI

Abbildung 94: Relativer Anteil der Vergütung am Nettoergebnis IHI

Abbildung 95: Mitgliederanzahl des obersten Managements IHI

Abbildung 96: Mitgliederanzahl des obersten Managements SMI

1 Einleitung

1.1 Hintergrund

Am 9. April 2013 veröffentlichte die „New York Times“ einen Artikel, in dem von der bevorstehenden Auslieferung des ersten zivilen Flugzeugs aus japanischer Produktion seit den frühen 1970er-Jahren berichtet wird.¹ Dieses neue Verkehrsflugzeug aus japanischer Produktion, ein 90-sitziger Regionaljet, wird von der Mitsubishi Aircraft Corporation, einer Tochter von Mitsubishi Heavy Industries, entwickelt und produziert. Ein halbes Jahr vorher, am 13. Dezember 2012, hatte die US-amerikanische Fluggesellschaft SkyWest Airlines einen Kaufvertrag über 100 Einheiten des Regionaljets von Mitsubishi Aircraft und eine Option über weitere 100 Einheiten unterzeichnet.² Mitsubishi Heavy Industries selbst ist einer der größten japanischen Produzenten von Flugzeugkomponenten für die beiden marktbeherrschenden Hersteller von großen Passagierflugzeugen, Boeing und Airbus. So produzieren sie unter anderem einen Teil der Komponenten des neuen Prestigeobjekts des US-amerikanischen Herstellers Boeing, die Boeing 787. Dieses neue Linienflugzeug wurde im Oktober 2011 von der japanischen Fluggesellschaft ANA (All Nippon Airways) als erster Fluggesellschaft weltweit in den Dienst genommen. Darüber hinaus stellen Mitsubishi Heavy Industries und ihre Tochtergesellschaften viele weitere Produkte und Komponenten für andere Flugzeugmuster von Boeing, Bombardier sowie für den Airbus 380 her.

Aber Mitsubishi Heavy Industries ist nicht der einzige erfolgreiche Hersteller von Flugzeugkomponenten in Japan, viele andere japanische Unternehmen stellen ebenfalls Teile und Komponenten für die großen zivilen Flugzeughersteller Boeing, Airbus und Bombardier her und die Industrie wird von der japanischen Regierung nachhaltig gefördert. In Japan wie auch in vielen anderen Ländern der Welt wird die Luftfahrtindustrie als Aushängeschild für die lokale Industrie gesehen und durch die jeweiligen Regierungen stark unterstützt. So schreibt zum Beispiel Tabuchi Hiroko in einem Artikel in der „New York Times“, dass die japanische Regierung die Luftfahrtindustrie in den letzten Jahrzehnten als eine strategische Industrie angesehen habe und die unterschiedlichen japanischen Zulieferfirmen für die Boeing 787 mit Krediten und Hilfgeldern in Höhe bis zu 1,6 Milliarden USD unterstützt haben soll.³ Hintergrund für eine solch massive finanzielle Unterstützung ist die Tatsache, dass die

¹ New York Times, <http://www.nytimes.com/2013/04/10/business/global/japan-re-emerges-in-the-aerospace-arena-with-a-new-jet.html?pagewanted=all>, 15.04.2013.

² Mitsubishi Regional Jet, http://www.mrj-japan.com/press_releases/news_121213.html, 15.04.2013

³ New York Times, <http://www.nytimes.com/2013/04/10/business/global/japan-re-emerges-in-the-aerospace-arena-with-a-new-jet.html?pagewanted=all>, 15.04.2013.

japanischen Unternehmen in den letzten Jahren zunehmend in Konkurrenz mit vielen internationalen Unternehmen, nicht allein mit amerikanischen und europäischen Unternehmen, sondern auch mit russischen, chinesischen, brasilianischen und indischen Komponentenherstellern stehen. Verifizieren lässt sich die oben genannte Zahl an Krediten und Hilfgeldern an dieser Stelle nicht, jedoch stellt sich die Frage, wie sich die Unternehmen einer Industrie mit einer sehr hohen Kapitalbindung und hohen Forschungs- und Entwicklungsausgaben finanzieren und welche Instrumente die einzelnen Unternehmen für ihre Finanzierung verwenden. Diese Frage ist für die Industrie weltweit interessant, aber im Speziellen für die japanische Flugzeugbauindustrie. In Japan bewegen sich die Leit- und die Interbankenzinsen seit Jahren auf einem historisch niedrigen Niveau, dementsprechend sind in einer solchen Phase auch die Kapitalkosten für die Unternehmen auf einem historisch niedrigen Niveau. Allerdings leiden die japanischen Banken teilweise immer noch unter den Auswirkungen der japanischen Finanzkrise der 1990er-Jahren sowie der weltweiten Finanzmarktkrise, welche im Jahr 2008 ausbrach und die internationale Bankenwelt nach wie vor belastet. Bankenregulierungen wie Basel III oder industrieunabhängige weltweite Regulierungen wie EMIR, der Dodd-Frank-Act sowie die sich stets erneuernden Bilanzierungsstandards verteuern die Finanzierungskosten für Banken und Industrieunternehmen zusätzlich erheblich. In diesem Zusammenhang ist es sehr interessant, das Finanzierungsverhalten von japanischen Industrieunternehmen näher zu untersuchen, um die Auswirkungen der oben genannten äußeren Einflüsse auf eine bestimmte Industrie oder auf die gesamte japanische Wirtschaft aufzeigen zu können. Zu diesem Zweck werden in dieser Arbeit das Finanzierungsverhalten sowie die Corporate-Governance-Strukturen von Unternehmen der japanischen Luftfahrtindustrie über einen Zeitraum von 10 Jahren analysiert. Als Ausgangspunkt dient hierbei die Frage, wie sehr die japanischen Unternehmen durch äußere Einflüsse, wie etwa regulatorischen Druck oder den Druck der eigenen Share- sowie Stakeholder, zu einem transparenteren Bild ihrer Managemententscheidungen und Entscheidungsprozesse veranlasst werden. Hintergrund ist dabei die Annahme, dass die Anteilseigner ein transparentes Bild über die Ertragslage sowie die Entscheidungen und Entscheidungsprozesse in einem Unternehmen entsprechend erhalten und damit den Wert einer Investition besser beurteilen können. Insbesondere steht hierbei die Frage im Fokus, inwiefern andere „Gruppen“, seien es andere Unternehmen, Banken oder der Staat, in diese Entscheidungsprozesse eingreifen oder eingreifen können.

Als Untersuchungsgegenstand dienten in dieser Arbeit die veröffentlichten Jahresabschlüsse der japanischen Unternehmen der Flugzeugbauindustrie im oben geschilderten

Untersuchungszeitraum. Aus den Veröffentlichungen lassen sich die veränderten Gegebenheiten der einzelnen Jahre erkennen und entsprechende Trends und Entwicklungslinien nachzeichnen.

Die Unternehmen der Flugzeugbaubranche zeichnen sich darin aus, dass sie über lange Entwicklungsphasen, aber auch über Konjunkturzyklen hinweg relativ gleichmäßige Cashflows von Ein- und Auszahlungen aufweisen und diese Unternehmen nicht so stark konjunkturabhängig sind wie zum Beispiel der Automobilbau. Dadurch lassen sich an diesen Unternehmen grundlegende Änderungen im Finanzierungsverhalten und Änderungen in den Corporate-Governance-Strukturen besser aufzeigen, ohne dass es schwer wird, zwischen konjunkturabhängigen Ad-hoc-Änderungen und einem mittelfristigen Entwicklungsprozess unterscheiden zu können. Ein weiterer Vorteil für die Untersuchung ergibt sich dadurch, dass alle untersuchten Unternehmen in einem internationalen Umfeld agieren, da der größte Teil ihres Umsatzes aus der Belieferung der beiden großen internationalen Flugzeugbauer Airbus und Boeing mit Komponenten besteht. Daneben wurden für diese Arbeit fünf japanische Flugzeugbauunternehmen unterschiedlicher Größe ausgewählt, um auch hier eine breitere Aussage über das Finanzierungsverhalten und den Aufbau der Corporate-Governance-Strukturen treffen zu können.

Für die Untersuchung in der vorliegenden Arbeit sind der japanische wie der internationale Kapitalmarkt relevant. Dadurch, dass die untersuchten japanischen Unternehmen in einem internationalen Umfeld agieren und somit Zugriff auf weitere Finanzierungsmöglichkeit haben, wird diese Arbeit auch die Entwicklung und die Möglichkeiten des japanischen gegenüber dem internationalen Kapitalmarkt aufzeigen können. Denn wie bereits angerissen, befindet sich der Banken- und Kapitalmarkt der drittgrößten Wirtschaftsnation immer noch in dem umfangreichsten Reformprozess seit dem Ende des 2. Weltkriegs, ausgelöst durch das Platzen der Bubble Economy zu Beginn der 1990er-Jahre und die weltweite Finanzkrise Mitte der 2000er-Jahre.

1.2 Ziel der Arbeit und Fragestellung

Ziel dieser Arbeit ist es, ein vollumfängliches Bild über die angewendeten Corporate-Governance-Strukturen der fünf untersuchten japanischen Unternehmen über einen Zeitraum von mehr als zehn Jahren zu erhalten und sie darüber hinaus in das in Kapitel 1.4 vorgestellte Modell von Aoki, Jackson und Miyajima aus dem Jahr 2007 (AOKI/JACKSON/MIYAJIMA 2007) einzuordnen. Wie man in dem Kapitel über den Forschungsstand und die Quellenlage sehen kann, nehmen mit dem Beginn der Finanzkrise die Anzahl an Studien und Artikel über den Themenkomplex Corporate Governance und Unternehmensfinanzierung sukzessive ab, insbesondere gilt dies für Unternehmens- und Branchenstudien. Die vorliegende Arbeit soll somit auch die zeitliche Lücke zu den in Kapitel 2 genannten Studien und der Arbeit von Aoki, Jackson und Miyajima schließen und die Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise und des konjunkturellen Wandels analysieren und aufzeigen. Interessant ist hierbei die Frage, wie sich die Entwicklung weiter fortsetzte und wie sehr die weltweite Finanzkrise aus dem Jahr 2008 einen Einfluss auf die Corporate-Governance-Strukturen und Unternehmensfinanzierung in Japan hatte. Wurde hier der Status quo fortgesetzt? Oder wendeten sich immer mehr japanische Unternehmen dem US-amerikanischen System zu, um vermehrt die Möglichkeiten der nicht-japanischen Kapitalmärkte nutzen zu können? Oder setzte so etwas wie eine Rückbesinnung ein, sodass die Unternehmen sich wieder vermehrt dem traditionellen System zuwendeten? Unter dem Einfluss des immer schwieriger werdenden finanziellen Umfelds – international wie national – geht die Arbeit davon aus, dass es für die japanischen Unternehmen vorteilhafter ist, sich zunehmend in „hybride Unternehmen“ (im Sinne von Aoki, Jackson und Miyajima) zu verwandeln beziehungsweise immer mehr Elemente europäischer wie US-amerikanischer Unternehmen zu adaptieren, um attraktiver und transparenter für die internationalen Kapitalmärkte zu sein. Es sollte also zu einer Verstärkung sogenannter hybrider Elemente im Zeitablauf kommen beziehungsweise sollten diese bei den untersuchten Unternehmen vermehrt vorzufinden sein. Hierbei untersucht die Arbeit im Einzelnen, ob und wie sich die Zusammensetzung in den Aufsichtsräten in den vergangenen Jahren veränderte. Hat sich die Anzahl der Aufsichtsräte verändert? Wie hat sich die personelle Zusammensetzung der Aufsichtsräte geändert? Sitzen vermehrt unternehmensexterne und/oder Ausländer in den Gremien? Wie hoch ist der Frauenanteil in den einzelnen Gremien? Ist es möglich, durch die Zusammensetzung der Aufsichtsräte auf eine engere Verflechtung zwischen verschiedenen Unternehmen oder innerhalb der Branche zu schließen?

Weiterhin wird die Darstellung der Jahresabschlussberichte analysiert. Inwiefern lassen sich Unterschiede in der Darstellung bei den einzelnen Unternehmen im Zeitablauf erkennen und welche Unterschiede sind in der Darstellung der einzelnen Unternehmen untereinander erkennbar? Hierbei liegt der Fokus auf der Frage, ob die Änderungen, sofern erkennbar, zu einer offeneren beziehungsweise transparenteren Darstellung geführt haben. Ist es für den kundigen Leser des jeweiligen Jahresabschlussberichts einfacher geworden, auf den finanziellen Zustand, die Ertragskraft und die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens zu schließen? Hierbei geht die Arbeit davon aus, dass ein Investor sein Geld eher in einem Unternehmen anlegen wird, dessen wirtschaftliche Lage transparent für ihn dargelegt wird und dessen zukünftige Entwicklung er abschätzen kann.

Die gleiche Logik wird bei den untersuchten japanischen Unternehmen aus dem Flugzeugbau auf den Themenkomplex der Unternehmensfinanzierung angewendet. Finanzieren sich die Unternehmen im Sinne der in dieser Arbeit dargelegten Begrifflichkeit eher traditionell über Bankenkredite oder nehmen sie vermehrt den japanischen oder internationalen Kapitalmarkt und dessen Instrumente in Anspruch? Zwar sollte man den Einfluss des Aktienkurses auf die Managemententscheidungen in Japan nicht überbewerten, dennoch kann man feststellen, dass man in Japan in den letzten Jahren auch dem Kurs der eigenen Aktien vermehrt Aufmerksamkeit zollt und dadurch indirekt den in- wie ausländischen Anteilseignern mehr Einflussmöglichkeiten einräumte. Diese verstärkte Einflussnahme wiederum war einer der Gründe für die Anpassung der Corporate-Governance-Strukturen in Japan. Ob die ausländischen Investoren die japanischen Firmen durch ihren Druck dazu drängten, ihre Strukturen zu verändern oder ob die japanischen Firmen ihre Strukturen änderten, um japanische und ausländische Investoren zu gewinnen, lässt sich auf den ersten Blick nicht sagen. In dieser Arbeit wird jedoch untersucht, ob es einen empirischen Zusammenhang zwischen der Aktienkursentwicklung und der Unternehmensführung (wie der Optimierung von Unternehmenskennzahlen oder Veränderungen in den Corporate-Governance-Strukturen) gab. Hierbei geht die Arbeit davon aus, dass sich eine Optimierung von Unternehmenskennzahlen wie zum Beispiel dem „Return on Equity“ mittelbar in der Aktienkursentwicklung niederschlägt. Ebenso sollte sich eine Verbesserung der Transparenz und der Corporate-Governance-Strukturen in den Aktienkursen niederschlagen. Weiter soll diese Arbeit Antworten auf die Frage liefern, inwiefern sich diese angewendeten Modelle, Strukturen und Finanzinstrumente über den Zeitablauf hinweg ändern und welche endogenen oder exogenen Einflüsse diese Änderung beeinflusst haben. Schlussendlich soll durch die Arbeit die Frage untersucht werden, wie sich die Corporate-Governance-Strukturen und die

Arten der Unternehmensfinanzierung gegenseitig beeinflussen. Die Arbeit geht dabei davon aus, dass sich Änderungen in den Methoden, Strukturen und den verwendeten Finanzierungsinstrumenten mittelbar auf die Corporate Governance und Unternehmensstrukturen auswirken werden. Wenn zum Beispiel ein Unternehmen weniger Kredite über eine einzige Bank aufnimmt, mit der es schon über einen langen Zeitraum in einer Geschäftsbeziehung steht und stattdessen auf den nationalen wie internationalen Kapitalmarkt zur Finanzierung zurückgreift – zum Beispiel über die Ausgabe von Anleihen –, so werden sich auch die Corporate-Governance-Strukturen ändern, die Strukturen werden transparenter und die Einfluss- und Kontrollmechanismen entsprechend ausgebaut.

1.3 Aufbau der Arbeit

Der erste Teil der Arbeit legt den Hintergrund der verwendeten betriebswirtschaftlichen Theorie im Bereich der Unternehmensfinanzierung sowie die verwendete Methodik und den Untersuchungsgegenstand dar. Bei der Ausarbeitung des theoretischen Hintergrundes ist zu beachten, dass nur einzelne für diese Arbeit wichtige Komponenten des gesamten Themenkomplexes Unternehmensfinanzierung angewendet und in der vorliegenden Arbeit weiterverfolgt wurden. Insbesondere gilt dies für die Verwendung einzelner spezieller betriebswirtschaftlicher Kennzahlen. Diese Kennzahlen werden jedoch in einem gesonderten Kapitel ausgearbeitet. Danach erfolgt eine Übertragung des allgemeinen wirtschaftswissenschaftlichen Teils auf die japanischen Charakteristika der Unternehmensfinanzierung und eine Ausarbeitung der japanspezifischen Corporate-Governance-Strukturen. Um das Bild in diesem Themenkomplex abzurunden, steht zu Beginn des Kapitels ein zusammenfassender Überblick der historischen Entwicklung des Kapitalmarkts und des Corporate-Governance-Systems in Japan. Hierbei soll verdeutlicht werden, welche historischen Hintergründe zum aktuellen in Japan angewendeten System im Bereich der Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance geführt haben und warum teilweise aus dem Ausland übernommene Systeme und Strukturen dennoch ihre japanischen Eigenheiten gewonnen haben. Hierbei wird gezeigt, welche äußeren Einflussfaktoren sich auf welche Art und Weise durchgesetzt haben und welcher Einflussfaktor ein Zusammenspiel der übernommenen Systeme und Strukturen und der bereits in Japan etablierten Systeme und Strukturen ist. Das Nachzeichnen dieser Entwicklungslinien endet mit dem Beginn der weltweiten Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009. Wichtig ist dieser gesamte Themenkomplex, um die Frage beantworten zu können, wie äußere Faktoren – wie eine

Bankenkrise oder die aktuelle Finanzkrise – gewisse wirtschaftliche Strukturen beeinflussen. Werden systemeigene Prozesse zur Weiterentwicklung angestoßen, oder muss die japanische Bürokratie und Politik entsprechend regulierend eingreifen?

Danach erfolgt die Aufarbeitung des Forschungsstands und der Quellenlage zu den Themenkomplexen „Unternehmensfinanzierung“ und „Corporate-Governance-Strukturen“ im Allgemeinen wie zur japanischen Unternehmensfinanzierung und japanischen Corporate-Governance-Strukturen im Speziellen sowie der japanischen Luftfahrtindustrie seit dem Ende des 2. Weltkriegs. Nach diesem geschichtlichen Exkurs wendet sich die Arbeit dem Untersuchungsgegenstand der Analyse zu und stellt die japanische Flugzeugbaubranche in ihrer Gesamtheit mit den wichtigsten historischen Entwicklungen und den dazugehörigen wirtschaftlichen Kennzahlen vor.

Anschließend werden die eigentlichen empirischen Ergebnisse für jedes der einzeln untersuchten Unternehmen im Bereich der Unternehmensfinanzierung und der Corporate-Governance-Strukturen separat vorgestellt und detailliert erläutert. Schlussendlich werden die jeweiligen Ergebnisse in einem Gesamtfazit zusammengetragen und die Ergebnisse werden in Hinsicht auf die im Forschungsstand und in dem Abschnitt Ziel der Arbeit definierten und aufgeworfenen Fragestellungen eingeordnet. Dieses Kapitel bietet den Abschluss dieser Arbeit.

1.4 Betriebswissenschaftlicher Hintergrund und Rahmen

1.4.1 Definitionen, Begrifflichkeiten und Abkürzungen

In der vorliegenden Arbeit werden verschiedene Begriffe verwendet, für die Synonyme existieren. Für die meisten Begrifflichkeiten verwendet diese Arbeit die entsprechende deutsche Übersetzung der japanischen beziehungsweise englischen Begriffe.

Darüber hinaus definiert die Arbeit die weiteren Begriffe wie folgt, sofern diese nicht in der Arbeit selbst erläutert werden:

- **CEO (*Chief Executive Officer*):** synonyme US-amerikanische Bezeichnung für den geschäftsführenden Vorstandsvorsitzenden, den Vorstandsvorsitzenden beziehungsweise den Präsidenten oder den Generaldirektor eines Unternehmens.
- **COO (*Chief Operating Officer*):** Mitglied des Vorstands beziehungsweise Posten im Vorstand, welcher das operative Geschäft eines Unternehmens direkt betreut und verantwortet.

- **Hauptbank:** bezeichnet diejenige Bank, mit der ein japanisches Unternehmen seine hauptsächlichen Finanzgeschäfte abschließt. Synonym wird der englische Begriff „Main Bank“ verwendet.
- **Kansayaku:** ist das Aufsichtsgremium einer japanischen Kapitalgesellschaft. Die Mitglieder sind von der von der Hauptversammlung gewählt und sind dem Vorstand rechtlich gleichgestellt. Dieses Gremium ist allerdings in seiner Funktion nicht 1:1 mit dem deutschen Begriff Aufsichtsrat zu übersetzen und die Arbeit verwendet darum den Begriff *kansayaku*.
- **Leverage oder leverage ratio:** wird das Verhältnis zwischen Fremdkapital und Eigenkapital beziehungsweise des Eigenkapitals im Verhältnis zur Bilanzsumme genannt.
- **ROE (Return on Equity):** Eigenkapitalrendite; erwirtschaftete Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital.
- **Stakeholder:** Unter diesem Begriff versteht die Arbeit im engsten Sinne des Begriffs ausschließlich die Arbeitnehmer eines Unternehmens. Weitere Stakeholder wie der japanischen Staat oder die Umwelt werden in der Arbeit nicht berücksichtigt. Die japanischen Banken können ebenfalls als Stakeholder eingeordnet werden, sie werden in dieser Arbeit aber gesondert behandelt.

1.4.2 Corporate Governance

Für den Begriff „Corporate Governance“ existieren in der Literatur eine Vielzahl von Definitionen und Übersetzungen. Eine knappe Definition besagt, dass Corporate Governance den „rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens“ bezeichnet, der Begriff weist allerdings auch Überschneidungsmerkmale mit dem Terminus „Unternehmensverfassung“ auf. Im ursprünglichen, das heißt US-amerikanischen Verständnis bezieht sich der Begriff dabei auf das „(Kontroll-)Verhältnis zwischen den Aktionären (als Eigentümern des Unternehmens) und dem Management (als Inhaber der Verfügungsmacht im Unternehmen)“ (HANDELSBLATT 2010: 1137).

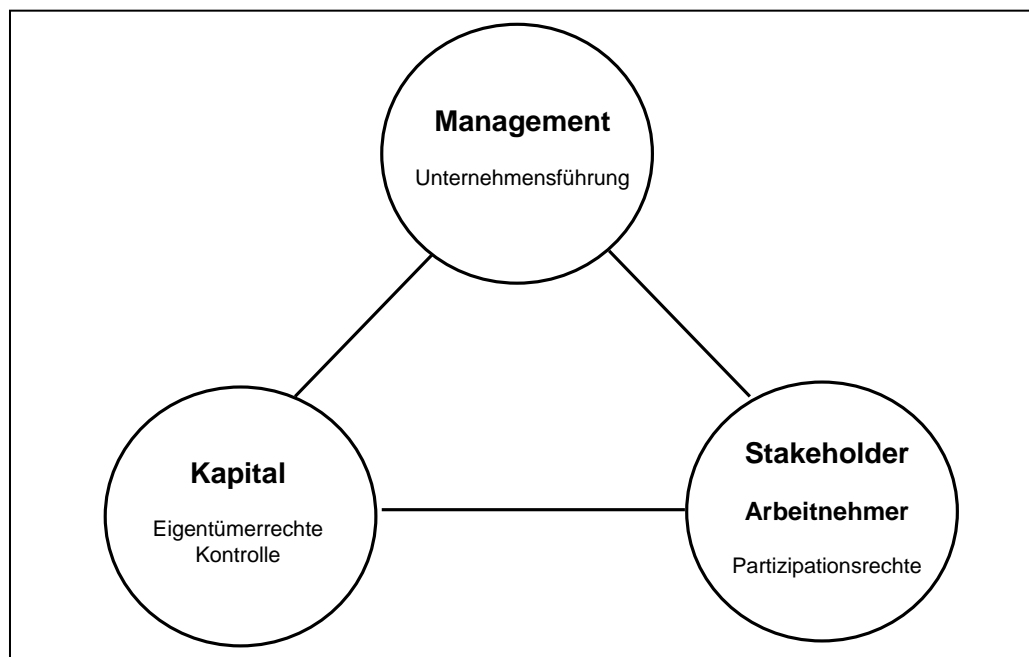
Dieser Teil meiner Arbeit greift auf das US-amerikanische Verständnis des Corporate-Governance-Begriffs zurück, also das Verhältnis zwischen den Aktionären und dem Management. Allerdings gehe ich noch einen Schritt weiter und untersuche die Wechselbeziehungen und das Zusammenwirken zwischen Management, Aufsichtsrat (Shareholdern) und den verschiedenen Stakeholdern (wie zum Beispiel Arbeitnehmern und Kreditgebern) beziehungsweise deren Einflussnahme auf Entscheidungen in japanischen Unternehmen.

Wichtig hierbei sind unter anderem:

- die interne Organisation, die Leitungsstrukturen sowie die Managementleitlinien des Unternehmens
- die Eigentümerstruktur des Unternehmens
- die Aufsicht/Kontrolle über das Management durch den Aufsichtsrat und die externen Kontrollorgane
- der gesamtwirtschaftliche Einfluss und das Zusammenspiel dieser Komponenten

Folgendes Diagramm soll das Zusammenspiel zwischen dem Management, den Shareholdern und Stakeholdern verdeutlichen. Die Shareholder als Kapitalgeber wollen in diesem Zusammenspiel ihre Eigentümer- und Kontrollrechte verwirklichen und üben entsprechend ihren Einfluss auf das Management der Unternehmen aus, zum einen, indem sie von ihren Stimmrechten Gebrauch machen und über die entsprechenden Organe die Unternehmensführung kontrollieren beziehungsweise auch bestimmen können. Dabei sind die Eigentümerrechte in Japan eher schwach ausgeprägt und können mit stimmrechtslosen Aktien in Europa oder den USA verglichen werden. Auf dieses Thema wird aber an anderer Stelle näher eingegangen. Die Stakeholder, im Sinne dieser Arbeit die Arbeitnehmer eines Unternehmens, üben in diesem Modell ihre Partizipations- und Mitbestimmungsrechte an der Unternehmensführung aus, welche in Japan historisch bedingt stärker ausgeprägt sind.

Abbildung 1: Corporate Governance und Unternehmensverfassung



Quelle: eigene Darstellung

In der japanspezifischen Betriebswissenschaft unterscheidet man zwischen zwei Corporate-Governance-Systemen in Japan, welche in verschiedenen Zeiträumen des 20. Jahrhundert beobachtet werden konnten. Zum einen gab es das traditionelle System, welches sich nach dem 2. Weltkrieg entwickelte und bis zur Mitte der 1990er-Jahre vorherrschend war. Nach dem Platzen der sogenannten „Bubble Economy“ zu Beginn der 1990er-Jahre änderte sich dieses System jedoch bedeutend. Viele bekannte Merkmale wie das „System einer Hauptbank“, die Dominanz der Aufsichtsräte durch sogenannte „Insider“ und die lebenslange Beschäftigungsgarantie standen auf dem Prüfstein. Auf den kommenden Seiten werde ich die neuen Corporate-Governance-Strukturen in Japan vorstellen und erläutern sowie die Gründe darlegen, welche zu diesem Wandel geführt haben. Aus einer Untersuchung des Finanzministeriums aus dem Jahr 2003, bei der 876 Unternehmen untersucht wurden, konnte man die untersuchten Firmen grob in die folgenden zwei Modelle einteilen (*Waga kuni kigyô no kôporêto gabanansu ni kansuru ankêto chôsa* (Umfrage zur Corporate Governance in japanischen Unternehmen) (Policy Research Institute 2003) und *Shinten suru kôporêto gabanansu kaikaku to nihon kigyô no saisei* (Die Fortschritte der Corporate-Governance-Reformen in Japan und die Revitalisierung der japanischen Unternehmen) (Policy Research Institute 2003)).

1.4.2.1 Das traditionelle System

Der Begriff des „traditionellen Systems“ in dieser Arbeit leitet sich von der Begrifflichkeit aus der Arbeit von Aoki, Jackson und Miyajima (AOKI/JACKSON/MIYAJIMA 2007) ab.

Wie weiter oben bereits beschrieben, kann man die traditionelle Struktur des japanischen Corporate-Governance-Systems mit wenigen Stichworten definieren, es wird als „bankenbasiert“, von „Netzwerken“ dominiert und „durch Insider koordiniert“ bezeichnet (JACKSON/ MIYAJIMA 2007: 3; HIRATA 1998: 34).

Dieses traditionelle System, wie ich es in meiner Arbeit bezeichne, hat sich in Japan nach dem 2. Weltkrieg entwickelt und zeichnete sich durch folgende Merkmale aus:

- Wachstumsorientierung
- Aufteilung in einen primären und sekundären Arbeitsmarkt
- *Keiretsu* und Hauptbank-System
- Einflussmöglichkeiten von Shareholdern sind niedrig
- wenige oder keine Unternehmensexterne in den Aufsichtsräten

Die Firmen, die weiterhin das traditionelle System – wie oben beschrieben – anwenden, finanzieren sich zum größten Teil über Bankkredite. Diese Firmen sind zum Teil mit anderen japanischen Firmen durch gegenseitigen Aktienbesitz verflochten. In ihren Aufsichtsräten

sitzen keine oder kaum Firmenexterne. Die Angestellten werden senioritätsabhängig entlohnt. Ebenso vergibt das Unternehmen an seine Stammebelegschaft die Garantie einer lebenslangen Beschäftigung. Der Anteil der untersuchten Firmen in der Studie, die dieses Modell anwendeten, lag bei 42 Prozent aller untersuchten Unternehmen, welche wiederum 16 Prozent aller Angestellten der Unternehmen in der Untersuchung repräsentierten (JACKSON/MIYAJIMA 2007: 34).

1.4.2.2 Das hybride Modell

Bei dem sogenannten hybriden Modell existieren viele Mischformen beziehungsweise „Aufweichungen“ gegenüber dem traditionellen System. Zu diesem Modell zählen zum Beispiel Firmen, welche sich verstärkt über den Kapitalmarkt durch die Emission von Anleihen oder über Kapitalerhöhungen finanzieren anstatt über Kredite von ihren Hauptbanken. Unter den Shareholdern dieser Unternehmen befinden sich ausländische Investoren mit einem signifikanten Anteil an den Unternehmen, und Teile der Aufsichtsratsposten wurden mit Unternehmensexternen besetzt. Bei der Entlohnung ihrer Mitarbeiter hatten sich viele Firmen von dem Senioritätsprinzip gelöst, hielten jedoch zum Beispiel am System der lebenslangen Beschäftigung fest. Weitere Mischformen und andere Konstellationen fielen ebenfalls unter diese Kategorie von Unternehmen, die ein hybrides Modell verwendeten. Der Anteil der untersuchten Firmen in der Studie, die dieses Modell anwendeten, lag bei 58 Prozent aller untersuchten Unternehmen, welche wiederum 84 Prozent aller Angestellten der Unternehmen in der Untersuchung repräsentierten (JACKSON/MIYAJIMA 2007: 34). Bei genauerer Betrachtung kann man dieses hybride Modell noch weiter ausdifferenzieren und die betreffenden Unternehmen noch weiter diversifizieren. Zum einen kann man Firmen zusammenfassen, die das traditionelle Modell bei den Angestellten weiterverfolgen und sich dafür mehr dem Kapitalmarkt öffnen, und zum anderen können Firmen zusammengefasst werden, die das traditionelle System der Unternehmensfinanzierung fortsetzen, aber dafür den Angestellten keine lebenslange Beschäftigung und/oder eine senioritätsabhängige Entlohnung mehr garantierten.

Zur ersten Form gehörten insgesamt 24 Prozent der untersuchten Firmen (mit 67 Prozent der Angestellten), zur zweiten Form 34 Prozent der Firmen (mit 18 Prozent der Angestellten) (JACKSON/MIYAJIMA 2007: 34; MURASE 2009: 67). Interessant ist hierbei der Anteil an Unternehmen, die sich einem kapitalmarktgeprägten oder US-amerikanischen System angenähert hatten. Aus der Untersuchung lässt sich ableiten, dass dies 9,4 Prozent der untersuchten Firmen waren. Diese japanischen Unternehmen zeichnen sich dadurch aus, dass sie zur Finanzierung verstärkt Anleihen emittieren und unter den Shareholdern auch

ausländische Firmen beziehungsweise institutionelle Anleger waren. Darüber hinaus wenden diese Unternehmen eine leistungsbezogene Vergütung an und verzichten zum Teil auf die Garantie der lebenslangen Beschäftigung.

Interessant ist hierbei die Frage, wie sich diese Entwicklung seit der Untersuchung aus den Jahren 2002 und 2003 weiter fortsetzte und wie sehr die weltweite Finanzkrise aus dem Jahr 2008 einen Einfluss auf diese Entwicklung hatte. Setzte ein Status quo ein? Oder wendeten sich immer mehr japanische Unternehmen dem US-amerikanischen System zu, um vermehrt die Möglichkeiten der ausländischen Kapitalmärkte nutzen zu können? Oder setzte so etwas wie eine Rückbesinnung ein, sodass die Unternehmen sich wieder vermehrt dem traditionellen System zuwendeten? Diese Fragen werden im folgenden Teil der Arbeit exemplarisch an der Flugzeugbauindustrie untersucht und entsprechende Antworten vorgeschlagen.

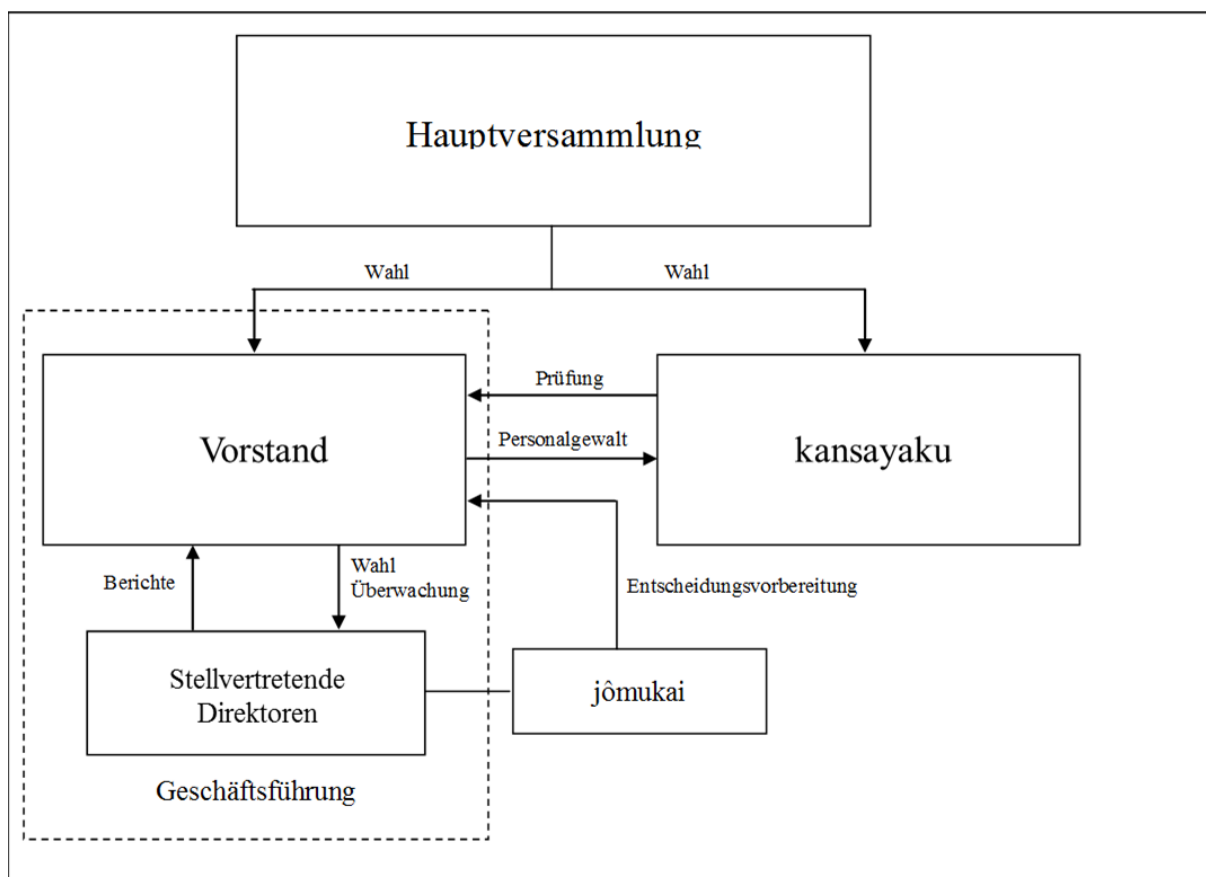
1.4.3 Unternehmensverfassung

In vielen europäischen und US-amerikanischen Arbeiten wird die japanische Unternehmensverfassung vielfach mit dem Schlagwort „Stakeholder-Kapitalismus“ (ABE/TAKEO 2007: 259) beschrieben. Dieses Konzept steht im Gegensatz zum US-amerikanischen Modell des „Shareholdervalue-Konzeptes“. Die japanischen Unternehmen sind in der japanischen Wahrnehmung „primarily a community of people rather than a piece of property that its owners can do with what they like [...]“ (DORE 1994: 6). Diese Wahrnehmung manifestiert sich neben den Besitzverhältnissen auch in der Unternehmensverfassung der japanischen Unternehmen. Die beiden vorherrschenden Gesellschaftsformen in Japan sind die „Aktiengesellschaft“ (*kabushiki gaisha*) und die „Gesellschaft mit beschränkter Haftung“ (*yûgen gaisha*) (DIRKS/OTTO 1998: 213).

In der Arbeit richtet sich das Hauptaugenmerk auf die Aktiengesellschaft, weil diese Rechtsform einer besonderen Veröffentlichungspflicht unterliegt und sich somit besonders gut als Untersuchungsgegenstand eignet. Schaut man sich die einzelnen Gesellschaftsformen, deren Aufbau und die Strukturen genauer an, so erkennt man, dass in Japan eine Mischform aus dem US-amerikanischen und dem deutschen Modell angewendet wird beziehungsweise die vorherrschenden Gesellschaftsformen Merkmale dieser beiden Modelle aufweisen (DIRKS/OTTO 1998: 218–219). Diese Ausprägung einer Mischform ist dabei historisch bedingt und geht auf die Übernahme beziehungsweise die Verabschiedung und Implementierung von Handelsgesetzen und Strukturen zu Beginn der industriellen Entwicklung in Japan am Ende des 19. Jahrhunderts sowie auf die Einflussnahme der alliierten Besatzungsbehörde nach dem Ende des 2. Weltkrieges zurück. Die Gesetze, Normen und

Regelungen bezüglich der Unternehmensverfassung einer Aktiengesellschaft sind dabei im japanischen Handelsgesetzbuch (*shôhō*) festgelegt. Im US-amerikanischen System werden die Funktionen der Geschäftsführung und der Überwachung von einem einzigen Organ erfüllt, nämlich vom „Vorstand“ (DIRKS/OTTO 1998: 218). In Deutschland wendet man hingegen das sogenannte dualistische Modell an, in dem diese Funktionen getrennt sind. Die Aufgaben der Geschäftsführung übernimmt dabei in Aktienunternehmen der Vorstand und die der Überwachung der Aufsichtsrat. In Japan wiederum wird eine ähnliche Trennung vorgenommen. Die folgende Darstellung verdeutlicht die Strukturen in einem typischen japanischen Aktienunternehmen.

Abbildung 2: Die japanische Unternehmensverfassung und Corporate-Governance-System



Quelle: eigene Darstellung

Wie man in der obigen Abbildung erkennen kann, wird der gesamte Vorstand von der Hauptversammlung gewählt. Die Direktoren sind für die eigentliche Geschäftsführung, aber auch für die Überwachung verantwortlich. Als ein weiteres Gremium existieren die *kansayaku*, sie übernehmen ebenfalls Überwachungsfunktionen und werden ebenfalls von der Hauptversammlung bestimmt (DIRKS/OTTO 1998: 219).

Wenn man die Rechte der einzelnen Organe, also der „Hauptversammlung“, des „Vorstands“ und der *kansayaku* international miteinander vergleicht, so wird deutlich, dass die Hauptversammlung der Unternehmen in Japan im Gegensatz zu denen in den USA und in Deutschland weniger Rechte und dadurch auch weniger Durchsetzungsvermögen besitzt.

Die japanischen Aktionäre haben eher rechtliche Befugnisse, die denen von Inhabern stimmrechtsloser Vorzugsaktien in Deutschland oder den USA gleichen (ABEGLEN/STALK 1987: 183–185). Durch die Abtretung von Stimmrechten und die relativ kurzen Hauptversammlungen kann von einem vergleichbaren Einfluss der Anteilseigner auf die Entscheidungsprozesse oder das Management wie in den USA oder in Europa nicht die Rede sein (DIRKS/OTTO 1998: 220).

1.4.4 Unternehmensfinanzierung in Japan

Unternehmen benötigen Finanzmittel, um Investitionen zu tätigen, Gehälter zu zahlen und weiteren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen können. Um dies zu ermöglichen, muss ein Unternehmen jederzeit in der Lage sein, genügend finanzielle Mittel zu erwirtschaften oder diese auf anderem Weg beziehungsweise durch andere Quellen zu beschaffen. Nach dem Platzen der Bubble Economy und der Bankenkrise in Japan haben sich die Instrumente der Unternehmensfinanzierung und die Finanzstruktur der japanischen Unternehmen teilweise sehr stark gewandelt. Dieser Wandel lässt sich, wie auch schon weiter oben beschrieben, jedoch nicht homogen auf alle Unternehmen beziehen, sondern trägt durchaus heterogene Züge.

Die japanischen Banken waren mit Beginn der Finanzkrise in Japan zum Teil nicht mehr in der Lage, die japanische Wirtschaft mit Kapital zu versorgen, wie im Kapitel „Forschungsstand“ ausgeführt wird. Aus diesem Grund suchten die Unternehmen nach alternativen Finanzierungsformen für ihre Investitionen. Neben der herkömmlichen Kreditaufnahme emittierten die Unternehmen in Japan vermehrt Anleihen und führten Kapitalerhöhungen am Aktienmarkt durch. Durch die zunehmende Hinwendung zum japanischen und internationalen Kapitalmarkt wurden bestimmte betriebswirtschaftliche Kennzahlen und der Aktienkurs der Unternehmen für das Management nachhaltig wichtiger. Zwar sollte man den Einfluss des Aktienkurses auf die Managemententscheidungen in Japan nicht überbewerten, dennoch kann man feststellen, dass man in Japan in den letzten Jahren auch dem Kurs der eigenen Aktien vermehrt Aufmerksamkeit zollt und dadurch indirekt den in- wie ausländischen Anteilseignern mehr Einflussmöglichkeiten einräumte. Diese verstärkte Einflussnahme wiederum war einer der Gründe für die Anpassung der Corporate-Governance-Strukturen in Japan. Ob die ausländischen Investoren die japanischen Firmen

durch ihren Druck dazu drängten, ihre Strukturen zu verändern oder ob die japanischen Firmen ihre Strukturen änderten, um japanische und ausländische Investoren zu gewinnen, lässt sich auf den ersten Blick nicht sagen. Weitere Forschungen in diesem Bereich scheinen hier notwendig und erkenntnisversprechend.

In dieser Arbeit soll auch untersucht werden, welche Finanzinstrumente die japanischen Unternehmen aus dem Flugzeugbau im Zeitablauf verwendeten und ob beziehungsweise wie sich die Verwendung bestimmter Instrumente wie Bankkredite, Unternehmensanleihen oder die Eigenfinanzierung durch erwirtschaftete Cashflows veränderte.

1.5 Methode, Quellen und Untersuchungsgegenstand

1.5.1 Methode und Quellen

Wie bereits weiter oben kurz dargelegt, wurden in dieser Arbeit die Geschäftsberichte von fünf japanischen Flugzeugbaunternehmen analysiert. Bei der Untersuchung wurde sich auf das von den Unternehmen publizierte Zahlenmaterial gestützt, welches zuvor in den jeweiligen Jahresabschlussprozessen von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer testiert wurde, bevor es von den Unternehmen veröffentlicht wurde. Insbesondere stützte sich die Untersuchung dabei auf die veröffentlichten Bilanzen, die Kapitalflussrechnungen, die Gewinn- und Verlustrechnungen und die in diesem Zusammenhang stehenden Zusatzangaben und Erläuterungen der entsprechenden Punkte in den Anhangsangaben.

Für die Untersuchung der Corporate-Governance-Strukturen wurde ebenfalls auf die Angaben in den Geschäftsberichten der Unternehmen zurückgegriffen. Seit dem Jahr 2008 werden vom japanischen Gesetzgeber verpflichtende Angaben über die Corporate-Governance-Strukturen in den veröffentlichten Geschäftsberichten eingefordert. Für die Jahre davor geschah dies auf freiwilliger Basis, aber die meisten der untersuchten Unternehmen haben auch in den Jahren vor 2008 Informationen zu den Strukturen veröffentlicht. Wenn dies nicht geschah oder die Angaben nur rudimentär vorhanden waren, wurden neben dem veröffentlichten Datenmaterial noch die Angaben zu den Gehältern des Managements sowie darüber hinaus die Zusammensetzung sowie die Personen des Managements der Unternehmen selbst untersucht. Das veröffentlichte Datenmaterial reicht dabei bei allen Unternehmen mindestens bis zum Jahr 2000 zurück, vereinzelt sogar darüber hinaus. Die veröffentlichten Geschäftsberichte sind dabei für die Öffentlichkeit frei zugänglich und können entweder über das Internet bei den Unternehmen als PDF-Datei abgerufen werden oder als gedruckte Version beim Unternehmen selbst angefordert werden.

Bei der Analyse wurde sich auf die veröffentlichten und testierten Zahlen gestützt oder es wurden eigene Kennziffern und Zahlenreihen aus den veröffentlichten Daten errechnet und erstellt. Für diese Arbeit wurden keinerlei Grafiken aus den Geschäftsberichten übernommen, sondern ausschließlich aus dem zur Verfügung stehenden Zahlen- und Datenmaterial erstellt. Wurden bereits veröffentlichte Daten und Zahlen von dem Unternehmen korrigiert, sei es durch ein Restatement des betroffenen Unternehmens oder aufgrund von Änderungen in den Bewertungsansätzen beziehungsweise Bilanzierungsstandards, so wurde immer der letztgültige Stand verwendet.

Die Analyse ist für jedes Unternehmen in folgende Einzelschritte unterteilt:

1. Analyse der Außen- und der Innenfinanzierung

Hierbei wurde aus den veröffentlichten Kapitalflussrechnungen jedes einzelnen Unternehmens ermittelt, ob die getätigten Investitionen in den jeweiligen Jahren aus dem erwirtschafteten Cashflow durchgeführt werden konnten oder ob die Investitionen über die Aufnahme von Fremdmitteln wie zum Beispiel durch Kredite oder über Emissionen von Anleihen finanziert werden mussten. Weiterhin wurde der entsprechende Investitionsanteil, welcher über die Eigenfinanzierung und welcher über die Außenfinanzierung finanziert werden musste, ermittelt und die Entwicklung dieser Anteile im Zeitablauf dargestellt.

2. Kreditfinanzierung versus Finanzierung über die Ausgabe von Aktien oder Anleihen

Im nächsten Schritt wurde die Verbindlichkeitsstruktur jedes Unternehmens im Zeitablauf näher betrachtet. Hierbei standen folgenden Fragen im Fokus: Finanziert sich das Unternehmen vermehrt über die Aufnahme von Krediten? Wie hoch ist der Anteil an Anleihen? Wurden Kapitalerhöhungen vorgenommen?

Darüber hinaus wurden die Kredite näher untersucht und im Zeitablauf aufgezeigt, ob sich ein Unternehmen eher über die Aufnahme langfristiger Kredite oder über die Aufnahme kurzfristiger Kredite finanziert und wie sich dieser Anteil im Zeitablauf verändert.

3. Kapitalzusammensetzung und Eigenkapitalkennziffern

Hierbei setzt sich die Arbeit mit der Entwicklung der Eigenkapitalquote beziehungsweise der Fremdkapitalquote der Unternehmen im Zeitablauf auseinander. Weiterhin wurden der Leverage, also das Verhältnis zwischen Fremdkapital und Eigenkapital, der Return on Equity und der dynamische Verschuldungsgrad von jedem Unternehmen im untersuchten Zeitraum dargestellt. Beim Return on Equity oder der

Eigenkapitalrendite wird der Nettogewinn der Höhe des Eigenkapitals gegenübergestellt und somit die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals aufgezeigt. Der dynamische Verschuldungsgrad wiederum zeigt an, in wie vielen Jahren die aktuellen Verbindlichkeiten über die Einnahmen aus dem operativen Cashflow beglichen werden können. Weiterhin werden in diesem Abschnitt die Dividendenzahlungen im Zeitablauf und die damit verbundene „Ausschüttungsquote“, also das Verhältnis zwischen Dividenden je Aktie und Gewinn je Aktie, sowie die Entwicklung der Gewinnrücklagen analysiert. Hierbei wurde der Frage nachgegangen, ob die Unternehmen große Teile des Gewinns an die Anteilseigner ausschütten oder die Gewinne einbehalten, um diese zu reinvestieren.

Das Zahlenwerk wird hierbei für jedes Unternehmen einzeln ermittelt und in dieser Arbeit entsprechend aufgezeigt. Schließlich wird in diesem Unterabschnitt bei jedem Unternehmen individuell auf die Entwicklung des Aktienkurses seit dem 6. Januar 1997 eingegangen und ein langfristiger Trend ermittelt, um diesen mit der Entwicklung des japanischen Gesamtmarkts, welcher durch den Nikkei-Index abgebildet wird, zu vergleichen.

4. Änderungen der Besitzverhältnisse

Abschließend geht die Arbeit bei jedem Unternehmen auf die Entwicklung der Besitzverhältnisse im Zeitablauf ein.

Hierbei soll eine Abbildung der Entwicklung des Grundkapitals sowie der Anzahl der Aktien und der Entwicklung der Aktienbesitzer über den untersuchten Zeitraum erfolgen. Bedauerlicherweise sind tiefergreifende Auswertungen erst seit dem Jahr 2007 möglich, da detaillierte Angaben vonseiten der Unternehmen zu den Besitzverhältnissen durch die Anforderungen aus den japanischen beziehungsweise internationalen Bilanzierungsstandards erst seit diesem Jahr verpflichtend sind.

Außerdem geht die Arbeit genauer auf die Aufteilung beziehungsweise die Zusammensetzung der Anteilseigner ein, sofern hierzu Informationen vonseiten der Unternehmen vorliegen. Konkret wird in diesem Abschnitt aufgezeigt, wie hoch die Anteile der ausländischen Aktienbesitzer, die der Banken und Finanzinstitute und die von anderen Unternehmen sind und wie sich diese Verhältnisse im Zeitablauf geändert haben.

5. Untersuchung der Corporate-Governance-Strukturen

Wie oben bereits kurz angerissen, wurden in einem weiteren Schritt die Corporate-Governance-Strukturen der einzelnen Unternehmen im Zeitablauf untersucht. Zum

einen stützte sich die vorliegende Arbeit dabei auf das veröffentlichte Datenmaterial der Unternehmen zu den Strukturen und der personellen Zusammensetzung der einzelnen Organe der Unternehmen. Ein Hauptaugenmerk lag dabei insbesondere auf den personellen Veränderungen – was die reine Personenzahl angeht, aber auch die Personen und deren Ämter beziehungsweise Funktionen in den einzelnen Organen. Zum anderen wurde auch hierbei das veröffentlichte Datenmaterial unter anderem aus der Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen analysiert, um den Personalaufwand beziehungsweise die Gehälter des obersten Managements im Zeitablauf nachzuzeichnen. Bei den einzelnen Personen (insbesondere bei den *kansayaku*) war es darüber hinaus noch sehr erkenntnisreich nachzuprüfen, ob diese noch bei anderen Unternehmen in anderen oder gleichen Funktionen tätig waren, und wenn ja, für wie lange sie bestimmte Tätigkeiten ausübten.

1.5.2 Untersuchungsgegenstand

Bei der vorliegenden Untersuchung wurden die Jahresabschlussberichte von fünf japanischen Unternehmen, die im Flugzeugbau oder in der Komponenten- beziehungsweise Zulieferindustrie für den Flugzeugbau tätig sind, analysiert. Bei diesen Unternehmen handelt es sich um „Fuji Heavy Industries“, „Ishikawajima-Harima Heavy Industries“, „Kawasaki Heavy Industries“, „Mitsubishi Heavy Industries“ und „ShinMaywa Industries“.

In der Arbeit wurde der japanische Flugzeugbau als Untersuchungsgegenstand ausgewählt, weil diese Industrie in der empirischen japanwissenschaftlichen und betriebswirtschaftlichen Analyse unterrepräsentiert ist. Dieser Status wird nicht ihrer nationalen wie internationalen Bedeutung gerecht. Durch die zunehmende Globalisierung wird das weltweite Wachstum des Flugverkehrs, laut verschiedener Studien, die Zahl der Flugzeuge bis zum Jahr 2030 mehr als verdoppeln. Dadurch wird auch die Flugzeugbaubranche weltweit immer mehr an Bedeutung gewinnen. Aber nicht nur die potenziellen Wachstumsmöglichkeiten dieser Branche weckten das Interesse an dieser Branche, die gesamte Flugzeugbauindustrie ist im Prinzip von kleineren und mittleren Schwankungen der japanischen wie auch der weltweiten Konjunktur unabhängig. Flugzeuge werden von ihren Endkunden – Fluggesellschaften und Leasinggesellschaften – mit einem langen Orderzeitraum bestellt, sodass die Unternehmen dieser Branche prinzipiell bessere und stabilere Planungsdaten für ihre Auslastung und somit auch ihren Kapitalbedarf haben. Änderungen im Finanzierungsverhalten lassen sich also bei diesen Unternehmen besser mit langfristigen Entwicklungslinien erklären. Außerdem benötigen diese Unternehmen aufgrund ihres Geschäftsmodells und der branchenspezifischen Kapitalbindung längerfristiges Kapital. Weiterhin arbeiten diese Unternehmen in einem

internationalen Umfeld und dadurch lässt sich eine aktive Beibehaltung eines Systems, eines Modells oder von Finanzierungsinstrumenten nicht dadurch erklären, dass diese Branche keinem äußeren Druck ausgesetzt ist.

Als letzter Punkt sind die unterschiedlichen Größen der in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen aufzuzeigen. Sie rangieren von Großunternehmen wie Mitsubishi Heavy Industries mit mehr als 60000 Mitarbeitern bis zu einem Mittelunternehmen wie ShinMaywa Industries mit mehr als 4000 Mitarbeitern. Das ermöglichte den Einfluss der Größe auf bestimmte Strukturen ebenfalls zu untersuchen. Im folgenden Abschnitt wird jedes der Unternehmen kurz anhand seiner Größe und seiner Rolle in der japanischen Flugzeugbauindustrie vorgestellt.

1.5.2.1 Fuji Heavy Industries

Die Fuji Heavy Industries ist ein Unternehmen mit ca. 28000 Mitarbeitern und einem Gesamtumsatz von ca. 1,5 Billionen Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2012: 24).

Am bekanntesten dürfte die Automobilsparte von Fuji Heavy Industries sein, da dort die Marke Subaru produziert wird. Im Bereich Flugzeugbau produzieren Fuji Heavy Industries Komponenten für die 787 von Boeing und für den H4000, einen mittelgroßen Business-Jet von Hawker Beechcraft. Weiterhin werden militärisches Fluggerät beziehungsweise Komponenten für die entsprechenden Produkte hergestellt. Mit ca. 83 Milliarden Yen hält dieser Bereich etwas mehr als 5 Prozent am Gesamtumsatz der Fuji Heavy Industries im Jahr 2011. Der Anteil ist hierbei seit dem Zeitpunkt des Datenzugangs für die Jahre 1996 bis 2011 ungefähr gleich geblieben und schwankt nur leicht um den oben erwähnten 5-Prozent-Anteil. Der niedrigste Anteil lag dabei im Jahr 2004 bei 3,95 Prozent (ca. 57 Milliarden Yen Umsatz), der höchste Anteil im Jahr 2010 bei 6,5 Prozent am Gesamtumsatz.

In den Jahren zwischen 1996 und 2011 gelang es Fuji Heavy Industries jedoch seinen Umsatz im Bereich Luftfahrt kontinuierlich zu steigern. Hierbei stellt das Jahr 2009 ein Krisenjahr dar, denn 2009 fiel der Gesamtumsatz um 8 Prozent im Vergleich zum Vorjahr und das operative Ergebnis des gesamten Konzerns war in diesem Jahr negativ. Vergleicht man jedoch die Jahre 2011 und 1996, so sieht man, dass der Umsatz um das 1,8fache stieg und sich das operative Ergebnis in dieser Sparte ebenfalls fast verdoppelte (um das 1,9fache).

Betrachtet man das jährliche Wachstum über diese Periode hinweg, so erreichte man im Schnitt ein Wachstum von knapp 4 Prozent pro Jahr. Bemerkenswert ist auch, dass der Bereich des Flugzeugbaus auch in den weltweiten Krisenjahren 2008 und 2009 ein positives operatives Ergebnis erwirtschaften konnte, im Gegensatz zum Beispiel zum Automobil- und Industrieproduktbereich von Fuji Heavy Industries.

1.5.2.2 Ishikawajima-Harima Heavy Industries

Ishikawajima-Harima Heavy Industries beschäftigt ungefähr 23 000 Mitarbeiter und hatte im Jahr 2011 einen Gesamtumsatz von ca. 1,2 Billionen Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2012: 13). Ishikawajima produziert eine Reihe von unterschiedlichen Industrieprodukten, stellt Komponenten für Kraftwerke und Fabriken her und baut erfolgreich Container- und Militärschiffe. Im Bereich Flugzeugbau produziert das Unternehmen Komponenten für verschiedene Triebwerke und bietet auch Überholungsdienste an. Insgesamt trug dieser Bereich im Jahr 2011 fast 30 Prozent zum Gesamtumsatz bei und ist neben dem Anlagenbau der zweitgrößte Bereich des Unternehmens (gemessen am Umsatz).

Der Gesamtumsatz dieser Sparte konnte in den letzten Jahren kontinuierlich gesteigert werden. Im Schnitt verzeichnete der Bereich zwischen 1999 und 2011 ein Wachstum von 10 Prozent jährlich, wobei es jedoch starke Schwankungen in dieser Zeitspanne gab. Bemerkenswert ist, dass dieser Bereich aber stets ein positives operatives Ergebnis erwirtschaften konnte und in allen Jahren einen großen Teil zum Gesamtergebnis von Ishikawajima-Harima Heavy Industries beitrug.

1.5.2.3 Kawasaki Heavy Industries

Bei Kawasaki Heavy Industries waren im Jahr 2011 ungefähr 32 000 Mitarbeiter angestellt. Das Unternehmen erwirtschaftete im gleichen Jahr einen Gesamtumsatz von 1,2 Billionen Yen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2012: 45). Ebenso wie Ishikawajima-Harima Heavy Industries stellt Kawasaki Heavy Industries Containerschiffe her. Des Weiteren produziert Kawasaki Lokomotiven und Züge wie den Shinkansen, Motorräder, Industrieroboter und Industrieanlagen. Im Bereich Flugzeugbau werden Militärjets und Komponenten für Boeing und Embraer sowie Triebwerke hergestellt. Allein durch den Flugzeugbau werden ca. 15 Prozent des Gesamtumsatzes erwirtschaftet (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2012: 17). Der Flugzeugbau stellt bei Kawasaki Heavy Industries ebenfalls den zweitgrößten Firmenbereich dar. Allerdings nahm der Anteil am Gesamtumsatz im Vergleich zu den letzten Jahren ein wenig ab. So trug die Sparte Flugzeugbau in den Jahren zwischen 1998 und 2001 jährlich rund 20 Prozent zum Gesamtumsatz des Unternehmens bei, rutschte dann auf 12 Prozent im Jahr 2003 ab, um dann wieder zu wachsen. Bei Kawasaki sind ebenfalls starke Schwankungen in den jährlichen Wachstumsraten zu beobachten. So konnte man zwar den Umsatz zwischen den Jahren 1996 und 2008 um 35 Prozent steigern (der Vergleich der Jahre 1996 und 2011 zeigt ein 14-prozentiges Wachstum). Jedoch schwankten die jährlichen Wachstumsraten zum Teil erheblich, sodass es im Durchschnitt zu einer jährlichen Wachstumsrate von lediglich 2,44 Prozent kam.

Erwähnenswert ist allerdings der ebenfalls sehr hohe Anteil der Flugzeugbausparte am operativen Gewinn des gesamten Konzerns. Im Mittel trug der Flugzeugbau 26 Prozent zum operativen Ergebnis teil. Hierbei wurden allerdings zwei Spitzenjahre (2000 und 2001) aus der Berechnung herausgenommen, da in diesen Jahren der operative Gewinn der Sparte den operativen Gewinn des Gesamtkonzerns bei weitem überstieg und so das Ergebnis im Mittel noch stärker beeinflussen würde.

1.5.2.4 Mitsubishi Heavy Industries

Mitsubishi Heavy Industries ist das größte der untersuchten Unternehmen mit über 68 000 Mitarbeitern und einem Gesamtumsatz von 2,9 Billionen Yen im Fiskaljahr 2011 (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2012: 9). Mitsubishi Heavy Industries produziert Güter und Anlagen für den Energie- und Umweltbereich in Form von Kraftwerken und Kraftwerkkomponenten, Komponenten für Züge und die Automobilindustrie. Darüber hinaus baut Mitsubishi Heavy Industries Containerschiffe, Fähren, Öltanker und Militärschiffe.

Im Bereich Flugzeugbau produziert das Unternehmen Komponenten für Verkehrsflugzeuge sowie für Militärflugzeuge von Boeing. Außerdem produziert Mitsubishi Heavy Industries als einziges japanisches Unternehmen einen Regionaljet für den zivilen Luftverkehr, welcher im Jahr 2017 ausgeliefert werden soll. Die Luftverkehrssparte trägt rund 15 Prozent zum Gesamtumsatz des Unternehmens bei. Dieser Anteil am Gesamtumsatz ist seit dem Jahr 2000 relativ konstant geblieben und schwankt nur im einstelligen Prozentbereich um diesen Wert. Insgesamt kann man sagen, dass die Flugzeugbausparte nicht den größten Bereich des Gesamtkonzerns Mitsubishi Heavy Industries darstellt. Der Kraftwerksbau zum Beispiel erwirtschaftet rund 34 Prozent des Gesamtumsatzes des Konzerns. Die Flugzeugbausparte liegt in ihrem Anteil am Gesamtumsatz an dritter Stelle im Unternehmensverbund (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2012: 36). Allerdings konnte auch Mitsubishi Heavy Industries ein enormes Umsatzwachstum im Flugzeugbau erreichen. Im Vergleich zum Jahr 2000 konnte der Umsatz von 402 Milliarden Yen auf 472 Milliarden Yen gesteigert werden, was einem Wachstum von rund 17 Prozent entspricht. Im selben Zeitraum wurde der Gesamtumsatz im gesamten Konzern um 3,6 Prozent gesteigert, die Flugzeugbausparte konnte also überproportional im Vergleich zu den restlichen Sparten zulegen.

Am operativen Ergebnis konnte im Mittel seit dem Jahr 2000 von der Flugzeugbausparte ebenfalls ein Anteil von rund 14 Prozent beigetragen werden. Allerdings schwankt der Anteil zum Teil sehr stark. Im besten Jahr (2005) betrug dieser Anteil 59 Prozent (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2006: 43), im schlechtesten Jahr (2008) knappe 11 Prozent (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 37). Das operative Ergebnis der Flugzeugsparte

nahm jedoch in den letzten 10 Jahren kontinuierlich ab, wohingegen das operative Ergebnis im Gesamtkonzern stark gestiegen ist.

1.5.2.5 ShinMaywa Industries

Die ShinMaywa Industries ist von den untersuchten Unternehmen mit ca. 4000 Mitarbeitern und einem Gesamtumsatz von ca. 110 Milliarden Yen das kleinste der in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen (SHINMAYWA INDUSTRIES 2012: 4; 20). ShinMaywa Industries produziert Komponenten für LKWs, des Weiteren stellt das Unternehmen Industriemaschinen und Komponenten wie Pumpen und Hydrauliksysteme her. Für den Flugzeugbau produziert es Komponenten für die 777 und die 787 von Boeing sowie für die Flugzeuge der Gulfstream Aerospace Company. Darüber hinaus stellen ShinMaywa Industries Amphibienflugzeuge für die japanischen Selbstverteidigungsstreitkräfte her.

Die Sparte Flugzeugbau stellt für ShinMaywa Industries einen bedeutenden Anteil am Gesamtumsatz des Unternehmens dar. Im Schnitt konnte der Flugzeugbau in den letzten 10 Jahren mehr als 20 Prozent zum Gesamtumsatz und fast 25 Prozent zum operativen Ergebnis beitragen, wobei der Umsatz seit dem Jahr 2000 relativ konstant zwischen 25 und 30 Milliarden Yen liegt, das operative Ergebnis hingegen zum Teil erheblich schwankt (zwischen einem Verlust von 526 Millionen Yen (2009) und einem Gewinn von 2,4 Milliarden Yen (2003)). In den Spitzenjahren 2002 und 2003 war der Anteil am gesamten operativen Ergebnis des Unternehmens dementsprechend auch am höchsten. Es betrug 85 Prozent respektive 73 Prozent, allerdings nahm der Anteil in den Folgejahren wieder ab und pendelte sich im Mittel auf um die 16 Prozent ein.

2 Forschungsstand und Quellenlage

Eine Analyse der veröffentlichten Publikationen zu den Themenkomplexen „Unternehmensfinanzierung“, „Corporate Governance“ und japanische Luftfahrtindustrie nach dem 2. Weltkrieg zeigt, dass in den letzten 60 Jahren weit über hundert Publikationen japanischer und ausländischer Autoren veröffentlicht wurden. In dieser Arbeit wurden von diesen Publikationen mehr als neunzig Veröffentlichungen näher untersucht und in die Forschungsgeschichte zu den beiden Themen eingeordnet.

Die ersten wissenschaftlichen Veröffentlichungen nach dem Ende des 2. Weltkriegs, welche sich mit den Themen „Unternehmensfinanzierung“ und „Corporate Governance“ beschäftigten, hatten zumeist die Auswirkungen der Reformen und den zunehmenden Einfluss der US-amerikanischen Wirtschaft auf die japanischen Strukturen zum Thema. So veröffentlichte Usami Seijiro im Jahr 1957 eine Studie, in der er feststellte, dass rund 80 Prozent des Kapitals der in der Studie untersuchten japanischen Unternehmen nicht von Japanern beziehungsweise von japanischen Firmen kontrolliert wurden, sondern von ausländischen, größtenteils US-amerikanischen Unternehmen. Diese Tatsache kritisierte Usami in seiner Arbeit scharf und hob hierbei vor allem die Nachteile einer solchen Konzentration hervor (USAMI 1957: 89). Diese Studie widersprach jedoch der damals allgemeingültigen Auffassung, laut der in den 1950er-Jahren in Japan relativ wenige Direktinvestitionen durch ausländische Unternehmen erfolgten. Unmittelbar nach der Veröffentlichung wurde Usamis Studie von verschiedenen japanischen Wissenschaftlern kritisiert. Einer dieser Wissenschaftler war Ôno Yoshihiko. Ôno veröffentlichte im Jahr 1963 eine eigene Studie, in welcher er darlegte, dass die Direktinvestitionen seitens US-amerikanischer Unternehmen in Japan eher von vernachlässigbarer Höhe seien und widerlegte mit seiner Untersuchung die oben erläuterte These und wies somit auch die Kritik von Usami zurück. Usami hatte in seiner Arbeit nicht nur die Eigenkapitalbeteiligungen als Direktinvestitionen angesehen, sondern auch Kredite und Lizenzen ausländischer Unternehmen hinzugerechnet (ÔNO 1963: 82–93). Ôno bestätigte in seiner Arbeit allerdings die Tatsache, dass die USA und deren Hilfe für den wirtschaftlichen Aufbau einen großen Einfluss auf die Entwicklung der japanischen Wirtschaft nach dem 2. Weltkrieg hatten. So diskutierte Ôno in seiner Arbeit das Ausmaß der von den USA angestoßenen und durchgeführten Reformen beziehungsweise den Erfolg dieser Reformen sowie den Einfluss der Reformen auf die Strukturen und das Management der japanischen Unternehmen. Er

stellte dabei fest, dass die japanischen Firmen in ihrer Finanzierungstätigkeit auf das Kapital und die Kredite der japanischen Banken und des japanischen Staates angewiesen waren und sich nicht etwa über den japanischen Kapitalmarkt durch die Emission von Anleihen oder Aktien hinreichend finanzieren konnten oder wollten (ÔNO 1963: 48–53; 84–92).

In den 1960er-Jahren wurden von Uno Kôzô zwei Arbeiten veröffentlicht, welche sich als richtungsweisend für die weiteren Forschungen und Studien zur Unternehmensfinanzierung und zur Corporate Governance in Japan erweisen sollten. Auch wenn sich beide Publikationen schwerpunktmäßig mit grundlegenden abstrakten wirtschaftswissenschaftlichen Fragen beschäftigen, finden sich in ihnen jedoch eindeutige Bezüge zu den beiden Themen „Unternehmensfinanzierung“ und „Corporate Governance“. Es handelt sich um die Arbeiten *Keizai Genron* (Die Wirtschaftstheorie) (UNO 1964) und *Shihonron no Keizaigaku* (Die Wirtschaftswissenschaft des „Kapitals“) (UNO 1969). In ihnen beschreibt der Autor die Entstehung kapitalistischer Systeme als eine Abfolge von Entwicklungsschritten, welche ihren Ursprung in einer mehr oder weniger einheitlichen Grundidee des Kapitalismus finden. In seinen Arbeiten weist Uno außerdem darauf hin, dass der letzte Schritt bei der Untersuchung eines kapitalistischen Wirtschaftssystems auf der Grundlage der einzelnen Unternehmen erfolgen müsse. Besonders interessant sind Unos Theorien bezüglich der Zusammensetzung des Kapitals eines Unternehmens (Zusammensetzung aus Eigen- und Fremdkapital) sowie seine Theorien in Bezug auf die Auswirkungen der Kapitalzusammensetzung auf die Profitabilität beziehungsweise die Eigenkapitalrendite eines Unternehmens. Der Zusammenhang zwischen den beiden Kennziffern hat seiner Meinung nach einen indirekten Einfluss auf das Finanzierungsverhalten von Unternehmen. Das Finanzierungsverhalten der Unternehmen habe wiederum eine Auswirkung auf einen bestehenden Wirtschaftszyklus in einer Volkswirtschaft. Wenn die Unternehmen zum Beispiel bei abnehmender Eigenkapitalrendite (durch einen steigenden Eigenkapitalanteil bei gleichbleibendem Gewinn) weniger investieren, führt dies zunächst zu einem geringeren Wirtschaftswachstum. Die Steigerung der Eigenkapitalrendite eines Unternehmens kann wiederum über die Substitution des „teuren“ Eigenkapitals durch „billigeres“ Fremdkapital (Kredite) erfolgen. Diese Maßnahme könnte jedoch zu einer Überschuldung führen und sich auf die Unternehmen entsprechend negativ auswirken, solange die Kreditgeber (Banken) stark auf den Verschuldungsgrad als steuernde Kennziffer achten. Eine Durchbrechung dieser Kausalkette ist allerdings möglich, indem die Banken ihr Monitoring über die Unternehmen ausweiten und sich dann nicht mehr so stark auf das veröffentlichte Zahlenwerk beziehungsweise auf die Kennziffern der Unternehmen verlassen müssen. Somit werden

ihnen eine stärkere direkte Kontrolle und mehr Eingriffsmöglichkeiten in die Unternehmensentscheidungen gewährt (UNO 1964: 35–45; UNO 1969: 52–63). In seiner Arbeit schildert Uno die theoretischen Grundlagen im Hinblick auf einen wesentlichen Teil der Corporate-Governance-Strukturen in Japan nach dem 2. Weltkrieg. Konkret beschreibt er die Grundlagen für das Verhältnis zwischen Banken und Unternehmen in Japan sowie für deren gegenseitige Beziehung, Einflussnahme und für deren wechselseitige Abhängigkeiten. Durch die Substitution des Eigenkapitals durch Kredite in den Nachkriegsjahren konnten die Unternehmen in Japan ihrerseits die Eigenkapitalrendite steigern, begaben sich damit aber in eine größere Abhängigkeit gegenüber den japanischen Banken. Das Verhältnis zwischen Unternehmen und Banken, deren gegenseitige Einflussnahme, die Ursprünge dieses Systems und die Frage danach, welche Faktoren das System in welcher Art und Weise beeinflusst haben, sollten große Anteile der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur in den nächsten Jahren stark mitprägen. Unos Theorien hatten in der Folgezeit einen großen Einfluss auf andere japanische Wissenschaftler. Viele japanische Wirtschaftswissenschaftler versuchten die von Uno empfohlene Analyse und Erforschung des jeweils vorherrschenden wirtschaftlichen Umfelds voranzutreiben. Dabei sind in den wirtschaftswissenschaftlichen Publikationen zwischen den 1960er- und 80er-Jahren für die Forschungsfelder Finanzierung, Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance sowie für deren Zusammenspiel eindeutige inhaltliche Schwerpunkte auszumachen. Ein Hauptaugenmerk der Untersuchungen lag auf dem Einfluss des japanischen Staates beziehungsweise der japanischen Bürokratie auf die Wirtschaftsentwicklung in Japan und auf dem Einfluss des Staates auf die japanischen Unternehmen. Außerdem wurden in den Veröffentlichungen die Herausbildung und die Entwicklung der sogenannten „Dualen Struktur“ (*nijû kôzô*) in der japanischen Wirtschaft thematisiert und die historischen Hintergründe für diese Strukturen erforscht. Bei beiden Forschungsschwerpunkten spielen die Bereiche Corporate Governance und Unternehmensfinanzierung eine entscheidende Rolle.

Ôuchi Tsutomu verfolgte dabei in seinen Publikationen den Ursprung der direkten Einflussnahme des japanischen Staates auf die Unternehmen bis in 1930er-Jahre zurück (ÔUCHI 1970: 55–60). Nach dem 2. Weltkrieg wurde das System der Einflussnahme durch die Zerschlagung der *zaibatsu* nachhaltig gefestigt. Die großen japanischen Industrieunternehmen wurden von „familiengeführten Unternehmen“ in „managementgeführte Unternehmen“ umgewandelt, ohne dass die Besitzer ihren Einfluss von einst erhalten konnten. Der Einfluss der Unternehmensinhaber wurde dabei durch den Einfluss des japanischen Staates beziehungsweise durch den der Bürokratie ersetzt und somit

die Grundlage für einen Teil des japanischen Corporate-Governance-Systems (der Einfluss der Bürokratie auf die japanischen Unternehmen) geschaffen (ÔUCHI 1970: 180–192). Diese Theorien wurden später auch von westlichen Autoren aufgenommen und unter anderem von Johnson und Schaede (siehe weiter unten) weitergeführt. Ôuchi begründet in seinen Studien das rasante Wachstum der japanischen Wirtschaft in den 1950er- und 60er-Jahren mit dem Zusammenspiel aus den Reformen in Japan nach dem 2. Weltkrieg, dem direkten Einfluss des japanischen Staates und den – wie er es nannte – teilweise noch „rückwärtsgerichteten Strukturen“ (*kôshinsei*) in der japanischen Wirtschaft und Gesellschaft. Dabei lag sein Fokus auf den dualistischen Strukturen der japanischen Wirtschaft, die sich in der Unterteilung in Groß- und Kleinunternehmen sowie in der Unterscheidung zwischen Stamm- und Randbelegschaft im Bereich der Corporate Governance manifestierten. Weitere rückwärtsgewandte Strukturen waren auch im Bereich der Unternehmensfinanzierung zu erkennen. Nach Meinung von Ôuchi bestimmten bei vielen Unternehmen noch die engen Verknüpfungen mit den Banken seit dem 2. Weltkrieg das Finanzierungsverhalten. Die Unternehmen nutzten diese alten Verbindungen, um leichter an Kapital für ihre Investitionen zu gelangen. Darüber hinaus wurden diese Strukturen und die engen Verbindungen zur japanischen Bürokratie nach dem 2. Weltkrieg nachhaltig vorangetrieben (ÔUCHI 1970: 150–162). Ôuchis Ansichten und Theorien wurden unter den Wirtschaftswissenschaftlern in Japan zum Teil sehr kontrovers diskutiert, teilweise aber auch weiter ausgeführt und in Studien und Arbeiten vertieft. In diesen Jahren wurde der Begriff *nijû kôzô* zur Bezeichnung der dualistischen Strukturen in der japanischen Wirtschaft geprägt. Einer der Wirtschaftswissenschaftler, die mit ihren Arbeiten die Theorie zu den dualen Strukturen untermauerten, war Shinohara Miyohei. Er betont in seinen Arbeiten *Nihon Keizai no Seichô to Junkan* (Das Wachstum und die Wirtschaftszyklen der japanischen Wirtschaft) und *Keizai Seichô to Kôzô* (Das Wirtschaftswachstum und die Wirtschaftsstrukturen) die Bedeutung der vorherrschenden dualen Strukturen für das japanische Wirtschaftswachstum in den 1950er- und 60er-Jahren (SHINOHARA 1961; SHINOHARA 1964). Im Mittelpunkt seiner Veröffentlichungen steht vor allem die oben bereits angesprochene Heterogenität des japanischen Arbeitsmarktes, der japanischen Industriestruktur sowie des japanischen Kapitalmarkts. Seinen Studien zufolge haben die großen japanischen Unternehmen durch diese vorherrschenden Strukturen einen leichteren Zugang zum Kapital. Dadurch ist es für sie einfacher, in neue Technologien zu investieren und sie sind effizienter. Dies wiederum führt dazu, dass sie höhere Löhne für die Stammbeflegschaft zahlen und sie dadurch den Lohndruck auf die eigene Randbelegschaft und die kleineren Unternehmen weitergeben können. Der

leichtere Zugang zum Kapital lässt sich auch bei Shinohara auf die engen Verknüpfungen und die intensive Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und Banken seit den 1930er-Jahren zurückführen. Diese Zusammenarbeit sollte auch nach dem 2. Weltkrieg weitergeführt und ausgebaut werden (SHINOHARA 1961: 14–26).

Im Jahr 1964 veröffentlichte Hazama eine Arbeit über den japanischen Arbeitsmarkt und die Entwicklung der Arbeitnehmer in Japan (HAZAMA 1964). Er beschreibt unter anderem, dass es den japanischen Arbeitnehmern in den Jahren bis zum 2. Weltkrieg gelang, ihre Einflussmöglichkeiten auf das Management der Firmen nachhaltig auszuweiten. Gründe hierfür lagen im Wachstum der japanischen Wirtschaft in diesen Jahren und in der Nachfrage nach qualifizierten Arbeitern. So versuchten immer mehr Firmen ihre qualifizierten Arbeiter zu halten, um große Personalfluktuationen und das Abwandern von wertvollem Wissen und Erfahrung zu reduzieren (HAZAMA 1964: 56). Das Resultat war die Einführung einer senioritätsabhängigen Entlohnung in vielen Firmen Japans, welche auch noch heute praktiziert und oft als Merkmal der japanischen Wirtschaft genannt wird.

Ein japanischer Wirtschaftswissenschaftler, der als erster die Einflussnahme des japanischen Staates auf die Unternehmen als eher indirekt beschrieb, war Ôshima Kiyoshi. In seinem 1968 veröffentlichten Buch, das er zusammen mit Enomoto Masatoshi geschrieben hatte, betont er die indirekte Einflussnahme des japanischen Staates auf das rasante Wirtschaftswachstum nach dem 2. Weltkrieg. Insbesondere die massive Bereitstellung von Kapital- und Finanzierungsmöglichkeiten durch die Bank of Japan wird als ein Grund für das Wirtschaftswachstum angeführt. Die bereitgestellten Mittel flossen seit Mitte der 1950er-Jahre in Form von Bankkrediten an die Unternehmen und machten diese in ihrer Finanzierungstätigkeit zunehmend abhängig von Bankkrediten. Die expansive Geldpolitik floss in die Unternehmensfinanzierung und förderte somit indirekt auch das Wirtschaftswachstum in Japan. Ôshima kritisierte in seiner Arbeit vor allem die Auswirkungen dieser Politik, da die Bank of Japan in den 1960er-Jahren mit der enormen Ausweitung der Geldmenge zukünftig zu erwirtschaftende Einnahmen „belieh“ und zukünftige Generationen dieses „geliehene“ Geld entsprechend erst erwirtschaften mussten. Weiterhin betonte er die zunehmende Abhängigkeit zwischen Unternehmen und Banken sowie die indirekten und direkten Auswirkungen dieser Abhängigkeiten auf die Corporate-Governance-Strukturen in Japan (ÔSHIMA/ENOMOTO 1968: 23–59; 87–92).

Ôshimas Theorie und Argumente wurden ein paar Jahre später von den Ökonomen Uchino (UCHINO 1983) und Noguchi (NOGUCHI 1977) aufgenommen. Für die expansive Geldpolitik und deren Auswirkungen bildete sich in der Wirtschaftswissenschaft der Begriff

des sogenannten „*overloans*“ heraus. Dieser wird auch heute noch als ein Kennzeichen der Hochwachstumsphase in Japan genannt. Der Begriff „*overloan*“ beschreibt den Sachverhalt, dass Unternehmen über ihre Banken zu viel günstiges Kapital zur Verfügung gestellt wurde und diese sich dadurch teilweise hoch verschuldeten. Die Banken liehen sich die entsprechenden Mittel von der Bank of Japan und verschuldeten sich wiederum dieser gegenüber in hohem Maße. Einige japanische Wirtschaftswissenschaftler betonten schon damals, dass sich diese Entwicklung als sehr gefährlich und „*ungesund*“ für die japanische Wirtschaft herausstellen könnte. Uchino und Noguchi stellten dabei, ähnlich wie Miyazaki, Horuchi und Teranishi einige Jahre später, die Auswirkungen des Finanzierungsverhaltens der Banken und Unternehmen auf die japanischen Corporate-Governance-Strukturen und die gegenseitigen Abhängigkeiten zwischen Unternehmen und Banken in den Vordergrund ihrer Überlegungen. Beide begründen die zunehmende Verknüpfung zwischen den japanischen Unternehmen und den japanischen Banken seit dem Ende des 2. Weltkriegs mit der verstärkten Abhängigkeit der Unternehmen von der Kreditvergabe der Banken. Diese sich selbst verstärkenden Verbindungen beziehen sich nicht nur auf die Tatsache, dass sich die Unternehmen bei ihrer Finanzierung zunehmend nur auf einige wenige Banken stützten (in einigen Fällen sogar nur auf eine bestimmte), sondern auch darauf, dass die Banken zunehmend Überwachungsfunktionen übernahmen und somit den Einfluss auf das Management einzelner Unternehmen in bestimmten Fällen verstärkten und in einen weiteren Schritt sogar bestimm(t)en.

In eine ähnliche Richtung wie die Theorien von Ôshima gingen auch die Arbeiten von Komiya Ryûtarô. Er argumentiert, dass die Hauptgründe für das hohe Wirtschaftswachstum Japans außerhalb des Einflussbereichs des japanischen Staates lagen. Laut ihm sind die Gründe vor allem in der hohen Sparquote in Japan (welche die Kapitalversorgung der Unternehmen ermöglicht) und in der senioritätsabhängigen Entlohnung sowie im Bonussystem der Unternehmen zu suchen. Komiya beschreibt diese Merkmale als wesentliche Charakteristika der japanischen Wirtschaft und des japanischen Kapitalmarkts (KOMIYA 1966; KOMIYA 1970; KOMIYA 1972). Später wurde Komiya zum Befürworter der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Japan, als sich viele seiner Kollegen aus der Wissenschaft und den staatlichen Institutionen der Öffnung des japanischen Kapitalmarkts widersetzen, da sie einen Verlust ihrer politischen Einflussnahme fürchteten, falls zu viel ausländisches Kapital zur Finanzierung der Unternehmen nach Japan fließen würde (KOMIYA 1970: 228). Neben diesen Ansätzen wurde in den 1970er-Jahren die Forschung zur dualen Struktur der japanischen Wirtschaft, zu den japanischen Unternehmensverbänden

(*keirestu*) sowie zur Unternehmensfinanzierung in diesen Unternehmensverbünden vor allem von Miyazaki Yoshikazu vertieft. In seinen Arbeiten beschreibt er detailliert die Entstehung und die Strukturen der *keiretsu* in Japan. Ein weiterer Schwerpunkt seiner Studien liegt auf der Unternehmensfinanzierung innerhalb dieser Verbünde (MIYAZAKI 1972; MIYAZAKI 1980). Er betont, dass sich die Einzelunternehmen der *keiretsu* zum größten Teil über Bankkredite ihrer jeweiligen Hauptbank finanzieren. Die Emission von Aktien oder die Finanzierung über einbehaltene Gewinne spielt bei den einzelnen Unternehmen eine untergeordnete Rolle. Darüber hinaus halten die einzelnen Unternehmen dieser Verbünde gegenseitig Anteile, versorgen sich untereinander mit Kapital und entsenden Mitarbeiter in die Aufsichtsgremien und in die Schlüsselpositionen des Managements der anderen Unternehmen (MIYAZAKI 1972: 35–43). Der Fokus seiner Studien liegt dabei auf dem Zusammenhang zwischen der Finanzierungstätigkeit der Unternehmen und den Corporate-Governance-Strukturen der Unternehmensverbünde. Beide Systeme beeinflussen sich dabei gegenseitig. So bestimmen die Corporate-Governance-Strukturen die Finanzierungstätigkeit beziehungsweise die Auswahl der verwendeten Finanzierungsinstrumente (im Fall der japanischen Unternehmen die massive Verwendung von Krediten) und dies wiederum bestimmt die Strukturen der Corporate Governance. Am Beispiel der Unternehmenskredite kann man das oben beschriebene System sehr gut nachvollziehen. Durch die enge Verbindung zwischen Unternehmen und den japanischen Banken finanzieren sich die Unternehmen zunehmend über Kredite. Dadurch wiederum verstärken sich die gegenseitigen Verflechtungen, da zum einen die Unternehmen verstärkt auf die Banken angewiesen sind und zum anderen die Banken sich selbst in ein größeres Abhängigkeitsverhältnis zu den jeweiligen Unternehmen begeben. In einem nächsten Schritt entwickelt sich zwangsweise ein Monitoringkonzept der Banken über die Unternehmen. Das Monitoring wird von den Banken ausgeweitet, wenn die Unternehmen in wirtschaftliche Not geraten. Diese Prozesse führten dazu, dass das japanische Corporate-Governance-System eine ausgeprägte Stakeholderorientierung (im Gegensatz zur Shareholderorientierung im angelsächsischen Raum) insbesondere im Bereich der Finanzierung entwickelte und den Interessen der Banken einen besonders großen Platz in dem seit Mitte der 1960er-Jahre in Japan vorherrschenden System einräumte (MIYAZAKI 1972: 45–56). An den obigen Ausführungen erkennt man die eindeutigen Parallelen zu den Arbeiten von Uno, Uchino und Noguchi. Miyazakis 1972 veröffentlichtes Buch *Kasen: Gendai no keizai kikô* (Oligopole: Das moderne Wirtschaftskonzept) stellt diese Unternehmensstrukturen und die oben genannten Zusammenhänge zum ersten Mal im großen Umfang und detailliert dar. Zuvor waren in den

veröffentlichten Arbeiten einzelne Details dieser Strukturen und Abhängigkeiten herausgestellt und analysiert worden. Miyazaki konzentriert sich in seiner Arbeit insbesondere auf den Unterschied zu den früheren Systemen in der japanischen Wirtschaft. So dienten die *zaibatsu* und andere Unternehmen bis zum 2. Weltkrieg vornehmlich den Interessen der Besitzer, der Anteilseigner sowie den Interessen der Konsumenten. Die neuen Unternehmensstrukturen gefährdeten seiner Meinung nach dieses Verhältnis. Die weitere Entwicklung in Japan könnte seines Erachtens dazu führen, dass Unternehmen nicht mehr im Interesse der Anteilseigner, der Angestellten oder der Konsumenten handeln, sondern nur noch zugunsten des Unternehmens selbst und des Unternehmensverbundes (MIYAZAKI 1972: 70–73).

Die oben geschilderte Situation in der japanischen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur zur Unternehmensfinanzierung und zur Corporate Governance differenzierte sich Ende der 1970er- und zu Beginn der 1980er-Jahre weiter aus. Hierbei bezog man vor allem soziologische Komponenten der japanischen Kultur in den makroökonomischen Erklärungsansatz des Wirtschaftswachstums und der Wirtschaftsentwicklung mit ein (MORRIS-SUZUKI 1989; AOKI 1989; KÔSAI 1984). Einer dieser Ansätze stellte die sogenannte „Japan Incorporated“ in den Mittelpunkt der wissenschaftlichen Untersuchungen. Dieser Ansatz vertieft das bereits angesprochene Zusammenspiel zwischen dem japanischen Staat, den Unternehmen und den japanischen Banken. Hierbei wird, ähnlich wie bei dem Schlagwort der „Deutschland AG“ in den 1970er- bis 1990er-Jahren, ein abgestimmtes Zusammenspiel zwischen der japanischen Wirtschaft (den Unternehmen sowie Banken) und der japanischen Politik beziehungsweise der Bürokratie unterstellt. Die wichtigsten Vertreter dieser Position, die dem japanischen Staat zudem eine herausragende Rolle beimessen, sind vor allem die westlichen Autoren Johnson (JOHNSON 1989; JOHNSON 1995) und Schaeede (SCHAEDE 1994). Aber auch japanische Autoren wie zum Beispiel Harada (HARADA 1987) gehen mit ihren Ausführungen in die gleiche Richtung. Allerdings lässt sich konstatieren, dass es in den wirtschaftswissenschaftlichen Quellen unterschiedliche Auffassungen hinsichtlich der vermuteten Einflussnahme gibt. Die Arbeiten zu diesem Themenkomplex rangieren in dieser Zeit zwischen einem vom Staat dominierten Bild, bei dem die freien Marktkräfte keine oder nur sehr geringe Einflussfaktoren darstellen, bis hin zu einem System, das sich nicht sonderlich vom dem europäischen wirtschaftspolitischen Ansatz unterscheidet. Dies gilt besonders für den Bereich der gezielten politischen Steuerung im Sinne einer Industrieförderung oder einer Aufbauhilfe nach einer starken Rezession.

In den 1980er-Jahren wurden mehrere Abhandlungen über die Entwicklung des japanischen Corporate-Governance-Systems angefertigt, die auf den Arbeiten von Miyazaki basierten und sich vorrangig auf dessen Theorien stützten. Bei einer Analyse der Veröffentlichungen stellt man fest, dass der Schwerpunkt bei vielen dieser Arbeiten auf der Entwicklung der Unternehmensverbünde in der Meiji-Zeit bis zum 2. Weltkrieg liegt. Als Beispiele sind an dieser Stelle die Untersuchungen von Yui (YUI 1984) und Miyamoto (MIYAMOTO 1984) aus dem Jahr 1984 aufgeführt. Miyamoto unterstreicht in seiner Arbeit die Rolle der *zaibatsu* bei der Entwicklung der japanischen Wirtschaft zu Beginn der Industrialisierung in Japan. Er zeichnet ein Bild der Corporate-Governance-Strukturen der *zaibatsu* und stellt dar, wie die Einzelunternehmen in einem *zaibatsu* durch den Familienverbund der Besitzerfamilien geführt und wie Unternehmensentscheidungen in einem solchen Verbund getroffen wurden.

Yui wiederum veröffentlichte 1984 in seiner Arbeit eine Analyse über die Entwicklung der Managementstrukturen in Japan. Hierbei ging er auf die Frage ein, aus welchen Gruppierungen sich das Management der von ihm untersuchten japanischen Unternehmen während der Meiji-Zeit zusammensetzte. Dabei wird deutlich, dass sich im Zeitablauf die Besitzer immer mehr aus der Unternehmensführung zurückgezogen haben und im Gegenzug die Angestellten in hohe Positionen aufstiegen und entsprechende Posten übernehmen konnten. So wurde 1912 in 35 Prozent der von Yui untersuchten Unternehmen der Präsident einer japanischen Aktiengesellschaft durch den kompletten Vorstand gewählt (1903: 36 Prozent). Bei 46 Prozent (1912) der untersuchten Firmen bestand der Vorstand aus dem Präsidenten und den ehemaligen leitenden Angestellten des in eine Aktiengesellschaft umgewandelten Unternehmens (1903: 16 Prozent), bei weiteren 19 Prozent (1903: 27 Prozent) der Firmen bestand der Vorstand komplett aus ehemaligen Angestellten, und auf den Posten des Präsidenten wurde verzichtet. Weiterhin lässt sich beobachten, dass während dieses Zeitraums der Anteil der Unternehmen mit von den Investoren bestimmten beziehungsweise gewählten Vorständen kontinuierlich zurückging (YUI 1984: 14). Beide Arbeiten bieten dabei eine Fülle von aufschlussreichen Informationen und Datenmaterial über die Entwicklung und die Veränderungen in den Managementstrukturen in der Meiji-Periode bis zum 2. Weltkrieg. Insbesondere wird deutlich, welche äußeren Einflüsse zu den Veränderungen in den Strukturen der *zaibatsu* geführt haben. In ihren Arbeiten zeigen Miyamoto und Yui ebenfalls auf, wie diese Strukturen nach dem 2. Weltkrieg erhalten blieben und zu dem in den 1980er-Jahren in Japan vorherrschenden System führten.

Zu Beginn der 1990er-Jahre veröffentlichten Fruin (FRUIN 1992) und Morikawa (MORIKAWA 1992) noch zwei Werke zu diesem Themenkomplex, bevor sich das

Hauptaugenmerk der Autoren auf andere Themen legte. Fruin stellte dabei in seiner Arbeit fest, dass sich innerhalb der *zaibatsu* zu Beginn der 1930er-Jahre schon einige Divergenzen im Bereich der Eigentümer ergaben (FRUIN 1992: 152). So besaßen zum Beispiel Matsushita und Nissan einen großen Anteil an Shareholdern, welche nicht zu der Eigentümerbeziehungsweise Gründerfamilie gehörten, und auch bei der Finanzierung griffen sie zunehmend auf Bankkredite zurück, da es für die beiden Unternehmen schwieriger wurde, sich allein über das Eigenkapital beziehungsweise über eine Erhöhung desselben zu finanzieren. Erwähnenswert sind in diesem Zusammenhang auch der Einfluss des Staates und die damals gültige gesetzliche Regulierung sowie Reglementierung von Kartellen. Letztere waren gesetzlich nicht verboten. Ihre Gründung wurde 1931 durch den „Erlass zur Kontrolle wichtiger Industrien“ (*jūyōsangyōtōsei-hō*) sogar vereinfacht. Auch der Staat nahm in dieser Phase vermehrt Einfluss, wenn Unternehmen Gefahr liefen insolvent zu gehen. So förderte der Staat Beziehungen und Verbindungen innerhalb von Industrien oder zwischen einzelnen Unternehmen sowie zwischen Banken und Unternehmen. Es war dem japanischen Finanzministerium zum Beispiel erlaubt, bestimmte Anweisungen bei Finanzierungsfragen von Unternehmen an Banken zu geben und somit eine bestimmte Finanzierung oder einen Kredit staatlich anzuordnen.

Morikawa (MORIKAWA 1992) wiederum konzentriert sich auf die Entwicklung und die Etablierung bestimmter Strukturen unmittelbar nach dem Ende des 2. Weltkriegs. So war die Nachkriegszeit vor allem von der Niedrigzinspolitik der Bank of Japan geprägt. Diese Zinspolitik sollte helfen, die hohen Investitionssummen, die für den Wiederaufbau der japanischen Wirtschaft und des Landes benötigt wurden, zu finanzieren. Die Finanzinstitute vergaben freigiebig Kredite an Unternehmen, um der Kapitalknappheit entgegenzuwirken. Die Folge war eine extrem hohe Inflationsrate, die erst durch Einführung einer restriktiven Ausgabenpolitik eingedämmt werden konnte. Daneben reformierte die amerikanische Besatzungsbehörde nach Ende des zweiten Weltkriegs im Zuge ihrer Demokratisierungs- und Demilitarisierungskampagne das japanische Corporate-Governance-System anhand mehrerer Maßnahmen. Zunächst wurden die *zaibatsu* von der amerikanischen Besatzungsbehörde zerschlagen. Zwar hatten viele der Konzerne darum gebeten, sich selbstständig reformieren zu können, aber dieser Antrag wurde von der Besatzungsbehörde abgelehnt (MORIKAWA 1992: 237). Im September 1945 wurden die Holding-Gesellschaften aufgelöst, indem die betroffenen Konzerne ihre Anteile an die HCLC (Holding Company Liquidation Commission) übereigneten. 1947 wurden in einem weiteren Schritt die Anteile der Eigentümerfamilien an die HCLC übertragen. Zwar wurde 1948 ein Gesetz verabschiedet, das die enteigneten

Familien entschädigen sollte, allerdings beinhaltete das Gesetz ein Limit, laut dem die Entschädigung durch japanische Staatsanleihen erfolgen sollte, welche jedoch durch die hohe Inflation in den Nachkriegsjahren große Verluste hinnehmen mussten. Anschließend wurden die Anteile der Unternehmen von der HCLC am Kapitalmarkt oder direkt an die Angestellten der Unternehmen veräußert. Die amerikanische Besatzungsbehörde achtete darauf, dass durch diese Umverteilung der Aktien keine nachhaltigen Brüche im bestehenden Corporate-Governance-System auftreten konnten. In einem weiteren Schritt wurden die leitenden Angestellten der *zaibatsu* beziehungsweise der Tochterunternehmen aus den Firmen entfernt und durch Angestellte aus den unteren Hierarchieebenen ersetzt. Durch den Friedensvertrag von 1951 und mit dem Beginn des Kalten Krieges wurde diese letzte Maßnahme widerrufen, aber nur wenige Manager kehrten in ihre ursprünglichen Unternehmen zurück (MORIKAWA 1992: 237–238).

Im Bereich der Unternehmensfinanzierung, des japanischen Kapitalmarkts sowie der Zusammenhänge zwischen der Unternehmensfinanzierung und den Corporate-Governance-Strukturen in den japanischen Unternehmen sind für diesen Zeitraum auch die Arbeiten von Horiuchi (HORIUCHI 1980; HORIUCHI 1984; HORIUCHI 1987, HORIUCHI 1988), Teranishi (TERANISHI 1982) sowie von Asakura (ASAKURA 1988) zu nennen. Horiuchi analysiert aus einer makroökonomischen Sichtweise die Veränderungen des japanischen Finanzwesens sowie der Unternehmensfinanzierung von japanischen Industrieunternehmen. Er betont hierbei insbesondere das Verhältnis zwischen Banken und Unternehmen und datiert den Ursprung dieses Systems auf die 1920er-Jahre zurück. In seiner Analyse wird ebenfalls die Auswirkung der staatlichen Regulierung auf die Verbindungen zwischen Unternehmen und Banken deutlich. Der Einfluss der Banken als Kreditgeber der Unternehmen verstärkte sich zunehmend, da die Unternehmen durch die starke (direkte wie auch indirekte) Regulierung des japanischen Finanzmarktes bei ihren Finanzierungstätigkeiten auf die Kreditvergabe der Banken angewiesen waren. Als eine besonders einflussreiche Regulierungsmaßnahme hinsichtlich dieser Strukturen stellt sich dabei laut Horiuchi die Zuteilung der Kreditmenge der japanischen Zentralbank an die japanischen Geschäftsbanken über die sogenannte „window guidance“ (*madoguchi shidô*) heraus. Die Banken wurden mit entsprechenden Mitteln versorgt und diese Mittel wiederum wurden im nächsten Schritt an die Unternehmen weitergegeben. Die Bank of Japan konnte mit dieser Maßnahme die Geldmenge in Japan und damit die Inflation kontrollieren. Diese Politik hatte jedoch einen maßgeblichen Einfluss auf die Kreditvergabe der Banken und somit auch einen indirekten Einfluss auf das Corporate-Governance-System und die Verbindungen der Unternehmen zu

den japanischen Banken (HORIUCHI 1980: 34–46; HORIUCHI 1984: 27–34). Wie auch von anderen Autoren in anderen Zusammenhängen betont, führte dies in Japan zu dem oben bereits angesprochenen Phänomen des „overloan“. Aus dieser Geldpolitik der Bank of Japan entstand im Zeitablauf eine Abhängigkeit der Unternehmen gegenüber den Banken und die bereits angedeutete ausgeprägte Stakeholderorientierung der japanischen Unternehmen. Auch Horiuchi stellt dieses System der US-amerikanischen beziehungsweise angelsächsischen Shareholderorientierung gegenüber. Diese Stakeholderorientierung führte dazu, dass die Banken ihrerseits einen großen Einfluss auf das Management der Unternehmen ausüben und somit die japanischen Corporate-Governance-Strukturen in der Folgezeit entscheidend mitprägen konnten (HORIUCHI 1984: 27–34). In weiteren Artikeln und Arbeiten untersuchte Horiuchi die Vorteile des „Main-Bank-Systems“ (also die engen Geschäftsbeziehungen von Unternehmen zu hauptsächlich einer Bank) und die enge Verknüpfung zwischen Unternehmen und Banken in Japan. Im Mittelpunkt einer Arbeit aus dem Jahr 1987 steht dabei die Frage, welche Vorteile für die japanischen Unternehmen und Banken durch dieses System im Vergleich zur Vergangenheit entstanden sind. Als Beispiel eines komparativen Vorteils nennt Horiuchi in dieser Arbeit das Teilen von Geschäftsrisiken. Aufgrund seiner Untersuchungsergebnisse verwirft er in seinem Artikel zwar die These des komparativen Vorteils durch Risikoteilung, bestätigt aber, dass das Wachstum eines Unternehmens durch die Bereitstellung von Finanzmitteln der Hauptbank im Zeitablauf zu einer stärkeren Bindung zwischen Unternehmen und Bank führt und die Einflussnahme Letzterer dadurch ebenfalls deutlich zunimmt (HORIUCHI 1987: 18–25). Teranishi (TERANISHI 1982) ist ein weiterer Autor, der sich zu Beginn der 1980er-Jahre mit den Themen „Finanzierung“ und „japanischer Kapitalmarkt“ beschäftigte. Im Jahr 1982 veröffentlichte er eine umfassende Arbeit zur Entwicklung des japanischen Finanzwesens und der Wirtschaft in der Meiji-Periode. Er geht dabei insbesondere auf den Einfluss der in dieser Zeit begründeten Strukturen auf das spätere japanische Finanzwesen ein. In seiner Arbeit vertritt er die Position, dass die Entwicklung in der Meiji-Zeit weniger durch eine vom japanischen Staat gelenkte Industrialisierung vorangetrieben wurde als vielmehr durch einen dynamischen Entwicklungsprozess vonseiten der japanischen Unternehmen beziehungsweise der japanischen Wirtschaft. Darüber hinaus beschreibt Teranishi in seiner Arbeit den Einfluss der japanischen Bürokratie auf das japanische Finanzwesen in der Nachkriegszeit. Er betont vor allem den unterentwickelten Kapitalmarkt in Japan nach dem 2. Weltkrieg und die dadurch verursachte Abhängigkeit der Unternehmen von Bankkrediten. Teranishi stellt hierbei heraus, dass der japanische Kapitalmarkt zu Beginn des letzten Jahrhunderts viele Jahre lang sehr kapitalistisch geprägt

war und in seiner Ausprägung durchaus mit dem britischen oder US-amerikanischen Kapitalmarkt vergleichbar war. Dieses Bild änderte sich jedoch deutlich durch die Regulierungsmaßnahmen der japanischen Regierung in den 1930er-Jahren und nach dem Ende des 2. Weltkriegs und resultierte in den hier bereits mehrfach angesprochenen Strukturen (TERANISHI 1982: 17–32). Asakura setzte sich in den 1980er-Jahren vornehmlich mit dem japanischen Kapitalmarkt und mit dem japanischen Bankenwesen auseinander. Im Jahr 1988 veröffentlichte er ein Buch über die Geschichte des japanischen Finanzwesens (ASAKURA 1988). Er beschreibt hier umfassend die Entstehungsgeschichte des Finanz- und Bankenwesens in Japan bis in die 1980er-Jahre hinein. Dabei konzentriert er sich auf die Ursprünge dieses Systems und zeichnet dessen Entwicklungsschritte im Zeitablauf nach. In den letzten Kapiteln seines Werkes schildert er auch die Herausforderungen, welchen sich die japanischen Banken und das japanische Finanzwesen zu Beginn der 1980er-Jahre ausgesetzt sahen. Insbesondere die zunehmende Internationalisierung beziehungsweise Globalisierung sowie die damit verbundenen Veränderungen stehen im Fokus seiner Auswertungen (ASAKURA 1988: 250–282)

Mit dem Beginn und der Ausweitung der japanischen Wirtschaftskrise zu Beginn und Mitte der 1990er-Jahre bis in die frühen 2000er-Jahre hatte sich das Augenmerk in der japanbezogenen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wiederum verschoben. Dem japanischen Staat unterstellte man weiterhin eine gewisse Einflussmöglichkeit auf die Unternehmen beziehungsweise die Wirtschaftsentwicklung in Japan. Man kam aber zunehmend davon ab, dem Staat beziehungsweise der japanischen Bürokratie einen bestimmenden Einfluss auf die japanische Wirtschaft im Allgemeinen, auf die Corporate-Governance-Strukturen sowie auf die Unternehmensfinanzierung im Speziellen zu unterstellen. Zu den Vertretern dieses Ansatzes zählen vor allem die westlichen Autoren Pempel (PEMPEL 1998) sowie Schaede und Grimes (SCHAEDER/GRIMES 2003). Schaede und Grimes analysieren in ihrer Arbeit die Herausforderungen der japanischen Unternehmen und der japanischen Wirtschaft durch die zunehmende Globalisierung – ähnlich wie es Asakura für die Bankenbranche ein paar Jahre zuvor unternommen hatte. Der Fokus liegt bei Schaede und Grimes auf der Frage, welchem exogenen und endogenen Veränderungsdruck das japanische Management und das Corporate-Governance-System durch die Globalisierung ausgesetzt sind. Die Arbeit beschreibt auch die Hintergründe der Reformen des japanischen Finanz- und Wirtschaftssystems seit Mitte der 1990er-Jahre und führt hierbei den Begriff der „permeable insulation“ an. Dieser Begriff beschreibt die Situation, laut der Japan und die japanische Wirtschaft trotz aller exogenen Einflüsse und dem zunehmenden Druck durch die

Globalisierung auch weiterhin versuchen werden, bestimmte Strukturen (wie zum Beispiel im Bereich der Unternehmensfinanzierung) zu bewahren, ohne aber ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren oder zu gefährden (SCHAEDE/GRIMES 2003: 52–67).

Ein weiterer Erklärungsansatz für die Entwicklung der Corporate-Governance-Strukturen in Japan, der seit Mitte der 1990er-Jahre diskutiert wird, ähnelt dem Bild des „europäischen“ oder des „deutschen“ Systems von mehreren, ihre Interessen vertretenden Gruppen. Die Vertreter dieses Ansatzes lassen sich wiederum grob in zwei Lager untergliedern. Die eine Gruppe betont dabei den Unterschied zwischen vergleichbaren westlichen – hauptsächlich europäischen – Nationen und den japanischen Strukturen. Die andere Gruppe sieht mehr Gemeinsamkeiten und Ähnlichkeiten zwischen den beiden Modellen (Europa und Japan). Die wichtigsten Vertreter der ersten Gruppe sind dabei Matsumoto (MATSUMOTO 1991), Iwata (IWATA 1992) und Nishiyama (NISHIYAMA 1981). Matsumoto führt in seiner Arbeit die Begriffe *kigyô jin* und *kigyô shugi* ein. Seiner Meinung nach sind viele der japanischen Unternehmen formal gesehen noch Aktiengesellschaften, in Wirklichkeit aber handle es sich um eine Organisation aus den Arbeitnehmern der Unternehmen (*kigyô jin*), welche durch die Garantie der lebenslangen Beschäftigung das unternehmerische Risiko tragen. Dieses System, welches er als „Korporatismus“ (*kigyô shugi*) bezeichnet, stellt er dem im Westen vorherrschenden Kapitalismus gegenüber und trennt damit das japanische Wirtschaftssystem und dessen Strukturen explizit von den westlichen, angelsächsischen und europäischen Modellen. Dieses Selbstverständnis überträgt er außerdem auf die japanischen Unternehmensgewerkschaften, die sich viel stärker mit den eigenen Unternehmen und deren Zielen identifizieren können und diese Ziele auch nachhaltig unterstützen (MATSUMOTO 1991: 5–10; 170–178). Dieses von ihm geschilderte Modell hat den Vorteil, dass die japanischen Unternehmen im Vergleich zu angelsächsischen und europäischen Unternehmen langfristige Ziele verfolgen können, da die japanischen Firmen weniger auf kurzfristig orientierte Interessen der Anteilseigner Rücksicht nehmen müssen und dadurch das Wachstum des Unternehmens in den Vordergrund stellen können (MATSUMOTO 1991: 59–68). Matsumotos Arbeiten basieren zum Teil auf den Arbeiten von Nishiyama. Nishiyama analysierte in seiner Arbeit die Besitzverhältnisse der japanischen Unternehmen in der Zeit zwischen 1920 und 1980 und stellte dabei fest, dass sich der Anteil der japanischen Unternehmen, die sich nicht unter einer „kapitalistischen Kontrolle befanden“, bei denen also die Anteilseigner keinen signifikanten Einfluss auf die Unternehmensentscheidungen hatten und das Unternehmen maßgeblich vom jeweiligen Management und den Mitarbeitern geleitet wurde, im Zeitablauf sukzessive erhöht hatte.

Nishiyama untersuchte dabei 150 Unternehmen in den 1920er-Jahren und rund 800 Unternehmen in den Jahren 1940, 1960 und 1980. Dabei stieg der Anteil an Unternehmen, die nicht kapitalistisch im Sinne von Nishiyama geführt waren, von rund einem Prozent im Jahr 1920 auf rund 80 Prozent im Jahr 1980 an. Die größte Änderungsrate ist Nishiyama zufolge zwischen den Jahren 1940 und 1960 zu erkennen (NISHIYAMA 1981: 143). Für Nishiyama ist damit erwiesen, dass man das japanische Wirtschaftssystem zu Beginn der 1980er-Jahre nicht mehr als „kapitalistisch“ bezeichnen kann. Iwata (IWATA 1992) erforschte in seiner Arbeit die historischen Grundlagen dieses von Nishiyama geschilderten Systems. Er führt das geschilderte System in Japan bis zur Tokugawa- beziehungsweise Meiji-Periode zurück. Im Fokus von Iwatas Ausführungen steht dabei vor allem das Verhältnis zwischen den Angestellten und dem Familienoberhaupt der Familienunternehmen in der Tokugawa und der Meiji-Periode. Laut Iwata gehörte dem Familienoberhaupt das Unternehmen nicht allein, sondern dieses wurde zu gleichen Teilen von den Angestellten getragen, die ihrerseits einen Teil der Verantwortung zur Erhaltung des Unternehmens übernahmen. Das Familienoberhaupt war für die Leitung, Verwaltung und die Überwachung des Unternehmens zuständig. Im weiteren Verlauf seiner Arbeit beschreibt Iwata die Auswirkungen der Reformen auf diese Strukturen zu Beginn der 1930er-Jahre und nach dem Ende des 2. Weltkriegs. Durch die Zerschlagung der japanischen Unternehmen im Zuge des Demokratisierungsprozesses wurden die Unternehmen in managementgeführte Unternehmen umgewandelt und es manifestierte sich die Trennung zwischen den Eigentümern und dem Management der Unternehmen (IWATA 1992: 177–183). Zum Schluss stellt auch Iwata die Probleme dar, mit denen sich das System in Japan zukünftig konfrontiert sehen könnte und betont dabei insbesondere die vorherrschenden Altersstrukturen in Japan und die Frage nach den Problemen, die für das System der lebenslangen Beschäftigung sowie der senioritätsabhängigen Entlohnung entstehen könnten.

Zu den Vertretern der zweiten Gruppe – diejenigen Wissenschaftler, die mehr Gemeinsamkeiten und Ähnlichkeiten zwischen den beiden Modellen (Europa und Japan) sehen – gehören vor allem Odagiri (ODAGIRI 1992), Hirata (HIRATA 1998) und der britische Wissenschaftler Dore (DORE 1994). Odagiri betont einen Ansatz, der in den japanischen Strukturen, ähnlich wie in Europa oder den USA, eine Diversifikation der einzelnen Organe in den Corporate-Governance-Strukturen und von deren gegenseitiger Kontrolle vorsieht. Die einzelnen Interessengruppen, seien es der japanische Staat/die japanische Bürokratie, das Management der Unternehmen, die Arbeitnehmer oder die Banken, streben dabei ein Gleichgewicht an, das den Erfolg des Unternehmens und der gesamten

japanischen Wirtschaft in den Vordergrund stellt und einzelne Interessen in den Hintergrund drängt (ODAGIRI 1992: 197–210). Hirata (HIRATA 1998) stellt sowohl die Gemeinsamkeiten als auch die Unterschiede zwischen den einzelnen Organen der japanischen Aktiengesellschaften und denen der europäischen, insbesondere der deutschen und US-amerikanischen Organe dar. Er beschreibt das japanische Corporate-Governance-System mit den Schlagworten „bankenbasiert“, „Netzwerke“ oder „durch Insider koordiniert“ (HIRATA 1998: 34). In seiner Arbeit beschreibt er das japanische Corporate-Governance-System als eine Mischung des US-amerikanischen und europäischen Systems. Das US-amerikanische System zeichnet sich dadurch aus, dass der Vorstand (Board of Directors) zugleich Entscheidungs- wie auch Überwachungsfunktionen übernimmt und in Europa dagegen zwei Organe sich diese Aufgaben und Funktionen aufteilen: zum einen der Vorstand mit seiner Entscheidungsbefugnis wie auch der Aufsichtsrat mit seiner Überwachungsfunktion. Das japanische System ist dabei eine Mischung aus beiden Systemen (HIRATA 1996: 3). Im Zentrum seiner Untersuchung steht dabei das japanische Organ der *torishimariyaku-kai*, welches Ähnlichkeiten mit dem deutschen Aufsichtsrat aufweist. Dieses Organ ist dennoch nicht eins zu eins auf den deutschen Aufsichtsrat übertragbar, denn es gibt Unterschiede hinsichtlich seiner Zusammensetzung und seiner Aufgaben (HIRATA 1998: 5–6). Darüber hinaus analysiert Hirata die Veränderungen in den Management- und Aufsichtsstrukturen der japanischen Aktiengesellschaften seit Anfang der 1990er-Jahre und bewertet diese bezüglich ihrer ursprünglichen Reformidee, laut der die Entscheidungsprozesse in den japanischen Aktiengesellschaften beschleunigt werden sollten. Die Mitglieder des *torishimariyaku-kai* werden von der Hauptversammlung (*kabunushi-sokai*) gewählt, die Hauptversammlung kann diese auch wieder „entlassen“ und sie besteht aus den Direktoren (*torishimariyaku*) des Unternehmens. Die Problemfelder bei diesem Organ (*torishimariyaku-kai*) liegen unter anderem in der hohen Anzahl der Mitglieder. Laut seiner Untersuchung aus dem Jahr 1995 hatten mehr als 47 Prozent der untersuchten Unternehmen 15 und mehr Mitglieder (HIRATA 1996: 17–18). Aus diesem Grund hat sich in der Vergangenheit in vielen Firmen ein weiteres Organ, der „Geschäftsführende Ausschuss“ (*jōmu-kai*) in herausgebildet. Dieser Ausschuss hat zumeist weniger Mitglieder und kann aus diesem Grund effizienter und schneller arbeiten. Er setzt sich aus Direktoren und der Position des Hauptgeschäftsführenden Direktors (*senmu torishimariyaku*) zusammen. Laut Hirata haben sich drei verschiedene Funktionstypen beziehungsweise Aufgabenschwerpunkte des *jōmu-kai* bei japanischen Unternehmen im Zeitablauf entwickelt. Er fungiert als ein Entscheidungsorgan, ist ein Forum für Diskussionen

der *torishimariyaku* und dient als ein Gremium, das den Firmenpräsidenten selbst berät (HIRATA 1996: 22).

Dirks und Otto (DIRKS/OTTO 1998) sowie Kanda (KANDA 1997) und Shishido (SHISHIDO 1994) sind weitere Autoren, welche die Strukturen in den 1990er-Jahren analysierten und darlegten. In ihrem Aufsatz beschreiben Dirks und Otto das japanische Corporate-Governance-System sehr ausführlich und beleuchten die bestimmenden Gremien und Ausschüsse sehr detailliert. Des Weiteren weiten sie ihre Untersuchung auch auf das japanische Gesellschaftsrecht aus und analysieren die vorherrschende Rechtslage. Die beiden vorherrschenden Gesellschaftsformen in Japan sind die „Aktiengesellschaft“ (*kabushiki gaisha*) und die „Gesellschaft mit beschränkter Haftung“ (*yûgen gaisha*). Im Gegensatz etwa zu britischen oder US-amerikanischen Unternehmen wird japanischen Unternehmen nachgesagt, dass sie nach langfristigen Zielen wie zum Beispiel dem Wachstum in bestimmten Märkten gesteuert werden (DIRKS/OTTO 1998: 214; KAPLAN 1997: 196). Die sogenannte „Shareholdervalue-Orientierung“, welche vornehmlich in den USA und in Großbritannien Anwendung findet, wurde jahrzehntelang nach dem Ende des 2. Weltkriegs nicht mit japanischen Unternehmen in Verbindung gebracht. Dieses Steuerungsmerkmal der japanischen Unternehmen lässt sich auch dadurch belegen, dass sich während der Hochwachstumsphase in den 1950er- und 70er-Jahren die Gewinne der Unternehmen nicht in der Dividendenausschüttung widerspiegeln, denn die japanischen Unternehmen hatten im Vergleich zu US-amerikanischen Unternehmen eine relativ niedrige Ausschüttungsquote. Mitte der 1990er-Jahre fand bei den japanischen Unternehmen eine Umorientierung statt. So kann man seit dieser Zeit eine deutliche Hinwendung japanischer Unternehmen zu den sogenannten Aktionärsinteressen, also dem Shareholdervalue beobachten. Dabei rangiert das Unternehmensziel der „Ausweitung der Marktanteile“ auf Rang 4 hinter „Profitabilität“ (Rang 1) und „Produktivität“ (Rang 3). Laut Dirks und Otto bestimmen folgende Elemente und Strukturen das japanische Corporate-Governance-System: 1. Der Vorstand eines Unternehmens. 2. Die *kansayaku* und der *jomu-kai*. 3. Die jeweilige Hauptbank (Main Bank), welche dem Unternehmen hauptsächlich Finanzmittel zur Verfügung stellt, gelegentlich aber auch in die Geschäftsführung eingreift. 4. Das sogenannte Cross Shareholding (DIRKS/OTTO 1998: 214). Wie weiter oben schon von Hirata beschrieben, wählt die Hauptversammlung der Anteilseigner den Vorstand. Die Mitglieder des Vorstands, die Direktoren, sind für die Geschäftsführung und die Überwachung verantwortlich. Der Vorstand und dessen Aufgaben sind in § 260 Abs 1 JHG beschrieben. Er bestimmt die „Geschäftsführenden Direktoren“ (*daihyô torishimariyaku*), welche das eigentliche

Management eines Unternehmens darstellen und das Unternehmen führen. Der restliche Vorstand überwacht die Tätigkeiten des Managements. Als Hierarchieebenen und Mitglieder im Vorstand können hierbei der Präsident (*shachô*), der Vorsitzende des Vorstands (*kaichô*), die Vizepräsidenten (*fuku-shachô*), die bereits erwähnten hauptgeschäftsführenden Direktoren sowie die Direktoren ausgemacht werden. Daneben existieren die sogenannten *kansayaku*, diese übernehmen ebenfalls Überwachungsfunktionen und werden ebenfalls von der Hauptversammlung bestimmt. Wenn man die Rechte der einzelnen Organe, also der „Hauptversammlung“, des „Vorstands“ und der *kansayaku* international miteinander vergleicht, so wird deutlich, dass die Hauptversammlung der Unternehmen in Japan im Gegensatz zu denen in den USA und in Deutschland weniger Rechte und dadurch auch weniger Durchsetzungsvermögen besitzt. Die japanischen Aktionäre haben eher rechtliche Befugnisse, die denen von Inhabern stimmrechtsloser Vorzugsaktien in Deutschland oder den USA gleichen. Durch die Abtretung von Stimmrechten und die zeitlich im Vergleich relativ kurzen Hauptversammlungen kann von einem vergleichbaren Einfluss der Anteilseigner auf die Entscheidungsprozesse oder das Management wie in den USA oder in Europa nicht die Rede sein. Der „Geschäftsführende Ausschuss“ (*jômu-kai*), als ein weiteres Element dieser Strukturen wurde schon weiter oben ausführlich behandelt. Als Schwachpunkt dieses Systems gilt die Schwierigkeit für die Mitglieder des Vorstands, ihre Überwachungsfunktion auszuführen, denn viele von ihnen sind zusätzlich im operativen Bereich mit Aufgaben betraut, die sie so stark in Anspruch nehmen, dass sie darüber hinaus kaum Aufgaben ausführen können (DIRKS/OTTO 1998: 220–223). Die *kansayaku* wirken als Gegengewicht zum Management in der Organisation einer japanischen Aktiengesellschaft. Sie werden – wie der Vorstand – von der Hauptversammlung gewählt und sind dem Vorstand rechtlich gleichgestellt. Ihre Hauptaufgabe besteht darin, das Management und dessen Entscheidungen zu überwachen. Sie überprüfen hierbei laut § 274 Abs. 1 JHG die Rechnungslegung wie auch die Geschäftsführung hinsichtlich ihrer Rechtmäßigkeit im Hinblick auf Gesetze und Satzungen sowie die Angemessenheit der Geschäfte des Vorstands (DIRKS/OTTO 1998: 221; KANDA 1997: 186). Die Anzahl der *kansayaku* in einem Unternehmen ist von der Größe der jeweiligen Aktiengesellschaft abhängig. Große Aktiengesellschaften (mit einem Kapital von mehr als 500 Millionen Yen) hatten seit einer Gesetzesnovelle des „Gesetzes über die Sonderfälle der Prüfung von Aktiengesellschaften“ (*kabushikigaisha no kansa-tô ni kansuru shôhō no tokurei ni kansuru hôritsu*) im Jahr 1993 mindestens drei *kansayaku* zu stellen (DIRKS/OTTO 1998: 221). Davon musste mindestens einer ein sogenannter „Externer“ sein. Extern ist, wer in den letzten fünf Jahren vor der Ernennung nicht als

Direktor oder als Angestellter des betreffenden Unternehmens oder einer der Tochterunternehmen gearbeitet hat. In der Praxis zeigte sich jedoch oftmals, dass die „externen Mitglieder“ früher durchaus bei den jeweiligen Unternehmen angestellt waren (KANDA 1997: 187). Laut dem Handelsgesetz, welches seit 1993 externe *kansayaku* fordert, genügt es, wenn ehemalige Angestellte, welche seit mindestens fünf Jahren nicht für das Unternehmen arbeiteten beziehungsweise im Ruhestand sind, als externe *kansayaku* bestellt wurden (SHISHIDO 1994: 320). Die externen Direktoren kommen dabei zumeist von der jeweiligen Hauptbank oder von Unternehmen, mit denen das jeweilige Unternehmen durch das sogenannte „Cross Shareholding“ verbunden ist, oder aber die externen Direktoren stammen von großen Generalhandelshäusern. All dies sind Unternehmen, welche einen dauerhaften Anteil an der jeweiligen Aktiengesellschaft halten. Durch diese Konstellation können Interessenkonflikte zwischen dem Management, den Aufsichtspersonen und den Unternehmen sowie den eigentlichen Eigentümern, den Aktienbesitzern, entstehen. Neben den *kansayaku* hat jede Aktiengesellschaft noch einen Abschlussprüfer, welcher den Jahresabschluss auf seine Richtigkeit hin überprüft. Das Gesetz verlangt eine Zusammenarbeit zwischen den *kansayaku* und dem bestellten Abschlussprüfer, damit etwaige Manipulationen oder Fehler beiden Parteien auffallen und offengelegt werden können (KANDA 1997: 187). Die Hauptbank in einem *keiretsu* ist gleichzeitig oft ein bedeutender Anteilseigner der Einzelunternehmen im Verbund und (Haupt-)Kreditgeber der einzelnen Unternehmen. Jedoch überstiegen die Anteile der Banken an den Unternehmen in einem Unternehmensverbund selten die 5-Prozent-Grenze. Diese Grenze wird ebenfalls durch das „Anti-Monopol-Gesetz“ bestimmt, denn die Banken durften laut diesem nicht mehr als 5 Prozent an einem Industrieunternehmen halten (DIRKS/OTTO 1998: 224). Dirks und Otto stellen in ihrer Arbeit auch fest, dass in der Vergangenheit Ausländer und ausländische Unternehmen nur geringe Anteile an Aktien japanischer Unternehmen hielten. Das sogenannte „Cross Shareholding“, das gegenseitige Halten von Aktien unter Unternehmen beziehungsweise zwischen einzelnen Banken und Unternehmen, war in Japan seit den 1960er-Jahren bis weit in die 1990er-Jahre, ähnlich wie in Deutschland, weit verbreitet. Diese Praxis war besonders innerhalb von Unternehmensgruppen (*kigyô shûdan*) populär (DIRKS/OTTO 1998: 215). Dadurch zeichnen sich die Besitzverhältnisse japanischer Aktiengesellschaften durch eine gewisse Stabilität der Anteilseigner aus. Ein Großteil der Aktienbestände japanischer Unternehmen ist im Streubesitz und die Eigentümerstruktur besteht zum größten Teil aus einheimischen Firmen und Finanzinstitutionen.

Von den oben genannten Autoren ist der Übergang zu einer weiteren Gruppe von Wissenschaftlern fließend. Diese Wissenschaftler vertreten einen moderaten Mittelweg zwischen den beiden oben genannten Lagern. Ihre Ansichten und Theorien scheinen sich in den letzten Jahren immer mehr in der Wissenschaft durchzusetzen und entsprechende Anhänger zu finden. Hierbei wird vor allem das Übereinkommen in wichtigen wirtschaftspolitischen Fragen durch Netzwerke formeller wie auch informeller Natur in Japan betont. Bei den Akteuren dieser Netzwerke handelt es sich um japanische Unternehmen, die Bürokratie und den Staat sowie um japanische Banken. Die Institutionen an sich – seien es Behörden, Banken, ein bestimmter politischer Posten oder die Stabsabteilung eines Unternehmens – spielen dabei nur eine untergeordnete Rolle. Wichtiger und einflussreicher sind die persönlichen, informellen Netzwerke einzelner Personen.

Zu den Vertretern dieser gemäßigten Schule gehören unter anderem Kumon (KUMON 1992), Aoki (AOKI 1995; AOKI 1996; AOKI 1997; AOKI 2007), Jackson (JACKSON 2001; JACKSON 2002), Okazaki und Okuno-Fujiwara (OKAZAKI/OKUNO-FUJIWARA/HOSHI 1999; OKUNO-FUJIWARA 1997; OKAZAKI 1999; OKAZAKI 2001), Hoshi (HOSHI 2002; HOSHI 2006), Vitols (VITOLS 2001), Imai (IMAI 1992) sowie Fukao (FUKAO 2000) und Hirota (HIROTA 2001). Laut Kumon (KUMON 1992) werden das japanische Wirtschaftssystem und die japanische Gesellschaft durch derartige informelle Netzwerke maßgeblich beeinflusst. Dieses System steht im Gegensatz zu den marktorientierten Konzepten, die eine gegenseitige Unabhängigkeit von Staat/Bürokratie und Unternehmen vorsehen und vor allem im angelsächsischen Raum Anwendung finden. Kumon beschreibt die japanische Gesellschaft, den japanischen Staat und die japanische Wirtschaft als Teile eines vertikalen Netzwerkes, dessen Komponenten sich wiederum in weitere Netzwerke unterteilen. Die Wirtschaft beziehungsweise die Einzelunternehmen sind oftmals Teile solcher horizontalen Netzwerke, den oben bereits angesprochenen *keiretsu*. In deren Zentrum stehen zumeist eine Bank oder eine Handelsgesellschaft, welche Kumon als „caretaker“ bezeichnet (KUMON 1992: 118). Im weiteren Verlauf beschreibt der Autor die Strukturen der *keiretsu* unter dem Gesichtspunkt eines Netzwerkes und betont dabei insbesondere die japantypischen Charakteristika der Unternehmensnetzwerke wie etwa die informellen Treffen und Verhandlungen sowie das Teilen von Informationen zum Wohle der gesamten Unternehmensgruppe. Laut Kumon haben bei diesen Netzwerken individuelle Bedürfnisse oder Ziele einzelner Unternehmen oder Individuen eine untergeordnete Funktion (KUMON 1992: 121–125). Des Weiteren geht der Autor in seiner Arbeit auf die zukünftige Entwicklung der zunehmenden Internationalisierung sowie auf die damit verbundenen Herausforderungen

für die japanische Netzwerkgesellschaft ein. Kumon betont die Möglichkeit eines Mittelweges zwischen einer vollkommenen Adaption an westliche Strukturen und dem Verbleib in traditionellen japanischen Strukturen. Imai wiederum stützt sich auf die Ausführungen und Theorien von Kumon und vertieft diese in seiner Arbeit im Hinblick auf die Corporate-Governance-Strukturen in der japanischen Wirtschaft (IMAI 1992). Imai sieht in der Geschichte der japanischen Wirtschaft drei entscheidende Zeitpunkte, welche sich nachhaltig auf die wirtschaftlichen Strukturen der Folgezeit ausgewirkt haben sollen. Zum einen nennt der Autor den Beginn der Modernisierung im Zuge der Meiji-Restauration, sodann die Reformen der Nachkriegszeit und schließlich die Ölkrise zu Beginn der 1970er-Jahre, welche die vorherrschenden netzwerkartigen Strukturen nachhaltig gefördert haben. Imai sieht die ersten Ansätze solcher Netzwerkstrukturen bei den *zaibatsu* und stellt dieser Annahme bewusst die verbreitete Ansicht gegenüber, laut welcher die japanischen *zaibatsu* eindeutig als kapitalistisches Unternehmen in Familienbesitz, welches von einigen wenigen Personen kontrolliert und gesteuert wird, eingeordnet werden. Diese These stützt Imai mit der Tatsache, dass die *zaibatsu* mit kurzfristigen, gewinnmaximierenden Strategien nicht lange genug überlebt und aus diesem Grunde mittel- bis langfristige Ziele verfolgt hätten, damit ihre Unternehmen entsprechend wachsen konnten. Mit diesen Maßnahmen hätten sie wiederum die langfristigen Wachstumsziele in Japan zu dieser Zeit unterstützt. In der Folgezeit entwickelten sich innerhalb der einzelnen *zaibatsu* netzwerkartige Strukturen heraus, welche die Steuerung der komplexen Strukturen und Einzelunternehmen vereinfachen sollten. Diese Strukturen blieben auch nach dem 2. Weltkrieg erhalten und verstärkten sich durch die Reformen und die wirtschaftlichen Bedingungen zu dieser Zeit und mündeten in einer vermehrten Zusammenarbeit auf horizontaler Ebene (zwischen den Unternehmen) (IMAI 1992: 201–206). Imai betont dabei besonders die langjährigen Geschäftsverbindungen der Unternehmen beziehungsweise des jeweiligen Managements untereinander. Diese Verbindungen verbesserten nicht nur die Grundbasis jeglicher Transaktionen, sondern förderten auch das gegenseitige Vertrauen und die Geschäftsbeziehungen zwischen den Firmen im Allgemeinen. Im Zuge der Ölkrise im Jahre 1973 wurde laut Imai die Spezialisierung und Diversifizierung in der japanischen Wirtschaft vorangetrieben, was wiederum zur Herausbildung von Netzwerken auf unternehmerischer Ebene, unter den Unternehmen und innerhalb der Belegschaft von Unternehmen führte. Auf der Ebene der Unternehmen sorgten diese Netzwerke dafür, dass das gegenseitige Halten von Unternehmensanteilen zur Abwehr von feindlichen Übernahmen nicht mehr notwendig war, da die Unternehmen auf einer informellen Basis oder durch den Austausch von Managern

genügend Informationen transferierten. Auf der Ebene der Angestellten führte dies dazu, dass diese noch intensiver in den Entscheidungsprozess der Unternehmen einbezogen wurden und entsprechende Rechte ausbauen konnten (IMAI 1992: 218–224). In seiner Arbeit kommt Imai zu der Schlussfolgerung, dass die Unternehmen in Japan nicht für sich isoliert agieren, sondern in einem Zusammenspiel mit vielen einzelnen Unternehmen, die sich wiederum gegenseitig beeinflussen. Dabei hat sich die Rolle des Managements in Japan laut Imai im Zeitablauf entsprechend gewandelt (IMAI 1992: 229). Das Bild geht weg vom Träger von Einzelentscheidungen hin zum Organisator eines entsprechenden Netzwerks. Jackson (JACKSON 2001; JACKSON 2002) beschreibt in seinen Arbeiten ausführlich den Entwicklungsprozess der Corporate-Governance-Strukturen in Japan seit der Meiji-Zeit bis in die späten 1990er-Jahre und zieht Parallelen zwischen den Systemen und Strukturen in Japan und Deutschland. Die vorherrschenden Corporate-Governance-Systeme entstanden in beiden Ländern aus familiengeführten Unternehmen und entwickelten sich zu Strukturen, deren Besitzverhältnisse weniger stark fragmentiert sind als zum Beispiel die der US-amerikanischen Unternehmen. Sowohl in Japan als auch in Deutschland werden die größten Anteile zwischen den Unternehmen selbst und/oder von Banken gehalten. Diese netzwerkartigen Verbindungen zwischen den einzelnen Unternehmen bewirkten, dass Aktien weniger zu Spekulationszwecken gehalten wurden als vielmehr dazu, strategische Interessen von Einzelunternehmen zu fördern. Jackson sieht die Ursprünge dieses System in Japan in den 1920er-Jahren und dieser Prozess beschleunigte sich laut dem Autor vor allem in den 1950er-Jahren. Weiterhin beschreibt Jackson den Reform- und Demokratisierungsprozess der Unternehmen in Japan und Deutschland und die Auswirkungen dieser Prozesse auf die Strukturen innerhalb der Unternehmen, sei es hinsichtlich der lebenslangen Beschäftigung oder der gemeinsamen Abstimmungsprozesse zwischen Belegschaft und Management (JACKSON 2001: 123–125; 141–142). In seiner 2002 veröffentlichten Arbeit analysiert Jackson darüber hinaus die Herausforderungen, die im Zuge der zunehmenden Globalisierung auf die Systeme der beiden Länder zukommen werden. Zahlreiche Wirtschaftswissenschaftler gingen zu Beginn der 2000er-Jahre davon aus, dass die zunehmende Internationalisierung dazu führen würde, dass sich die Corporate-Governance-Systeme weltweit zu shareholderorientierten Systemen entwickeln würden. Jackson jedoch vertritt in seiner Arbeit eine etwas andere Meinung und erklärt, dass japanische Unternehmen einzelne Elemente der Corporate Governance und der Unternehmensfinanzierung von westlichen Unternehmen aufnehmen und in bestimmten Bereichen Mischformen aus den japanischen und westlichen, vor allem US-amerikanischen, Elementen und Strukturen entwickeln. So verwenden einzelne

japanische Unternehmen verstärkt andere Finanzierungsformen als in der Vergangenheit, ihre innerbetrieblichen Strukturen bleiben jedoch weitgehend unverändert (JACKSON 2002: 216–223; 336–343). Okazaki, Hoshi, Hamao (OKAZAKI 1999; OKAZAKI 2001; OKZAKI/HOSHI/HAMAO 2005) und Vitols (VITOLS 2001) analysieren in ihren Arbeiten vor allem den Einfluss des Kapital- und Finanzmarkts auf das bestehende Corporate-Governance-System in Japan. Vitols beschreibt die Ursprünge der bankenbasierten Unternehmensfinanzierung in Japan und hebt deren Vorteile anhand der langfristig angelegten Partnerschaft zwischen Unternehmen und Fremdkapitalgebern hervor. Allerdings weist Vitols die These zurück, laut der dieses System zu einem starken Wirtschaftswachstum in Japan während der Industrialisierung beigetragen hätte. Die Ursprünge der japanischen Banken lassen sich laut Vitols auf die Geldwechsler (*ryôgaeya*) der Tokugawa-Periode zurückführen, welche zu dieser Zeit in Japan einige der Bankgeschäfte wie den Geldwechsel und die Darlehensvergabe abwickelten. Allerdings entwickelte sich das Bankensystem anfangs nur sehr schleppend und die Banken verliehen in der Anfangszeit lediglich kurzfristige Kredite an die Unternehmer, anstatt diese mit langfristigen Krediten auszustatten. Hinzu kam, dass die Banken in dieser Zeit in hohem Maße auf ihr Kreditrisiko achteten, sodass vielen kleinen und neuen Unternehmen diese Quelle der Finanzierung zunächst verschlossen blieb. Diese Restriktionen führten in der Anfangszeit der Industrialisierung zu einer starken Eigenfinanzierung der japanischen Unternehmen. Als die Nachfrage nach einem langfristigen Finanzierungsbedarf stieg, begann in den 1890er-Jahren eine steigende Anzahl an Unternehmen, ihren Bedarf am Kapital- beziehungsweise Aktienmarkt direkt zu decken, da diese Banken in der Anfangszeit nicht bereit gewesen waren, große Risiken einzugehen (VITOLS 2001: 181). Vitols betont, dass sich die Finanzsysteme in Japan, in den USA und auch in Deutschland bis in 1920er-Jahre hinein stark ähnelten und Banken und Unternehmen in einem weniger stark regulierten Markt agierten. Erst durch die verstärkten Eingriffe des Staates wurde der Finanzmarkt in Japan zunehmend reguliert. Aus dieser Regulierung heraus entstand nach dem 2. Weltkrieg die bankenbasierte Unternehmensfinanzierung. Dies geschah allerdings weniger aus einer „bewussten“ Reform oder einem gelenkten Prozess heraus, sondern war das Ergebnis aus vielen verschiedenen Einzelreformen im Zeitablauf. Hinzu kommt, dass laut Vitols die sehr hohe Sparquote in Japan dieses System nachhaltig gefördert hat. Denn die Ersparnisse der Japaner flossen nicht in den japanischen Kapitalmarkt in Form von Aktienkäufen, sondern zu den Banken als Spareinlagen und die Banken waren wiederum liquide genug, um diese an die Unternehmen weiterzugeben. Vitols sieht das japanische Wirtschafts- und Finanzsystem im Hinblick auf den Anpassungsdruck im Zuge der

Globalisierung als weniger reformfähig an als etwa das bis zur Mitte der 1990er-Jahre vergleichbare deutsche Wirtschafts- und Finanzsystem (Vitols 2001: 174–175; 187–189; 199). Okazaki, Hoshi, Hamao und Okuno-Fujiwara (OKAZAKI 1999; OKAZAKI 2001; OKAZAKI/OKUNO-FUJIWARA/HOSHI 1999; OKZAKI/HOSHI/HAMAO 2005) geben in ihren Arbeiten einen Überblick über die Entwicklungsprozesse und die Auslöser für Veränderungen in der japanischen Wirtschaft. Hierbei wird deutlich, dass je nach geschichtlicher Phase ein mehr oder weniger abgestimmtes Zusammenspiel zwischen den einzelnen Institutionen in Japan (Unternehmen, Banken, Bürokratie und Politik) erfolgte oder aber Marktkräfte den entscheidenden Anstoß für bestimmte Prozesse gaben. Darüber hinaus beschreiben die Autoren, dass es in den Unternehmen selbst ein weiteres Dreiecksverhältnis mit sich verschiebenden Machtverhältnissen gibt, welches die bestehenden Strukturen seither verändert und bestimmt. Dieses Dreiecksverhältnis wird durch das Management der Firmen (das wiederum teilweise die Interessen der Politik und Bürokratie vertritt), die Arbeitnehmer und die Kapitalgeber der Unternehmen gebildet. Hierbei nehmen die japanischen Banken jedoch eine Sonderrolle ein. Denn sie sind zum einen in der Rolle des Kapitalgebers, da sie die japanischen Unternehmen mit Kapital in Form von Krediten versorgen. Zum anderen sind sie auch im Management der Unternehmen anzutreffen, sofern die Banken Einfluss auf die Führung und die Ausrichtung des Unternehmens nehmen. Letzteres ist insbesondere dann der Fall, wenn Unternehmen zunehmend zahlungsunfähig werden und Gefahr laufen, insolvent zu werden. In diesem Fall übernehmen Vertreter der Banken entsprechende Posten im Management der betroffenen Unternehmen und versuchen aus dieser Position heraus die Interessen der Banken zu wahren, indem sie steuernd in die Unternehmensführung eingreifen (OKAZAKI 1999: 45–47; OKAZAKI/OKUNO-FUJIWARA/HOSHI 1999: 123–128). In dieser Hinsicht unterscheiden sich die Arbeiten von Okazaki, Hoshi, Hamao und Okuno-Fujiwara kaum von den Werken Miyazakis und Horiuchis aus den 1970er- oder 1980er-Jahren, sondern sie basieren sogar auf diesen. Im direkten Vergleich liegt jedoch ein Unterschied bei dem „bewussten und abgestimmten Verhalten“ der einzelnen Institutionen. Okazaki, Hoshi, Hamao und Okuno-Fujiwara beschreiben in ihren Arbeiten eine Mischung aus exogenen Einflüssen, welche bestimmte Prozesse und Entwicklungen auslösen, und einem bewussten Vorantreiben beziehungsweise einer bestimmten richtungsweisenden Einflussnahme auf wirtschaftliche Entwicklungen. Dabei vertreten die vier Autoren die Meinung, ebenso wie auch Jackson und Vitols, dass es auch bei den bewusst angestoßenen Prozessen nicht zu einem einheitlichen und koordinierten Vorgehen in der gesamten japanischen Wirtschaft (im Sinne eines politischen Dekrets) kam. Vielmehr machten einzelne

Interessengruppen ihren jeweiligen Einfluss geltend. Dieser theoretische Hintergrund dient den Autoren als Grundlage dafür, die vorherrschende stark ausgeprägte Stakeholderorientierung in der japanischen Wirtschaft und in den japanischen Corporate-Governance-Systemen zu erklären. Okazaki, Hoshi, Hamao und Okuno-Fujiwara erläutern außerdem, welche Prozesse und Einflüsse (sowohl endogen als auch exogen) seit dem Platzen der „Bubble Economy“ und der zunehmenden Globalisierung dazu führten, dass sich dieses System allmählich verändert. Okazaki untersucht in zwei seiner Veröffentlichungen die Geschichte der Corporate-Governance-Strukturen der *zaibatsu* und deren Einfluss auf die Strukturen im Japan der Nachkriegszeit (OKAZAKI 1999; OKAZAKI 2001). Er stellt dabei vor allem die Rolle der Holding-Gesellschaft in den Vordergrund, welche von vielen *zaibatsu* zu Beginn des 20. Jahrhunderts gegründet wurden, um die Einzelgesellschaften des Unternehmensverbundes besser steuern und überwachen zu können. Eine Analyse für das Jahr 1935 von Okazaki zeigt deutliche Unterschiede in der Struktur und Zusammensetzung der Anteilseigner zwischen den *zaibatsu* und „Nicht-*zaibatsu*-Unternehmen“ gleicher Größe. So waren die Anteile der Shareholder bei den *zaibatsu* stärker konzentriert und weniger stark gestreut als bei den „Nicht-*zaibatsu*-Unternehmen“. Unter den zehn größten Anteilseignern rangierten 1935 die japanischen Finanzinstitute bei den *zaibatsu* mit rund sieben Prozent an dritter Stelle und bei den „Nicht-*zaibatsu*“-Firmen mit etwas mehr als sechs Prozent sogar an zweiter Stelle. Der Staat wiederum hielt 1935 kaum beziehungsweise gar keine Anteile bei den *zaibatsu*. Diese Anteile haben sich jedoch während der 1940er-Jahre und nach dem 2. Weltkrieg massiv verschoben. Zum einen baute der Staat massiv seine Anteile aus, im Gegenzug sank der Anteil der Holdinggesellschaften extrem stark und reduzierte sich nach der Verabschiedung des „Anti-Monopoly Act“ im Jahr 1947 und in der Zeit danach sukzessive auf null. Die Staatsbeteiligung sank in den Folgejahren nach dem 2. Weltkrieg ebenfalls auf null ab und wurde durch einen erhöhten Anteil der Finanzinstitute an den Unternehmen in Japan ersetzt (OKAZAKI 1999: 99–103). Während der zehn Jahre zwischen 1935 und dem Ende des 2. Weltkriegs wurden durch Gesetze und gesetzliche Initiativen in Japan Strukturen geschaffen, welche die Industrie- und die Corporate-Governance-Strukturen bis in die heutige Zeit beeinflussen und auszeichnen. Der Staat griff zum Teil massiv in die Strukturen der Unternehmensführung, der Finanzierung und der Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Beziehung ein und modifizierte diese zu seinen Gunsten und im Hinblick auf die Vorbereitung beziehungsweise Mobilisierung für die folgenden Kriegsaktivitäten teilweise sehr stark. So stieg unter anderem der Anteil des Staats an den einzelnen Unternehmen in Japan sehr stark an (wie oben beschrieben). Im Jahr 1937 wurde durch die japanische

Regierung ein Planungsamt (*kikakuin*) geschaffen, 1940 veröffentlichte das Planungsamt sein „Konzept zur Etablierung eines neuen Wirtschaftssystems“ (*keizai shintaisei kakuritsu yoko*). In dieser Veröffentlichung wurden Ziele wie die Trennung von Besitz und Unternehmensführung, die Umformung von privatrechtlichen Unternehmen in Körperschaften öffentlichen Rechts und der Verzicht auf Profit genannt. In den Jahren 1939 und 1940 wurden von der japanischen Regierung zwei Direktiven bezüglich der Ausschüttungshöhe der Dividenden verabschiedet und die Boni für die Unternehmensführung eingeschränkt, indem man diese von dem Unternehmensergebnis entkoppelte und die jeweiligen Boni vom Ministerium genehmigen ließ. 1944 wurde die Regulierung abermals verschärft. Es durften nur noch 5 Prozent des Gewinns ausgeschüttet werden, der restliche Betrag sollte an die Unternehmensführung und an die Mitarbeiter ausgeschüttet werden. Diese beiden Maßnahmen hatten einen negativen Einfluss auf den japanischen Kapitalmarkt und als Folge davon sahen sich die Unternehmen zunehmend in der Schwierigkeit, Kapital für Investitionen direkt vom Kapitalmarkt in Form von Anleiheemissionen oder Kapitalerhöhungen aufzunehmen (OKAZAKI 1999: 110–123). Gleichzeitig mit der Reduzierung der Finanzierung über den Kapitalmarkt nahm die Bankenfinanzierung zu. Unmittelbares Resultat dieser Entwicklung war es, dass der Einfluss der Banken auf die Unternehmen und Unternehmensentscheidungen zunahm. Allerdings griff der Staat auch hier regulierend ein. So nahm der Einfluss des Staates auf die Verteilung der Kredite in dem Maße zu, wie die Höhe der gesamtwirtschaftlichen Kreditmenge wuchs.

Nach dem Ende des 2. Weltkriegs führten verschiedene Faktoren zu einer weiteren Konzentration von Unternehmensanteilen bei den japanischen Banken beziehungsweise den japanischen Unternehmen und zu einem weniger entwickelten Kapitalmarkt. Diese Entscheidung hatte entsprechende Implikationen auf die Corporate-Governance-Strukturen der japanischen Unternehmen. Während des Einbruchs des Aktienmarktes in Japan im Jahr 1949 stützten die japanischen Banken und Versicherungen auf Bitten der Bank of Japan durch massive Aufkäufe den japanischen Aktienmarkt. Dadurch erhöhten sich die deren Unternehmensanteile zum Teil nachhaltig. So werden in der Untersuchung von Okazaki die Banken und Finanzinstitute im Jahr 1955 unter den zehn größten Anteilseignern an erster Stelle genannt und an zweiter Stelle stehen in dieser Untersuchung die Beteiligungen durch andere japanische Unternehmen (OKAZAKI 1999: 103). Die Anteilseigner der japanischen Unternehmen litten jedoch auch weiterhin unter den gleichen Restriktionen wie während des 2. Weltkriegs. So wurde ihr Einfluss auf das Management der Unternehmen auch weiterhin beschränkt und ihre Anteilsrechte auf die erwirtschafteten Gewinne waren immer noch

minimal. So schränkte die Direktive zur „Limitierung oder dem Verbot von Dividenden“ (*kaisha haitôtô kinshi seigen rei*) aus dem Jahr 1946 die Zahlungen auf maximal 5 Prozent ein oder untersagte diese unter Umständen sogar ganz. Diese Maßnahme wurde zwar 1947 aufgehoben, aber weiterhin durften Unternehmen, welche als sogenannte „special account firms“ (*tokobetsu keiri gaisha*) eingeordnet wurden, keine Dividenden an ihre Anteilseigner auszahlen. Diesen Unternehmen war es neben dem Verbot der Ausschüttung von Dividenden nicht ohne spezielle Genehmigung erlaubt, sich mit anderen Unternehmen zusammenzuschließen, sich aufzuspalten, ihre Organisationsstruktur zu ändern oder ihr Kapital zu erhöhen. Darüber hinaus waren sie einer speziellen Aufsicht unterworfen, die meistens durch die jeweiligen größten Kreditgeber durchgeführt wurde. Diese Aufsicht führte dazu, dass die japanischen Banken ihren Einfluss entsprechend auf- und ausbauen konnten. In den nachfolgenden Jahren bezogen diese Unternehmen auch weiterhin ihre Kredite über diese Institute und das Verhältnis zwischen den Unternehmen und ihren jeweiligen Geschäftsbanken wurde dadurch noch weiter verstärkt (OKAZAKI 1999: 110–113). Im Bereich der Corporate-Governance-Strukturen bezogen sich mehrere Reformen der Nachkriegszeit auf die japanischen Arbeiter und Angestellten sowie auf deren Einfluss auf die Unternehmensführung selbst. Im Dezember 1945 wurde von der amerikanischen Besatzungsbehörde das Gewerkschaftsgesetz (*rôdô kumai hô*) in Kraft gesetzt und die Rechte der japanischen Arbeiter wurden durch die Maßnahme maßgeblich verbessert. Im Zuge dieses Gesetzes gründeten sich viele Gewerkschaften auf Basis der Unternehmen neu. So stieg der Anteil der organisierten Arbeiterschaft bis zum Jahr 1947 auf fast 50 Prozent an. 1946 wurde von der japanischen Regierung ein Papier veröffentlicht, das die Unternehmen dazu aufforderte, Kommissionen zu gründen, an denen die Arbeiter und das Management gemeinsam partizipieren sollten. Das Management war in diesen Kommissionen dazu aufgerufen, den Arbeitern über die allgemeine Unternehmensplanung und die finanzielle Situation des Unternehmens zu berichten sowie über die generelle Personalpolitik mit den Arbeitern zu diskutieren. Darüber hinaus sollten alle Anregungen von der Seite der Arbeitnehmerschaft in diesen Kommissionen diskutiert und so gut wie möglich in die Entscheidungsfindung des Managements einbezogen werden (OKAZAKI 1999: 121–125). Bei den obigen Ausführungen wird deutlich, wie stark bestimmte Strukturen und Maßnahmen der Unternehmen in einem *keiretsu* oder einer Bank in der Nachkriegszeit denen der *zaibatsu* ähneln. Zum Teil wurden die Strukturen bewusst erhalten, es ist klar zu erkennen, wie sehr die Unternehmen und Banken auf bereits erprobte und bewährte Strukturen zurückgriffen,

zum Teil aber konnten sich diese Strukturen durch die Maßnahmen und Ereignisse nach dem 2. Weltkrieg in Japan erhalten.

Bei der Durchsicht der veröffentlichten wirtschaftswissenschaftlichen Literatur in den 2000er-Jahren lässt sich feststellen, dass zum Teil neue Ansätze zu den Themen Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance veröffentlicht wurden. So untersucht Hoshi (HOSHI 2006) in seinem Werk die Entwicklung des japanischen Finanzsystems seit dem 19. Jahrhundert bis zum Platzen der „Bubble Economy“. Er beschreibt die daraufhin durchgesetzten Reformen und erklärt, wie sich einstige Prozesse und Strukturen auf die Gegenwart ausgewirkt haben und sich zukünftig auswirken werden. Insbesondere legt er den Fokus auf die Unternehmensfinanzierung in Japan durch die Banken und die Frage, wie sich die Unternehmensfinanzierung auf das Management der Unternehmen im Zuge der Einflussnahme der Banken auswirkte. Hoshi zeigt auf, wie die japanischen Banken durch die japanische Finanzkrise, die anschließenden Reformen und die zunehmende Internationalisierung einen Teil ihres Einflusses auf die japanische Wirtschaft und auf das Management der Unternehmen verloren haben und wie dieser Prozess gegenwärtig fortschreitet. Dabei betont der Autor, dass aufseiten des japanischen Finanzmarkts die Deregulierungsmaßnahmen weniger gegriffen haben als auf der Ebene der Unternehmensfinanzierung und das japanische Finanzsystem deshalb ins Hintertreffen gegenüber der internationalen Konkurrenz geraten ist (HOSHI 2006: 185–193; 267–273). Seine Untersuchung vertieft Hoshi erneut in einem im Jahr 2009 erschienenen Aufsatz über die Einflüsse der Finanzkrise auf das japanische Finanzsystem und die Folgen der Finanzkrise auf die Strukturen der japanischen Finanzwirtschaft und der japanischen Wirtschaft im Allgemeinen. Insbesondere betrachtet Hoshi hierbei Institutionen wie den japanischen Staat, die japanischen Banken und die japanischen Unternehmen sowie deren wechselseitiges Zusammenspiel (HOSHI 2009). Teranishi veröffentlichte im Jahr 2003 (TERANISHI 2003) ebenfalls eine Arbeit über die Veränderungen in der japanischen Wirtschaft und deren Strukturen im 20. Jahrhundert. Er vertritt dabei die These, dass sich das Corporate-Governance-System in der Hochwachstumsphase nur deshalb entwickeln konnte, weil sich das vorherige System der Meiji- und Taishô-Zeit als zu unflexibel hinsichtlich exogener Einflüsse herausstellte. Der Autor datiert den Ursprung der Institutionen und der Strukturen der japanischen Nachkriegszeit auf die späten 1930er- und 1940er-Jahre. Er entwirft ein Entwicklungsmodell für die japanische Wirtschaft und deren Corporate-Governance-Strukturen und ermittelt mit diesem, inwiefern der Veränderungsdruck ein bestehendes System aufgrund von veränderten Rahmenbedingungen und exogener Einflüsse

umstrukturiert. Werden die Kosten im Verhältnis zum Nutzen zu hoch, so verändern sich die bestehenden Systeme. Dieses Modell bezieht Teranishi auf das Wirtschafts- und Corporate-Governance-System in der Meiji-Periode bis in die frühen 1920er-Jahre und auf das System in der Hochwachstumsphase in Japan. Letzteres zeichnete sich im Bereich der Corporate Governance und der Unternehmensfinanzierung vor allem dadurch aus, dass die Investoren – die Hauptbanken der Unternehmen – einen guten Zugang zu den relevanten Informationen und dem entscheidenden Zahlenwerk der Unternehmen hatten. Ein gut funktionierender Informationsfluss zwischen Unternehmen und Banken hatte hierbei Priorität beim obersten Management der Unternehmen. Der japanische Arbeitsmarkt entwickelte in dieser Zeit die bereits mehrfach geschilderten Ausprägungen der lebenslangen Beschäftigung, der senioritätsabhängigen Entlohnung sowie der Unternehmensgewerkschaften. Diese Strukturen waren für die langfristig angelegten Wachstumsstrategien der japanischen Unternehmen außerordentlich förderlich und die Firmen konnten somit in dem dargelegten Umfeld gut agieren. Der japanische Staat und die Bürokratie zentralisierten sich nach Ende des 2. Weltkriegs zunehmend und gingen dazu über, eine einheitliche Wirtschaftspolitik zu betreiben, um bestimmte Industrien zu fördern. Dabei wurden Bürokratie und Wirtschaft zunehmend verflochten (TERANISHI 2003: 145–165; 230–258). Durch das Platzen der „Bubble Economy“ und die zunehmende Globalisierung wurde und wird dieses System zunehmend kritisiert und von Teranishi gänzlich infrage gestellt. Dabei verwendet der Autor die oben vorgestellten Indikatoren der Kosten eines Systems im Verhältnis zu seinem Nutzen. Teranishi postuliert, dass sich das japanische Corporate-Governance-System nachhaltig ändern muss beziehungsweise dass es sich durch den exogen bedingten Veränderungsdruck in gewisser Hinsicht ändern wird. Leider führt der Autor in seiner Arbeit nicht näher aus, wie das neue System aussehen soll/wird (TERANISHI 2003: 340–356).

Neben der oben beschriebenen Arbeit von Hoshi haben auch Suzuki (SUZUKI 2001), Hirota (HIROTA 2001) und Koo (KOO 2003) zu Beginn des Jahrtausends Arbeiten zum Themenkomplex des japanischen Banken- und Finanzwesens veröffentlicht. Suzuki zeichnet die Entwicklung des Banken- und Finanzsystems vor dem Platzen der „Bubble Economy“ bis hin zum sogenannten „Financial Big Bang“ Mitte der 1990er-Jahre nach und geht auch auf die Entwicklungen in der japanischen Unternehmensfinanzierung in den späten 1990er-Jahren ein. Der Autor legt hierbei das Hauptaugenmerk auf die Deregulierungsmaßnahmen des japanischen Staats im japanischen Bankensektor und auf die Frage, welche Prozesse und Institutionen bei den angestoßenen Reformen maßgeblich beteiligt waren. Dabei geht er vor allem auf das Verhältnis und die Zusammenarbeit zwischen dem japanischen

Finanzministerium und dem japanischen Kartellamt ein und zeigt auf, wer bei den Reformen federführend war. In seiner Arbeit betont Suzuki den Einfluss des japanischen Finanzministeriums auf den japanischen Bankensektor und wie sich diese enge Verknüpfung auf den Reformprozess ausgewirkt hat (SUZUKI 2001: 16). Im Jahr 1993 wurde die Trennung zwischen den „herkömmlichen“ Banken und den Wertpapierhäusern durch die Finanzsystemreform aufgehoben. Diese Reformen erlauben es nun, durch Tochterunternehmen im jeweils anderen Geschäftsbereich tätig zu werden. Im Jahr 1997 schließlich wurde das Anti-Monopol-Gesetz aus dem Jahr 1947 gelockert, dass die Bildung von Holdinggesellschaften in Japan verbot. Durch diese Lockerung des Gesetzes war es den Banken nun möglich, unter dem Dach einer einzelnen Holdinggesellschaft die verschiedenen Geschäftsbereiche mittels Tochtergesellschaften zu bündeln. Allerdings durften sie weiterhin nicht mehr als fünf beziehungsweise zehn Prozent an „Nicht-Finanzunternehmen“ halten (HIROTA 2001: 243). Im November 1996 verkündete der damalige japanische Premierminister Hashimoto Ryûtarô den sogenannten „Financial Big Bang“, der eine Reihe von Deregulierungsmaßnahmen für den japanischen Finanz- und Bankensektor beinhaltete. Ziel war es, Tôkyô bis zum Jahr 2001 als einen London oder New York ebenbürtigen Finanzplatz zu etablieren. Diese Reformen beinhalteten unter anderem die Öffnung des japanischen Wertpapiermarkts für ausländische Investoren. Der Markt für japanische Anleihen (Staats- und Unternehmensanleihen) war bereits im Jahr 1992 teilweise für ausländische Investoren geöffnet worden. Des Weiteren wurde der Handel für eine breitere Palette von Finanzprodukten wie „asset backed securities“⁴ oder „OTC-Derivate“⁵ auf Rohstoffe für die Banken und die Einführung von neuen Derivaten erleichtert (SUZUKI 2001: 3). Richard Koo (KOO 2003) hingegen geht einen anderen Weg und bringt die niedrigen Wachstumsraten der japanischen Wirtschaft nach dem Platzen der Bubble Economy unter anderem mit dem Problem der faulen Kredite der japanischen Banken in Verbindung. Die japanischen Banken konnten nach dem Platzen der „Bubble“ in Japan der Rolle des Finanzintermediärs nicht mehr im vollen Umfang nachkommen und man versuchte durch Reformen den Finanzmarkt in Japan neu zu beleben. Nach dem Platzen der Bubble Economy hatten die japanischen Banken eine hohe Anzahl (in absoluter Höhe wie in der reinen Anzahl) an sogenannten „faulen Krediten“ in ihren Bilanzen und mussten diese entsprechend abwerten (unter „faulen Krediten“ versteht man solche Kredite, die mit großer Wahrscheinlichkeit von

⁴ Wertpapiere, welche die Zahlungsansprüche der Investoren durch „assets“ (zumeist Forderungen) decken und viele verschiedene Forderungen durch die sogenannte Verbriefung zusammenfassen.

⁵ OTC-Derivate: „Over the Counter“-Derivate werden nicht an Börsen, sondern zwischen zwei Vertragsparteien direkt gehandelt.

dem jeweiligen Besitzer nicht mehr oder nur noch in einem gewissen Umfang zurückgezahlt werden können). Die japanischen Banken konnten und wollten nach dem Platzen der Bubble die japanische Wirtschaft nicht mehr im gleichen Maße wie in den vergangenen Jahrzehnten mit den entsprechenden Krediten versorgen. Zum einen wollten sie nicht noch zusätzliches Risiko in ihre Bücher aufnehmen, zum anderen benötigten sie die Liquidität der Bank of Japan für ihre eigenen Bankbilanzen und den hohen Abschreibungsbedarf aus den „faulen Krediten“. Die generierten Cashflows der Banken, aber auch der japanischen Unternehmen mussten darauf verwendet werden, die bilanziellen Abschreibungen auf den Wertverfall der Vermögenswerte (durch die fallenden Immobilienpreise wie auch der faulen Kredite) zu kompensieren. Die von der Bank of Japan bereitgestellte Liquidität konnte also die japanischen Unternehmen nur sehr schwer und mit großer Verzögerung erreichen und die Auswirkungen der japanischen Geldpolitik waren in den Jahren weniger erfolgreich. Koo argumentiert allerdings auch, dass dadurch ein weiterer massiver Verfall der japanischen Wirtschaft aufgehalten werden konnte (KOO 2003: 23–48). Die Auswirkungen der oben geschilderten Maßnahmen und Reformen wurden von Shirai in seiner 2009 veröffentlichten Studie (SHIRAI 2009) tiefer analysiert und bewertet. Beurteilt man die Erfolge der Reformen, so ergab sich kurz vor dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 ein gemischtes Bild. So sank zum Beispiel die Zahl der an der Börse von Tokyo (TSE) gelisteten ausländischen Firmen von 127 im Jahr 1991 auf 21 im September 2008 (SHIRAI 2009: 10–11). Aktuell sind nur noch elf ausländische Unternehmen an der Börse gelistet, von denen lediglich acht der ersten Sektion angehören.⁶ Im Gegensatz dazu stieg der Anteil an ausländischen Investoren an allen japanischen Börsen bis zum Ausbruch der Finanzkrise von 18,8 Prozent (2000) bis auf 27,6 Prozent (2007) an. Nach Marktkapitalisierung war die TSE im September 2008 Nummer zwei weltweit hinter der „NYSE-Group“. Der japanische Anleihenmarkt war im Jahr 2008 der mit Abstand größte in Asien. Er wird jedoch durch den Handel mit Staatsanleihen dominiert. Der Markt für Unternehmensanleihen hat sich im Gegensatz dazu kaum entwickelt. So betrug das Volumen an platzierten Unternehmensanleihen im März 2008 853 Mrd. USD. Im Gegensatz dazu betrug das Volumen an platzierten Unternehmensanleihen in den USA 5,8 Billionen USD. In Japan wurden also gerade einmal knapp 15 Prozent des Volumens des US-amerikanischen Marktes an Unternehmensanleihen emittiert (SHIRAI 2009: 10–19). Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass sich japanische Unternehmen zum größten Teil immer noch oder wieder über Kredite und/oder die Emission von Aktien finanzieren.

⁶ Tôkyô Stock Exchange, http://www.tse.or.jp/english/listing/breakdown/index_e.html, 13.07.2013.

Aoki, Jackson und Miyajima (AOKI/JACKSON/MIYAJIMA 2007) stellen in ihrer Zusammenstellung von Einzelartikeln über die Themen „Kapitalmarkt“, „Unternehmensfinanzierung“ sowie „Corporate Governance“ ebenfalls den historischen Entstehungsprozess sowie die aktuellen Entwicklungen und Veränderungsprozesse in Japan dar und gehen detailliert auf die verschiedenen Problemfelder im Bereich Finanzierung und Unternehmensfinanzierung ein. Die Arbeit von Aoki, Jackson und Miyajima stützt sich dabei auf eine Umfrage aus dem Jahr 2003, im Rahmen derer 873 japanische Unternehmen befragt und hinsichtlich der angewendeten Corporate-Governance-Modelle untersucht wurden. Diese Umfrage (*Waga kuni kigyô no kôporêto gabanansu ni kansuru ankêto chôsa* (Umfrage zur Corporate Governance in japanischen Unternehmen) (POLICY RESEARCH INSTITUTE 2003)) wurde vom japanischen Finanzministerium durchgeführt und befragt die japanischen Unternehmen zu ihren Corporate-Governance-Strukturen. Im gleichen Jahr veröffentlichte das Finanzministerium eine weitere Umfrage *Shinten suru kôporêto gabanansu kaikaku to nihon kigyô no saisei* (Die Fortschritte der Corporate-Governance-Reformen in Japan und die Revitalisierung der japanischen Unternehmen) (POLICY RESEARCH INSTITUTE 2003), welche sich mit den Corporate-Governance-Strukturen in den japanischen Unternehmen und deren Entwicklung beziehungsweise Fortschritten in den Jahren vor 2003 befasste.

Der Artikel von Miyajima und Kuroki (MIYAJIMA/KUROKI 2007) aus dem oben erwähnten Sammelband von Aoki, Jackson und Miyajima befasst sich mit dem Entstehungsprozess des sogenannten Cross Shareholdings in Japan, also dem gegenseitigen Halten von Unternehmensanteilen, und erläutert die Hintergründe und die historische Entwicklung des Cross Shareholdings. Dabei wird im Allgemeinen, laut Miyajima und Kuroki (MIYAJIMA/KUROKI 2007: 79), die Besitzerstruktur japanischer Unternehmen wie folgt definiert: Den größten Anteil an den Unternehmensaktien halten japanische Finanzinstitute und japanische Unternehmen. Manager und ausländische Investoren besitzen eher kleine Anteile an den japanischen Unternehmen. Vor allem der hohe Anteil an dem sogenannten „Cross Shareholding“ ist ein Merkmal der japanischen Wirtschaft bis weit in die 1990er-Jahre hinein. Er ist auch einer der Gründe für die stabilen Anteilseignerstrukturen in Japan, die stabile Dividendenpolitik der Unternehmen und die eher mittelfristig bis langfristig auf Wachstum ausgelegten Management- und Unternehmensziele in Japan (MIYAJIMA/KUROKI 2007: 79). Darüber hinaus hat der große Anteil an „Cross Shareholding“ einen signifikanten Einfluss auf die in Japan angewendeten Monitoring-Konzepte der Unternehmen, die gesamten Aspekte werden in dem Abschnitt über die Beschreibung der japanischen Corporate-Governance-Systeme wieder aufgegriffen und

ausgeführt. In den 1950er- und 1960er-Jahren entstand aus dem Streubesitz der Unternehmensanteile in Japan ein System von Cross Shareholding unter den Unternehmen. Die Unternehmen und deren Manager waren durch die oben geschilderten Reformen von dem beherrschenden Einfluss großer Anteilseigner befreit worden. In diesen Jahren kam es dennoch zu einer verstärkten Volatilität am japanischen Kapitalmarkt, da die Privatpersonen, die durch die mit der Demokratisierung der japanischen Wirtschaft nach dem Ende des 2. Weltkriegs verbundene Zerschlagung der *zaibatsu* in den Besitz von Unternehmensaktien gekommen waren, diese wieder verstärkt am Kapitalmarkt veräußerten, als sich zum Ende der 1950er-Jahre und zu Beginn der 1960er-Jahre die weltweite politische Situation verschärfte. Nach der teilweisen Revision des Anti-Monopol-Gesetzes in den Jahren 1949 und 1953 begannen viele Unternehmen und Manager aus diesen Gründen damit, die Aktienkurse der Unternehmen durch Käufe zu stabilisieren. Vor allem die Unternehmen der ehemaligen *zaibatsu*, die von der Zerschlagung und der Verteilung der Anteile am meisten betroffen waren, forderten die Unternehmen ihres ehemaligen Verbundes dazu auf, die Aktien am Markt aufzukaufen und somit den Streubesitz zu minimieren (MIYAJIMA/KUROKI 2007: 84). Darüber hinaus förderte die im vorherigen Abschnitt beschriebene Maßnahme der Bank of Japan sowie der japanischen Banken und Versicherungen, durch billige Kredite Aktien der Industriebetriebe aufzukaufen, die Stabilisierung des japanischen Kapitalmarkts. Die geschilderten Maßnahmen führten dazu, dass der Anteil an „stabilen Anteilseignern“ (im Sinne dieser Arbeit Banken und Unternehmen, die an langfristigen Verbindungen interessiert sind) von 23,6 Prozent im Jahr 1950 auf 36,8 Prozent im Jahr 1955 anstieg, gemessen an den Aktien der in Japan gelisteten Unternehmen. Dieser Anteil sollte sich in den folgenden Jahren noch weiter auf 47,4 Prozent (1965) und anschließend auf ein Maximum von 62,2 Prozent im Jahr 1974 erhöhen. Nach einem erneuten Einbruch der japanischen Aktienkurse im Jahr 1962 und der anschließenden weiteren Liberalisierung des japanischen Kapitalmarkts und Kapitalverkehrs durch die japanische Regierung fürchteten viele Manager und Unternehmen feindliche Übernahmen. Um sich vor diesen besser schützen zu können, erhöhten daraufhin die Banken und Unternehmen ihre gegenseitigen Kapitalverflechtungen. Unterstützt wurde der Prozess durch speziell gegründete Finanzgesellschaften der Unternehmen, die ihre Anteile an dem Mutterunternehmen nach der Erholung der Aktienkurse an andere Unternehmen und Banken weiterveräußerten. Ursprünglich hatten sie die Anteile während der ersten Phase in den 1950er-Jahren zur Stabilisierung der Aktienkurse gekauft, nun veräußerten sie diese Anteile mit großen Gewinnen weiter (MIYAJIMA/KUROKI 2007: 84–85). Die japanischen Banken generierten durch diese engen Kapitalverflechtungen noch einen Zusatzvorteil. Durch

ihre Anteile konnten die Banken ihre Überwachungsfunktionen und ihre Durchgriffsrechte auf das Management der Unternehmen ausweiten und verstärken, von denen sie größere Anteile besaßen und an welche sie Kredite vergaben. Dies wiederum war auch für die japanischen Unternehmen ein Vorteil, denn dadurch konnten die Banken diese besser und nachhaltiger mit Krediten versorgen. Diese Entwicklung führte schlussendlich auch zu einer weiteren Stabilisierung der Wirtschaft in Japan (MIYAJIMA/KUROKI 2007: 84–85; MIYAJIMA 2003: 76). Zwar war es weiterhin verboten, Holding-Gesellschaften zu gründen, aber im Laufe der nächsten Jahre etablierte sich ein System, in dem einzelne Unternehmen gegenseitig große Aktienpakete (bis zu 25 Prozent des jeweiligen Eigenkapitals) hielten. In der Folge wurde die Zusammenarbeit beim Einkauf oder in gemeinsamen Vertriebsgesellschaften intensiviert und das System der horizontalen Unternehmensgruppen (*keiretsu*) entstand.

Als Schwerpunkt bei den aktuellen Problemfeldern werden von Aoki, Jackson und Miyajima vor allem die zunehmende Internationalisierung des Finanzwesens und die Auswirkungen der japanischen Bankenschwäche auf die Unternehmensfinanzierung nach dem Platzen der „Bubble Economy“ diskutiert. In ihrer Arbeit führen Aoki, Jackson und Miyajima die oben angesprochene Idee der „Hybridisierung“ der japanischen Unternehmen fort und erforschen deren Entwicklung seit dem Beginn der 2000er-Jahre. Dabei stellen sie fest, dass die japanischen Unternehmen ihre Investitionen nicht mehr allein über Kredite ihrer Hauptbanken finanzieren, sondern vermehrt Alternativen wählen, die ihnen der internationale Finanz- und Kapitalmarkt anbietet. Des Weiteren untersuchen die einzelnen Autoren des Buchs die jüngsten Entwicklungen und Zusammenhänge in den japanischen Corporate-Governance-Strukturen und den angewendeten Finanzierungsmodellen. Demzufolge lassen sich die japanischen Unternehmen in ihren Finanzierungsmodellen und Corporate-Governance-Strukturen aktuell in drei große Blöcke einteilen: das sogenannte „traditionelle“, das „hybride“ und das „US-amerikanische“ beziehungsweise „angelsächsische“ Modell (AOKI/JACKSON/MIYAJIMA 2007: 3–10). Der Begriff des „traditionellen Systems“ wird in der Arbeit von Aoki, Jackson und Miyajima mit folgenden Schlagworten beschrieben: Es ist zum einen „bankenbasiert“, es basiert auf „Netzwerke(n)“ und wird „durch Insider koordiniert“ (JACKSON/MIYAJIMA 2007: 3). Eine nähere Definition des traditionellen Systems zeichnet sich darüber hinaus durch folgende Merkmale aus: 1. Wachstumsorientierung. 2. *Keiretsu* und Hauptbank-System. 3. Einflussmöglichkeiten von Shareholdern sind niedrig. 4. Wenige oder keine Unternehmensexterne in den Aufsichtsräten und den Vorständen. Das sogenannte „angelsächsische“ Modell wiederum zeichnet sich durch eine hohe Shareholderorientierung in den Corporate-Governance-Strukturen aus, darüber

hinaus finanzieren sich diese Unternehmen zumeist über die Ausgabe von Anleihen auf einem Kapitalmarkt oder über die Emission neuer Aktien. Hybride japanische Unternehmen wiederum verbinden Merkmale, Strukturen und Finanzierungsinstrumente sowohl aus dem „traditionellen“ als auch dem „angelsächsischen“ Bereich/Modell (JACKSON/MIYAJIMA 2007: 8–10). Insbesondere die Art und Weise der Unternehmensfinanzierung hat sich hierbei in Japan bei Teilen der Unternehmen verändert. Wie weiter oben beschrieben, war seit dem Platzen der Bubble Economy und der anschließenden Bankenkrise in Japan die Finanzstruktur der japanischen Unternehmen einem starken Wandel unterzogen, der sich jedoch nicht homogen auf alle Unternehmen beziehen lässt, sondern durchaus heterogene Züge hat, je nachdem, wie es um die allgemeine wirtschaftliche Lage der Unternehmen bestellt war. Mit Beginn der Bankenkrise waren die japanischen Banken zum Teil nicht mehr in der Lage, die japanische Wirtschaft mit Kapital zu versorgen. Aus diesem Grund suchten die Unternehmen, sofern sie konnten, nach alternativen Finanzierungsformen. So stieg etwa der Anteil der Unternehmen, welche gar nicht mehr von externen finanziellen Quellen in Form von Krediten abhängig waren (sich also über den Cashflow innenfinanzierten oder sich Mittel über den Kapitalmarkt beschafften), laut einer Untersuchung von Arikawa und Miyajima in dem oben erwähnten Sammelband von 4,2 Prozent im Jahr 1990 auf 11,7 Prozent im Jahr 2000 an. Die späten 1980er- und 1990er-Jahre scheinen das Jahrzehnt der Finanzierung über Anleihen gewesen zu sein, danach wandelte sich das Bild wieder. Der Anteil der Unternehmen, die sich nur über Anleihen beziehungsweise über Anleihen und Kredite finanzierten, sank von 63,6 Prozent im Jahr 1990 auf 41,4 Prozent im Jahr 2000. Hierbei nahm der Anteil der Anleihenfinanzierung kontinuierlich ab. So sank der Anteil der Anleihen von knapp 12 Prozent im Jahr 1991 auf 6,3 Prozent im Jahr 2000. Gleichzeitig stieg ebenfalls der Anteil an Unternehmen, welche sich ausschließlich über Kredite finanzierten, von 29,4 Prozent (1991) auf 46,9 Prozent im Jahr 2000 an (ARIKAWA/MIYAJIMA 2007: 55–56). Diese Beobachtung lässt sich auch anhand der oben genannten Zahlen der TSE bestätigen. Aber welche Finanzierungsformen wählten die Unternehmen nun und wovon hing die Entscheidung ab? Laut der Untersuchung von Arikawa und Miyajima aus dem Jahr 2007 emittierten die Unternehmen mit hohen Wachstumschancen und einer guten Reputation in den 1980er- und 90er-Jahren vermehrt Anleihen beziehungsweise sie nutzten den Kapitalmarkt für ihre Aktienemissionen. Im Gegensatz dazu finanzierten sich Unternehmen mit schlechteren Wachstumschancen über Bankenkredite, da sie meist über keine gute Reputation beziehungsweise über ein schlechtes Rating verfügten und dementsprechend am Kapitalmarkt höhere Zinsen auf ihre ausgegebenen Anleihen zu zahlen hatten. Daneben gab

es noch die Unternehmen, die zwar hohe Wachstumschancen hatten, aber sich vor der Schwierigkeit sahen, den Kapitalmarkt für ihre Finanzierung zu nutzen. Zumeist handelte es sich dabei um „Start-ups“ oder um Unternehmen, die noch nicht so lange am Markt tätig waren. Auch diese finanzierten sich über die Aufnahme von Krediten. Weiterhin haben die engen Verbindungen zu einer oder mehreren Banken für die Unternehmen den Vorteil, in wirtschaftlichen Notlagen über die Bedingungen der Kredite neu verhandeln zu können, da die Banken einen kompletten Ausfall eines Kredits vermeiden wollen. Dieser Vorteil fehlt bei der Finanzierung über Anleihen, da dort die Käufer der Anleihen stärker gestreut sind und so Verhandlungen beziehungsweise Neustrukturierungen wesentlich schwieriger sind (ARIKAWA/MIYAJIMA 2007: 57–58; 73–75). Anhand der wirtschaftlichen Entwicklung Japans während der 1990er- und 2000er-Jahre lässt sich also die vermehrte Finanzierung über Bankkredite erklären. Die wirtschaftlich unsicheren Zeiten führten dazu, dass die Unternehmen sich wieder vermehrt über die Banken finanzieren mussten, da sich ihre Reputation und ihre Ratings negativ entwickelten und sie sich auf den „sicheren Hafen“ Bank verlassen konnten. Weiterhin ließ sich in der oben genannten Untersuchung eine verstärkte Konzentration der Finanzierung der Unternehmen über eine bestimmte Bank beobachten. Diese Konzentration lässt sich laut Arikawa und Miyajima (ARIKAWA/MIYAJIMA 2007: 62) darauf zurückführen, dass die Banken vermehrt solche Unternehmen mit Krediten versorgten, denen es wirtschaftlich nicht so gut ging, um diesen bei der Restrukturierung zu helfen und um nicht noch mehr Abschreibungsbedarf bei ihren Krediten zu erzeugen. Dies wiederum führte dazu, dass diese Banken sich aus den Geschäften mit anderen Unternehmen zurückzogen, um die benötigten Geldmittel freizusetzen. Durch die engen Verflechtungen konnten die Banken dann auch verstärkt Monitoring-Aufgaben bei den entsprechenden Unternehmen übernehmen und die etwaige Restrukturierung selbst leiten beziehungsweise die Fort- und Rückschritte direkt mitverfolgen und gegebenenfalls eingreifen.

Generell lässt sich also sagen, dass vor allem die kleinen und mittleren Unternehmen von den Auswirkungen der Bankenkrise betroffen waren und in ihrem Finanzierungsverhalten an die alten Muster der Hochwachstumsphase anknüpfen beziehungsweise ihre Finanzierungsformen beibehalten mussten. Lediglich gut positionierte große Unternehmen mit einem guten Kreditrating und starken Wachstumschancen waren in der Lage, sich alternativen Finanzierungsformen und -quellen zuzuwenden (ARIKAWA/MIYAJIMA 2007: 69–75). Als weitere treibende Kraft bei den Veränderungen im japanischen Corporate-Governance-System traten seit dem Ende der 1990er- und zu Beginn der 2000er-Jahre ausländische Investoren auf den Plan. So nahm der Anteil ausländischer Investoren an

japanischen Unternehmen von 4,2 Prozent im Jahr 1990 auf 16,5 Prozent im Jahr 2002 zu. Im Jahr 2011 betrug der Anteil an ausländischen Investoren sogar 26,7 Prozent (AHMADJIAN 2007: 125). Den größten Anteil an ausländischen Investoren stellten dabei US-amerikanische Investoren, was zu einem Konflikt zwischen den beiden Corporate-Governance-Systemen führte, denn viele der US-amerikanischen Investoren tätigen ihre Investitionen nur aufgrund der Aussicht auf einer hohen Rendite aus ihren Investitionen. Der Konflikt zwischen der traditionell eher langfristig ausgerichteten Unternehmenssteuerung in Japan und dem zu optimierenden Shareholdervalue beziehungsweise den auf einer möglichst hohen Dividendenausschüttung basierenden Interessen der ausländischen Investoren führte zu einem Veränderungsdruck beim japanischen Corporate-Governance-System. Im Fokus lagen hierbei vor allem die Transparenz der Unternehmenszahlen und Unternehmensentscheidungen sowie die Unabhängigkeit des Aufsichtsrates (AHMADJIAN 2007: 128). Interessant ist hierbei die Beobachtung wie die ausländischen Investoren ihren Einfluss auf die Veränderungen im japanischen Corporate-Governance-System ausüben. Investoren haben bei Aktiengesellschaften mehrere Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Leitungsbeziehungsweise Corporate-Governance-Strukturen in einem Unternehmen. Zum Beispiel können sie von ihrer Stimmrechtsabgabe bei der Jahreshauptversammlung Gebrauch machen, informelle Einflussmöglichkeiten bestehen unter anderem im Stellen von Fragen bei Analysten- und Shareholderkonferenzen oder im Aktienverkauf sowie im Listing japanischer Unternehmen an ausländischen Börsen. An dieser Stelle soll nur auf zwei Möglichkeiten näher eingegangen werden: zum einen auf die Stimmrechte durch den reinen Aktienbesitz. Jeder Investor kann durch seine Stimmrechte Einfluss auf den Vorstand und die Entscheidungen in einer Aktiengesellschaft nehmen. In Japan nahm die Anzahl an negativen Voten bezüglich Managemententscheidungen zwischen 1990 und den frühen 2000er-Jahren zu. Allerdings muss hierbei berücksichtigt werden, dass im Jahr 2004 75 Prozent der Aktien im Besitz ausländischer Investoren sogenannte stimmrechtslose Aktien waren, welche keine Stimmrechte auf der Jahreshauptversammlung einer Aktiengesellschaft besitzen, sodass die Einflussnahme für ausländische Investoren stark beschränkt war. Im Jahr 2001 gründeten institutionelle japanische und ausländische Aktienbesitzer ein Büro in Japan, in dem sie Shareholder über ihre Stimmrechte und die gesetzliche Durchsetzung dieser berieten. Denn das japanische Handelsgesetz sieht vor, dass Aktiengesellschaften minimal 14 Tage vor der Jahreshauptversammlung das Programm samt Abstimmungsvorschlägen an die sub-custodians in Japan versenden, welche wiederum das Programm an die global custodians und diese es letztendlich an die einzelnen Anteilseigner weltweit verschicken. Der

Abstimmungsprozess wiederum läuft den umgekehrten Weg zurück. Dieser Prozess führt jedoch zu erheblichen Komplikationen bei der Einflussnahme und schränkt die Stimmrechte entsprechend ein. Daneben haben die Anteilseigner die Möglichkeit, durch Fragen auf Analysten- und Shareholderkonferenzen oder durch persönliche Gespräche bei privaten Treffen mit dem Management Druck auf dieses auszuüben (AHMADJIAN 2007: 135–136).

Eine zweite Möglichkeit der Einflussnahme auf die Leitungs- beziehungsweise Corporate-Governance-Strukturen in einem Unternehmen liegt im potenziellen Verkauf der Aktienanteile des Anteilseigners. Wenn sich das Zahlenwerk und die Ergebnisse eines Unternehmens nicht zufriedenstellend entwickeln, hat man als Investor immer noch die Möglichkeit, die Anteile zu verkaufen. Dies wiederum hat einen direkten Einfluss auf den Aktienkurs des betreffenden Unternehmens. Wenn der Aktienkurs sinkt, steigt die Gefahr der feindlichen Übernahme für das betreffende Unternehmen. Im Gegensatz zu den USA sehen japanische Manager die Gefahr einer feindlichen Übernahme jedoch als gering an. Ein Grund für japanische Manager, auf den Aktienkurs zu achten, liegt hingegen darin, Aktien als Mittel zur Unternehmensfinanzierung und zur Finanzierung von Unternehmensübernahmen zu betrachten. Bei der Finanzierung von Unternehmen kommen in den letzten Jahren vermehrt sogenannte „equity-linked“ Finanzinstrumente zum Einsatz, bei denen sich der zu zahlende Zinssatz nach dem Aktienkurs beziehungsweise nach der Höhe des Eigenkapitals richtet, welche wiederum von der Höhe des Aktienkurses abhängt. Dieser kausale Zusammenhang führt dazu, dass auch für das japanische Management der Aktienkurs zunehmend eine wichtigere Rolle einnimmt (AHMADJIAN 2007: 134). Nakamoto Daisuke (NAKAMOTO 2009) veröffentlichte 2009 einen Aufsatz, in dem er die Corporate-Governance-Strukturen von Unternehmen im Allgemeinen beschrieb und insbesondere auf die Entwicklung der Strukturen in Japan seit den 1990er-Jahren eingeht. Hierbei betont er in seinem Aufsatz vor allem die Probleme des japanischen Systems und arbeitet dabei als Hauptproblempunkt die Strukturen des japanischen Managements und seiner Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmensentscheidungen sowie die Kontrolle des japanischen Managements und seiner Entscheidungen heraus. Als Kontrast stellt er das US-amerikanische Corporate-Governance-System und seine Strukturen sowie Kontrollmechanismen dem japanischen System gegenüber (NAKAMOTO 2009: 75–79). Als ein japanisches Beispielunternehmen, welches in der Vergangenheit vermehrt auf die US-amerikanischen Strukturen zugegriffen beziehungsweise diese zum größten Teil umgesetzt hat, nennt der Autor Sony. Laut Nakamoto hat Sony seit Mitte der 1990er-Jahre seine Corporate-Governance-Strukturen kontinuierlich verändert und zum Beispiel seinen Vorstand und seine Aufsichtsgremien verschlankt, um die

Unternehmensentscheidungen und Kontrollen dadurch zu verbessern und transparenter zu machen (NAKAMOTO 2009: 75). Dem Unternehmen ist es dadurch gelungen, vermehrt internationale Aktionäre und Kapitalgeber anzusprechen und es ist nicht mehr ausschließlich auf die Möglichkeiten und die Instrumente des japanischen Banken- und Kapitalmarkts angewiesen.

Im Jahr 2009 veröffentlichte Murase (MURASE 2009) ebenfalls eine Arbeit über die Strukturen des japanischen Corporate-Governance-Systems und die Auswirkungen beziehungsweise den Einfluss, den das vorherrschende System auf die Entwicklung der japanischen Wirtschaft während der Wirtschaftskrise und danach hatte. Laut seiner Arbeit verhinderten die vorhandenen Strukturen eine optimale Verteilung von Finanzmitteln in der japanischen Wirtschaft. So wurden auch schwächere Firmen in den 1990er-Jahren von den japanischen Banken und der japanischen Regierung mit entsprechenden Krediten und Finanzmitteln versorgt und konnten somit weiterexistieren. Dies wiederum führte dazu, dass kein Lohndruck auf den japanischen Arbeitsmarkt durch freiwerdende Arbeitnehmer entstehen konnte und durch die damit verbundenen hohen Lohnkosten waren die Gewinne und Renditen der einzelnen japanischen Unternehmen entsprechend gering. Die Unternehmensgewinne wurden durch die hohe Anzahl an Einzelunternehmen (auch von einzelnen unprofitablen Unternehmen) in einer Branche geschmälert. Beides führte dazu, dass die einzelnen japanischen Unternehmen kaum Mittel für eine Expansion zur Verfügung hatten und die gesamte japanische Wirtschaft dadurch stagnierte (MURASE 2009: 229–234). Dieser Prozess wurde dadurch verstärkt, dass die japanischen Banken, ausgelöst durch die Bankenkrise, ihren Einfluss auf das Management der Unternehmen verloren und dieses Vakuum nicht durch den japanischen Kapital-/Aktienmarkt (in Form der Anteilseigner und ihrer Einflussmöglichkeiten) gefüllt werden konnte. Hierdurch fehlte ein entsprechender Druck auf das Management der Unternehmen, Veränderungen und Reformen anzustoßen. Als Lösung aus diesem Kreislauf sieht Murase im Prinzip zwei Wege. Entweder müssen die Einflussmöglichkeiten der Anteilseigner auf das Unternehmensmanagement nachhaltig gestärkt werden, damit Letzteres über das Eigeninteresse der Anteilseigner (hohe Renditen auf ihr Eigenkapital) zu Reformen/Änderungen „gezwungen“ wird, oder aber über die Kooperation der Kapitalgeber und der Arbeitnehmer (ähnlich wie in den 1960er- und 1970er-Jahren in Japan). Die japanischen Arbeitnehmer könnten über einen Lohnverzicht die Gewinne der Unternehmen nachhaltig verbessern und somit das Wachstum in Japan entsprechend anstoßen (MURASE 2009: 236).

Neben den zwei weiter oben erwähnten Studien vom japanischen Finanzministeriums zu den Corporate-Governance-Strukturen japanischer Unternehmen aus dem Jahr 2003 wurden im gleichen Jahr in der Ausgabe 68 des Journals „Financial Review“, welches vom Finanzministerium herausgegeben wird, eine Reihe von Artikeln und Studien veröffentlicht, die sich mit dem Thema Corporate Governance und japanische Unternehmen befassen. Bereits zwei Jahre vorher, im Jahr 2001, wurde eine Ausgabe des Journals mit dem Schwerpunkt Corporate Governance herausgebracht. In diesen Studien sticht insbesondere die Arbeit von Omura, Suto und Masuko (OMURA/SUTO/MASUKO 2001) hervor. Sie untersuchen die Rolle von institutionellen Investoren auf die Corporate-Governance-Strukturen in Japan und haben für ihre Studie 1291 institutionelle Investoren wie Pensionsfonds und Stiftungen befragt. Dabei stellte sich heraus, dass vor allem die Pensionsfonds aktiv in die Unternehmensführung und die Corporate-Governance-Strukturen von japanischen Unternehmen eingreifen, wenn das Unternehmen sich entsprechend negativ entwickelt. Laut ihrer Studie hatten die meisten Pensionsfonds außerdem vor, ihre bestehende Einflussnahme auf die Unternehmen weiter auszubauen (OMURA/SUTO/MASUKO 2001: 8). Wakasugi (WAKASUGI 2001) beschreibt in seinem Aufsatz die Notwendigkeit einer Änderung in den Strukturen und im Management japanischer Unternehmen. Laut Wakasugi (WAKASUGI 2001: 4) müssten japanische Unternehmen sich zunehmend hin zu einem shareholderorientierten System entwickeln und vor allem die Gewinnmaximierung und die Aktienkursentwicklung in den Fokus des Unternehmensmanagements stellen, um auch weiterhin in einem internationalen Geschäftsumfeld erfolgreich zu sein. Er betont vor allem die Notwendigkeit durch die Anforderungen des internationalen Kapitalmarkts an die Unternehmen. Viele Investoren und Kapitalgeber bestehen auf einer entsprechenden Transparenz, darüber hinaus nützt die stärkere Transparenz auch dem Management der Unternehmen. In den veröffentlichten Artikeln des Jahres 2003 werden verschiedene Themenkomplexe untersucht, so analysiert Shishido (SHISHIDO 2003) die Rolle und Struktur des Vorstands und die der sogenannten externen Direktoren (als Mitglieder im Vorstand) im japanischen Corporate-Governance-System. Er plädiert in seinem Artikel für eine stärkere Einbindung von externen Direktoren als ein zusätzlicher Kontrollmechanismus. Die externen Direktoren rekrutieren sich dabei nicht aus der Belegschaft des jeweiligen Unternehmens. Außerdem argumentiert Shishido, dass die externen Direktoren Änderungen in den Corporate-Governance-Strukturen der jeweiligen Unternehmen anstoßen und durchsetzen könnten (SHISHIDO 2003: 12).

Miyajima, Haramura und Enami (MIYAJIMA/HARAMURA/ENAMI 2003) beschreiben die Besitzstrukturen und die gegenseitigen Verflechtungen der japanischen Unternehmen nach dem 2. Weltkrieg. Dabei konzentrieren sie sich auf die Strukturen von japanischen Finanzinstituten und Industrieunternehmen und arbeiten die Unterschiede zwischen diesen heraus. Dabei stellen sie fest, dass der gehaltene Anteil der Finanzinstitute an anderen Industrieunternehmen von der Abhängigkeit der einzelnen Unternehmen gegenüber dem jeweiligen Finanzinstitut abhängt. Laut Miyajima, Haramura und Enami existiert ein nachweislicher Zusammenhang zwischen der Höhe der bereits vergebenen Kredite, der Abhängigkeit der Unternehmen und der Höhe der von der Bank gehaltenen Anteile an dem jeweiligen Unternehmen. Je abhängiger das Unternehmen von dem Finanzinstitut ist (zum Beispiel über Bankkredite), desto höher ist der Anteil der Bank an dem jeweiligen Unternehmen (MIYAJIMA/HARAMURA/ENAMI 2003: 18). Osano und Kobayashi (OSANO/KOBAYASHI 2003) wiederum analysieren in ihrem Artikel die Veränderungen in den japanischen Corporate-Governance-Strukturen im Zeitablauf und welche äußeren Faktoren Veränderungen anstoßen und beeinflussen. Ihren Fokus legen sie dabei insbesondere auf die Kompensations- und Beförderungsmodelle sowie auf das Compliance-Modell der japanischen Unternehmen.

Im Jahr 2006 wurde vom japanischen Finanzministerium der Bericht der Studiengruppe zur „Aktuellen Lage der Wirtschaft und der Vereinheitlichung des Gesetzgebungssystems“ (*Jittaikeizai no henka to hōseika no taiō ni kansuru no kenkyūkai*) veröffentlicht.⁷ Diese Studie setzt im Grunde genommen die Untersuchungen und Arbeiten aus dem Jahr 2003 fort. In dem Bericht wird unter anderem auf die aktuellen Entwicklungen und auf die zunehmende Diversifizierung in den japanischen Corporate-Governance-Strukturen eingegangen. Die Studie, die dem Bericht zugrunde liegt, analysiert und bewertet die Entwicklungen in den japanischen Corporate-Governance-Strukturen seit den 1990er-Jahren. Die Studie unterteilt die untersuchten japanischen Unternehmen weiter, vor allem diejenigen Unternehmen, welche als „hybrid“ zu bezeichnen sind. Dabei unterscheidet sie zwei Typen von hybriden Unternehmen, die Unternehmen mit vermehrt westlichen beziehungsweise US-amerikanischen Strukturen (*beikokusei haiburiddo*) und die Unternehmen mit überwiegend japanischen Strukturen (*nihonsei haiburiddo*). Vor allem japanische Aktiengesellschaften lassen sich in diese beiden Kategorien einordnen. Die Unterscheidungsmerkmale sind vor allem in den Corporate-Governance-Strukturen, in der Kapitalstruktur und in den verwendeten Finanzinstrumenten zu finden. Dabei zeichnen sich

⁷ MOF, https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/zk074/zk074_06.pdf, 18.02.2012.

vor allem die hybriden Unternehmen mit verstärkten US-amerikanischen Strukturen dadurch aus, dass viele unternehmensexterne Personen in den Vorstand beziehungsweise als *kansayaku* berufen werden. Außerdem ist festzustellen, dass diese Unternehmen zunehmend die Instrumente des internationalen Kapitalmarkts für ihre Unternehmensfinanzierung verwenden.

Zwei Jahre später analysieren Watanabe und Yoshino (WATANABE/YOSHINO 2008) in ihrem Aufsatz die Veränderungen in der Kapitalstruktur und dem Finanzierungsverhalten der japanischen Unternehmen zwischen 1974 und 2004. Sie untersuchen dabei industrieübergreifend japanische Unternehmen auf Basis der vom japanischen Finanzministerium veröffentlichten monatlichen Statistiken zur Geschäftstätigkeit der japanischen Unternehmen (WATANABE/YOSHINO 2008: 13). Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die japanischen Unternehmen seit 1997 vermehrt auf sogenannte direkte Finanzierungsquellen wie Anleihen und die Ausgabe von neuen Aktien zurückgreifen. Insbesondere größere japanische Unternehmen greifen auf diese Quellen zurück (WATANABE/YOSHINO 2008: 18). Im Jahr 2010 veröffentlichte das japanische Finanzministerium eine weitere Studie über die Auswirkungen der zunehmenden Globalisierung auf die japanische Wirtschaft und ihre Strukturen.⁸ Der Titel der Studie lautet „*Kokuzaiteki na shihon no nagare to nihon keizai – zaisei tonon kakawari*“ (Der Fluss des internationalen Kapitals und der gegenseitige Einfluss der japanischen Wirtschaft und Finanzen) und inhaltlich setzt sich die Studie mit dem Einfluss des internationalen Kapitalmarkts auf die Strukturen der japanischen Wirtschaft auseinander und betont dabei insbesondere den Veränderungsdruck auf das Management der Unternehmen, auf die Finanzierungsmethoden und Instrumente sowie auf die Vergütung des obersten Managements der Unternehmen, welche durch die Veränderungen im japanischen und internationalen Kapitalmarkt ausgelöst werden.

Der japanische Kapitalmarkt durchlief – wie oben geschildert – in den letzten 10 bis 15 Jahren einen massiven Umbruch. Aufgrund der Bankenkrise, die aus der Immobilienkrise zu Beginn der 1990er-Jahre hervorging, konnten die Banken ihrer ursprünglichen Aufgabe, der Vergabe von Krediten an die Industrie, nicht mehr in dem Maße wie in den vorausgegangenen Jahrzehnten nachkommen. Um dennoch ihre Investitionen finanzieren zu können, mussten die Unternehmen andere Finanzierungsmethoden und Quellen erschließen. Sie emittierten daher vermehrt Unternehmensanleihen oder führten Kapitalerhöhungen durch. Zwischen 1997 und 2002 wurde das Gesellschafts- und Bilanzierungsrecht in Japan radikal

⁸ MOF, https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/zk088/zk088_honbun.pdf, 18.02.2012.

umstrukturiert. Hintergrund dieser Anpassung war, dass den japanischen Unternehmen der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten erleichtert werden sollte. Ein Autor, der diese Entwicklungen und Reformen ebenfalls tiefer analysierte, war Shishido (SHISHIDO 2007). Er legte dabei ein besonderes Augenmerk darauf, welche Auswirkungen die Änderungen im japanischen Gesellschafts- und Bilanzierungsrecht auf die vorherrschenden Corporate-Governance-Strukturen hatten. Das japanische Bilanzierungsrecht wurde seit dem Beginn der 2000er-Jahre an die vorherrschenden Standards des US-GAAP und des IAS/IFRS angepasst, und zwar so weit, dass im Jahr 2006 der Japan GAAP an den europäischen Börsen als Bilanzierungsstandard zugelassen wurde. Durch diese strukturelle Änderung musste man den Shareholdern in Japan mehr Rechte einräumen, was wiederum dazu führte, dass sich die Corporate-Governance-Strukturen in Japan nachhaltig änderten. In den Jahren 2001 und 2002 wurde darüber hinaus das japanische Gesellschaftsrecht grundlegend überarbeitet. Es wurde eine Haftungsobergrenze für Manager geschaffen (die zweifache Jahresvergütung für externe Direktoren und die sechsfache beziehungsweise vierfache Jahresvergütung für interne Direktoren). Außerdem stärkte man die Stellung und Rechte der *kansayaku* und die Struktur des Vorstands wurde reformiert. Man verlangte von den Unternehmen, dass ab 2005 mindestens die Hälfte (und mindestens zwei) ihrer *kansayaku* „richtige“ Externe sind, die bestellten *kansayaku* also Personen sind, welche in der Vergangenheit noch nie für das betreffende Unternehmen gearbeitet haben. Hierbei ist jedoch zu kritisieren, dass von den externen Mitgliedern keine Unabhängigkeit, sei es bezüglich Familienverhältnissen oder über andere Abhängigkeiten, eingefordert wurde. 2002 führte man ein „Board with committees“ ein, welches an das US-amerikanische „Board“ angelehnt war. Die Aktiengesellschaften können diese neue Struktur als Option zu den bisherigen Strukturen wählen (SHISHIDO 2007: 321). Wie bereits erläutert zeichnet sich die japanische Unternehmensverfassung dadurch aus, dass es einen fließenden Übergang zwischen dem Management und der Überwachung im Unternehmen gibt. Die neue Vorstandstruktur unterscheidet zukünftig klarer zwischen dem eigentlichen Management mit operativen Aufgaben und den Mitgliedern des Vorstands mit ihrer Überwachungsfunktion. Im alten System war es die Regel, dass jeder der Manager der höchsten Führungsebene, also die Geschäftsführer (*shachô*, *fuku shachô* oder *torishimariyaku*), gleichzeitig Direktor im Vorstand sein musste. Dies war nun nicht mehr notwendig. Weiterhin führte man ein dreigliedriges System ein, welches aus einem Prüfungsausschuss (*kansa kantoku iin-kai*), einem Ernennungsausschuss (*shimei iin-kai*) und einem Vergütungsausschuss (*houshuu iin-kai*) besteht. In allen drei Ausschüssen ist es verpflichtend, dass externe Mitglieder die Mehrheit bilden. Schließlich wurden dem

eigentlichen Management auch ein größerer Ermessensspielraum und eine weitreichende Entscheidungsmacht zugesprochen. Im neuen System war es nun möglich, dass der Vorstand mehr Aufgaben und Entscheidungen direkt an das Management delegiert und sich im Gegenzug verstärkt auf seine eigentliche Aufgabe der Überwachung konzentriert (SHISHIDO 2007: 321). Um die geforderte erhöhte Transparenz bei den Bilanzen der Einzelunternehmen und denen der Unternehmensgruppe zu erreichen, wurde vom „Rat der Rechnungslegung von Unternehmen“ (Business Accounting Council of Japan/*kigyô kaikei shingi-kai*) im Juni 1997 die „Stellungnahme zur Verbesserung des Konzernabschlusssystems“ (*Renketsu zaimu shohyô seido no minaoshi ni kansuru ikensho*) veröffentlicht. In dieser Stellungnahme zur Verbesserung des Konzernabschlusssystems wurde unter anderem eine Aufstellung des Anlagevermögens auf Basis der Unternehmensgruppe gefordert. Außerdem wurde der Konsolidierungskreis durch eine Verbesserung des sogenannten Beherrschungsprinzips (*shihairyoku kijun*) erweitert (ISHIDA 1998: 16). Durch die Überarbeitung des Beherrschungsprinzips konnte man die Anzahl der vollzukonsolidierenden Tochterunternehmen erhöhen, indem man eine Änderung des Wesentlichkeitskriteriums vornahm. Vor der Änderung wurde die Höhe des Schwellenwertes des Aktienbesitzes, ab wann ein Unternehmen zum Konsolidierungskreis gehört, sehr großzügig ausgelegt. Weiterhin veröffentlichte der „Rat für Rechnungslegung von Unternehmen“ im März 1998 eine weitere Stellungnahme, die eine Aufstellung eines Halbjahresberichts auch für Unternehmensgruppen forderte (ISHIDA 1998: 16). Der Hauptkritikpunkt lag dabei auf der Anwendung des Beherrschungsprinzips bei der Aufstellung des Konzernabschlusses. Im Wertpapierrecht wurde dieses Konzept nur durch das Kriterium der Stimmrechtsmehrheit im Aufsichts- beziehungsweise Verwaltungsrat realisiert. Das bedeutet, dass zum Beispiel die Mitsubishi-Gruppe, die unter anderem aus der „Mitsubishi Corporation“, der „Mitsubishi Bank“ und der „Mitsubishi Heavy Industries“ besteht, keinen Konzernabschluss aufstellen musste, da theoretisch keines der Unternehmen genügend Anteile an den jeweils anderen hielt, um die Mehrheit im Aufsichtsrates zu stellen (EVARD 1999: 229). Ein Blick in die veröffentlichten Geschäftszahlen der drei genannten Unternehmen bestätigt diese Annahme. Keines der Unternehmen besaß zwischen den Jahren 2000 und 2012 die notwendigen Anteile an den anderen Unternehmen um das Kriterium zu erfüllen. Seit dem 01.04.1999 ist das Beherrschungsprinzip nicht nur bei einer Stimmrechtsmehrheit anzuwenden, wenn also ein Unternehmen mehr als 50 Prozent eines anderen besitzt, sondern auch dann, wenn ein Unternehmen zwar weniger als 50 Prozent an einem anderen Unternehmen besitzt, aber durch die personellen Verflechtungen, wie durch das Abstellen und das Bestimmen von

Vorstandsmitgliedern und durch die Geschäftsverbindungen, die Leitung des Unternehmens bestimmt. In diesem Fall wird das betreffende Unternehmen in einer Konzernbilanz ebenfalls als Tochterunternehmen konsolidiert. Neben der Neubestimmung von Tochterunternehmen reformierte man auch die Definition der sogenannten assoziierten Unternehmen (*kanren gaisha*) (YASU 2000: 36). Vor der Änderung wurde ein Unternehmen, an dem ein anderes Unternehmen einen Anteil zwischen 20 und 50 Prozent hielt, als assoziiertes Unternehmen mit der Equity-Methode (*mochibun hô*) bewertet. Nach der neuen Regelung gelten nun alle Unternehmen, an denen man mehr als 20 Prozent besitzt, und alle Unternehmen, an denen man weniger als 20 Prozent besitzt, aber auf die man das oben genannte Beherrschungsprinzip anwenden kann, als assoziierte Unternehmen (YASU 2000: 37). 1997 wurde außerdem, wie bereits weiter oben beschrieben, das Gesetz zum Verbot von Holding-Gesellschaften gelockert. Von nun an war es in Japan wieder erlaubt, große Konzernzusammenschlüsse unter der Kontrolle einer gemeinsamen Holdinggesellschaft zu bilden. Dies war notwendig geworden, da man den angeschlagenen Finanzinstituten die Möglichkeit geben wollte, sich an die geänderten Marktstrukturen in Japan und weltweit anzupassen (KLIESOW 2002: 17). Für die Änderungen in den Bereichen des japanischen Bilanzrechts und des Rechnungswesens zum Ende des letzten Jahrtausends wurden in Japan, neben der Arbeit von Shishido, zahlreiche positive wie auch kritische Meinungen veröffentlicht. In seinem Aufsatz „*Nihonteki Keiei wo Kokusaikaikeikijun ni Tekigôsaseru ni wa dôshitara yoi ka*“ (Warum ist es positiv, dass sich das japanische Management an die internationalen Bilanzierungsstandards anpasst?) aus dem Jahr 1999 beschreibt Yamamoto die angestoßenen Reformen in den Bilanzierungsstandards und stellt hierbei vor allem die Vorteile dieser Anpassung für die japanische Wirtschaft heraus (YAMAMOTO 1999: 10–13). Schaut man sich die Veröffentlichungen international und in Japan an, so kann man feststellen, dass in den Jahren nach 2010, eigentlich schon ab dem Jahr 2006, das Thema der Corporate Governance sowie die Finanzierung der japanischen Unternehmen in den Studien durch die weltweite Finanzkrise und deren makroökonomischen Auswirkungen abgelöst wird und sukzessive die anderen wirtschaftswissenschaftlichen Themen in den Hintergrund rücken.

Abschließend gibt die Arbeit einen Überblick zu den veröffentlichten Studien und Arbeiten, welche sich mit dem Thema der japanischen Luftfahrtbranche/-industrie auseinandersetzen. Hierbei ist die Anzahl der veröffentlichten Quellen nicht so hoch und so breit gefächert wie zu dem wirtschaftswissenschaftlichen Thema der Arbeit.

Die in der Arbeit vorliegende Untersuchung der japanischen Luftfahrtbranche basiert auf dem veröffentlichten Datenmaterial und den Jahresberichten des „Verbands der japanischen Luft-

und Raumfahrtindustrie“ (*Nihon kôkû uchû kôgyô-kai*) sowie den europäischen, US-amerikanischen und deutschen Pendanten (AeroSpace and Defence Industries Association of Europe (ASD), Aerospace Industries Association (AIA) und Bundesverband der Deutschen Luft- und Raumfahrtindustrie (BDLI)). Viele der veröffentlichten Studien, Aufsätze und Bücher behandeln insbesondere das japanische Raumfahrtprogramm und legen weniger den Fokus auf die Luftfahrttechnik und den Flugzeugbau in Japan. Eine sehr aufschlussreiche Arbeit über die Entwicklung der japanischen Luft- und Raumfahrtindustrie wurde im Jahr 1985 von dem Verband der japanischen Luft- und Raumfahrtindustrie veröffentlicht (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI 1985). Die Arbeit beschreibt sehr detailliert die einzelnen Entwicklungsschritte der japanischen Luft- und Raumfahrtindustrie nach dem 2. Weltkrieg und geht auf die einzelnen Regierungsprogramme sowie die internationalen Kooperationen in der Luft- und Raumfahrt ein. Im Jahr 1997 veröffentlichte Bill Gordon einen Aufsatz über die japanische Luft- und Raumfahrtindustrie (GORDON 1997), in dem der Autor die japanische Industrie international vergleicht und in ihrer Konkurrenzfähigkeit einordnet. Gordon kommt in seinem Aufsatz zur Schlussfolgerung, dass die japanische Luft- und Raumfahrtindustrie im internationalen Vergleich konkurrenzfähig ist und in den folgenden Jahren in der Lage sein wird, ein eigenes Flugzeug zu entwickeln und zu produzieren. Der Autor zeigt aber auch die Schwächen der japanischen Luftfahrtindustrie in der Fertigung und Entwicklung auf und beschreibt, wie die japanischen Unternehmen diese Schwäche durch die Kooperation an internationalen Projekten entsprechend beheben können (GORDON 1997: 12–14).

Sandholtz und Love (SANDHOLTZ/LOVE 2001) gehen in ihrer Arbeit aus dem Jahr 2001 auf die enge Kooperation zwischen dem US-amerikanischen Hersteller Boeing und den japanischen Unternehmen der Luftfahrtbranche ein. Die beiden Autoren betonen dabei, wie es Boeing und den japanischen Unternehmen durch extensive Lobbyarbeit gelang, Konkurrenten aus anderen Ländern zu verdrängen. Dies gilt zum einen für andere Zulieferfirmen wie auch den großen Konkurrenten von Boeing, den europäischen Hersteller Airbus. Einige japanische Unternehmen produzieren ausschließlich Komponenten für Boeing und nehmen keine Aufträge von Airbus an (SANDHOLTZ/LOVE 2001: 143–144).

Zwei Autoren, die in ihren Arbeiten die Hintergründe der Schwäche der japanischen Luftfahrtindustrie im Vergleich zur US-amerikanischen und europäischen Industrie näher untersuchen und aufarbeiten, sind Pekkanen und McGuire. Im Jahr 2003 veröffentlicht Pekkanen (PEKKANEN 2003) ein Buch, in dem auf die japanische Luft- und Raumfahrtindustrie eingegangen wird und ein Erklärungsmodell dafür liefert, warum die japanischen Unternehmen – unabhängig von politischen Restriktionen – noch nicht zu den europäischen,

US-amerikanischen und kanadischen Flugzeugbauern aufgeschlossen haben. In seiner Arbeit beleuchtet der Autor die Entscheidungsprozesse der japanischen Regierung, welche Industrien in welchem Ausmaß gefördert werden und geht dann auf die japanische Luft- und Raumfahrtindustrie ein (mit einem Fokus auf das japanische Raumfahrtprogramm). Pekannen kommt zu dem Schluss, dass vor allem die hohen Kosten und Risiken dazu führen, dass die Luftfahrtindustrie in Japan nicht in einem solchen Ausmaß wie in den USA, Kanada, Europa oder in Brasilien gefördert wurde und wird (PEKKANEN 2003: 63–64; 213–215).

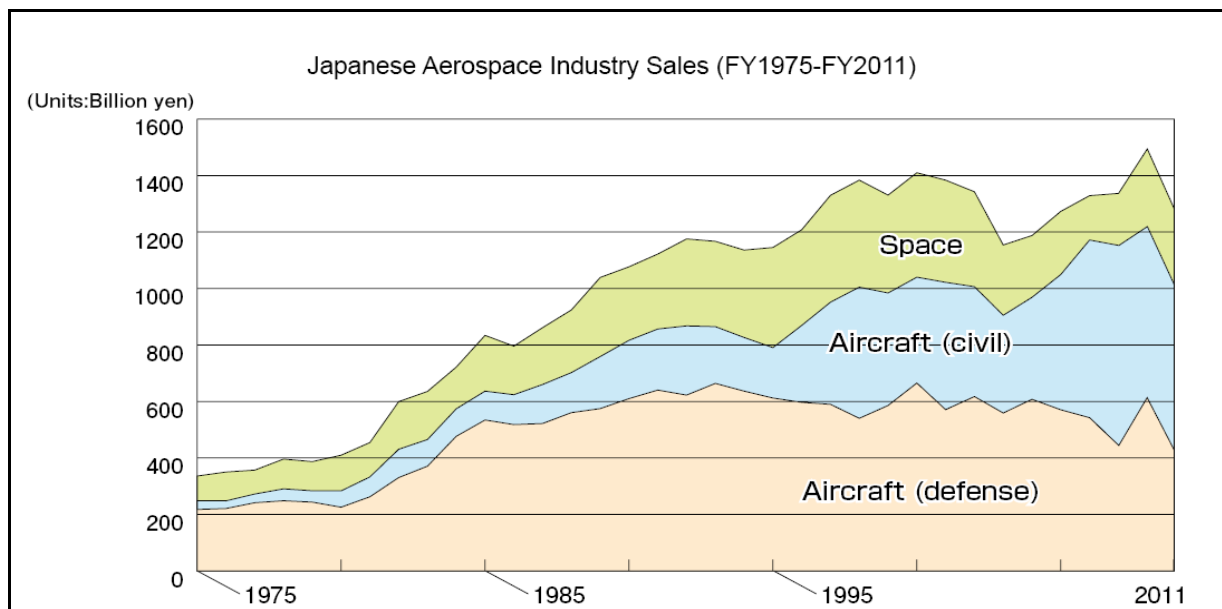
Steven McGuire (MCGUIRE 2006) analysiert und erläutert in seiner Arbeit die Hintergründe, warum die japanische Luftfahrtindustrie nach dem Ende des 2. Weltkriegs nicht in der Lage war, eine entsprechend international selbstständige und konkurrenzfähige Luftfahrtindustrie zu entwickeln. Insbesondere im Bereich des Flugzeugbaus und der Entwicklung ist die japanische Industrie der US-amerikanischen und europäischen Industrie technologisch unterlegen. McGuire führt diesen Rückstand vor allem auf das Sicherheitsabkommen zwischen den USA und Japan zurück, das eine eigenständige Entwicklung verhindert habe (MCGUIRE 2006: 3). In seiner Arbeit beschreibt er ebenfalls ausführlich die enge Kooperation zwischen dem US-amerikanischen Hersteller Boeing und den japanischen Unternehmen. Letzteren dienen als Komponentenzulieferer für die Flugzeuge von Boeing. Der Autor postuliert zum Schluss noch die Hypothese, dass sich die japanische Luftfahrtindustrie in den Jahren nach 2006 entsprechend weiterentwickeln und weiter verselbstständigen würde, um weitere eigenständige Flugzeugbauprogramme, wie das von Mitsubishi Heavy Industries, zu initiieren (MCGUIRE 2006: 32).

Im April 2013 wurde vom RIETI (Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA) eine Studie über die Zukunftsfähigkeit der japanischen Luft- und Raumfahrtindustrie mit dem Titel „Transforming Japan’s Aerospace and Defense Industry for the 21st Century“ veröffentlicht. Die Autoren beschreiben darin die Entwicklung der japanischen Luftfahrtindustrie nach dem 2. Weltkrieg und plädieren für einen massiven Ausbau und eine nachhaltige Entwicklung der Industrie in Japan. Als Argumentationsgrundlage dient den Autoren, dass Japan ein sogenanntes „Hochtechnologieland“ ist und über die entsprechenden finanziellen Mittel verfügt, um eine nachhaltige selbstständige Entwicklung anzustoßen. Darüber hinaus sei es notwendig, dass es zu vertikalen und horizontalen Unternehmenszusammenschlüssen in Japan kommt, um die vorhandenen Mittel besser zu bündeln und effizienter einsetzen zu können.

3 Die japanische Flugzeugbranche

Die folgenden Analysen basieren auf dem veröffentlichten Datenmaterial und Jahresberichten des Verbands der japanischen Luftfahrtindustrie (*Nihon kôkû uchû kôgyô-kai*) sowie den europäischen, US-amerikanischen und deutschen Pendanten (AeroSpace and Defence Industries Association of Europe (ASD), Aerospace Industries Association (AIA) und Bundesverband der Deutschen Luft- und Raumfahrtindustrie (BDLI)). Darüber hinaus veröffentlicht der japanische Verband in seinem Datenmaterial auch Vergleichsdaten zu der europäischen, US-amerikanischen und kanadischen Luftfahrtindustrie. Die gesamte japanische Luftfahrtindustrie (kommerziell und militärisch) setzte im Jahr 2011 ca. 1,02 Billionen Yen um (ca. 13,3 Milliarden USD ⁹) (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2013: 6). Im Vergleich zu den Umsatzzahlen der US-amerikanischen oder der europäischen Industrie sind diese Umsätze vergleichsweise niedrig. So setzte die US-amerikanische Luftfahrtindustrie im Jahr 2011 ca. 193 Milliarden USD um, Frankreich im gleichen Jahr ca. 50 Milliarden USD und Deutschland ca. 36 Milliarden USD (jeweils inklusive Raumfahrt) (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2013: 6–7).

Abbildung 3: Umsatz der japanischen Luft- und Raumfahrtindustrie zwischen 1975 und 2011



Quelle: THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2013: 6.

⁹ Umgerechnet mit USD-YEN Schlußkurs vom 30.11.2011: 76,89 YEN/USD.

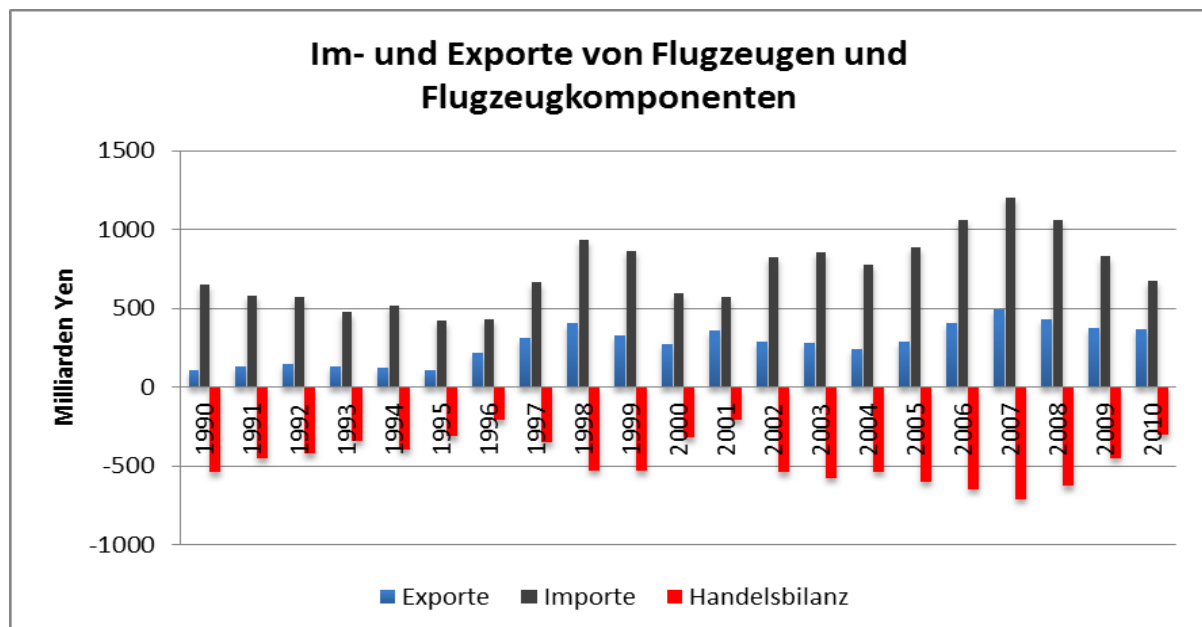
In Japan wachsen die Umsatzzahlen in den letzten Jahren allerdings wieder kontinuierlich an, wenn auch mit kleineren Rückschlägen, wie in der gesamten Luftfahrtbranche weltweit. In der gesamten Branche, inklusive der Raumfahrt, sind mehr als 32 000 Personen beschäftigt, wobei auf die reine Luftfahrtindustrie ca. 25 000 Mitarbeiter entfallen und auf die Raumfahrt die restlichen 7 000 Beschäftigten (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2013: 6). Jedoch ist zu beobachten, dass die Anzahl der in der japanischen Luft- und Raumfahrtbranche beschäftigten Personen im Vergleich zum Jahr 1993 rückläufig ist. Nachdem zu Beginn des neuen Jahrtausends ein Tief überwunden wurde, sind die Zahlen in den letzten fünf Jahren allerdings wieder angestiegen (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13). Betrachtet man die Luftfahrtbranche für sich allein, so steigen hier die Zahlen seit Beginn des neuen Jahrtausends kontinuierlich an, die Kräfte innerhalb der Sparte haben sich also leicht verschoben.

3.1 Die Handelsbilanz der japanischen Luftfahrtindustrie

Schaut man sich die Handelsbilanz im Bereich Luftfahrtindustrie an, so erwirtschaftete Japan im Jahr 2011 in diesem Bereich ein Defizit von 2 Milliarden USD (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2013: 6). Japan importierte also mehr Güter aus der Luftfahrtindustrie als es exportierte. Im Jahr 2010 lag das Defizit noch bei über 3 Milliarden USD (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13). Der Grund hierfür liegt eindeutig im Kauf von Flugzeugen der japanischen Airlines und im Kauf von Militärjets für die japanischen Selbstverteidigungsstreitkräfte (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2013: 7–8). Über die letzten 20 Jahre hinweg ist es Japan jedoch gelungen, seine Exporte nachhaltig zu erhöhen. Die Exporte konnten im Vergleich zu den 1990er-Jahren zum Teil vervierfacht werden. So exportierte die japanische Luftfahrtbranche speziell im Bereich des Flugzeugbaus zwischen 2006 und 2010 Güter und Produkte im Wert von 400 Milliarden Yen pro Jahr (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13). Im gleichen Zeitraum importierte das Land Güter und Produkte wie Flugzeuge und Triebwerke im Wert von durchschnittlich knapp 1 Billion Yen pro Jahr (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13). Allerdings gingen die Importe seit dem Jahr 2008 nachhaltig unter die 1-Billion-Yen-Marke zurück (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13). Insbesondere werden dabei komplette Flugzeuge (airframes) importiert. Im Jahr 2010 waren dies ca. 31 Prozent oder 210 Milliarden Yen der gesamten Importe in diesem Bereich (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 14). Exportiert wurden im

Jahr 2010 Produkte im Wert von 369 Milliarden Yen (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 14). Dabei wurden die Ausfuhren von dem Export ganzer Rumpfteile beziehungsweise Rumpfkomponten dominiert. Sie machen rund 62 Prozent oder 227 Milliarden Yen aus (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 14). An zweiter Stelle stehen auch hier Einzelteile und Komponenten für den Flugzeugbau. Sie betrugen im Jahr 2010 rund 140 Milliarden Yen (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 14). Komplette Flugzeuge spielen hingegen nur eine untergeordnete Rolle. Flugzeuge im Wert von gerade einmal 176 Millionen Yen oder 0,4 Prozent der gesamten Exporte der Luftfahrtindustrie wurden ins Ausland verkauft (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 14).

Abbildung 4: Im- und Exporte von Flugzeugen und Flugzeugkomponenten/Japan



Quelle: eigene Darstellung nach THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2011: 11.

Schaut man sich die Im- und Exporte dieser Güter über einen Zeitraum von 20 Jahren an, so stellt man fest, dass die Exporte Mitte der 1990er-Jahre einen signifikanten Sprung nach oben machten. Sie stiegen von 85 Milliarden Yen im Jahr 1990 auf 139 Milliarden Yen (1996) beziehungsweise auf 237 Milliarden Yen im Jahr 1997 an (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13). Zu Beginn des neuen Jahrtausends konnten die japanischen Firmen ihre Exporte noch einmal bedeutend steigern. In Jahren 2006 bis 2008 stiegen sie auf über 400 Milliarden Yen an, sanken im Jahr 2010 jedoch auf 369 Milliarden Yen zurück (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13). Im

gleichen Zeitraum stiegen jedoch im Gegensatz dazu auch die Importe an Flugzeugen und Flugzeugteilen an, sodass sich die Handelsbilanz durch den starken Anstieg der Importe im Gesamtbild eher negativ entwickelte. Allerdings lässt sich auch hier in den letzten Jahren ein Gegentrend beobachten, da sich das Handelsbilanzdefizit für diese Industriesparte seit 2008 kontinuierlich verringerte (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13). Der Anteil der USA belief sich im Jahr 2010 auf 81 Prozent beziehungsweise 548 Milliarden Yen der japanischen Importe. Europa hingegen konnte gerade einmal einen Anteil von 10 Prozent oder 71 Milliarden Yen verzeichnen (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 13–14).

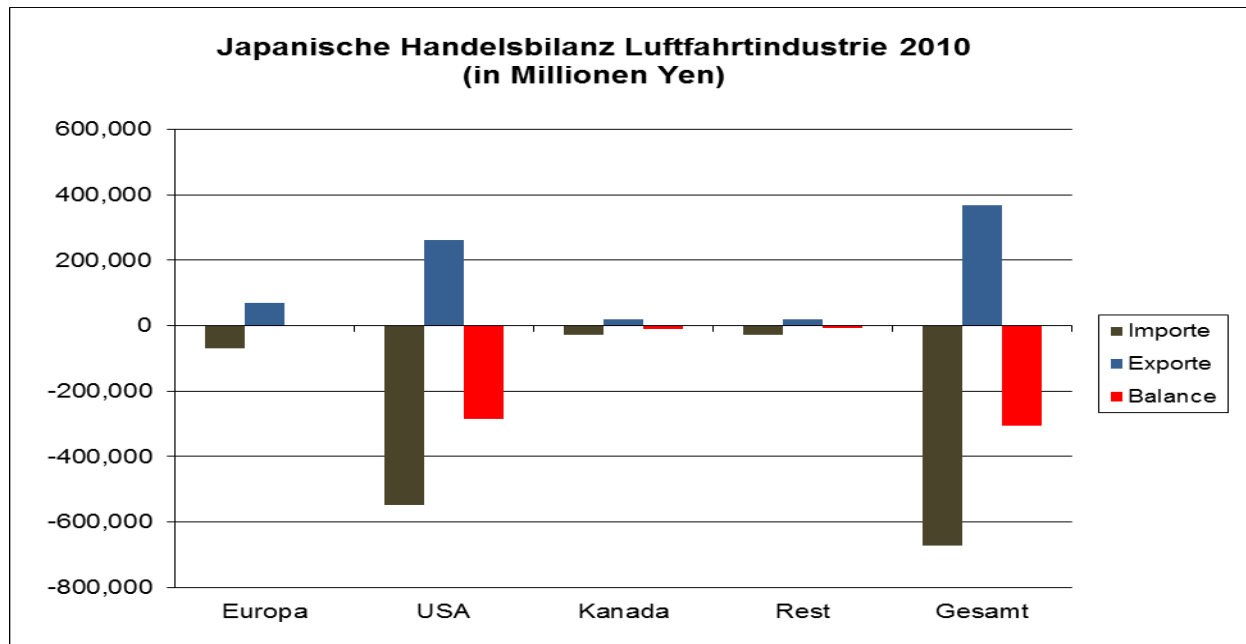
Bemerkenswert ist der große Unterschied bei den Importen von kompletten Flugzeugen zwischen den beiden großen Herstellern aus den USA (Boeing) und Europa (Airbus). Dieses Ergebnis zeigt sich auch, wenn man sich die Zusammensetzung der Flotten der beiden größten japanischen Fluglinien anschaut. Dort rangieren Maschinen des US-amerikanischen Herstellers Boeing vor den Flugzeugen des europäischen Herstellers Airbus. All Nippon Airways verfügte 2011 in ihrer Flotte über 124 Flugzeuge des Herstellers Boeing, im Gegensatz dazu nur über 78 Maschinen der Hersteller Airbus.¹⁰ Bei den restlichen 20 Maschinen handelte es sich um Flugzeuge des kanadischen Herstellers Bombardier. Bei der zweiten großen Airline Japans, der Japan Airlines Corporation (JAL), ist der Unterschied in der Anzahl der Flugzeuge der beiden Hersteller Boeing und Airbus noch gravierender. Ihre Flotte bestand aus 214 Maschinen aus US-amerikanischer Produktion (184 Maschinen von Boeing und 30 Maschinen von McDonnell Douglas Corporation (seit 1997 Teil des Boeing-Konzerns)). Nur 22 Maschinen stammen vom Hersteller Airbus.¹¹ Diese Tatsache führte dazu, dass die Handelsbilanz mit Europa im Bereich von Luftfahrtprodukten sehr viel ausgeglichener war als die Bilanz mit den USA. Im Jahr 2010 wurden von japanischen Unternehmen Güter im Wert von 69 Milliarden Yen nach Europa exportiert und im Gegenzug Güter und Waren im Wert von 71 Milliarden Yen nach Japan importiert (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 14). Bei einer näheren Betrachtung der exportierten japanischen Luftfahrtprodukte kann man einen Unterschied zwischen den Exporten in die USA und nach Europa feststellen. So bestehen die Exporte in die USA hauptsächlich aus Rumpfteilen und Rumpfkomponten für einzelne Flugzeuge. Von den gesamten Ausfuhren in die USA machten diese im Jahr 2010 von 262 Milliarden Yen rund 68 Prozent (177 Milliarden Yen) aus (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE

¹⁰ ANA, http://www.ana.co.jp/ir/kessan_info/annual/pdf/11f/11f_07.pdf, 15.08.2013.

¹¹ JAL, http://www.jal.com/en/ir/finance/annual/2009/pdf/09_all.pdf, 15.08.2013.

COMPANIES 2012: 14). Nach Europa wurden mehr Einzelteile und andere Komponenten als komplette Rumpfteile exportiert. Diese dominierten die Ausfuhren mit einem Wertanteil von 77 Prozent (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 14). Neben den USA und Europa rangiert Kanada an dritter Stelle als wichtigster Handelspartner Japans für die Luftfahrtindustrie.

Abbildung 5: Japanische Handelsbilanz der Luftfahrtindustrie nach Regionen 2010



Quelle: eigene Darstellung nach THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2011: 10–11.

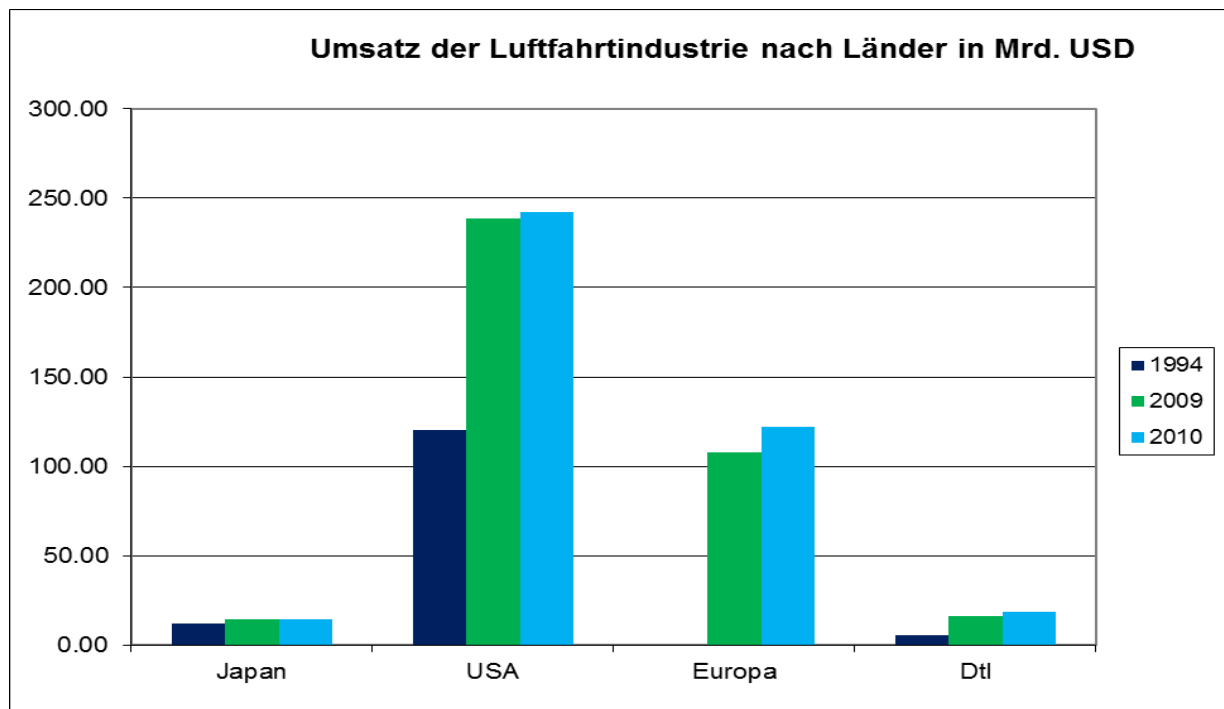
Mit Kanada konnte im Jahr 2009 ein Handelsbilanzüberschuss in diesem Bereich erwirtschaftet werden. Im besagten Jahr standen Importe im Wert von 24 Milliarden Yen Ausfuhren im Wert von rund 26 Milliarden gegenüber. Im Jahr 2010 kehrte sich das Bild jedoch um. In diesem Jahr standen Exporte von 18,7 Milliarden Yen, Importen in Höhe von 28,5 Milliarden Yen gegenüber (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 14).

3.2 Die Entwicklung der Beschäftigungs- und Umsatzzahlen im internationalen Vergleich

Vergleicht man die Entwicklung in Japan mit der Entwicklung der Luft- und Raumfahrtindustrie in Deutschland, so stiegen zwischen 1993 und 2011 die Beschäftigten von rund 73 000 auf über 97 000 Personen an (BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN LUFT- UND RAUMFAHRTINDUSTRIE (2012): 4). Auch wenn die Branche Mitte der 1990er-Jahre einen Einbruch verzeichnete (ähnlich wie in Japan), stieg die Zahl der Beschäftigten jedoch schneller wieder an. Zwischen 2005 und 2008 wuchs die Zahl der Beschäftigten im Schnitt um 5 Prozent pro Jahr (BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN LUFT- UND RAUMFAHRTINDUSTRIE 2012: 4). Für Europa liegen leider nur Zahlen für den Zeitraum von 2003 bis 2011 vor. In diesen Jahren stieg die Anzahl der Beschäftigten in Europa um 25,6 Prozent, von 584 000 Beschäftigten auf 734 000 Beschäftigte, an (AEROSPACE AND DEFENCE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE 2012: 14). In den USA wiederum sank die Zahl der Beschäftigten kontinuierlich zwischen den Jahren 1993 und 2011, nämlich um rund ein Drittel, von 936 100 Beschäftigten auf 628 000 Beschäftigte (AEROSPACE AND DEFENCE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE 2012: 14).

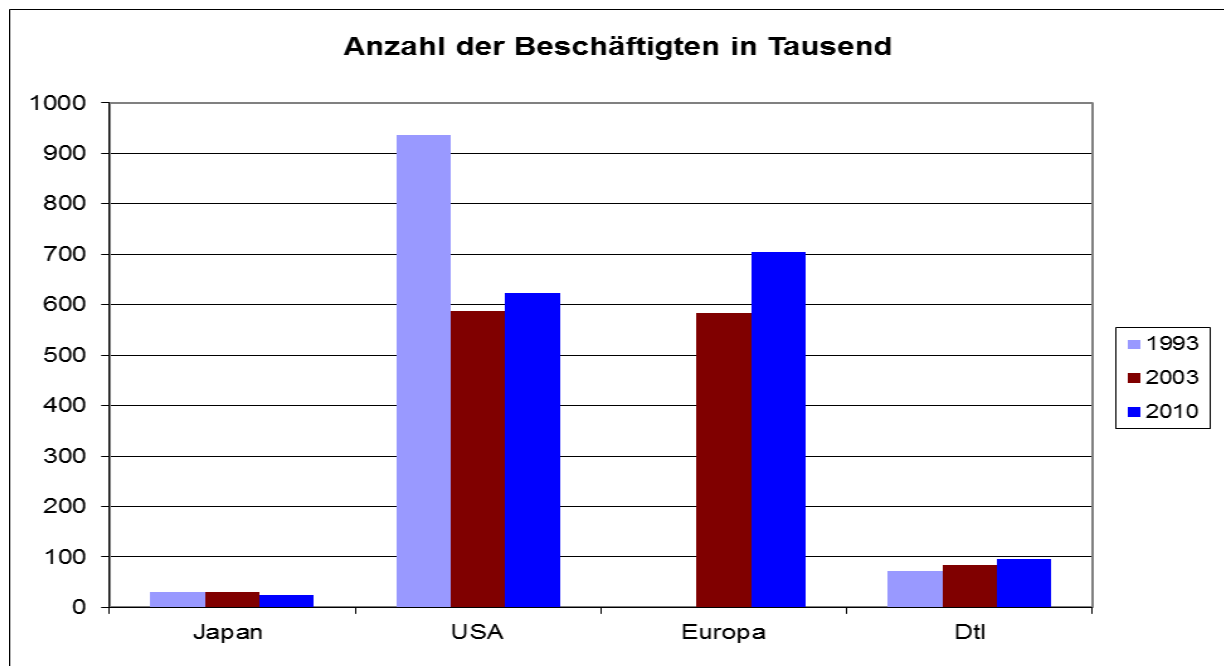
Der Umsatz der deutschen Luft- und Raumfahrtindustrie stieg im gleichen Zeitraum ebenfalls an. Er wuchs von 8,6 Milliarden Euro im Jahr 1994 auf rund 25,7 Milliarden Euro (33,29 Milliarden USD) im Jahr 2011 (BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN LUFT- UND RAUMFAHRTINDUSTRIE 2012: 4). Im Durchschnitt konnte die deutsche Luft- und Raumfahrtindustrie dadurch Wachstumsraten von 5,6 Prozent zwischen den Jahren 1982 und 2011 erreichen. Allerdings hatte die Branche in diesen Jahren auch immer wieder mit Rückschlägen zu kämpfen. So schrumpfte der Umsatz zwischen 1992 und 1995 zum Beispiel im Schnitt jährlich um 12,8 Prozent, im Spitzenjahr 1992 sogar um 18 Prozent (BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN LUFT- UND RAUMFAHRTINDUSTRIE 2012: 4). In Europa betrug der Gesamtumsatz im Jahr 2011 171,5 Milliarden Euro (222,13 Milliarden USD) (AEROSPACE AND DEFENCE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE 2012: 13). Davon wurden rund 61 Prozent im Bereich Flugzeugindustrie durch Exporte außerhalb des Euro-Raums erwirtschaftet. Auch in Europa konnte der Gesamtumsatz in den letzten Jahren massiv gesteigert werden (AEROSPACE AND DEFENCE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE 2012: 13). Von 2005 bis 2011 wuchs der Umsatz um 41,7 Prozent, von 114,9 Milliarden Euro auf 171,5 Milliarden Euro (AEROSPACE AND DEFENCE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE 2012: 13).

Abbildung 6: Umsatz der Luftfahrtindustrie im Ländervergleich



Quelle: eigene Darstellung nach THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2011: 10–11; AEROSPACE AND DEFENSE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE 2011: 7.

Abbildung 7: Anzahl der Beschäftigten in der Luftfahrtindustrie in Japan, den USA, Europa und Deutschland



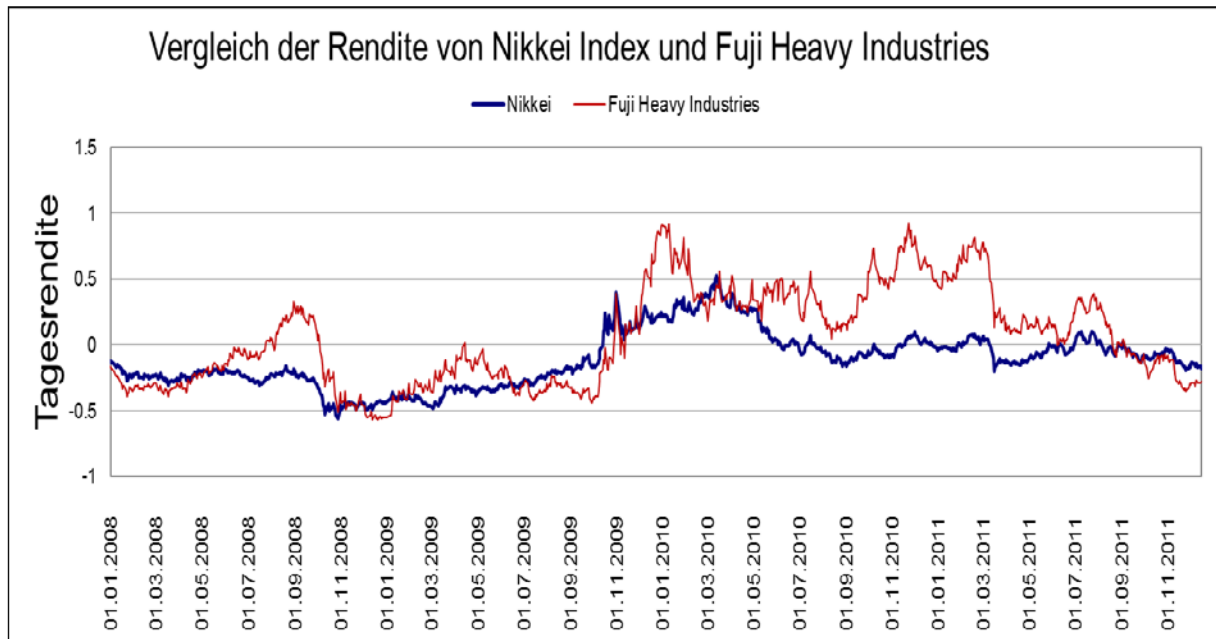
Quelle: eigene Darstellung nach THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2011: 10–11; AEROSPACE AND DEFENSE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE 2011: 7.

Die Luftfahrtindustrie in den USA konnte in den 16 Jahren von 1994 bis 2011 ihren Umsatz fast verdoppeln. Er stieg von 120,5 Milliarden USD auf 210,8 Milliarden USD an. Gleichzeitig gelang es den US-amerikanischen Herstellern im gleichen Zeitraum, ihre Exporte ebenfalls nahezu zu verdoppeln (AEROSPACE AND DEFENCE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE 2011: 7). Weiterhin stellt man fest, dass es der europäischen und der amerikanischen Industrie im Gegensatz zur japanischen Industrie jedes Jahr gelingt, einen Exportüberschuss zu erwirtschaften, der sowohl von der kommerziellen als auch von der militärischen Luftfahrtindustrie getragen wird. Dieser Umstand ist jedoch bei näherer Betrachtung leicht zu erklären, da die beiden großen kommerziellen Hersteller von Passagierflugzeugen, Boeing und Airbus, sowie die großen Hersteller militärischer Jets ausschließlich fertige Produkte ausführen und Japan – wie bereits beschrieben – vor allem in der Komponentenerzeugung tätig ist. Diese Tatsache führt dazu, dass die europäischen und US-amerikanischen Ausfuhren an sich werthaltiger sind, da die Endmontage der Flugzeuge in den beiden Regionen stattfindet und diese Tatsache zu einem hohen Überschuss der Exporte im Vergleich zu den Importen führen muss.

Im folgenden Abschnitt wird die „Performance“ der Aktienkurse der untersuchten japanischen Unternehmen im Vergleich zum jeweiligen Leitindex anhand der einzelnen Aktienkursentwicklungen im Zeitablauf analysiert. Man erkennt teilweise, dass sich die Aktienkurse der japanischen Flugzeugbauer und Komponentenhersteller im Vergleich zum Nikkei-Index besser entwickelten beziehungsweise verliefen. Untersucht wurde hierbei die Jahresrendite auf Tagesbasis der Aktienkurse der fünf untersuchten Unternehmen im Vergleich zur Jahresrendite des Nikkei-Aktienindex auf Tagesbasis. Hierbei wurde der Aktienkurs eines jeden Handelstages mit dem entsprechenden Aktienkurs am jeweiligen Handelstag im nächsten Jahr verglichen und die entsprechende Rendite errechnet. Zum Beispiel lag am 25.06.1990 der Aktienkurs von Mitsubishi Heavy Industries bei 990 Punkten. Genau ein Jahr danach, also am 25.06.1991, lag der Kurs bei 707 Punkten, die Jahresrendite für diesen Tag beträgt somit –28,6 Prozent. Im gleichen Zeitraum fiel der Nikkei-Index von 31 124 Punkten auf 23 907 Punkte. Er verschlechterte sich also „nur“ um 23,2 Prozent. Der Aktienkurs von Mitsubishi Heavy Industries entwickelte sich also im gleichen Zeitraum schlechter als der Vergleichsindex. Anhand dieser Methode wurde ein Maßstab errechnet, um die verschiedenen Unternehmen in ihrer Performance zum jeweiligen Vergleichsindex beziehungsweise untereinander oder im Vergleich mit ausländischen Unternehmen messen und bewerten zu können. Das Hauptziel hierbei ist es zu analysieren, ob die jeweiligen

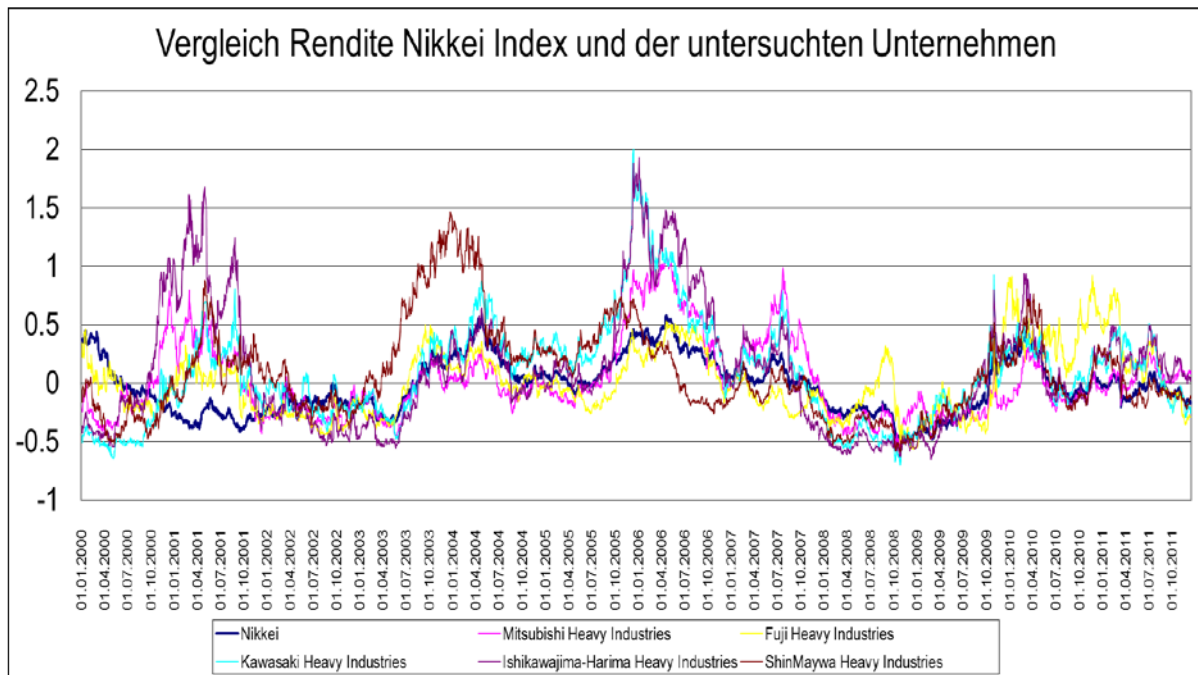
Unternehmen im Vergleich zum Hauptindex eine lohnenswerte Anlagemöglichkeit darstellen oder nicht.

Abbildung 8: Rendite Nikkei-Index und Aktienkurs von Fuji Heavy Industries



Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Abbildung 9: Rendite Nikkei-Index und der Aktienkurse von Mitsubishi Heavy Industries, Kawasaki Heavy Industries, Ishikawajima-Harima Heavy Industries und ShinMaywa

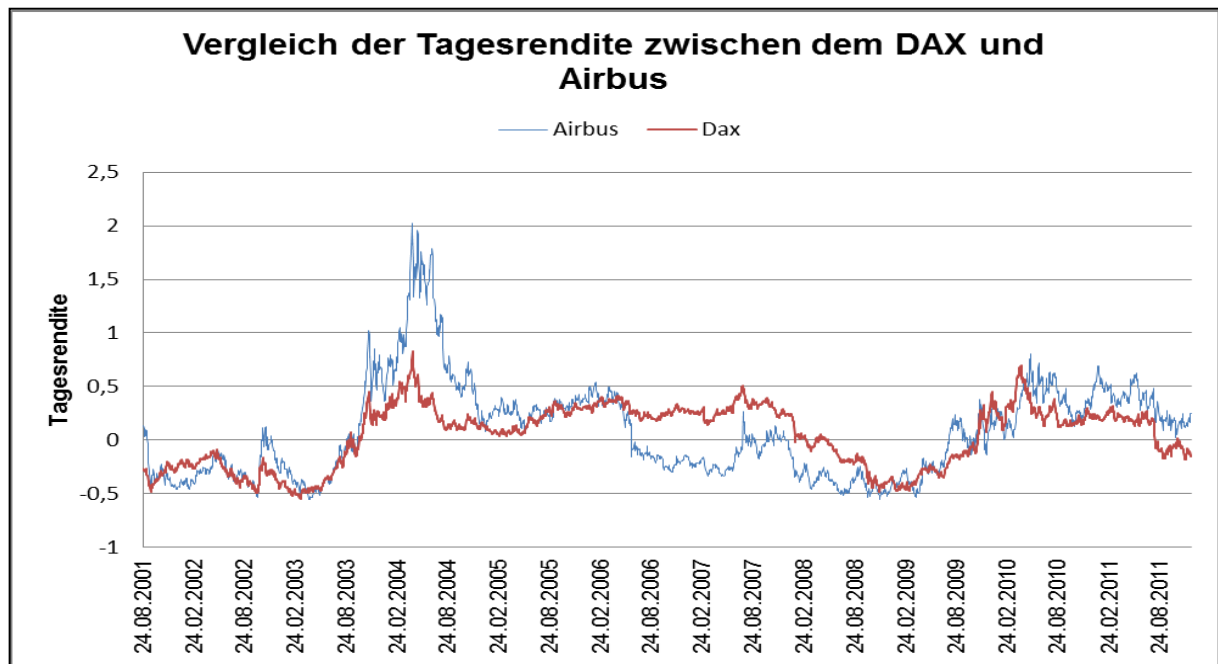


Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Man kann darüber hinaus die Analyse als einen Indikator dafür verwenden, wie sich die jeweiligen Unternehmen im Zeitablauf beziehungsweise zu bestimmten Zeitabschnitten wirtschaftlich im Vergleich zur gesamten Wirtschaft beziehungsweise den verschiedenen anderen Unternehmen entwickelt haben. Diese Performance schwankt im Zeitablauf und ist für einzelne Unternehmen unterschiedlich. Dennoch lässt sich zum Beispiel für Fuji Heavy Industries seit Juni 2008 eine deutliche Überperformance beobachten. Dasselbe gilt für Mitsubishi Heavy Industries, Kawasaki Heavy Industries und Ishikawajima Heavy Industries zwischen den Jahren 2005 und 2007. In den Jahren 2010 und 2011 ist diese Überperformance zurückgegangen und auch der Vorteil von Fuji Heavy Industries im Vergleich zum Gesamtmarkt ist verloren gegangen.

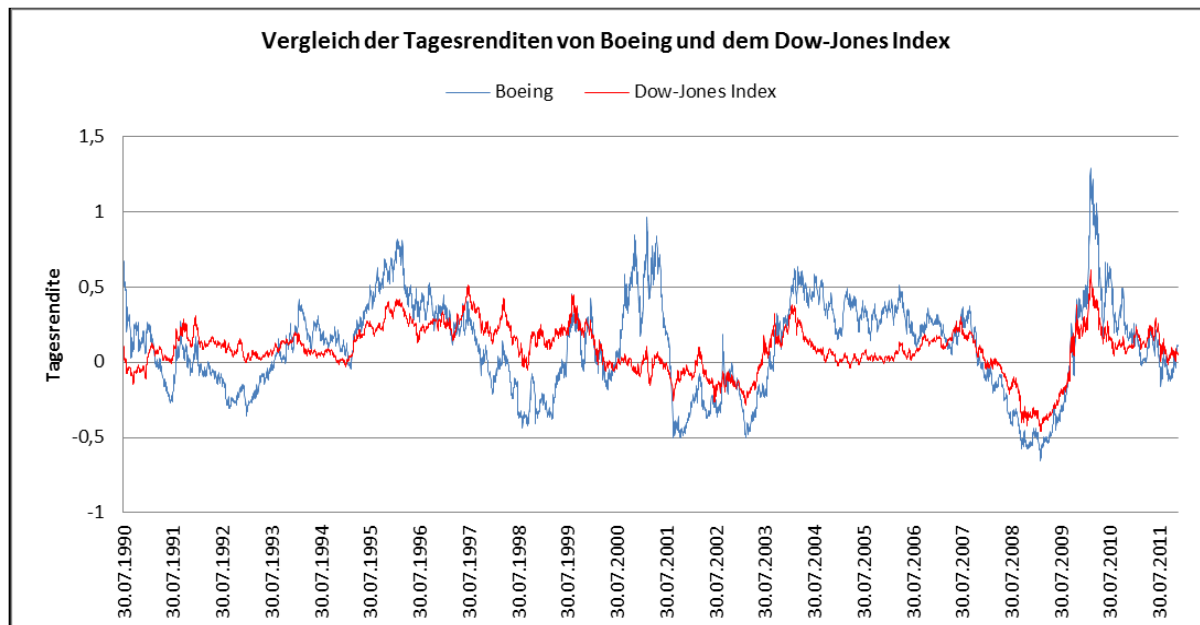
Vergleicht man die Entwicklung und Verläufe der beiden weltweit größten Flugzeugbauer Boeing und Airbus mit dem entsprechenden Leitindex (Dow-Jones mit Boeing und DAX mit Airbus), so erkennt man auf Abbildung 10, dass Airbus zu Beginn der 2000er-Jahre den Dax „outperformen“ konnte, danach allerdings bis auf eine kurze Phase in den letzten zwei Jahren schlechter abschnitt. Bei Boeing hingegen wechselten sich gute und schlechte Phasen in den letzten 20 Jahren ab. Zusammenfassend kann man man jedoch sagen, dass die Aktien von Luftfahrtunternehmen prinzipiell Investitionsmöglichkeiten mit hohen Renditechancen darstellen. Hierbei haben die japanischen Unternehmen sogar noch bessere Renditechancen – im Vergleich zum Gesamtmarkt – als die Papiere von den Weltmarktführern Airbus und Boeing. Allerdings sind hier natürlich gewisse Interdependenzen vorhanden, da die japanischen Unternehmen größtenteils Zulieferer von Boeing und Airbus sind.

Abbildung 10: Rendite Dax und Aktienkurs von Airbus



Quelle: eigene Darstellung nach Bloomberg (Hg.): <http://www.bloomberg.com>, 15.08.2013.

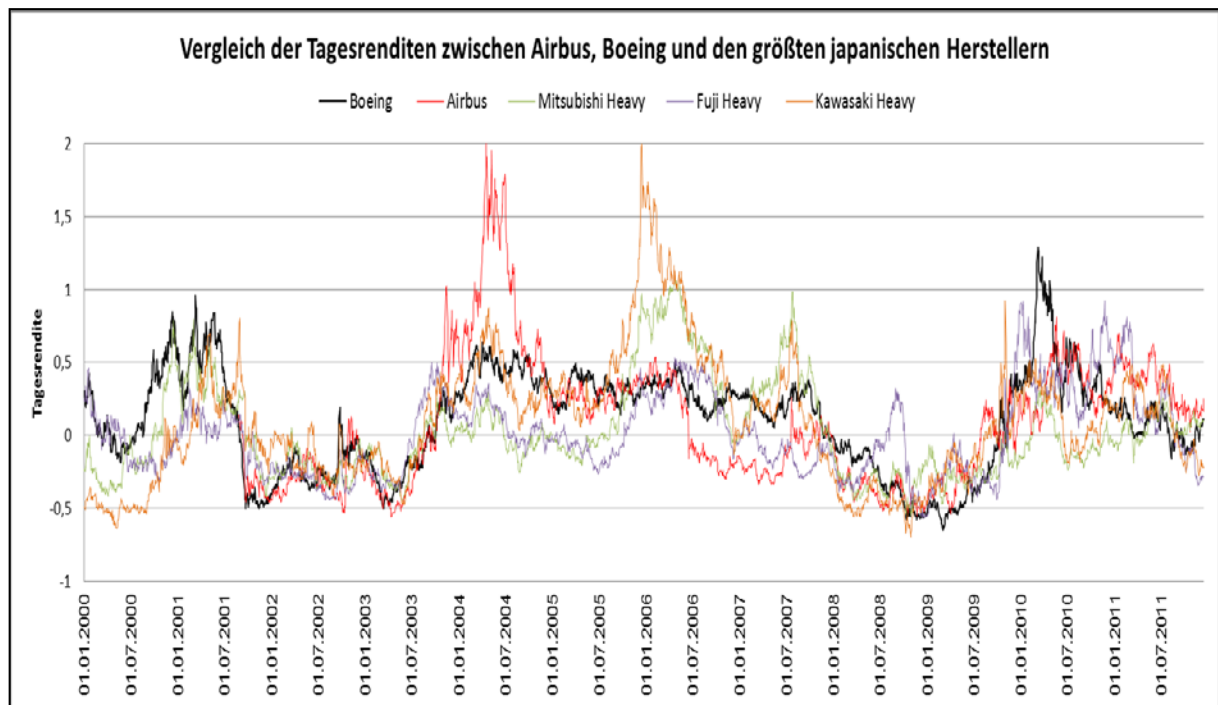
Abbildung 11: Rendite DJI und Aktienkurs The Boeing Company



Quelle: eigene Darstellung nach Bloomberg (Hg.): <http://www.bloomberg.com>, 15.08.2013.

Als Letztes wird noch die Renditeentwicklung von Boeing, Airbus, Fuji Heavy Industries, Kawasaki Heavy Industries und Mitsubishi Heavy Industries im Zeitablauf näher betrachtet.

Abbildung 12: Rendite Aktienkurs The Boeing Company, Airbus, MHI, FHI und KHI



Quelle: eigene Darstellung nach Bloomberg (Hg.): <http://www.bloomberg.com>, 15.08.2013;
Nikkei225(Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

In der Abbildung 12 ist zu erkennen, dass die japanischen Unternehmen im Vergleich zu den beiden Weltmarktführern keine schlechtere, sondern über längere Zeiträume hinweg sogar eine bessere Aktienkursrendite erzielen. Nur zu Beginn der 2000er-Jahre erzielte Boeing eine bessere Rendite als die japanischen Unternehmen. Jedoch ist hierbei keines der japanischen Unternehmen als besonders herausragend zu nennen, denn je nach Betrachtungsperiode ragen entweder Kawasaki Heavy Industries oder Mitsubishi Heavy Industries (2005 bis 2007) oder aber Fuji Heavy Industries (2008 bis 2009 und Mitte 2010) hervor.

Man könnte also behaupten, dass die Finanzierungsmöglichkeiten über den Kapitalmarkt für die japanischen Unternehmen im Prinzip sehr gut sind, da sie lohnenswerte Investitionsmöglichkeiten für Anleger darstellen. Es bleibt allerdings die Frage, ob diese Möglichkeiten von den entsprechenden Unternehmen auch genutzt werden. Diese Frage werde ich an späterer Stelle noch einmal aufgreifen und eine entsprechende Antwort vorschlagen.

3.3 Entwicklung des japanischen Flugzeugbaus nach 1945

Erste Schritte im Bereich Flugzeugbau unternahm die japanische Flugzeugindustrie nach dem 2. Weltkrieg, und zwar im Jahr 1952, mit dem Bau der F-86F und der T-33 unter US-amerikanischer Lizenz für die Selbstverteidigungsstreitkräfte. 1958 wurde sodann das erste eigene Flugzeug, ein Trainingsflugzeug, hergestellt (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI 1985: 5–8). Beim japanischen Flugzeugbau entfällt der größte Anteil des Umsatzes auf die militärische Luftfahrt. Dort werden unter anderem das US 2 von ShinMaywa Industries Ltd., ein Amphibienflugzeug für Rettungseinsätze, hergestellt. Des Weiteren werden hier das P-1 von Kawasaki Heavy Industries Ltd., ein Patrouillenflugzeug für die japanische Marine, das Transportflugzeug XC-1 sowie ein Trainingsflugzeug von Fuji Heavy Industries sowie verschiedene unbemannte Drohnen produziert. Daneben wird noch das F-2-Kampfflugzeug von Mitsubishi Heavy Industries in Zusammenarbeit mit Lockheed Martin hergestellt (MCGUIRE 2006: 30–32). Im Bereich des militärischen Helikopterbaus werden von Kawasaki Heavy Industries (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2012: 12–16) und von Mitsubishi Heavy Industries (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2012: 3–6) eigene Produkte hergestellt. Des Weiteren fertigen Fuji Heavy Industries (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2012: 5–8) und auch Kawasaki Heavy Industries (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2012: 12–16) einen Transport- beziehungsweise Kampfhubschrauber unter US-amerikanischer Lizenz. Im Bereich zivile Luftfahrt wurde in Japan 1964 erstmalig ein Passagierflugzeug eigenständig entwickelt und produziert. Die YS-11, eine kleine Propellerpassagiermaschine, die Platz für 60 Personen bot, wurde von der Nihon Aircraft Manufacturing Corporation (NAMC) gefertigt. Die Nihon Aircraft Manufacturing Corporation war ein Joint Venture zwischen Mitsubishi Heavy Industries, Kawasaki Heavy Industries, Fuji Heavy Industries, ShinMaywa Industries, der Showa Aircraft Industry Company und der Japan Aircraft Industry Company. Sie wurde 1957 gegründet, um ein Flugzeug zu entwickeln, das die inländische Nachfrage nach Kurzstreckenflugzeugen bedienen sollte. Die YS-11 wurde über zehn Jahre bis zum Jahr 1974 in verschiedenen Ausführungen und Nachfolgemodellen produziert und auch international vertrieben. Insgesamt wurden in diesem Zeitraum 182 Einheiten dieses Flugzeugtyps produziert (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI 1985: 13). Neben der YS-11 wurden in Japan bis in die 1980er-Jahre auch eine Reihe von Business Jets entwickelt und gefertigt (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI 1985: 25). Seit dem Jahr 2008 (mit Vorstudien seit 2003) entwickelt Mitsubishi Heavy Industries einen Regionaljet, der bis zu 90 Passagieren Platz bietet und der ab dem Jahr 2017 an verschiedene Airlines ausgeliefert werden soll (MITSUBISHI HEAVY

INDUSTRIES 2012: 3–6). Ansonsten werden keine kompletten Flugzeuge entwickelt oder gebaut, denn wie bereits erwähnt produziert die japanische Industrie für den kommerziellen Bereich vor allem Komponenten und Einzelteile. Insbesondere sticht hierbei die Kooperationen mit dem Hersteller Boeing hervor. Für die Passagierflugzeuge Boeing 767, Boeing 777 und Boeing 787 werden in großem Maße Komponenten wie Flügel, einzelne Sektionen oder Fahrwerke von den japanischen Herstellern produziert und geliefert. Für andere Hersteller wie Bombardier und Embraer werden ebenfalls Flügelkomponenten oder Fahrwerksteile entwickelt. Auch für das Prestigeobjekt von Airbus, den A380, werden einzelne Teile produziert (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 8). Im Triebwerksbereich bestehen mehrere Kooperationen zwischen japanischen Unternehmen und den einzelnen internationalen Triebwerksherstellern wie Rolls Royce oder General Electric (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 8). Die japanischen Hersteller produzieren dabei insbesondere einzelne Komponenten für Triebwerke wie Turbinenschaufeln oder Gehäuse. Für die eigenen militärischen Flugzeugproduktionen wie die P-1 von Kawasaki Heavy Industries oder das Trainingsflugzeug von Fuji Heavy Industries werden jedoch auch in Japan komplette Triebwerke entwickelt und gebaut (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 10). Darüber hinaus engagieren sich mehrere Firmen, darunter Toray Industries, in der Produktion und der Weiterentwicklung von Materialien und Produkten aus Kohlefasern, welche im Flugzeugbau eine breite Verwendung finden, oder sie produzieren Kabineneinrichtungen wie Sitze, Küchen und Waschräume für den zivilen Flugzeugbau (THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES 2012: 10).

3.4 Finanzierung und Corporate Governance im japanischen Flugzeugbau

Der Flugzeugbau und die damit verbundene Industrie ist ein kapitalintensives Geschäftsfeld. Die großen Flugzeugproduzenten wie Airbus und Boeing entwickelten über lange Zeiträume neue Flugzeugmuster und von den ersten Entwürfen auf den Zeichentischen der Ingenieure bis zur Inbetriebnahme und dem Jungfernflug bei einer Airline oder bei einer Luftwaffe vergingen Jahre oder Jahrzehnte. So wurden die ersten Machbarkeitsstudien für den A380, das Großraumpassagierflugzeug von Airbus, in den 1980er-Jahren entwickelt. Die erste Auslieferung eines Flugzeugs dieses Typs erfolgte im Jahr 2007. Besonders die Entwicklungskosten sind hierbei immens. So sollen sich die Entwicklungskosten für die Boeing 787 auf mehr als 13 Milliarden USD belaufen, die zum Teil vom Endhersteller und zum Teil von den Zulieferfirmen zu tragen sind. Der „Break Even“ ist bei solchen

Investitionen immer erst nach vielen Jahren erreicht. Das gleiche gilt für den Bau von Flugzeugen. Zwar leisten die Käufer wie Flug- oder Leasinggesellschaften Anzahlungen je Bauabschnitt und je Flugzeug, allerdings gehen die Produzenten teilweise hohe finanzielle Risiken ein, die durch die langen Produktionszeiten entstehen.

Für die japanische Industrie, die fast ausschließlich Komponenten für den Flugzeugbau liefert, sind diese Risiken gewiss geringer, aber schon Mitsubishi Heavy Industries investierten mit ihrem Regionaljetprogramm im Fiskaljahr 2009 129 Milliarden Yen in Forschung und Entwicklung. Nicht jeder Yen floss dabei in das Regionaljetprogramm, aber bei einem Umsatz von rund 2,9 Billionen Yen im gleichen Zeitraum machen diese Entwicklungs- und Forschungskosten immerhin fast 5 Prozent des gesamten Umsatzes aus und in den Jahren zuvor wurde jährlich ungefähr die gleiche Höhe in die Entwicklung und Forschung von neuen Produkten investiert. Wie bereits erläutert ist neben der Entwicklung auch die Produktion der Komponenten oder der Flugzeuge in hohem Maße kapitalintensiv. Schaut man sich zum Beispiel die Bilanz von Mitsubishi Heavy Industries aus dem Jahr 2011 (Bilanzstichtag: 31.03.2011) an, so stellt man fest, dass rund 20 Prozent der Aktivseite von fertigen Produkten und von „Anlagen im Bau“ gebildet wurden. Hierbei machen die „Anlagen im Bau“ wiederum fast das 5-Fache der fertigen Produkte aus (Bilanzsumme Aktivseite: 3,9 Milliarden Yen; 800 Billionen Yen stellen hierbei die Anlagen im Bau und 175 Billionen Yen die fertigen Produkte) (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 54). Ebenso haben die Unternehmen einen hohen Kapitalbedarf, wenn sie andere Unternehmen kaufen oder sich an diesen beteiligen möchten. Die damit verbundenen Investitionssummen müssen allerdings erst erwirtschaftet oder auf dem Kapitalmarkt, sei es etwa durch Kredite oder durch Unternehmensanleihen, aufgenommen werden. Im Folgenden wird die Arbeit jedes der oben vorgestellten Unternehmen auf diese Fragestellung hin im Zeitablauf untersuchen. Hierbei steht die Frage im Vordergrund, welche Instrumente und Möglichkeiten von den einzelnen Unternehmen genutzt werden und ob die Verwendung einzelner Instrumente einer Veränderung im Zeitablauf unterliegt. Im darauf folgenden Abschnitt werden die einzelnen Unterpunkte genauer erläutert. Des Weiteren wird die Arbeit die Veränderungen in den Corporate-Governance-Strukturen, wie den Exekutiv- und den Aufsichtsorganen, in den Unternehmen untersuchen sowie den Wandel im Zeitablauf und die möglichen Gründe für diese Änderungen aufzeigen.

4 Finanzierung der Unternehmen im japanischen Flugzeugbau

I. Finanzierungsinstrumente und Veränderungen im Zeitablauf

Die Untersuchung der Unternehmen wird sich im Folgenden stets auf folgende Kennzahlen und Analysen gründen.

1. **Untersuchung von Außen- und Innenfinanzierung:** Hierbei wird das Verhältnis von intern erwirtschafteten Cashflows und extern aufgenommen Geldern im Zeitablauf dargestellt und analysiert. Weiterhin werde ich untersuchen, ob die Außenfinanzierung durch Kreditaufnahme oder durch Ausgabe von Anleihen beziehungsweise durch Emission neuer Aktien (bei einer Kapitalerhöhung) erfolgt.
2. **Ist die Außenfinanzierung eher langfristig oder kurzfristig angelegt?** Das heißt, nimmt das Unternehmen eher lang laufende Kredite auf, emittiert es eher lang laufende Anleihen oder eher kurz laufende Kredite und/oder Anleihen?
3. **Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern:** Wie entwickelt sich das Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme und dem Fremdkapital im Zeitablauf?
4. **Wie veränderten sich die Besitzverhältnisse beim Eigenkapital?** Sind die Aktien eher in einem Streubesitz oder besitzen nur einige wenige Anleger (institutionelle und private Anleger) den Großteil der Aktien und wie veränderte sich dieses Verhältnis im Zeitablauf?

4.1 Mitsubishi Heavy Industries

Die Gründung von Mitsubishi Heavy Industries geht bis auf das Jahr 1884 zurück, als Iwasaki Yataro von der japanischen Regierung die Werft in Nagasaki mietete und später eine eigene Firma mit dem Namen Nagasaki Shipyard and Machinery Works gründete, welche vornehmlich Schiffe, Schiffsantriebe und Maschinen für die industrielle Produktion herstellte. Einige Zeit später wurde diese Firma zuerst zu Mitsubishi Shipbuilding Co., Ltd. und 1934 schließlich in Mitsubishi Heavy Industries umbenannt.¹² In den folgenden Jahren bis zum Beginn des 2. Weltkrieges entwickelte sich Mitsubishi Heavy Industries zu einem der größten *zaibatsu* in Japan. Das Unternehmen produzierte vornehmlich Schiffe, Flugzeuge und Fahrzeuge für den kommerziellen und den militärischen Bereich.

Nach dem zweiten Weltkrieg wurde Mitsubishi Heavy Industries ebenso wie die anderen *zaibatsu* in verschiedene Unternehmen zerschlagen. Aus dem einst riesigen Konzern

¹² MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES, <http://www.mhi.co.jp/company/outline/contents/history.html>, 23.04.2013.

entstanden 1950 drei individuelle Unternehmen, nämlich West Japan Heavy Industries, Central Japan Heavy Industries und East Japan Heavy Industries, die sich 1964 wiederum erneut unter den Namen Mitsubishi Heavy Industries zu einem Unternehmen zusammenschlossen. 1970 spaltete sich die Automobilsparte vom Hauptunternehmen ab und man gründete die bis heute sehr erfolgreiche eigenständige Automobilfirma Mitsubishi Motors Corporation.¹³

4.1.1 Außen- und Innenfinanzierung

Um zu untersuchen, ob Mitsubishi Heavy Industries seine Investitionen durch die intern erwirtschafteten Cashflows finanzieren kann oder ob es Mittel am Kapitalmarkt in Anspruch nehmen muss, greift man auf das Zahlenwerk der veröffentlichten Kapitalflussrechnung des jeweiligen Geschäftsjahres zurück. In der Kapitalflussrechnung werden die Mittelverwendung und deren „Entstehung“ (also ob die Cashflows aus dem operativen Geschäft oder aus Finanzierungstätigkeiten stammen) genau dokumentiert.

In den letzten zehn Jahren konnte Mitsubishi Heavy Industries den Großteil seiner Investitionen durch den intern generierten Cashflow finanzieren. Im Mittel waren dies rund 60 Prozent. Lediglich für 40 Prozent seiner Investitionen musste das Unternehmen Mittel am Kapitalmarkt aufnehmen. Interessant sind jedoch die beiden Jahre nach dem Ausbruch der Finanzkrise. Im Fiskaljahr 2009 nahm Mitsubishi Heavy Industries mehr Geld am Kapitalmarkt auf, als es für seine Investitionen in diesem Jahr benötigte (Investitionen in Höhe von 157 Milliarden Yen standen einer Mittelaufnahme in Höhe von 262 Milliarden Yen gegenüber) (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 63). In den Jahren 2010 und 2011 wiederum konnte Mitsubishi Heavy Industries einen Teil seines Fremdkapitals zurückzahlen. Laut der „Cashflow-Rechnung“ des Geschäftsberichts 2010 zahlte das Unternehmen 241 Milliarden Yen an kurzfristigen Krediten und „Commercial Papers“ zurück und 2011 noch einmal 35 Milliarden Yen an kurzfristigen Krediten (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 63). Weiterhin konnte Mitsubishi Heavy Industries 2010 140 Milliarden Yen an langfristigen Krediten und Anleihen an die Kapitalgeber zurückzahlen und im Jahr 2011 136,2 Milliarden Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 59). Demgegenüber stand im Jahr 2010 eine Neuverschuldung in Höhe von 280 Milliarden Yen in Form neuer langfristiger Kredite und Anleihen, welche am Kapitalmarkt emittiert wurden. Im Jahr 2011 wurden hingegen nur 13,5 Milliarden Yen an neuen Schulden in Form von langfristigen Krediten aufgenommen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 59). Im Durchschnitt

¹³ MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES, <http://www.mhi.co.jp/company/outline/contents/history.html>, 23.04.2013.

finanzierte Mitsubishi Heavy Industries seit dem Jahr 2000 57 Prozent seiner Investitionen über den internen Cashflow und nur 43 Prozent über die Aufnahme von Mitteln am Kapitalmarkt. Damit liegt das Unternehmen leicht über dem Durchschnitt aller untersuchten Firmen. Der Durchschnitt aller Firmen ohne Mitsubishi Heavy Industries liegt bei etwas mehr als 50 Prozent. Das heißt, die untersuchten Unternehmen finanzierten im Untersuchungszeitraum rund 50 Prozent ihrer Investitionen über externe Mittelaufnahme.

Tabelle 1: Investitionen und Mittelherkunft von MHI zwischen 2000 und 2011

in Millionen Yen	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Investition	137.248	180.704	156.593	193.055	158.653	104.065	163.322	95.379	106.150	89.538	76.161	67.560
davon aus Cash Flow	137.248	180.704	0	121.827	109.923	96.091	105.389	50.976	106.150	20.076	0	15.349
davon aus Mittelaufnahme	0	0	262.002	71.228	48.730	7.974	57.933	44.403	0	69.462	131.248	52.211
Anteil Invest / CF	1,00	1,00	0,00	0,63	0,69	0,92	0,65	0,53	1,00	0,22	0,00	0,23
Anteil Invest / Verb	0,00	0,00	1,00	0,37	0,31	0,08	0,35	0,47	0,00	0,78	1,00	0,77

Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 59; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 53; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 58.

In den restlichen Jahren zeigt sich das oben genannte Verhältnis, wobei der größere Teil der Investitionen von Mitsubishi Heavy Industries durch die generierten Cashflows aus dem jeweiligen laufenden Jahr beziehungsweise aus den Reserven der Vorjahre finanziert wurde. Wichtig ist hierbei, dass ein Teil der Nettogewinne nicht als Dividende an die Aktienbesitzer ausgeschüttet, sondern im Unternehmen für weitere Investitionen zurückgehalten wurde.

Im Jahr 2010 waren dies rund 11 Milliarden Yen und Jahr 2011 15 Milliarden Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 59). Allein im Jahr 2001 übersteigt die Neuverschuldung die im gleichen Jahr getätigten Investitionen und im Jahr 2003 wiederum wurde diese erhöhte Neuverschuldung wieder zurückgefahren, indem man weniger neue Schulden aufnahm, als man zurückzahlte. (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2001: 23, MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 26). Wenn man sich die Dividendenentwicklung und die damit verbundene Ausschüttungsquote, also den Gewinn je Aktie im Verhältnis zur Dividende, anschaut, so wird deutlich, dass Mitsubishi Heavy Industries eine recht ausgeglichene Dividendenpolitik betreibt, da die Dividende im Zeitablauf nur wenig schwankt. In den Verlustjahren 2000 und 2001 wurden Dividenden an die Anteilseigner ausgeschüttet. Dieses Vorgehen führte jedoch dazu, dass die Ausschüttungsquote großen Schwankungen unterliegt und Mitsubishi Heavy Industries in gewissen Jahren nicht so viel von seinem Gewinn als Rücklage für neue Investitionen verwenden konnte. Eine Analyse der Dividendenzahlung zeigt, dass sich diese seit der Mitte der 2000er-Jahre im Vergleich zum Ende der 1990er-Jahre stark verringert haben. Wurden in den Jahren zwischen 1997 und 1999 noch 10 Yen pro Aktie ausgeschüttet, so reduzierte sich die Ausschüttung in den Folgejahren

auf durchschnittlich 5 Yen pro Aktie. Die Ausschüttungsrate erhöhte sich hingegen nachhaltig (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2001: 17). Eine Untersuchung der operativen Gewinne und des „Net Income“ (auch Jahresüberschuss oder Gewinn nach Steuern) zeigt, dass in den Jahren von 1996 bis 1998 sehr hohe Gewinne erwirtschaftet wurden, die in dieser Höhe danach nicht mehr erreicht werden konnten. So betrug das operative Ergebnis im Spitzenjahr 1998 198 Milliarden Yen mit einem Nettogewinn von mehr als 120 Milliarden Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2001: 17). In diesem Jahr betrug die Ausschüttungsquote knapp 56 Prozent. In den beiden Jahren zuvor wurden hingegen nur 27 beziehungsweise 29 Prozent vom Unternehmensgewinn an die Aktionäre ausgeschüttet.

Tabelle 2: Dividenden und Nettogewinn je Aktie sowie Ausschüttungsquote von MHI zwischen 1997 und 2011

in Yen bzw. Million Yen	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Dividende pro Aktie	4	4	6	6	6	4	4	6	6	4	4	2.5	10	10	10
Nettogewinn pro Aktie	8.97	4.22	7.22	18.28	14.56	8.85	1.2	6.46	10.14	7.84	-6.03	-40.62	5.36	17.97	36.65
Ausschüttungsquote	0.446	0.948	0.831	0.328	0.412	0.452	3.333	0.929	0.592	0.510	-	-	1.866	0.556	0.273

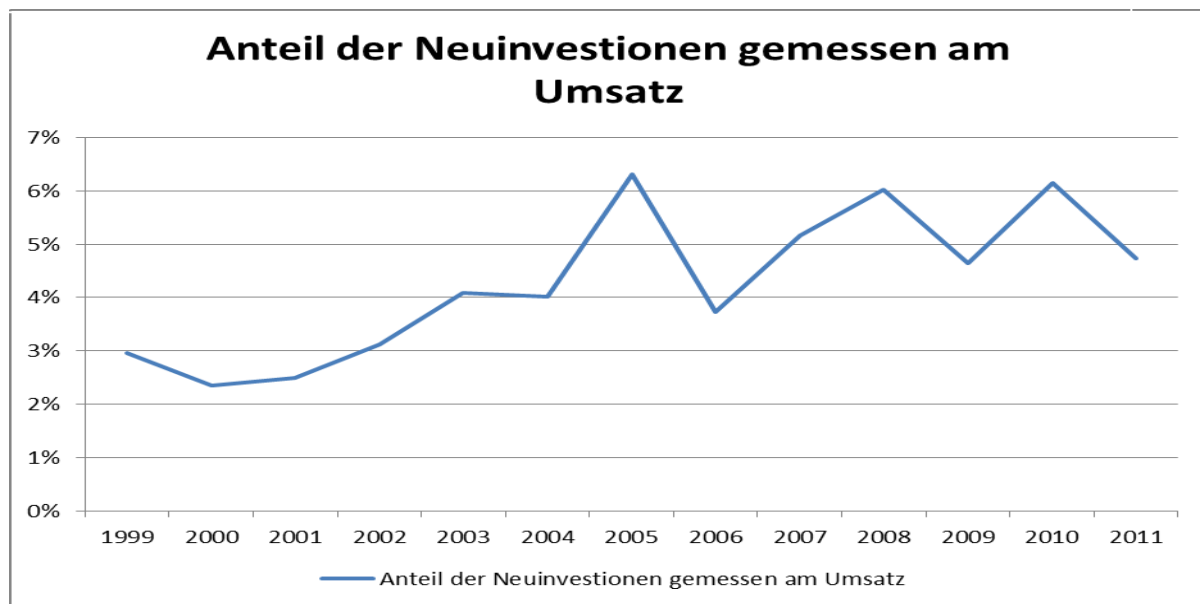
Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 10; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 4; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 5, MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2001: 17.

Das höchste Ergebnis in den Folgejahren wurde erst wieder 2008 mit 136 Milliarden Yen operativ und mit einem Nettogewinn von 61 Milliarden Yen erreicht (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 4). Im Vergleich dazu stieg jedoch die mittlere Ausschüttungsquote in den Jahren von 2002 bis 2011 auf knapp 61 Prozent an (ohne das Ausreißerjahr 2005). Das Management und der Aufsichtsrat hatten sich also eindeutig dazu entschlossen, die Anteilseigner stärker am Unternehmensgewinn zu beteiligen, als dies in der Vergangenheit der Fall gewesen war.

Betrachtet man die jährlichen Neuinvestitionen zwischen den Jahren 1999 und 2011, so ist festzustellen, dass die Investitionen im Durchschnitt in dieser Zeitperiode rund 4 Prozent des erwirtschafteten Umsatzes betrugen. Dabei sind die jeweiligen Anteile über den Zeithorizont relativ konstant (wie man in der untenstehenden Grafik erkennen kann) und schwanken zwischen 2 Prozent (2000) und 6 Prozent (2005, 2008 und 2010).

Mitsubishi Heavy Industries gelingt es also nachhaltig große Teile seiner Investitionen aus dem erwirtschafteten Cashflow zu finanzieren, und es liegt mit einem Anteil von 57 Prozent der aus dem Cashflow erwirtschafteten und finanzierten Investitionen weit über dem Durchschnitt aller untersuchten Unternehmen. Dieser hohe Anteil geht allerdings nicht zulasten der Anteilseigner, da größere Teile des Gewinns ausgeschüttet werden und nicht für künftige Investitionen einbehalten werden. Im Gegenteil, die Ausschüttungsquote wurde in den letzten Jahren erhöht. Auf diesen Punkt wird an anderer Stelle noch genauer eingegangen.

Abbildung 13: MHI-Anteil der Neuinvestitionen gemessen am Umsatz



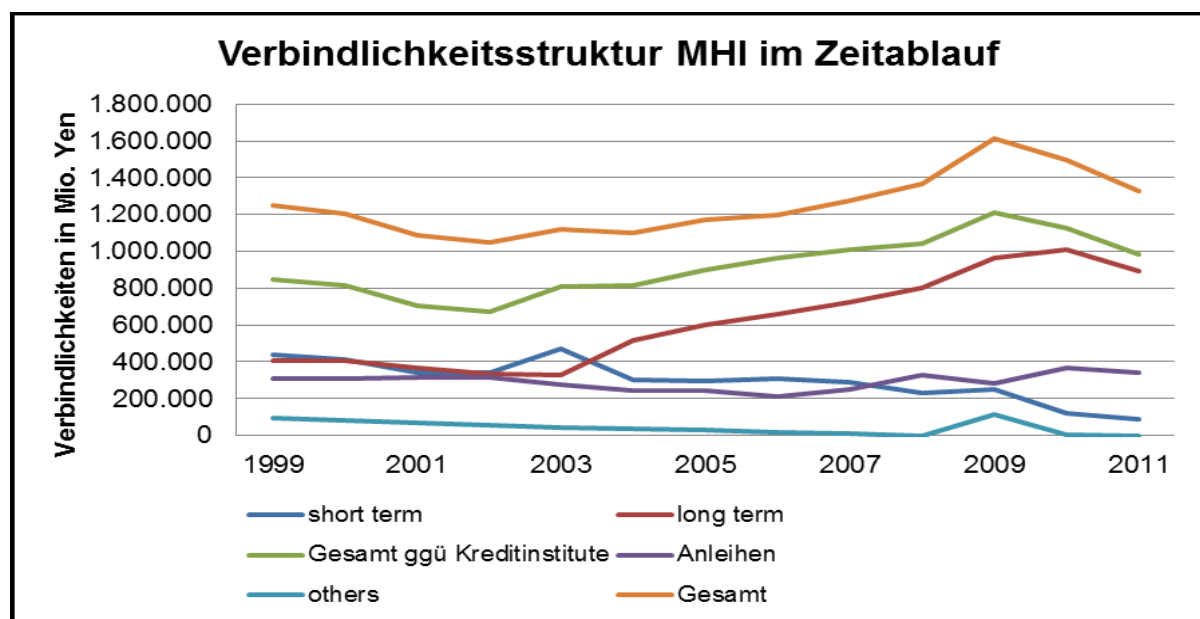
Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

4.1.2 Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen

Eine Analyse der einzelnen Jahresabschlüsse von Mitsubishi Heavy Industries zeigt, dass das Unternehmen durchgehend sehr ausführliche Informationen über die Verbindlichkeiten und deren Zusammensetzung in seinen Jahresabschlüssen veröffentlicht. Hier lässt sich auch kein Quantitäts- oder Qualitätsunterschied in den einzelnen Jahren der Untersuchung ausmachen. In den Anhangsangaben zu den einzelnen Bilanzpositionen werden die Laufzeiten sowie die Verzinsung je nach Art der Verbindlichkeit publiziert. Aus diesem Grund ist es möglich, die Finanzierungstätigkeit des Unternehmens aus dem veröffentlichten Datenmaterial herauszuarbeiten und darzulegen. Eine tiefergehende Analyse der angewendeten Mittel der Außenfinanzierung ergibt, dass Mitsubishi Heavy Industries im Fiskaljahr 2011 zu 74 Prozent über Kredite von Banken finanziert wurde (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55, 59, 69). Von diesen waren wiederum 91,3 Prozent des Nominalvolumens langfristig finanziert, also über Kredite, deren Laufzeit mehr als ein Jahr betrug (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55). Nicht in dieser Betrachtung miteinbezogen wurden Verbindlichkeiten gegenüber Zulieferern, also Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, welche in der Bilanz ebenfalls unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten ausgewiesen werden, da diese aus dem eigentlichen Produktionsprozess entstehen und meistens innerhalb einer kurzen Zeitspanne wieder beglichen und nicht für die Finanzierung von Investitionen verwendet werden. Als weiteres Unterscheidungsmerkmal für einen

herkömmlichen kurzfristigen Bankenkredit und einen Lieferantenkredit ist die Zahlung von Zinsen zu nennen. Auf einen „herkömmlichen“ Kredit einer Bank zur Finanzierung zahlt das jeweilige Unternehmen Zinsen auf die entlehnte Summe und am Ende der Laufzeit beziehungsweise während der Laufzeit werden Anteile der Leihsumme getilgt. Bei den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen ist dies nicht der Fall. Hier werden zwar Zinsen fällig, wenn man den Betrag nicht innerhalb einer kurzen Zeitspanne zurückzahlt, aber dies kann eher als „Strafzahlung“ angesehen werden, die mit der reinen Finanzierungstätigkeit in keinem Zusammenhang steht.

Abbildung 14: Verbindlichkeitsstruktur MHI im Zeitablauf

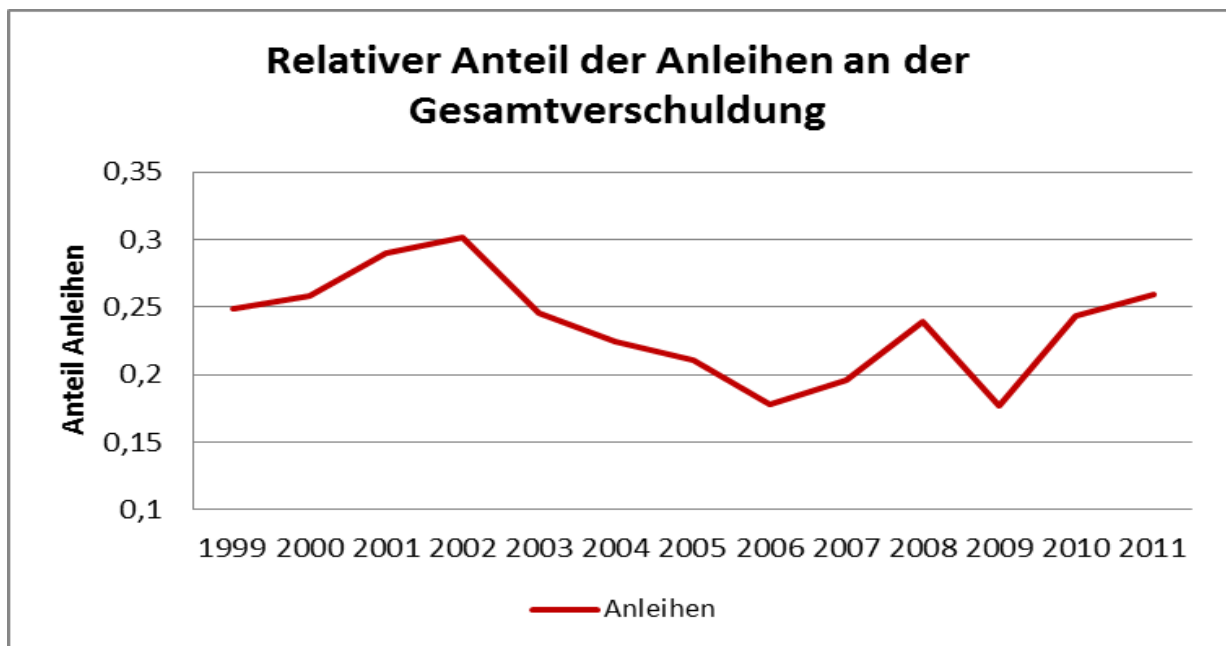


Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21

Insgesamt betrugen die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten zum 31.03.2011 981 Milliarden Yen. Diese Kredite hatten zum Teil Laufzeiten bis zum Jahr 2023 und Mitsubishi Heavy Industries zahlt im Schnitt 1,7 Prozent Zinsen p. a. auf diese Kredite. Die restlichen 26 Prozent, also rund 340 Milliarden Yen, wurden über Anleihen mit Laufzeiten bis zum Jahr 2019 finanziert (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 69). Im Zeitablauf kann man sehr gut erkennen, dass die Gesamtverschuldung des Unternehmens in den letzten zehn Jahren zugenommen hat. Sie stieg von rund 1,2 Billionen Yen im Jahr 1999 auf 1,6 Billionen Yen im Jahr 2009, die prozentuale Steigerung in diesem Zeitraum beträgt 33 Prozent. In den beiden letzten Jahren wurden die Schulden jedoch sukzessive zurückgefahren und von ihrem Höchststand um rund 19 Prozent auf 1,3 Billionen Yen im Jahr 2011 reduziert. Interessant ist

dabei, dass das Volumen der Mittelaufnahme über Anleihen im Betrachtungszeitraum relativ konstant blieb, zwischenzeitlich sogar leicht zurückging, um in den letzten Jahren wieder leicht anzusteigen. Im Verhältnis zur Gesamtverschuldung sank der relative Anteil Mitte der 2000er-Jahre sogar sehr deutlich. 1999 lag der Anteil noch bei 25 Prozent, stieg anschließend bis auf 30 Prozent im Jahr 2003 an, um im Jahr 2006 schließlich auf 18 Prozent im zu fallen. In den letzten Jahren wiederum wurden wieder vermehrt Anleihen emittiert, sodass der Anteil wieder auf die oben erwähnten 24 Prozent stieg. Die meisten Anleihen (Stand 31.03.2011) laufen dabei auf einem Nominalvolumen von 50 Milliarden Yen, die größte Anleihe hat ein Volumen von 60 Milliarden Yen und läuft im Jahr 2017 aus. Die längste Laufzeit hat dabei eine Anleihe über 50 Milliarden Yen, die im Jahr 2019 ausläuft (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 69). Erwähnenswert ist hierbei, dass die meisten Anleihen im Jahr 2007 abgeschlossen wurden. Insgesamt wurden in diesem Jahr Anleihen mit einem Volumen von 130 Milliarden auf dem Markt platziert, wobei die durchschnittliche Verzinsung (gewichtetes Mittel) bei 1,76 Prozent lag (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 59).

Abbildung 15: Relativer Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung



Quelle: eigene Darstellung nach von MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

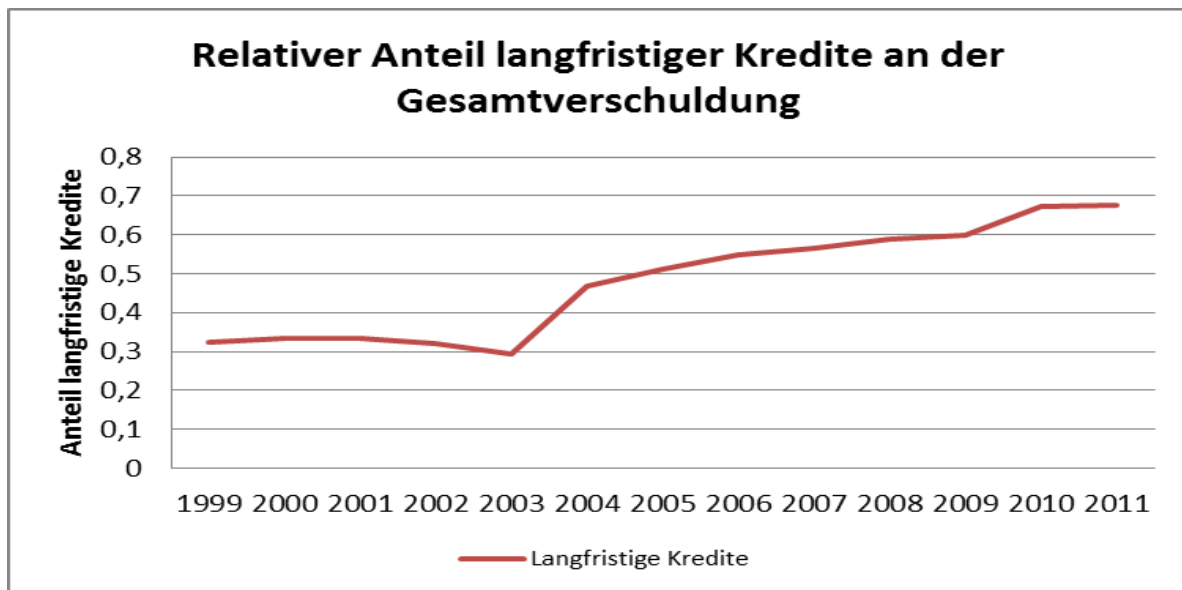
An zweiter Stelle steht dabei das Jahr 2009, als Mitsubishi Heavy Industries Anleihen mit einem Gesamtvolumen von 100 Milliarden Yen und einer durchschnittlichen Verzinsung von 1,08 Prozent platzierte (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 53).

Einen interessanten Sprung kann man auch in den Jahren von 2008 bis 2010 beobachten. Im Jahresabschluss 2009 war der Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung wieder unter

20 Prozent gesunken (17,6 Prozent) von 23,9 Prozent im Jahr zuvor, obwohl man in diesem Jahr wieder neue Anleihen am Markt platziert hatte (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 53). Die Erklärung hierfür lässt sich in der stark zunehmenden Verschuldung in diesem Zeitraum finden. Sie stieg von 1,3 Billionen Yen im Jahr 2008 auf 1,6 Billionen Yen im Jahr 2009. Für die zu tätigen Investitionen wurden in diesem Zeitraum jedoch langfristige Kredite bei den Banken aufgenommen.

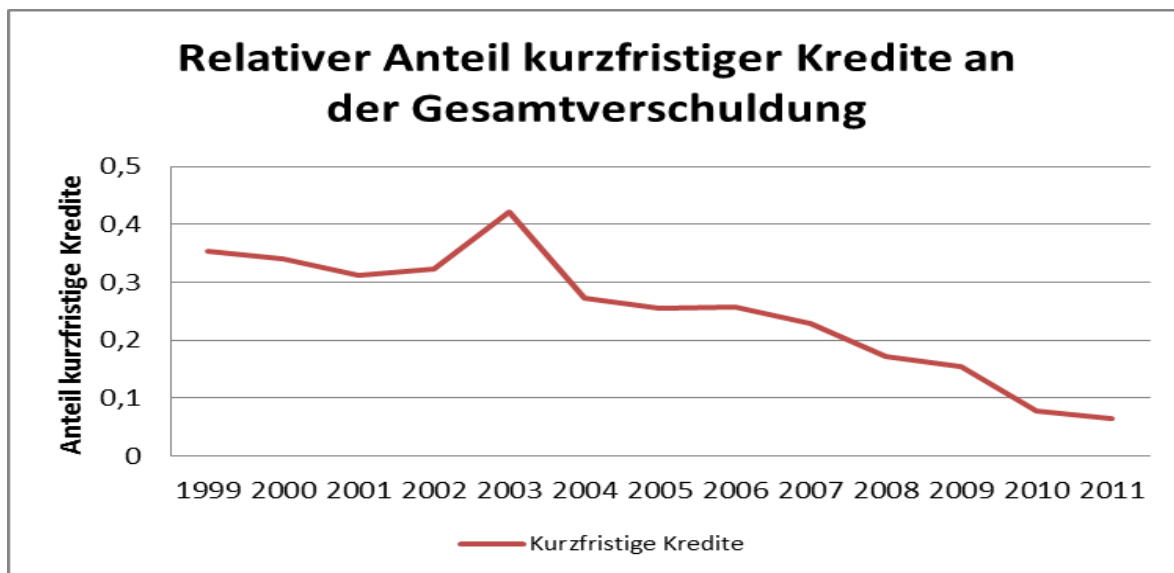
Eine Analyse der historischen Entwicklung des Anteils der langfristigen Kredite im Verhältnis zur Gesamtverschuldung zeigt, dass der Anteil der langfristigen Kredite in den Jahren seit 1999 kontinuierlich anstieg. Unter „langfristigen Krediten“ versteht man dabei Kredite, die eine Laufzeit von über einem Jahr haben. Bewegte sich der Anteil am Ende der 1990er- und zu Beginn der 2000er-Jahre noch um die 30 Prozent, so stieg dieser Anteil seit Mitte der 2000er-Jahre rasant an und erreichte im Jahr 2011 den bisher einmaligen Spitzenwert von 67 Prozent. Von der Gesamtsumme laufen mehr als 60 Prozent im Jahr 2015 und später aus. Die Zinsen für alle langfristigen Kredite betragen zum 31.03.2011 im gewichteten Mittel 1,7 Prozent jährlich und notieren in der Verzinsung leicht höher als die Anleihen, die im gewichteten Mittel mit 1,35 Prozent verzinst werden, allerdings mit einem deutlich niedrigeren Volumen (siehe oben). (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 69). Der Anteil an kurzfristigen Krediten hingegen nahm über die letzten 12 Jahre kontinuierlich ab. Er sank von rund 35 Prozent im Jahr 1999 auf 6,4 Prozent im Jahr 2011. 2003 stieg der Anteil kurzfristig wieder auf 42 Prozent. Tatsächlich stieg in diesem Jahr nicht nur der Anteil an der Gesamtverschuldung stark an. Auch das tatsächliche Volumen an kurzfristigen Krediten wuchs um 39 Prozent von 339 Milliarden auf 474 Milliarden Yen an. 2004 sank es allerdings wieder auf 300 Milliarden Yen und wurde in den nachfolgenden Jahren immer weiter reduziert. 2011 betrug das Volumen an kurzfristigen Krediten nur noch 85 Milliarden Yen. Ein Jahr zuvor war das Volumen noch um 32 Milliarden Yen höher gewesen und lag bei rund 117 Milliarden Yen. Mitsubishi Heavy Industries konnte in diesem einen Jahr also seine kurzfristigen Verbindlichkeiten um 27 Prozent reduzieren. Die durchschnittliche Verzinsung der restlichen Kredite beläuft sich dabei auf 1,2 Prozent und ist somit ebenfalls niedriger als die Verzinsung der langfristigen Kredite und Anleihen.

Abbildung 16: Relativer Anteil langfristiger Kredite an der Gesamtverschuldung MHI



Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

Abbildung 17: Relativer Anteil kurzfristiger Kredite an der Gesamtverschuldung MHI



Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

Anhand der obigen Analyse erkennt man deutlich, dass Mitsubishi Heavy Industries sehr stark auf die Finanzierung durch langfristige Kredite zurückgreift, jedoch auch den Kapitalmarkt und seine verschiedenen Instrumente zur Aufnahme zusätzlicher Mittel

verwendet. Ende der 1990er-Jahre finanzierte sich das Unternehmen zu jeweils einem Drittel über die Aufnahme von langfristigen Krediten, Anleihen und über die Aufnahme von Krediten mit einer Laufzeit unter einem Jahr. In den Folgejahren wurde dieses Verhältnis jedoch nachhaltig verändert und die Finanzierung über Kredite mit einer Laufzeit von einem Jahr und kürzer durch die Finanzierung über langfristig abgeschlossene Kredite ersetzt. Daneben nutzt man den Anleihenmarkt, um sich zusätzliche Mittel zur Finanzierung zu beschaffen.

4.1.3 Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern

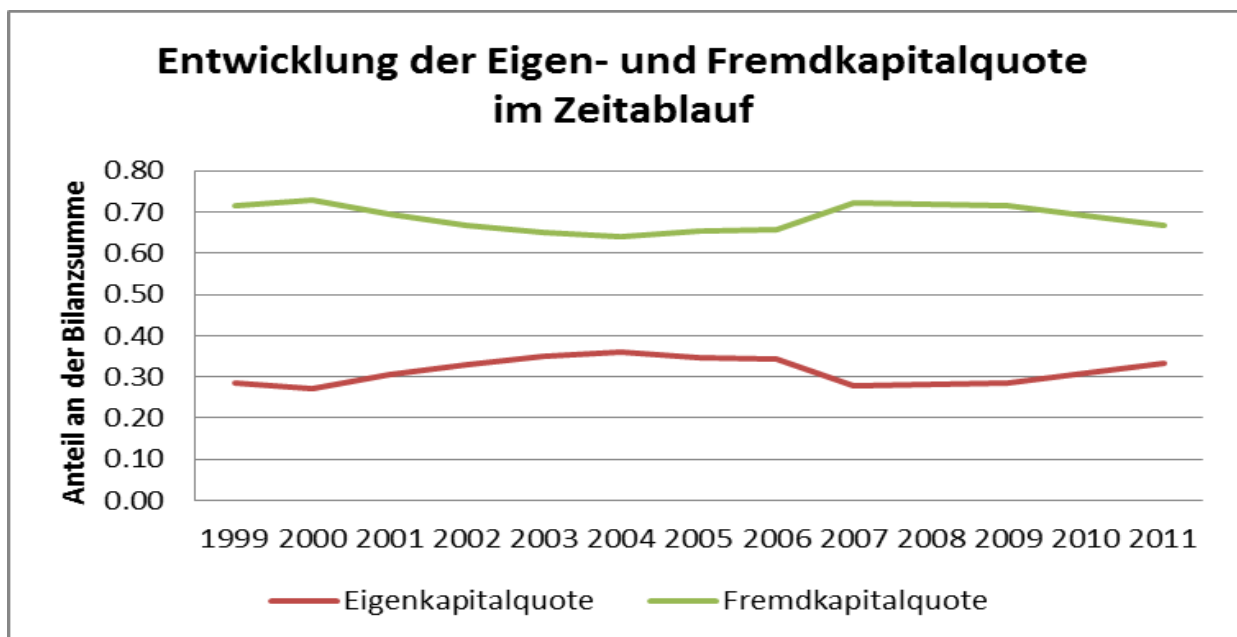
Im folgenden Abschnitt werden die Daten hinsichtlich der Entwicklung der Eigenkapital- und Fremdkapitalquote im Zeitablauf ausgewertet. Außerdem wird der „Leverage“ beziehungsweise der Verschuldungsgrad, also das Verhältnis zwischen Fremdkapital und Eigenkapital, im Zeitablauf analysiert. Zusätzlich wird die Entwicklung bestimmter Kennziffern wie des „Return on Equity“ (ROE) sowie der Dividendenentwicklung und der damit verbundenen Ausschüttungsquote sowie des Nettogewinns pro Aktie im Zeitablauf seit dem Jahr 1996 aufgezeigt.

Zunächst wird in diesem Abschnitt die Eigen- und Fremdkapitalquote analysiert. Hierbei werden das Eigen- und das Fremdkapital in ein Verhältnis zur Bilanzsumme gesetzt, wobei sich beide Kennziffern spiegelbildlich im Zeitablauf entwickeln. Die beiden Kennziffern sind wichtig, um einen Eindruck vom Verschuldungsgrad des Unternehmens zu gewinnen. Die Frage ist hierbei, ob das Unternehmen im Zeitablauf mehr oder weniger Fremdkapital aufnimmt. Eine Faustregel besagt, dass der Verschuldungsgrad (Leverage) eines Unternehmens nicht höher als 2:1 sein sollte, da die Zinsen den Gewinn schmälern und der Schuldendienst irgendwann nicht mehr bedient werden kann. Der Haftungsausschuss sorgt dann dafür, dass mit dem verbliebenen Eigenkapital die Schulden im Insolvenzfall nicht mehr getilgt werden können. Das Fremdkapital sollte also im Idealfall nicht mehr als doppelt so hoch sein wie das Eigenkapital. Auf der anderen Seite erhöht ein höherer Verschuldungsgrad die Eigenkapitalrendite. Durch die Aufnahmen von höheren Schulden wird das Verhältnis von Eigenkapital zu Unternehmensgewinn kleiner und somit die Eigenkapitalrendite (ROE) höher. Eine weitere wichtige Kennzahl in diesem Zusammenhang ist die sogenannte „Verschuldungsdauer“ beziehungsweise der „dynamische Verschuldungsgrad“. Hierbei setzt man das Fremdkapital in ein Verhältnis zum Cashflow und die Kennzahl zeigt an, wie lange es mit dem aktuell erwirtschafteten operativen Cashflow braucht, bis die Schulden komplett zurückgezahlt sind. Mitsubishi Heavy Industries veröffentlicht in seinem Zahlenwerk nur Teile der genannten Kennziffern und dies nicht über den gesamten Zeitraum der

Untersuchung hinweg. So wird die Eigenkapitalquote explizit erst seit dem Jahr 2008 ausgewiesen. Für die Jahre zuvor muss man diese Zahl aus den veröffentlichten Informationen rechnerisch ermitteln. Die Fremdkapitalquote lässt sich natürlich anschließend sehr einfach ermitteln. Das Gleiche gilt für den ROE. Dieser wird ebenfalls erst seit dem Jahr 2008 veröffentlicht. Der Leverage wiederum wird im gesamten Untersuchungszeitraum in den Geschäftsberichten überhaupt nicht veröffentlicht und musste im Rahmen dieser Arbeit rechnerisch für den gesamten Zeitraum ermittelt werden.

Bei Mitsubishi Heavy Industries sieht man, dass die Eigenkapitalquote in den letzten 12 Jahren kontinuierlich zwischen 30 und 35 Prozent pendelte und die Fremdkapitalquote damit zwischen 65 und 70 Prozent lag. In der Mitte der 2000er-Jahre konnte man eine höhere Eigenkapitalquote erreichen. In den Jahren zwischen 2002 und 2006 lag sie bei durchschnittlich 35 Prozent (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 15) und sank dann in der Folgezeit bis auf 28 Prozent, um im Jahr 2010 wieder 31 Prozent zu erreichen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 12).

Abbildung 18: Entwicklung der Eigen- und Fremdkapitalquote im Zeitablauf MHI

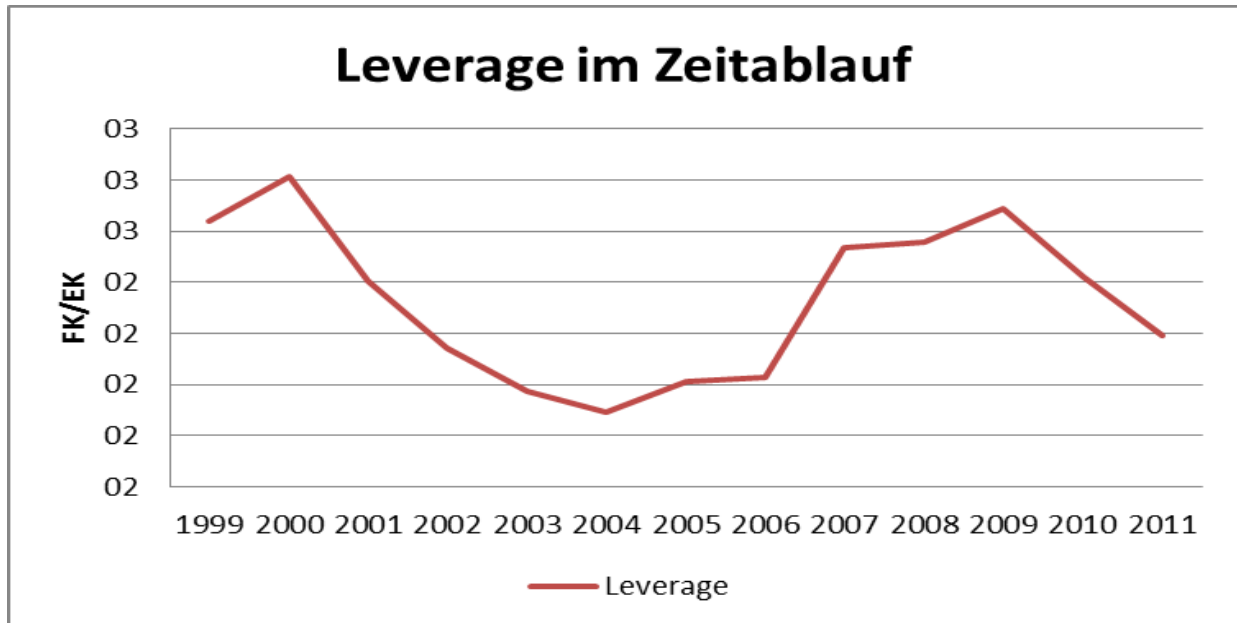


Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

Der Leverage, also das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, pendelte in diesem Zeitraum zwischen 2,7 im Jahr 2000 und 1,8 im Jahr 2004, wie man an der unten stehenden

Grafik erkennen kann. Er lag bei Mitsubishi Heavy Industries im Untersuchungszeitraum im Durchschnitt bei 2,2 und wich damit nur leicht von der empfohlenen Faustregel von 2:1 ab.

Abbildung 19: Leverage von MHI im Zeitablauf

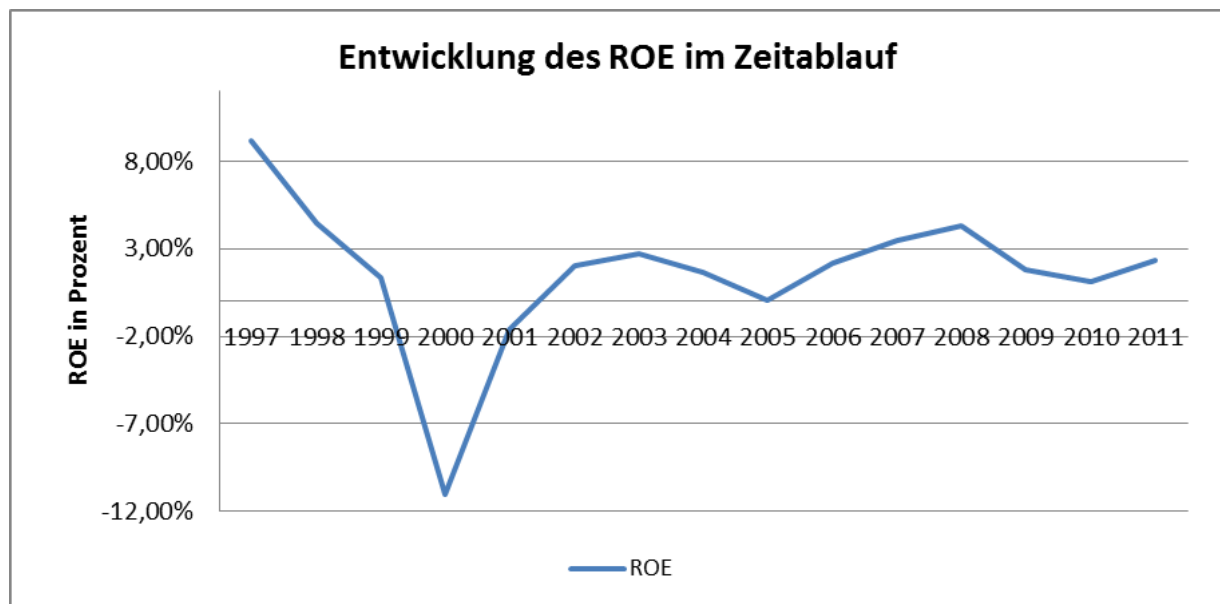


Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 54–55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 50–51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 36–37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 22–23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 20–21.

Diese Entwicklung ist wichtig für die Interpretation der nächsten Kennziffer, dem ROE (Return on Equity). Hierbei wird der „Nettogewinn“, also der Jahresüberschuss vor Steuern, dem Eigenkapital gegenübergestellt. Diese Kennzahl zeigt dem Anleger an, mit welchem Zinssatz sein eingesetztes Kapital verzinst wird. Die Formel dabei lautet: $\text{Net Income} / (\text{net assets} - \text{share subscription rights} - \text{minority interest})$.

Je höher diese Kennziffer ist, desto höher ist die entsprechende Verzinsung des Eigenkapitals. Über die Eigenkapitalquote eines Unternehmens lässt sich diese Kennziffer steuern. Bei einem gleichbleibenden Gewinn wird der ROE bei steigendem Eigenkapital sinken und entsprechend bei einer sinkenden Eigenkapitalquote steigen. Also würde ein Anleger im Verhältnis davon profitieren, wenn das Unternehmen im Zeitablauf das Eigenkapital bei einem gleichbleibenden Gewinn verringert. Mitsubishi Heavy Industries veröffentlicht erst seit dem Jahr 2008 in seinen Geschäftsberichten einen ROE, für die Jahre davor muss man diesen aus der Höhe des veröffentlichten Eigenkapitals und dem Net Income wie in der oben beschriebenen Formel berechnen. Die Zahlenreihe basiert sowohl aus errechneten Zahlen als auch aus veröffentlichten.

Abbildung 20: Entwicklung des ROE im Zeitablauf MHI



Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

Der rechnerisch ermittelte ROE von Mitsubishi Heavy Industries sank seit 1996 kontinuierlich von über 8 Prozent (1997: 9,27 Prozent) auf rund 1 Prozent im Jahr 1999. 2000 und 2001 wurde sogar ein negativer ROE erwirtschaftet. In diesen beiden Jahren war der Jahresüberschuss also negativ und führte somit zu einem negativen Return on Equity. In den Folgejahren stieg der Jahresüberschuss wieder an und der ROE pendelte sich schließlich zwischen

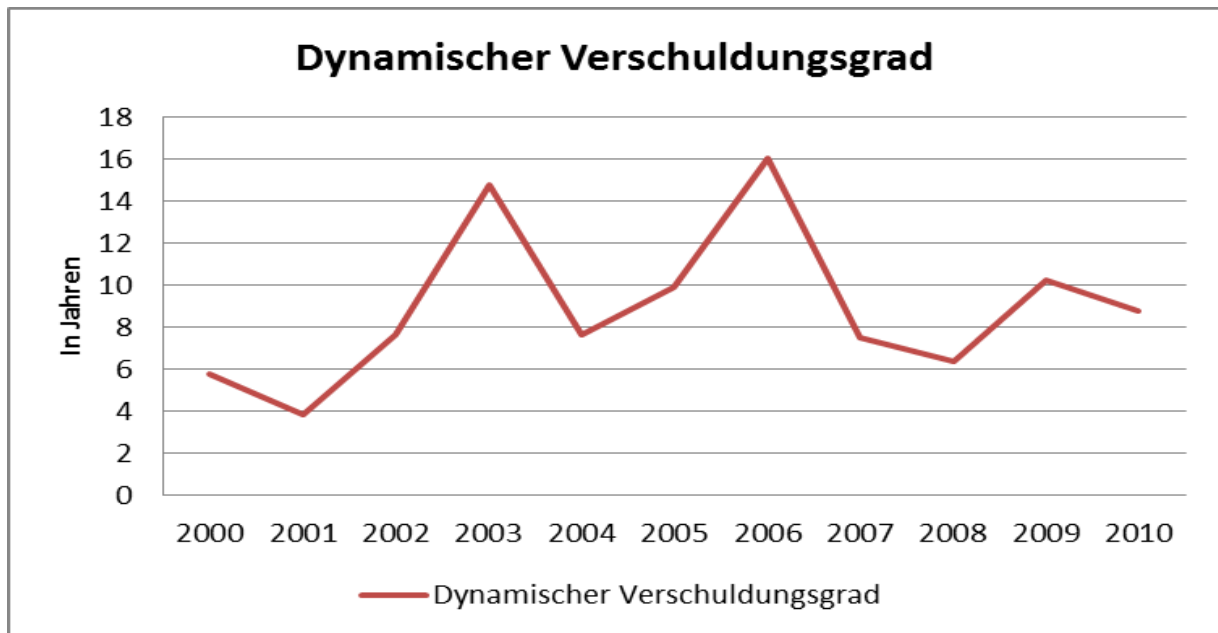
Abbildung 21: Dynamischer Verschuldungsgrad MHI

annähernd erreicht werden. Im Durchschnitt lag die Rendite auf dem Eigenkapital zwischen 1997 und 2011 bei 1,6 Prozent, wobei die hohe negative Rendite im Jahr 2000 die Zahlen verzerrt. Ohne diesen Ausreißer hätte das Unternehmen im gleichen Zeitraum eine Rendite von 2,5 Prozent erzielt. Die Durchschnittsrendite der untersuchten Unternehmen im gleichen Zeitraum liegt bei 2,7 Prozent, Mitsubishi Heavy Industries „performte“ also leicht unter dem Durchschnitt. Nimmt man allerdings im Gesamtdurchschnitt das schwache Jahr 2000 aus der Betrachtung heraus (alle bis auf ein Unternehmen hatten im Jahr 2000 eine sehr hohe negative Eigenkapitalrendite), so steigt der ROE für die untersuchten Firmen auf 3,9 Prozent und die Eigenkapitalrendite von Mitsubishi Heavy Industries verschlechtert sich dadurch deutlich.

Der dynamische Verschuldungsgrad (am operativen Cashflow gemessen) wurde ebenfalls rechnerisch ermittelt, da auch hierfür Mitsubishi Heavy Industries keine eigene Kennziffer im gesamten Untersuchungszeitraum veröffentlicht. Diese Kennzahl entwickelte sich dabei in den letzten Jahren sehr schwankend und war in Einzeljahren extrem hoch. Im Jahr 2006 hätte

man mit dem in diesem Jahr erwirtschafteten operativen Cashflow ca. 16 Jahre benötigt, um die Verbindlichkeiten aus Krediten und Anleihen zu tilgen.

Abbildung 21: Dynamischer Verschuldungsgrad MHI



Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 54–56; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 50–53; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 36–38; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 22–25; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 20–23.

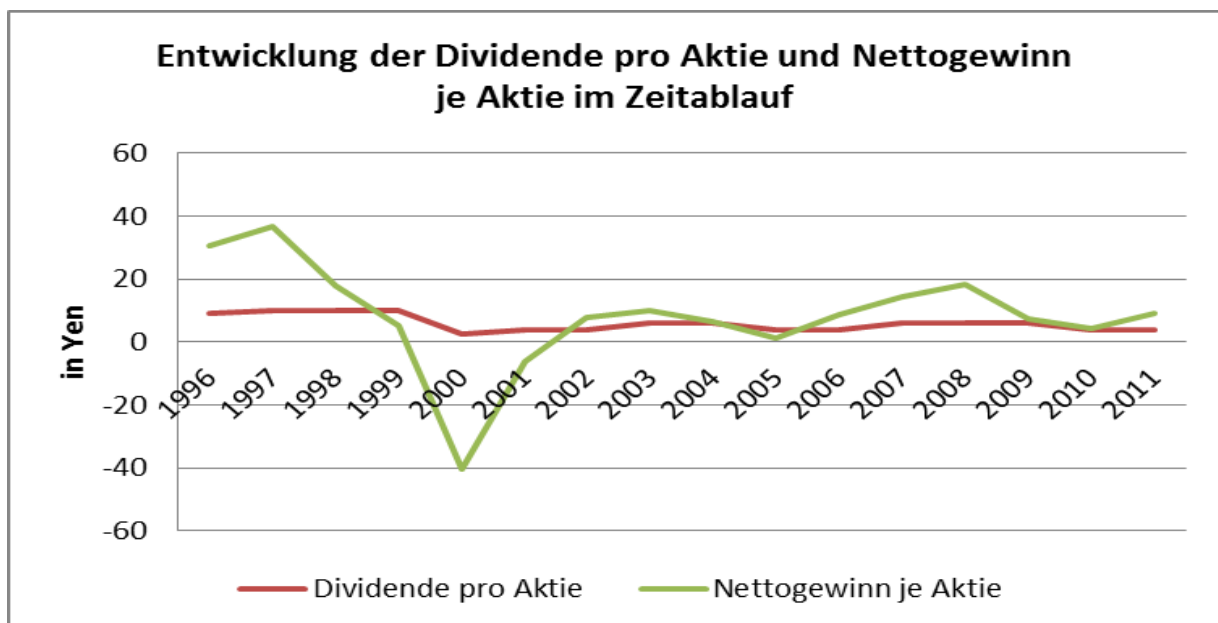
Ebenso erreichte der dynamische Verschuldungsgrad im Jahr 2003 mit 15 Jahren einen extrem hohen Wert. Über die letzten zehn Jahre betrug der Wert im Durchschnitt jedoch neun Jahre. Mitsubishi Heavy Industries würde also im Schnitt neun Jahre benötigen, um alle seine Verbindlichkeiten zu tilgen, unter der Prämisse, dass es keine neuen Schulden aufnimmt und seinen gesamten erwirtschafteten operativen Netto-Cashflow für die Tilgung der Schulden verwendet. Interessant in diesem Zusammenhang ist auch die Frage, wie die internationalen Ratingagenturen die Entwicklung des Eigenkapitals und die Verschuldung über den Zeitablauf einschätzen. Wurde die Bonität am 04.01.1998 noch mit der höchsten Stufe AAA eingestuft, so sank das Vertrauen der Ratingagenturen gegenüber Mitsubishi Heavy Industries in den letzten Jahren kontinuierlich. Aktuell wird die Bonität von einigen Ratingagenturen mit A+ eingeschätzt. Standard and Poors schätzt die Bonität der langfristigen Kredite jedoch nur mit BBB+ ein.¹⁴ Die Erhöhung der Fremdkapitalquote, des Leverage und des dynamischen Verschuldungsgrades wird also von den internationalen Ratingagenturen als kritisch angesehen, wenn auch nicht als existenzbedrohend.

¹⁴ Mitsubishi Heavy Industries, <http://www.mhi.co.jp/en/finance/stock/rating/>, 12.10.2013.

Im nächsten Schritt wird die bereits kurz angesprochene Dividendenentwicklung von Mitsubishi Heavy Industries im Zeitablauf näher betrachtet. Eng verbunden mit der Dividendenentwicklung sind zwei weitere Kennziffern, der Gewinn je Aktie und die Ausschüttungsquote, der Anteil vom Gewinn je Aktie, der tatsächlich an die Shareholder in Form einer Dividende ausgeschüttet wird. Weiter oben wird bereits auf die Dividendenausschüttung im Rahmen der Finanzierungstätigkeit des Unternehmens eingegangen. Im Folgenden wird untersucht, ob das Unternehmen im Zeitablauf einen gleichmäßigen Anteil seines Gewinns an die Anteilseigner ausschüttet oder aber eine Politik betreibt, laut der eine konstante Dividende an die Aktieninhaber ausgezahlt wird.

In der Abbildung 22 erkennt man deutlich, dass Mitsubishi Heavy Industries versucht, seinen Anteilseignern im Zeitablauf eine eher konstante Dividende auszuzahlen und diese – in absoluter Höhe gemessen – in Abhängigkeit vom jeweiligen Jahresgewinn nicht zu stark schwanken zu lassen.

Abbildung 22: Entwicklung der Dividende pro Aktie und Nettogewinn je Aktie MHI

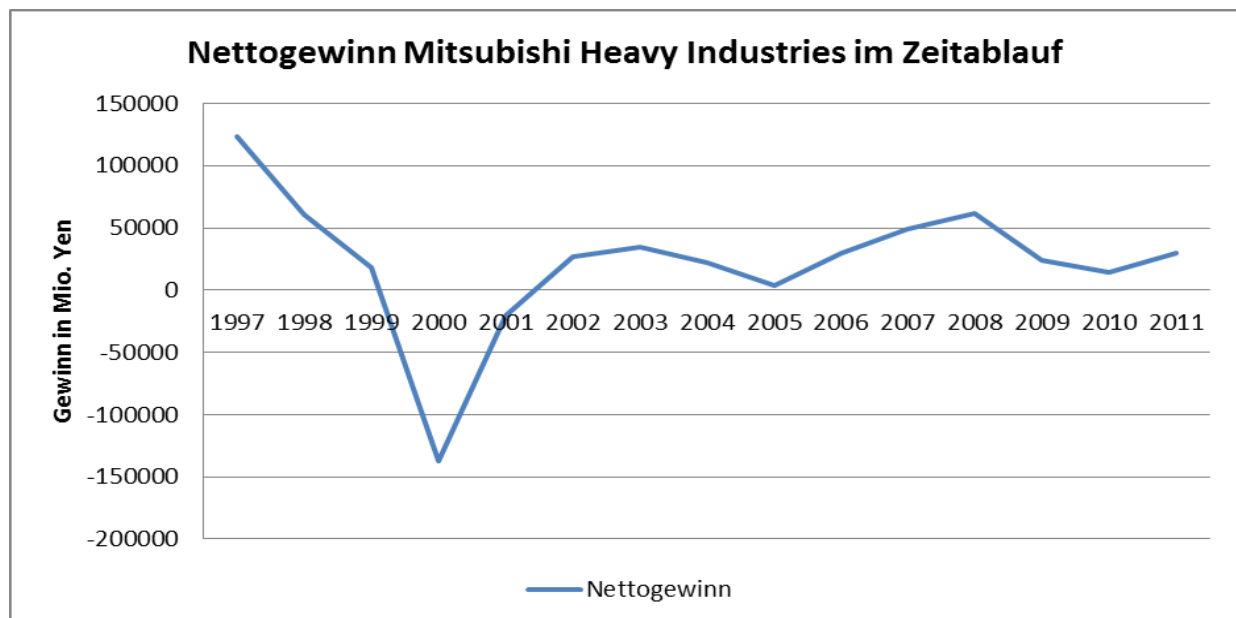


Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 12; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 4; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 29; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 19; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 17.

Dabei liegt die Dividende seit 2001 immer zwischen 4 und 6 Yen pro Aktie (der Mittelwert beträgt exakt 5 Yen pro Aktie). Nur Mitte und gegen Ende der 1990er-Jahre schüttete das Unternehmen eine deutlich höhere Dividende aus. Zwischen 1996 und 1999 betrug die Dividende 9 beziehungsweise 10 Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2001: 17). In diesen Jahren lag jedoch auch der Nettogewinn deutlich über dem Gewinn, den das Unternehmen in den letzten zehn Jahren erwirtschaften konnte. Bemerkenswert ist, dass auch in den Verlustjahren 2000 und 2001 eine Dividende an die Shareholder ausgeschüttet wurde.

Dabei betrug der Verlust im Krisenjahr 2000 rund 40 Yen pro Aktie (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2001: 17). Um das zu erreichen, musste das Unternehmen Gewinnreserven auflösen, die anschließend nicht für neue Investitionen zur Verfügung standen und eventuell über eine Mittelaufnahme finanziert wurden. Tatsächlich wurde jedoch, wie weiter oben beschrieben, zwischen 2000 und 2001 der Schuldenstand zusätzlich um rund 115 Milliarden Yen zurückgefahren. Im gleichen Zeitraum wurden Dividenden in Höhe von 26,4 Milliarden Yen ausgeschüttet. Eine Frage, die man sich in diesem Zusammenhang stellen kann, ist, ob das Unternehmen in den 1990er-Jahren wirklich so erfolgreich war (in absoluten Zahlen gesehen und pro Aktie gerechnet) oder ob die Zahl der ausgegebenen Aktien in diesen Jahren einfach geringer war. Leider liegen für diesen Zeitraum keine Aktienzahlen des Unternehmens vor. Das entsprechende Zahlenmaterial wird erst seit dem Jahr 2000 veröffentlicht und seit diesem Zeitpunkt liegt die Anzahl an ausgegebenen Aktien konstant bei 3,37 Milliarden Stück. Zwischen den Jahren 2000 und 2002 erfolgte nur eine kleine Erhöhung um 632 311 Stück. Zeichnet man die Entwicklung des Nettogewinns über die letzten 16 Jahre nach, so erkennt man die bereits mehrfach angesprochene Tatsache, dass das Unternehmen Mitte und gegen Ende der 1990er-Jahre einen deutlich höheren Nettogewinn erwirtschaften konnte, als dies in den Jahren zuvor der Fall gewesen war.

Abbildung 23: Nettogewinn MHI im Zeitablauf

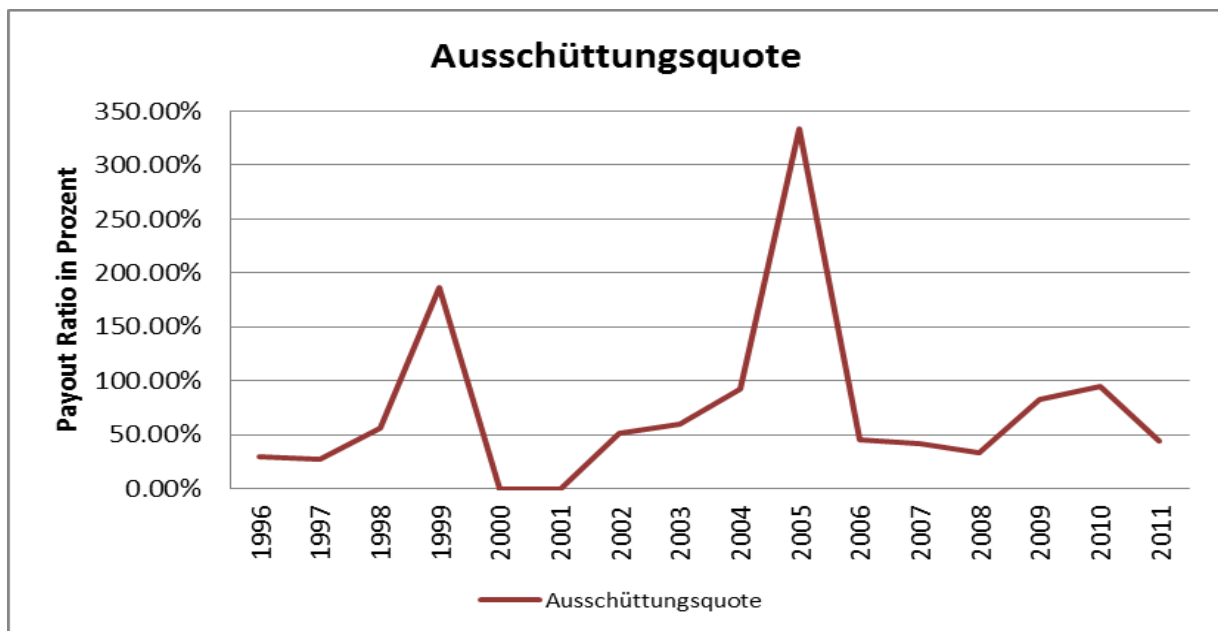


Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 12; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 4; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 29; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 19; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 17.

So betrug der Nettogewinn im Jahr 1996 noch rund 104 Milliarden Yen und stieg im Jahr 1997 sogar auf 124 Milliarden Yen an (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 17). In den folgenden Jahren jedoch sank der Gewinn kontinuierlich und stieg erst wieder in den letzten Jahren an, konnte jedoch nicht mehr die Spitzenwerte von einst erreichen.

Eine nähere Analyse der Ausschüttungsquote, zeigt, dass man in bestimmten Jahren, wie zum Beispiel 1999 und 2005 (genauso in den Verlustjahren 2000 und 2001), eher auf die Reserven des Unternehmens zurückgriff, um den Anteilseignern eine Dividende ausschütten zu können, als dass man keine Dividende zahlte. Dabei wurde auch diese Kennziffer für den gesamten Untersuchungszeitraum rechnerisch ermittelt, da diese Angaben ebenfalls in den Geschäftsberichten nicht direkt veröffentlicht werden, sondern nur indirekt über die beiden oben genannten Kennziffern. Auch an dieser Stelle macht es das Unternehmen dem geneigten Bilanzleser schwerer, die „Performance“ aus dem veröffentlichten Datenmaterial direkt herauszulesen. In den Jahren 2000 und 2001 wurde die Ausschüttungsquote dabei mit null Prozent festgelegt beziehungsweise ist in der eigentlichen Auswertung als fehlende Datenpunkte zu behandeln (siehe Abbildung 24), da in diesen Jahren ein Nettoverlust erwirtschaftet wurde und dennoch eine Dividende ausgeschüttet wurde und dies die Durchschnittsbildung entsprechend verzerren würde.

Abbildung 24: Ausschüttungsquote MHI 1996–2011

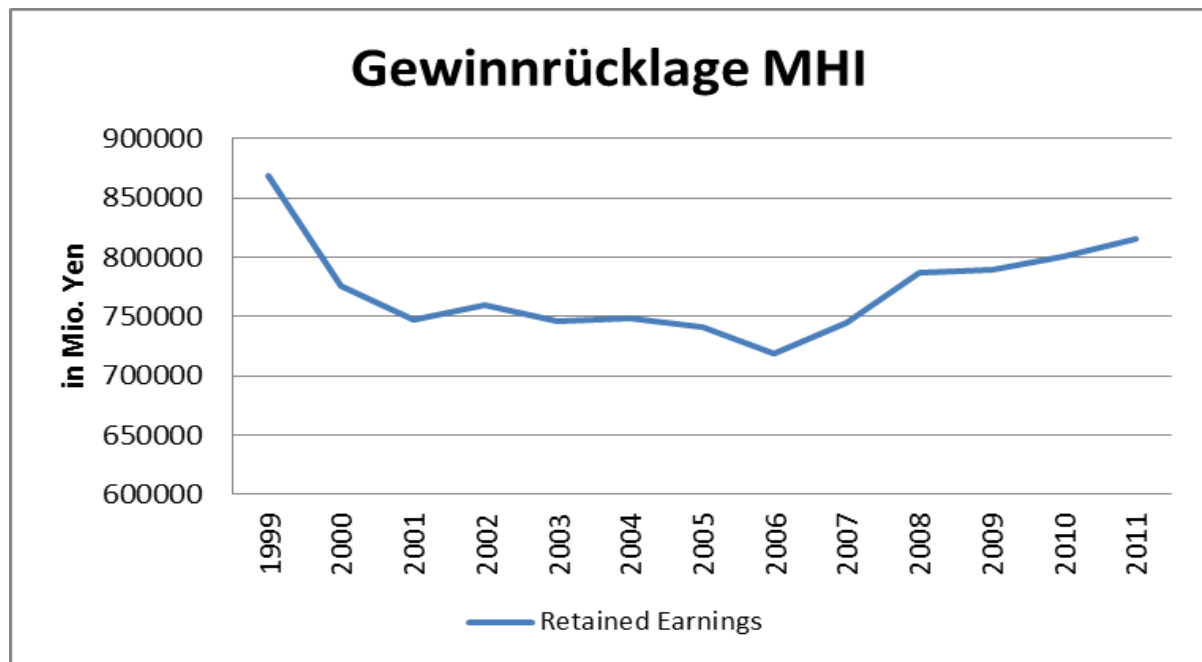


Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 12; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 4; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 29; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 19; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 17.

Die durchschnittliche Ausschüttungsquote über die letzten 15 Jahre lag bei 88,3 Prozent, wenn man auch die Jahre mit den Verlusten in die Analyse einbeziehen würde. Ohne diese

Jahre reduziert sich dieser Anteil auf 55,67 Prozent. Mitsubishi Heavy Industries versucht also im Mittel rund die Hälfte des erwirtschafteten Gewinns je Aktie an die Anteilseigner zurückzugeben. In den letzten drei Jahren ist dabei das Phänomen der „fixierten“ Dividende zu beobachten. Im Jahr 2009 betrug der Anteil 83,1 Prozent und 2010 94,8 Prozent. Im Jahr 2011 fiel der Anteil wieder auf 44,6 Prozent. Dieser Rückgang lässt sich durch den starken Anstieg des Nettogewinns im Jahr 2011 begründen. Jedoch fehlten, anders als in den Jahren 2000 und 2001, die ausgeschütteten Mittel für die Finanzierung von Investitionen. Wie oben zu sehen, stiegen die Aufnahme und die Verschuldung zwischen 2007 und 2011 kontinuierlich an, auch wenn es im Jahr 2011 einen Rückgang gab. Zwischen den Jahren 2007 und 2011 wurden nach eigener Berechnung insgesamt rund 97 Milliarden Yen an Dividenden ausgeschüttet. Im gleichen Zeitraum stiegen die Schulden wiederum um 52 Milliarden an. In den Jahren von 2007 bis 2010 stiegen die Schulden sogar um 222 Milliarden Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 15, 60). Erst im Geschäftsjahr 2010/2011 konnte man einen großen Teil der Schulden wieder tilgen. Hätte man in diesem Zeitraum (2007 bis 2010 beziehungsweise 2007 bis 2011) weniger Dividenden an die Anteilseigner ausgezahlt, hätte diese Menge für Investitionen zur Verfügung gestanden und die entsprechende Fremdmittelaufnahme wäre für das Unternehmen geringer ausgefallen. Man belastete das Unternehmen also zusätzlich, um auch weiterhin eine konstante Dividende zahlen zu können. Eine weitere Maßnahme im Hinblick auf die Verbesserung bestimmter Kennzahlen eines Unternehmens erkennt man auch an der Entwicklung der „einbehaltenen Gewinne“ (Retained Earnings) oder mit anderen Worten der Gewinnrücklage. Diese verharrt nach einem Rückgang zu Beginn der 2000er-Jahre relativ konstant um die 750 Milliarden Yen und steigt erst seit dem Jahr 2008 wieder leicht an. Anstatt also die erwirtschafteten Mittel für Investitionen zu verwenden, wurden auch hier diese Mittel durch Fremdmittelaufnahme substituiert und man erhöhte in den Jahren die Gewinnrücklage und damit das Eigenkapital nachhaltig. Jedoch hatte dies keine negativen Auswirkungen auf den ROE. Vermutlich besteht die Intention, diese Reserven für spätere Jahre zu nutzen, um auch weiterhin eine konstante Dividende ausschütten zu können.

Abbildung 25: Gewinnrücklage MHI 1999–2011



Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 55; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 51; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 37; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

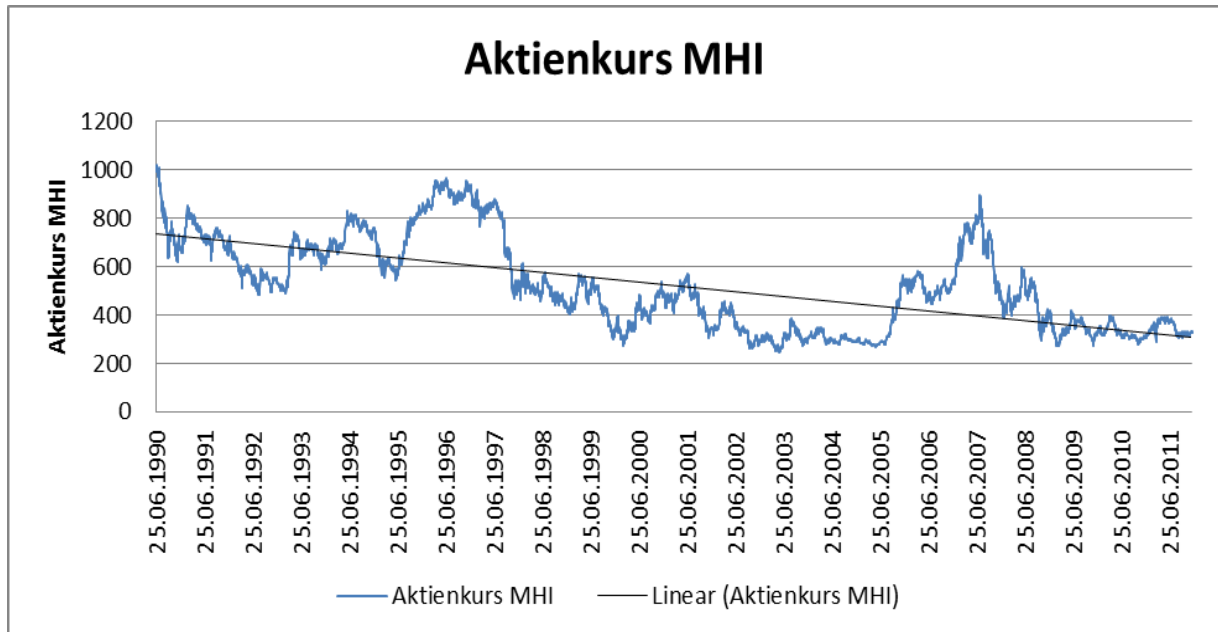
4.1.4 Aktienkursentwicklung

Erkenntnisreich scheint es in diesem Zusammenhang auch, sich die Entwicklung des Aktienkurses im Zeitablauf anzuschauen. Hierbei steht die Frage im Vordergrund, wie der Markt die Dividenden- und Ausschüttungspolitik von Mitsubishi Heavy Industries beurteilt. Bei der Analyse der Aktienkurse seit dem 25.06.1990 zeigt sich eindeutig ein negativer Trend im Zeitablauf. Um etwaige Verwerfungen aus der Bubble Economy und aus dem anschließenden Platzen der Bubble und dem anschließenden Zusammenbruch des japanischen Aktienmarktes herauszufiltern, möchte ich den Betrachtungszeitraum auf die Zeit nach dem 01.01.1997 eingrenzen. Auch hierbei zeigt sich ebenfalls eine negativ verlaufende Aktienkursentwicklung für die gesamte Zeitperiode zwischen 1997 und 2011.

Die Abbildung zeigt einen deutlichen Anstieg des Aktienkurses zwischen 2006 und 2008, durch die Finanzkrise verlor der Aktienkurs im Jahr 2009 sehr stark an Wert und konnte trotz erneut guter Geschäftszahlen aus dem operativen Geschäft von Mitsubishi Heavy Industries in den Folgejahren 2010 und 2011 nicht mehr an die alten Spitzenwerte aus dem Jahr 2008 anknüpfen. Bei genauerer Betrachtung des Nikkei-Index über den gleichen Zeitraum zeigt sich jedoch ebenfalls ein negativer Trend. Der Aktienkurs von Mitsubishi Heavy Industries entwickelte sich also parallel zum gesamten japanischen Markt über die letzten 15 Jahre. Jedoch ist die errechnete Steigung der Geraden (die anhand einer Regressionsschätzung

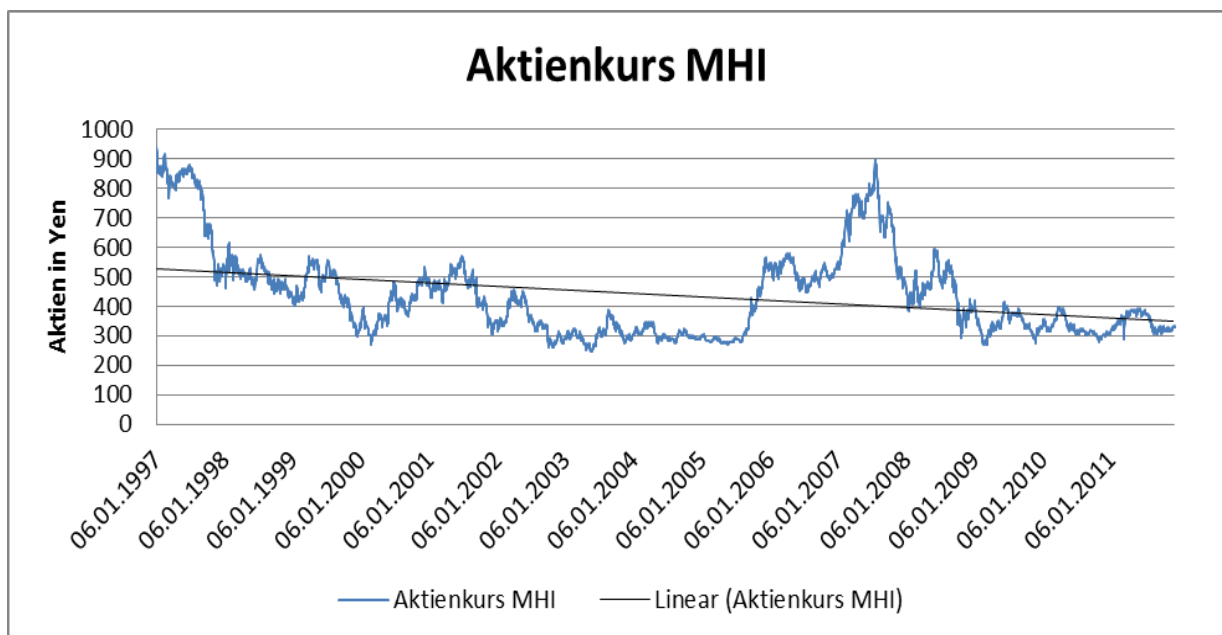
ermittelt wurde) bei Mitsubishi Heavy Industries mit $-0,03$ nicht so stark negativ wie die Steigung des gesamten japanischen Marktes. Die Steigung der linearen Entwicklung des Nikkei-Index über den gleichen Zeitraum beträgt $-1,19$.

Abbildung 26: Entwicklung des MHI-Aktienkurses im Zeitablauf 1990–2011



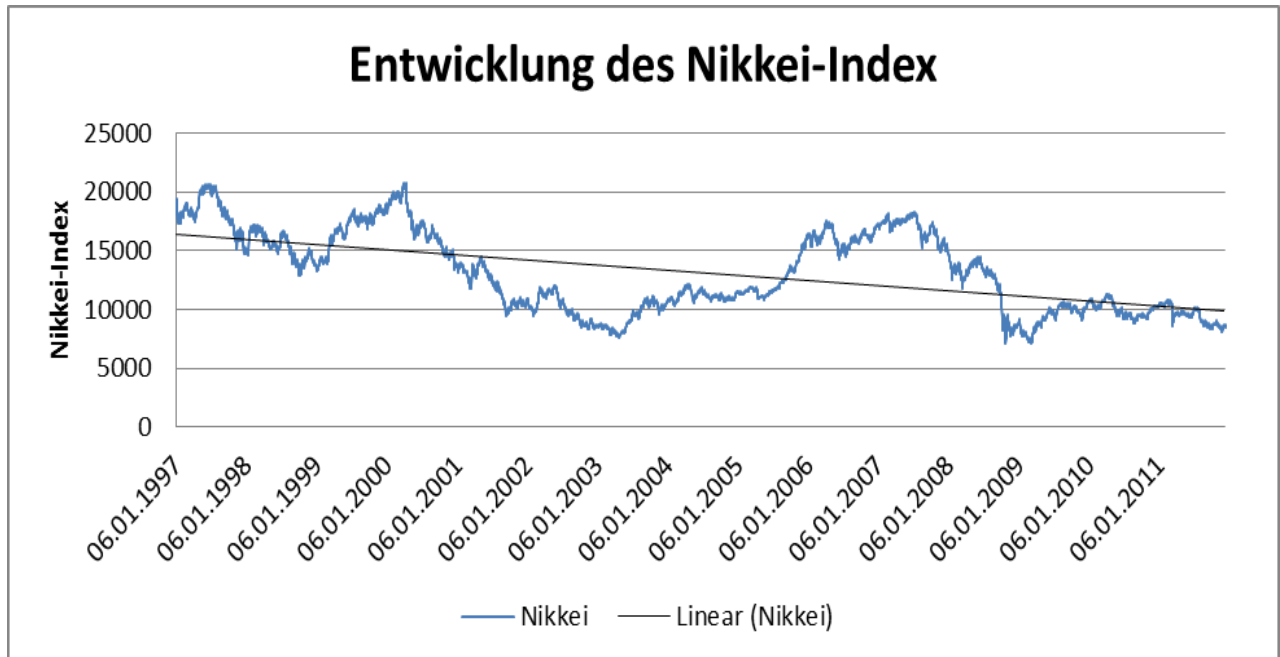
Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Abbildung 27: Entwicklung des MHI-Aktienkurses im Zeitablauf 1997–2011



Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Abbildung 28: Entwicklung des Nikkei-Index im Zeitablauf 1997–2011



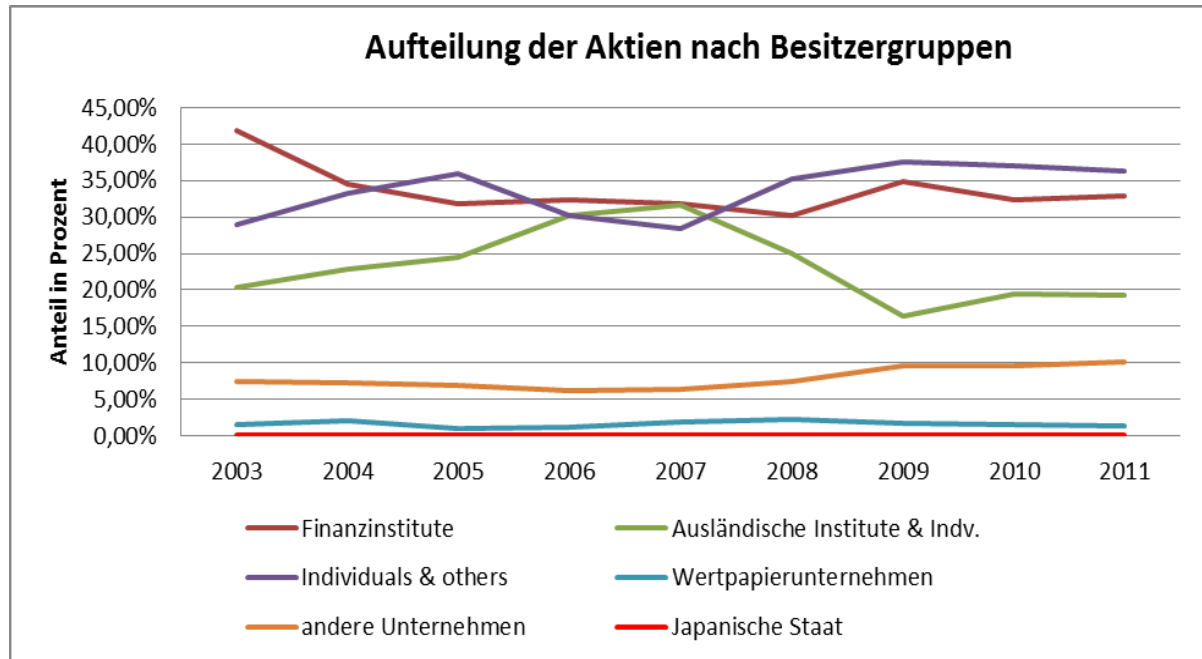
Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Zusammengefasst kann man also sagen, dass sich der Aktienkurs von Mitsubishi Heavy Industries über die letzten 15 Jahre weniger negativ als der Gesamtmarkt entwickelte. Der Mittelwert der Steigung der linearen Regression der Aktienkursentwicklung aller fünf untersuchten Firmen beträgt über den gleichen Zeitraum hingegen nur $-0,015$. Der Aktienkurs von Mitsubishi Heavy Industries „performte“ zwar besser als der Gesamtmarkt, im Vergleich zur Konkurrenz jedoch fiel die Entwicklung schlechter aus. Von den untersuchten Unternehmen hat nur noch Fuji Heavy Industries mit $-0,04$ eine schlechtere Kursentwicklung vorzuweisen. Die Entwicklung des Unternehmens, die erwirtschafteten Jahresergebnisse und die ausgeschütteten Dividenden sowie die zukünftige Entwicklung des Unternehmens und damit die Dividendenentwicklung werden vom Gesamtmarkt bei Mitsubishi Heavy Industries also schlechter eingeschätzt als die potenzielle Entwicklung der Konkurrenz.

4.1.5 Änderungen der Besitzverhältnisse

Im nächsten Abschnitt wird die Veränderung der Eigentümerstruktur von Mitsubishi Heavy Industries dargestellt. Wichtig ist hierbei vor allem die Frage, wie sich die Besitzverhältnisse beim Eigenkapital verändert haben. Befinden sich die Aktien eher im Streubesitz oder besitzen einige wenige Anleger (institutionelle und private) den Großteil der Aktien und wie veränderte sich dieses Verhältnis im untersuchten Zeitraum? Ähnlich wie bei den Finanzkennziffern im vorherigen Abschnitt schwankte dabei der Informationsgehalt der Veröffentlichungen zu diesem Themenkomplex in den Geschäftsberichten von Mitsubishi Heavy Industries sehr stark. Zwar veröffentlicht Mitsubishi Heavy Industries von allen in dieser Arbeit untersuchten Firmen die detailliertesten Angaben (so werden die zehn größten Anteilseigner mit Namen und Anteilsgröße aufgelistet), dennoch wird diese Information erst seit dem Jahr 2003 in den Jahresabschlüssen veröffentlicht. Diese Angaben sind hervorragend geeignet, die größten Anteilseigner über einen langen Zeitraum hinweg nachzuzeichnen. In allen untersuchten Geschäftsberichten fanden sich jedoch ebenfalls genaue Angaben über das Grundkapital sowie die Anzahl der Aktien, auf die sich das Grundkapital aufteilt. Am 31.03.2011 verfügte Mitsubishi Heavy Industries über ein Grundkapital von 265,6 Milliarden Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79). Dieses teilt sich auf 3,37 Milliarden Aktien auf. Die Aktien waren an den Börsen von Tôkyô, Ôsaka, Nagoya, Fukuoka und Sapporo gelistet und konnten dort aktiv gehandelt werden. Die Anzahl der Aktienbesitzer belief sich auf 349 540. Die Aktien wurden zu 36,33 Prozent von individuellen Anlegern aus Japan, zu 32,95 Prozent von Finanzinstituten und zu 19,27 Prozent von ausländischen individuellen Anlegern und Finanzinstituten gehalten. Weiterhin waren 1,26 Prozent im Besitz von Wertpapierfirmen und 10,19 Prozent wurden von anderen Unternehmen gehalten. Der japanische Staat hielt einen Aktienanteil von 0,01 Prozent (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79). Zu den größten Einzelanlegern gehörten die Japan Trustee Service Bank mit 5,01 Prozent und die Master Trust Bank of Japan mit 4,21 Prozent (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79). Eine Analyse der Aktienbesitzer und die Zusammensetzung der Anleger im Zeitablauf seit 2003 zeigen, dass die größten Anteilseigner seit 2003 die Finanzinstitute, individuelle Anleger und ausländische Finanzinstitute sowie ausländische individuelle Anleger sind. Der Anteil der letztgenannten Gruppe ist seit Mitte der 2000er-Jahre jedoch rückläufig und die freien Aktien wurden zum Teil von anderen japanischen Unternehmen gekauft. Die größte Gruppe ist mit Abstand die der japanischen Finanzinstitute und Privatanleger, wobei die Privatanleger in den letzten drei bis vier Jahren die größte Gruppe stellen und die Finanzinstitute von dieser Spitzenposition verdrängt haben.

Abbildung 29: Aufteilung der Aktien nach Besitzgruppen

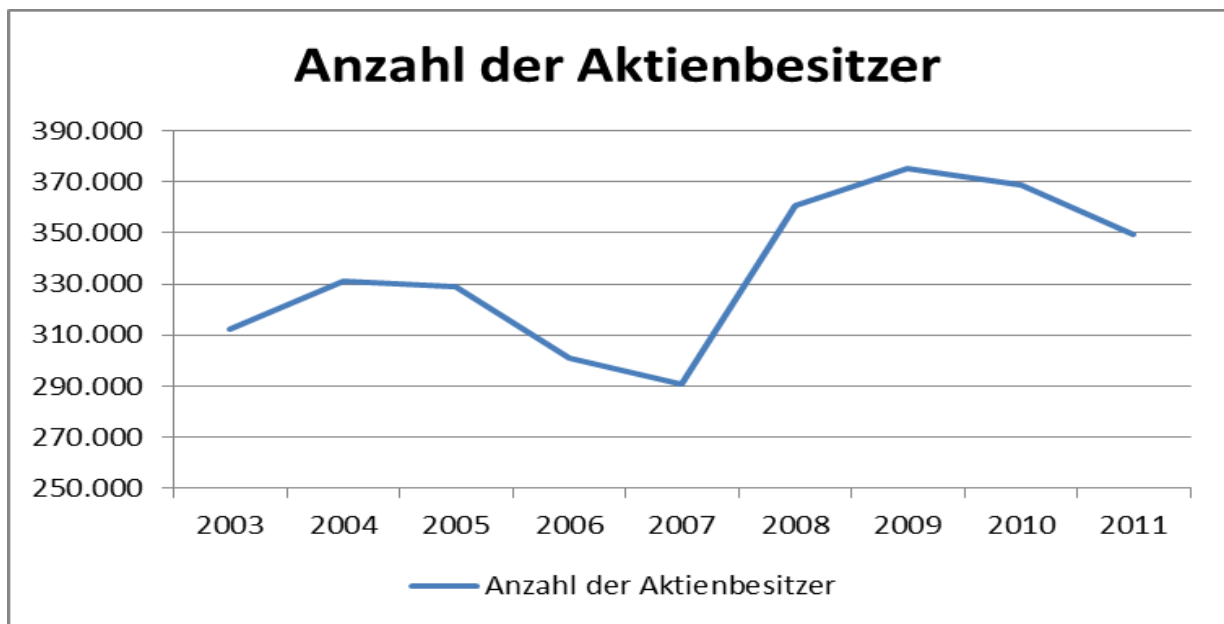


Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 80; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 64; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 72; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 70; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2006: 58; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 56; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2004: 48; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 42.

Japanische Wertpapierunternehmen besitzen konstant zwischen 1 und 2 Prozent der Aktien. Diese Gruppe betreibt mit diesen Aktien höchstwahrscheinlich aktiven Handel. Der japanische Staat besitzt wiederum seit 2010 einen Aktienanteil von 0,01 Prozent.

An Abbildung 30 lässt sich ebenso erkennen, dass die Anzahl der Aktienbesitzer in den letzten zwei Jahren leicht rückläufig ist. Sie sank um 5,2 Prozent von 368 762 auf die oben genannten 349 540 Einzelaktionäre. Hier wird allerdings nicht zwischen Unternehmen, Banken, Privatanlegern oder anderen institutionellen Anlegern unterschieden. Die Grafik zeigt sehr deutlich, dass sich der Streubesitz der Aktien in den letzten Jahren stark vergrößert hat. Vom Tiefpunkt im Jahr 2007 mit 290 843 (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 70) Aktionären stieg die Anzahl der Aktienbesitzer um 29,12 Prozent auf einen Spitzenwert von 375 538 Anteilseignern im Jahr 2009 (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 67). In den darauf folgenden zwei Jahren sank die Zahl wieder leicht. Diese Entwicklung lässt sich auch mit dem Anwachsen der Privatpersonen als stärkste Partei in den Besitzergruppen begründen, denn Privatpersonen halten im Allgemeinen nicht so große Aktienanteile wie institutionelle Anleger (Banken, Wertpapierhäuser oder Unternehmen).

Abbildung 30: Anzahl der Aktienbesitzer MHI im Zeitablauf



Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 80; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 64; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 72; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 70; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2006: 58; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 56; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2004: 48; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 42.

Bei den größten Shareholdern gab es seit 2003 kaum Veränderungen. Die Japan Trustee Service Bank besitzt seit 2003 im Schnitt 5,1 Prozent der Anteile von Mitsubishi Heavy Industries und die Master Trust Bank of Japan 4,2 Prozent. Die beiden größten ausländischen Anleger, State Street und JP Morgan Chase, veräußerten ihre Anteile im Zuge der Finanzkrise im Jahr 2008. State Street war im Jahr 2007 und 2008 mit 7,1 Prozent beziehungsweise 5,4 Prozent der Anteile sogar der größte Anteilseigner von Mitsubishi Heavy Industries. Die nächstgrößeren Anteilsinhaber sind die beiden großen Versicherungen Meiji Yasuda Life Insurance Company und die Tokio Marine & Nichido Life Insurance Company sowie die Nomura Trust and Banking Co., Ltd. Letztere besitzt seit 2003 beständig um die 3 Prozent der Anteile und ist damit der drittgrößte Anteilseigner von Mitsubishi Heavy Industries. Seit 2009 hält außerdem der Mitsubishi Heavy Industries Stockownership Plan rund 1 Prozent der Anteile aus den Kompensations- und Aktienprogrammen des Unternehmens, welche für die Mitarbeiter- und Managemententlohnung benötigt werden, sodass er im Prinzip nicht als eigener Anteilseigner gesehen werden kann. In einem letzten Schritt wird in der Arbeit auf die durchschnittliche Aktienanzahl je Anteilseigner eingegangen. Diese Zahl wird allerdings nicht in den Geschäftsberichten direkt publiziert, sondern wurde rechnerisch ermittelt. 2011 betrug die Zahl 9652 Aktien je Aktionär und ist seit dem Jahr 2009 (8984 Aktien je Anteilseigner) wieder leicht ansteigend. Im Durchschnitt besaßen die Aktionäre von Mitsubishi Heavy

Industries in den Jahren zwischen 2000 und 2011 10299 Aktien je Anteilseigner. Im Vergleich zu den anderen untersuchten Unternehmen stellt dies den niedrigsten Wert dar. Im Schnitt aller hier untersuchten Unternehmen besitzt jeder Anteilseigner 12360 Aktien. Das bedeutet gleichzeitig, dass die Aktien von Mitsubishi Heavy Industries den größten Streubesitz verzeichnen. Es lässt sich also zusammenfassend sagen, dass sich die ausländischen Anleger aus der Rolle als Großanleger im Zuge der Finanzkrise zurückgezogen haben und das Feld den japanischen Banken und Versicherungen überlassen haben. Weiterhin besitzt Mitsubishi Heavy Industries eine Reihe von japanischen Anlegern, namentlich den Japan Trustee Service, die Master Trust Bank of Japan und die Nomura Trust and Banking Co., Ltd, welche seit Jahren kontinuierlich große Anteile am Unternehmen halten. Die ausländischen Investoren zogen sich nach 2008 beziehungsweise nach 2009 nachhaltig aus dem Unternehmen zurück und investierten nach dem Höhepunkt der Finanzkrise nicht mehr im gleichen Maße, obgleich Mitsubishi Heavy Industries eine stabile Dividende über einen längeren Zeitraum auszahlt und, wie oben nachgewiesen, eine bewusste Steuerung der Bilanzkennzahlen betreibt beziehungsweise nachhaltig auf die für Investoren wichtigen Kennzahlen achtet. Interessanterweise sind die übrigen Mitglieder des *Mitsubishi-keiretsu* nicht unter den größten Anteilseignern zu finden, ebenso keine anderen größeren Unternehmen aus der japanischen Luftfahrtindustrie, seien es nun Zulieferer oder Komponentenhersteller. Auch finden sich die beiden großen Fluglinien, die All Nippon Airways (ANA) und die Japan Airlines (JAL), nicht unter den größeren Anteilseignern. Ebenso hielt Mitsubishi Heavy Industries weder größere Anteile an den anderen hier untersuchten Unternehmen noch an den Unternehmen des *Mitsubishi-keiretsu*. In dem vorgestellten und in dieser Arbeit benutzten Schema ist das Unternehmen eindeutig im Bereich der hybriden Unternehmen einordnen.

4.2 Kawasaki Heavy Industries

Die Anfänge von Kawasaki Heavy Industries gehen bis auf das Jahr 1878 zurück. In diesem Jahr wurde die Kawasaki-Werft in Tôkyô von Kawasaki Shôzô gegründet und 18 Jahre später in ein eingetragenes Unternehmen mit dem Namen Kawasaki Dockyard Co. Ltd. umgewandelt. Im Zuge des Sino-Japanischen Krieges (1894 bis 1895) erlebte der Schiffsbau in Japan einen sehr schnellen Aufstieg, und die Kawasaki-Werften waren einer der großen Nutznießer dieser Sondernachfrage vor und während des Krieges. Im Laufe der darauf folgenden Jahrzehnte expandierte das Unternehmen durch die Eröffnung einer weiteren Werft in Kôbe sowie durch Investitionen in andere Geschäftsbereiche wie dem Bau von Eisenbahnen, was ebenfalls ein sehr erfolgreicher Geschäftszweig wurde. In diesen Jahren wurden auch die ersten japanischen U-Boote und die ersten großen Kampfschiffe durch die Kawasaki-Werften auf Kiel gelegt.¹⁵ Nach Ende des 1. Weltkriegs wurde von dem Unternehmen ein Automobilbauprogramm aufgelegt und bis in das Jahr 1942 hinein produzierte Kawasaki Automobile und Lastwagen in seiner Fabrik in Hyôgo. Ebenfalls zum Ende des ersten Weltkriegs startete man ein Flugzeugbauprogramm und 1922 verließ das erste Flugzeug die Kawasaki-Werften. Allerdings wurde das erste Modell – die Otsu 1 – vornehmlich vom Militär als Aufklärungsflugzeug genutzt und bis zum Jahr 1927 wurden von diesem Typ fast 300 Stück für die japanische Luftwaffe hergestellt. 1937 wurde die Luftfahrtsparte als ein eigenes Unternehmen ausgegliedert (unter dem Namen Kawasaki Aircraft Co. Ltd.) und in den Folgejahren wurde unter anderem das Kampfflugzeug 3-1 Hien in großer Stückzahl produziert.¹⁶ Nach dem zweiten Weltkrieg war es Japan bis zum Jahr 1952 untersagt, Flugzeuge zu bauen. Als 1952 der Friedensvertrag von San Francisco zwischen den USA und Japan in Kraft trat, durften in Japan wieder Flugzeuge gebaut werden und Kawasaki startete mit der Produktion eines Transportflugzeugs und mit dem Bau von Helikoptern in Zusammenarbeit mit dem US-amerikanischen Produzenten Bell Aircraft Corporation (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI 1985: 67–70).

1969 fusionierten die einzelnen Unternehmen Kawasaki Dockyard, Kawasaki Rolling Stock Manufacturing und Kawasaki Aircraft schließlich zu Kawasaki Heavy Industries. Das neu gegründete Unternehmen verfügte über ein Kapital in Höhe von 28 Milliarden Yen und erwirtschaftete einen Umsatz von 200 Milliarden Yen.

¹⁵ Kawasaki Heavy Industries, <http://www.khi.co.jp/company/history/001.html>, 19.06.2013.

¹⁶ Kawasaki Heavy Industries, <http://www.khi.co.jp/company/history/001.html>, 19.06.2013.

Es beschäftigte 26000 Mitarbeiter an verschiedenen Standorten in den Bereichen Luftfahrt, Schiffsbau und der Produktion von Lokomotiven und Waggonen.¹⁷ In den nächsten Jahren kamen als neue Sparten der Bau von Motorrädern und die Produktion von Industrierobotern sowie der Bau von Turbinen für Kraftwerke hinzu. Daneben engagierte man sich im Bau von Brücken und Tunneln. 1987 entwickelte man zusammen mit der Eurocopter Deutschland GmbH einen weiteren Helikopter und im Jahr 2001 wurde vom japanischen Selbstverteidigungsministerium der Auftrag erteilt, zwei Aufklärungsflugzeuge zu bauen, welche 2008 (XP-1) und 2010 (XC-2) an das Ministerium ausgeliefert wurden.¹⁸

4.2.1 Außen- und Innenfinanzierung

Bei Kawasaki Heavy Industries liegen die Geschäftsberichte von den Jahren zwischen 1998 und 2012 vor. Aus diesem der Öffentlichkeit zur Verfügung stehenden Zahlenmaterial lassen sich Datenreihen je nach Sachverhalt, Bilanzposition oder Ähnlichem bis in das Jahr 1993 zurückbilden. Von den untersuchten Unternehmen stehen damit für Kawasaki Heavy Industries die längsten Datenreihen für Analysen und Auswertungen zur Verfügung.

Eine Analyse der Herkunft und Verwendung von Mitteln bei Kawasaki Heavy Industries über die 16 Jahre zwischen 1996 und 2011 zeigt, dass das Unternehmen in den meisten Jahren seine Investitionen nahezu komplett über die Fremdmittelaufnahme finanzierte. In einigen Jahren wurde sogar mehr Geld über Fremdmittel aufgenommen, als das Unternehmen für seine getätigten Investitionen benötigte.

Tabelle 3: Investitionen und Mittelherkunft von KHI zwischen 1996 und 2011

in Millionen Yen	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996
Investition	52.942	63.277	72.284	49.090	43.312	36.510	17.714	25.868	26.827	28.089	20.733	46.579	42.552	43.803	39.837	44.408
davon aus Cash Flow	52.942	27.366	0	32.663	0	4.462	0	0	0	14.313	0	0	0	6.007	0	0
davon aus Mittelaufnahme	0	35.911	72.284	16.427	43.312	32.048	17.714	25.868	26.827	13.776	20.733	46.579	42.552	37.796	39.837	44.408
Anteil Invest / CF	1,00	0,43	0,00	0,67	0,00	0,12	0,00	0,00	0,00	0,51	0,00	0,00	0,00	0,14	0,00	0,00
Anteil Invest / Verb	0,00	0,57	1,00	0,33	1,00	0,88	1,00	1,00	1,00	0,49	1,00	1,00	1,00	0,86	1,00	1,00

Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 48–49; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 38–39; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 34–35; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 32–33; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 47–48.

Diese Analyse zeigt allerdings nicht, dass Kawasaki Heavy Industries keine Investitionen über die erwirtschafteten Cashflows finanzieren konnte. Das Unternehmen hat lediglich in den entsprechenden Jahren netto mehr Geld am Kapitalmarkt aufgenommen, als es für seine Investitionstätigkeiten brauchte. Einzig im Jahr 2011 reichte der erwirtschaftete Cashflow bei Kawasaki Heavy Industries aus, um die getätigten Investitionen zu finanzieren. Gleichzeitig

¹⁷ Kawasaki Heavy Industries, <http://www.khi.co.jp/company/history/002.html>, 19.06.2013.

¹⁸ Kawasaki Heavy Industries, <http://www.khi.co.jp/company/history/002.html>, 19.06.2013.

konnten die Cashflows dafür verwendet werden, die Verschuldung um 14,5 Milliarden Yen zu reduzieren. Einer Geldaufnahme von 44 Milliarden Yen in Form von langfristigen Krediten stehen Rückzahlungen in Höhe von 58,5 Milliarden Yen gegenüber. Davon waren wiederum 53,7 Milliarden Yen kurzfristige Kredite und 4,8 Milliarden Yen langfristige Kredite (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 46–48).

Als Nächstes wird auf die Entwicklung der Dividenden und der Ausschüttungsquote im Zeitablauf eingegangen. Genauso wie bei Mitsubishi Heavy Industries wird von Kawasaki Heavy Industries in den Geschäftsberichten keine spezifische Ausschüttungsquote veröffentlicht. Sie muss für Kawasaki Heavy Industries ebenfalls aus der Dividende je Aktie und dem Gewinn je Aktie rechnerisch für den gesamten Untersuchungszeitraum ermittelt werden. Bei Kawasaki Industries liegt die durchschnittliche Ausschüttungsquote zwischen 1993 und 2011 bei rund 27,5 Prozent. Das heißt, dass vom Gewinn je Aktie 27,5 Prozent an die Anleger ausgeschüttet werden und die restlichen 72,5 Prozent des Gewinns im Unternehmen verbleiben und für weitere Investitionen zur Verfügung stehen beziehungsweise als Rücklage dienen. Allerdings ist in einigen Jahren zu beobachten, dass die Mittelaufnahme die entsprechende Investitionssumme übersteigt und zeitweise zusätzlich noch ein negatives Jahresergebnis oder ein eher geringes Ergebnis in dem gleichen Jahr erwirtschaftet wurde und somit oft die Nettocashflows aus dem operativen Geschäft negativ sind. Im Jahr 2009 zum Beispiel weist die „Cashflow-Rechnung“ ein negatives Ergebnis aus den operativen Geschäften von 41,3 Milliarden Yen auf. Demgegenüber wurden im selben Jahr 72,3 Milliarden Yen investiert und netto 107,7 Milliarden Yen an Fremdmitteln aufgenommen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 48). Im Durchschnitt konnte Kawasaki Heavy Industries seit 1996 nur 18 Prozent seiner Investitionen über den erwirtschafteten Cashflow finanzieren, die restlichen 82 Prozent mussten über die Aufnahme von Krediten beziehungsweise über die Ausgabe von Anleihen finanziert werden. Das Unternehmen liegt damit bei der Eigenfinanzierung weit unter dem Durchschnitt von 51 Prozent, welcher sich aus den Werten aller hier untersuchten Firmen ergibt. Im Vergleich zu den anderen Firmen stellen die 18 Prozent auch den mit Abstand schlechtesten Wert dar. Wenn man den Betrachtungshorizont auf die Jahre zwischen dem Jahr 2000 und 2011 reduziert, erhöht sich die Quote der Eigenfinanzierung leicht auf 23 Prozent. Kawasaki Heavy Industries ist also zur Finanzierung seiner Investitionen stark auf die Mittelaufnahme über den japanischen beziehungsweise den internationalen Kapitalmarkt angewiesen. Im nächsten Abschnitt wird nun untersucht, ob diese Finanzierung über die Aufnahme von Krediten oder über die

Ausgabe von Anleihen oder Aktien erfolgt und mit welcher Fristigkeit die Finanzierung verbunden ist.

4.2.2 Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen

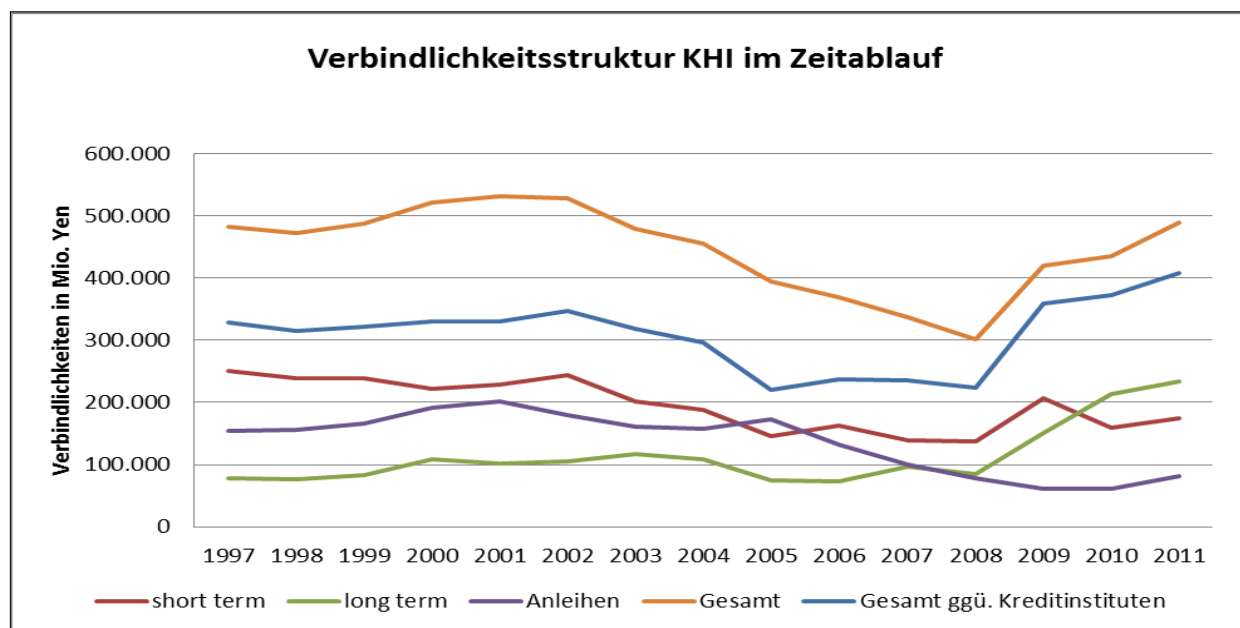
Kawasaki Heavy Industries veröffentlicht, zurückgehend bis zum Jahresabschluss des Jahres 1998, durchgehend sehr ausführliche Informationen über seine Verbindlichkeiten in den veröffentlichten Geschäftsberichten. Neben der Laufzeit wird die Verzinsung wie auch die Art der Verbindlichkeit (zum Beispiel ein Kredit oder eine Unternehmensanleihe) in den entsprechenden Anhangsangaben zu dieser Bilanzposition publiziert. Aus diesem Grund kann man die Finanzierungstätigkeit des Unternehmens sehr gut aus dem zur Verfügung stehenden Datenmaterial herausarbeiten und darlegen. Ein weiterer Schritt durch eigene Berechnungen ist bei dem Datenmaterial von Kawasaki Heavy Industries nicht notwendig, um eine Auswertung und Analyse vorzunehmen.

Kawasaki Heavy Industries wies in seinem Jahresabschluss am 31.03.2011 Verbindlichkeiten in Höhe von 489 Milliarden Yen aus (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 45). Davon waren 233 Milliarden Yen langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten mit einer Laufzeit bis zum Jahr 2035, die durchschnittlich mit 0,9 Prozent verzinst wurden. 175 Milliarden Yen waren kurzfristige Verbindlichkeiten mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr und einer durchschnittlichen Verzinsung von 0,78 Prozent. Die restlichen 81 Milliarden Yen entfielen auf ausgegebene Unternehmensanleihen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 56). Dies entspricht einem Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung von 16,5 Prozent. Die längste Laufzeit bis zum Jahr 2017 bezieht sich auf eine Anleihe in Höhe von 10 Milliarden Yen, welche mit 1,06 Prozent verzinst wird (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 56). Eine Analyse der Verbindlichkeiten über einen Zeithorizont von 15 Jahren zeigt, dass die Finanzierung über langfristige Kredite in den Jahren 2010 und 2011 im Verhältnis zur kurzfristigen Finanzierung stark zugenommen hat und sich dieses Verhältnis bei Kawasaki Heavy Industries umgekehrt hat. Lag der durchschnittliche Anteil an kurzfristigen Krediten an der Gesamtverschuldung zwischen 1997 und 2009 bei rund 45 Prozent und der Anteil der langfristigen Kredite bei rund 22 Prozent, so kehrte sich dieses Verhältnis in den letzten zwei Jahren um. Für die Jahre 2010 und 2011 liegen die durchschnittlichen Anteile bei rund 36 beziehungsweise 48,5 Prozent.

Demgegenüber wurden die kurzfristigen Verbindlichkeiten mit einem Zinssatz von 1,96 Prozent verzinst (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 43). Kawasaki Heavy Industries konnte sich also, ausgelöst durch die massiven weltweiten Zinssenkungen und die

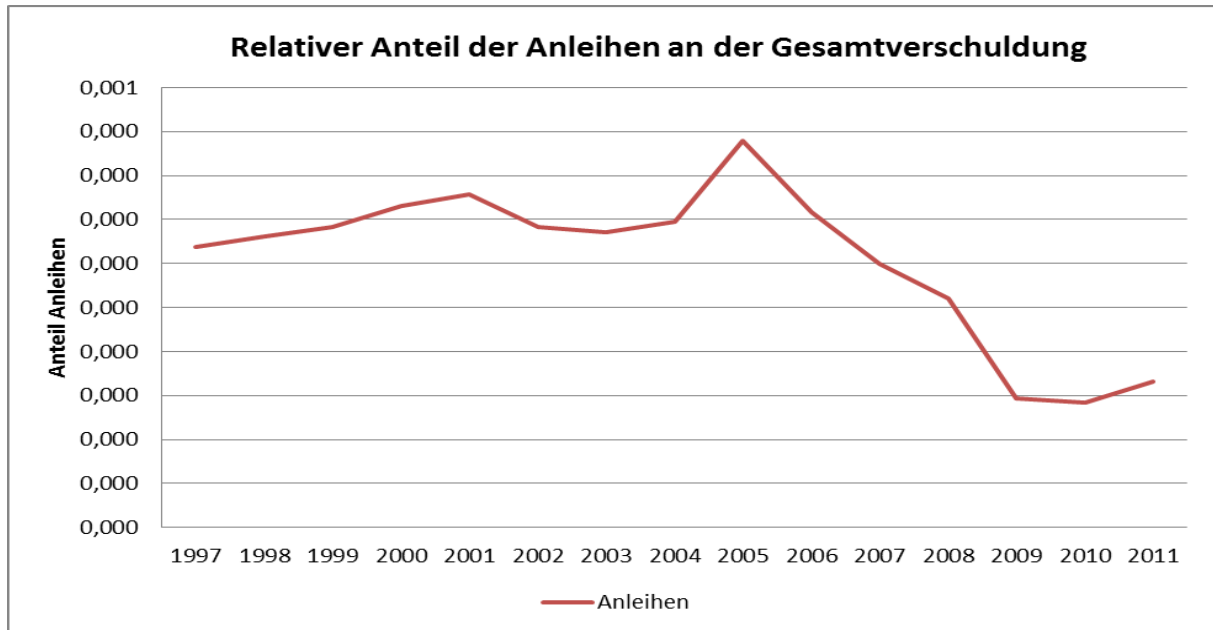
damit verbundene starke Zunahme der Liquidität im Zuge der Finanzkrise, zu bedeutend niedrigeren Zinsen langfristig am Kapitalmarkt beziehungsweise bei den Banken verschulden. Im Jahr 2009 überstieg der Anteil der langfristigen Verbindlichkeiten die der kurzfristigen Verbindlichkeiten, und in den Folgejahren nutzte man diese Situation aus und finanzierte sich auch weiterhin über Kredite mit langen Laufzeiten, um mittelfristig von den niedrigen Zinsen in Japan und weltweit zu profitieren. Bemerkenswert ist der Rückgang (absolut wie anteilmäßig) der ausgegebenen Unternehmensanleihen. Standen im Jahr 1997 Anleihen in Höhe von 154 Milliarden Yen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 34) in der Bilanz von Kawasaki Heavy Industries, so reduzierten sich die Anleihen auf 61,5 Milliarden Yen im Jahr 2009 (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 43). In den letzten zwei Jahren stieg der Wert wieder leicht auf aktuell 81,4 Milliarden Yen an (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2011): 56). Mit dem absoluten Rückgang ist auch der relative Anteil der Anleihen an den gesamten Verbindlichkeiten stark gesunken. Wie man in der folgenden Grafik erkennen kann, reduzierte sich der Anteil von knapp 44 Prozent im Jahr 2005 auf unter 15 Prozent im Jahr 2010.

Abbildung 31: Verbindlichkeitsstruktur KHI im Zeitablauf



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 46; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 35; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 44.

Abbildung 32: Relativer Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 46; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 35; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 44.

Wie erläutert, erhöhten sich der Wert und somit auch der relative Anteil im Jahr 2011 ein wenig, und zwar durch die Ausgabe von neuen Unternehmensanleihen in Höhe von rund 20 Milliarden Yen. Interessant ist auch, dass sich Kawasaki Heavy Industries in den zehn Jahren zwischen 1997 und dem Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 langfristig stärker über den Anleihenmarkt als über langfristige Kredite finanzierte. In diesen Jahren war der Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung bedeutend höher als der Anteil der langfristigen Schulden. Im Schnitt betrug der Anteil der Anleihen rund 35 Prozent und der Anteil der langfristigen Schulden 20 Prozent. Das Verhältnis kippte erst im Zuge der Finanzkrise auf die oben genannten Anteile und kehrte sich dadurch um.

Anhand der geschilderten Entwicklung lässt sich leider kein eindeutiger Trend erkennen, von dem man ableiten könnte, dass sich Kawasaki Heavy Industries von der angewendeten Strategie, sich zum Großteil über kurzfristige Verbindlichkeiten und langfristig über die Emission von Unternehmensanleihen zu finanzieren, abgewendet hat. Momentan kann die überproportionale Finanzierung über langfristige Kredite als Folge der Finanzkrise und der damit verbundenen niedrigen Zinsen gesehen werden. Wenn zukünftig die Zinsen wieder steigen und die Finanzierungskosten durch den Zinsspread, den Kawasaki Heavy Industries auf langfristige Kredite zahlen muss, zu hoch werden, ist es durchaus möglich, dass das

Unternehmen wieder einen „Strategieschwenk“ einleitet. Bemerkenswert ist jedoch, dass sich Kawasaki Heavy Industries in der Vergangenheit über einen längeren Zeitraum hinweg sehr stark über Unternehmensanleihen finanziert hat. Eine genauere Betrachtung der Entwicklung der mengengewichteten Verzinsung der Anleihen im Zeitablauf zeigt eindeutig, dass diese bis zum Ende der 2000er-Jahre unter dem Zinssatz einer langfristigen Geldaufnahme lagen. So betrug der Zinssatz aller emittierten Anleihen 1998 1,89 Prozent. Im Jahresabschluss 1998 wird die Bandbreite der langfristigen Zinsen zwischen 1,05 Prozent und 8,125 Prozent angegeben (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 34). 2002 sank der Zinssatz der Anleihen auf 1,56 Prozent und die Bandbreite der Kredite auf 0,5 Prozent bis 8,1 Prozent (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 39). Im Jahr 2006 wiederum stieg der Zinssatz der Anleihen leicht auf 1,64 Prozent und überstieg dabei den durchschnittlichen Zinssatz der langfristigen Kredite um 46,5 Basispunkte, welcher bei 1,175 Prozent lag (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 44) (seit dem Jahresabschluss 2004 werden im Geschäftsbericht von Kawasaki Heavy Industries keine Bandbreiten der Zinssätze mehr angegeben, sondern lediglich die durchschnittlichen Zinssätze für die Kredite). Im Jahr 2011 betrug die Verzinsung der Anleihen 1,23 Prozent und die Zinssätze der langfristigen Kredite lagen bei 0,9 Prozent (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 56). Die Zinssätze der Anleihen sind im Zeitablauf langsam über die Verzinsung der langfristigen Kredite gestiegen und machten diese für die Finanzierung zunehmend teurer und damit unattraktiver.

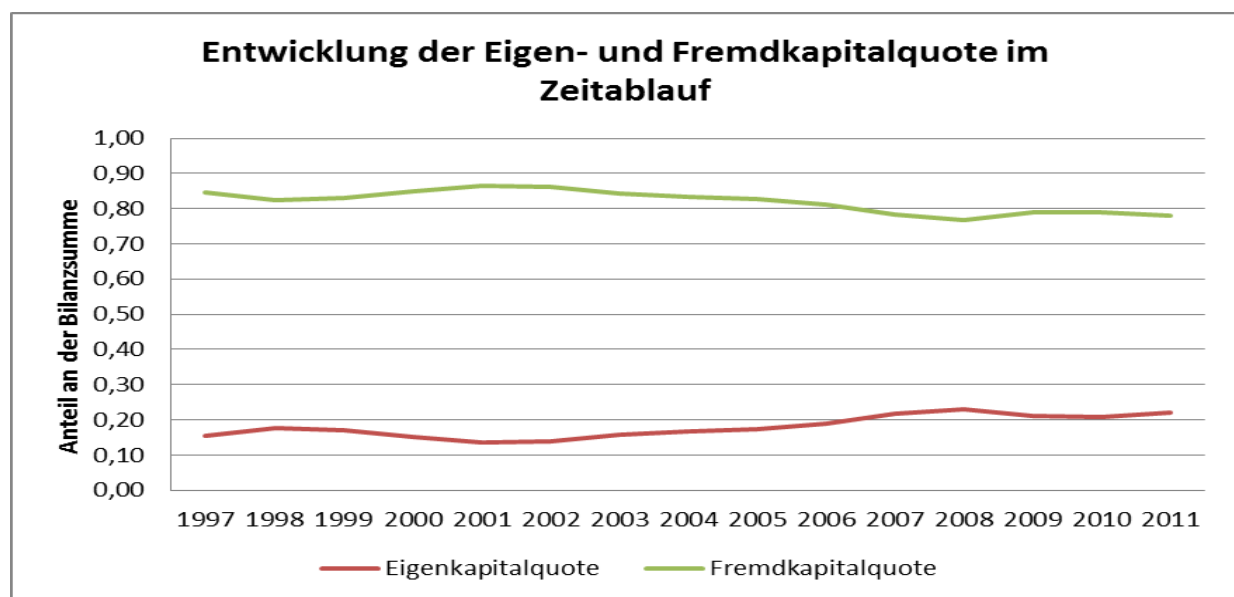
Erwähnenswert ist außerdem, dass im Jahresabschluss von 1998 Wandelanleihen mit einem Volumen von rund 91 Milliarden Yen aufgeführt werden, welche in den Jahren zwischen 1998 und 2011 fällig wurden und von dem Halter der Anleihe in Aktien umgewandelt und dadurch mit einem niedrigeren Zinssatz verzinst werden konnten als die übrigen ausgegebenen Unternehmensanleihen (0,91 Prozent gegenüber 3,25 Prozent) (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 34). Somit konnten die Finanzierungskosten auf einem sehr niedrigen Niveau gehalten werden. Neben der oben erwähnten Finanzierung der Investitionen über kurz- und langfristige Kredite sowie über die Ausgabe von Anleihen am Kapitalmarkt finanziert sich Kawasaki Heavy Industries auch über Leasing. Im Schnitt betrugen die jährlichen Leasingausgaben zwischen 1997 und 2011 5,3 Milliarden Yen. Seit Mitte der 2000er-Jahre ist der Leasingaufwand jedoch auf im Mittel 6,3 Milliarden Yen pro Jahr gestiegen. Der weitaus größere Teil entfällt dabei auf „Financial-Lease-Konstrukte“, bei denen die Mietlaufzeit fast der kompletten Lebensdauer des Mietgegenstands entspricht und die Konstrukte aus diesem Grund in der Bilanz des Unternehmens als Anlagegut ausgewiesen werden. Leider lässt sich aus der Bilanz nicht eindeutig herauslesen, welche Anlagengüter

geleast wurden oder ob es sich zum Großteil um Grund und Boden sowie Gebäude oder um Maschinen für die Produktion handelt. Aus der obigen Analyse der verwendeten Finanzinstrumente lässt sich ableiten, dass das Unternehmen nicht ausschließlich auf die traditionellen (im Sinne meiner Definition in dieser Arbeit) Finanzierungsmittel wie Bankkredite zurückgreift, sondern im Bereich der Unternehmensfinanzierung als hybrides Unternehmen zu bezeichnen ist. Allerdings ist ebenso festzustellen, dass Kawasaki Heavy Industries diese Finanzierungsinstrumente sehr flexibel einsetzt, wie man an dem vermehrten Abschluss langlaufender Kredite in der aktuellen Niedrigzinsperiode erkennen kann. Dennoch kann man das Unternehmen als traditionell bezeichnen und in diese Kategorie einordnen.

4.2.3 Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern

Bei der Betrachtung der Eigen- und der Fremdkapitalquote von Kawasaki Heavy Industries fällt die relativ hohe Fremdkapitalquote unmittelbar ins Auge. 2011 betrug diese 78 Prozent und der Leverage, also das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, betrug 3,1. Das Fremdkapital war also rund dreimal so hoch wie das Eigenkapital. Ebenso wie bei Mitsubishi Heavy Industries wird auch bei Kawasaki Heavy Industries der Leverage nicht direkt in den Geschäftsberichten veröffentlicht, sondern muss ebenfalls für den gesamten Untersuchungszeitraum rechnerisch ermittelt werden. Genauso werden weder die Eigenkapitalquote noch die Fremdkapitalquote in den Geschäftsberichten explizit ausgewiesen.

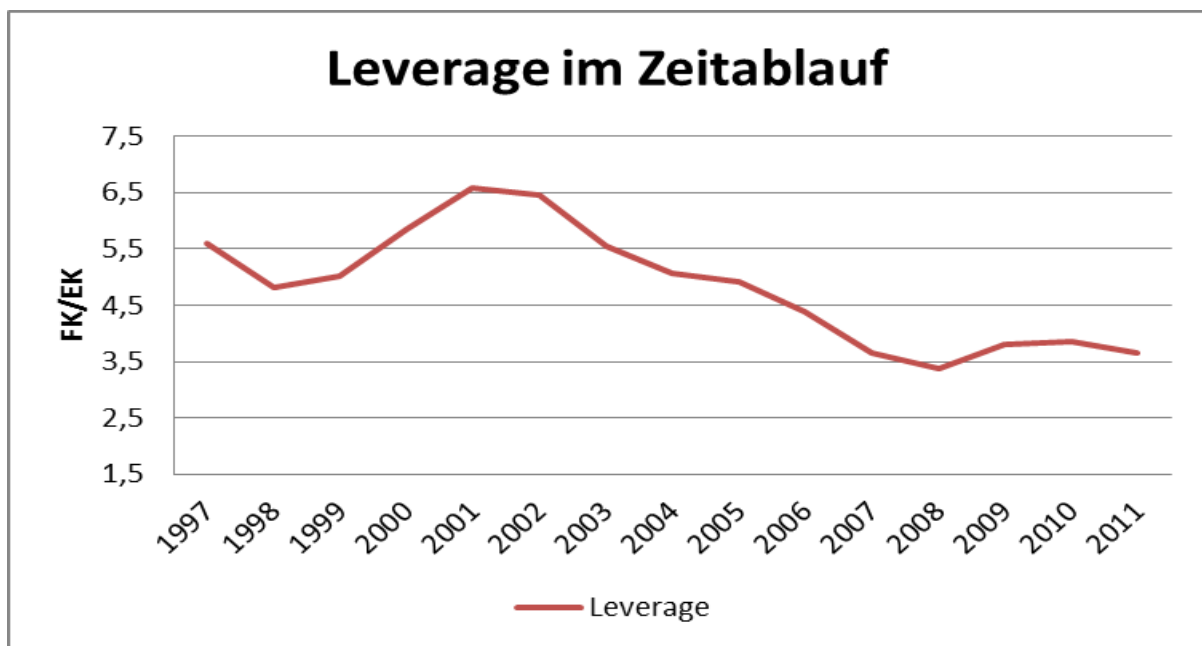
Abbildung 33: Entwicklung der Eigen- und Fremdkapitalquote im Zeitablauf KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 46; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 35; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 44.

Eine Analyse der Fremdkapitalquote im Zeitablauf zeigt deutlich, dass diese in den letzten 15 Jahren auf einem verhältnismäßig hohen Niveau verharrte. Durchschnittlich betrug sie rund 82 Prozent der Bilanzsumme. Die höchste Quote wurde in den Jahren 2001 und 2002 mit jeweils 86 Prozent erreicht und sie sank erst in den letzten fünf Jahren unter die 80-Prozent-Marke. Das gleiche Bild zeigt sich bei der Entwicklung des Leverage im Zeitablauf. Dieser betrug im Betrachtungszeitraum zwischen 1997 und 2011 im Schnitt 4,8 und lag damit deutlich über dem Wert von 2:1, den man als ideal ansieht. Den höchsten Wert erreichte Kawasaki Heavy Industries mit 6,6 respektive 6,5 ebenfalls in den Jahren 2001 und 2002 als direktes Spiegelbild der sehr hohen Fremdkapitalquote in diesen Jahren. Diese sehr hohe Verschuldung kann als einer der Gründe dafür herangezogen werden, warum Kawasaki Heavy Industries bis zum Ausbruch der Finanzkrise einen sehr hohen Zinsspread bei der Aufnahme von langfristigen Krediten zahlen musste (siehe vorheriger Abschnitt).

Abbildung 34: Leverage von KHI im Zeitablauf

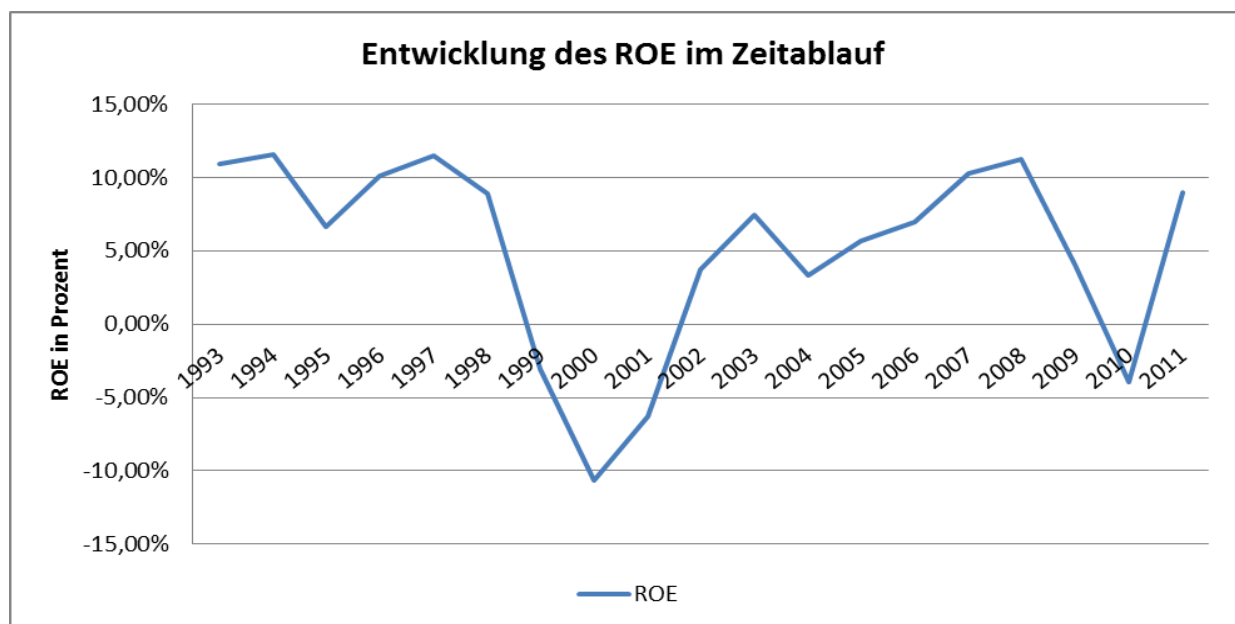


Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 45–46; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 34–35; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 31–32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 28–29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 43–44.

Denn das Ausfallrisiko war hoch und die Banken preisten dieses Risiko in ihren Krediten beziehungsweise in den Zinsen auf diese Kredite ein. Erst durch die nachhaltige Verbesserung des Leverage in den vergangenen fünf bis sechs Jahren und durch die massiven weltweiten Zinssenkungen im Zuge der Finanzkrise konnte das Unternehmen die Zinskosten seiner Kredite entsprechend senken. So gingen die jährlichen Zinskosten sukzessive von rund 13,7

Milliarden Yen im Jahr 1996 (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 26) (was ungefähr 1,3 Prozent des Umsatzes des Jahres 1996 entsprach) auf 4,7 Milliarden Yen oder 0,4 Prozent des Umsatzes im Jahr 2011 zurück (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2011): 48). Dies sind enorme Kostenersparnisse, welche wiederum dem Unternehmensgewinn und im zweiten Schritt folglich den Anteilseignern über erhöhte Dividendenzahlungen zugutekommen. Die nachhaltige Senkung des Leverage gelang, bei genauerer Betrachtung, nicht über die Reduzierung des Fremdkapitals, denn dies bewegte sich in den letzten Jahren konstant um 1 Billion Yen, sondern durch die Erhöhung des Eigenkapitals. Das Eigenkapital konnte von 197 Milliarden Yen im Jahr 1996 (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 23) um 46 Prozent auf 289 Milliarden Yen im Jahr 2011 (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 45) erhöht werden. Ein wesentlicher Faktor waren dabei die zurückgehaltenen Unternehmensgewinne, welche im gleichen Zeitraum von 78 Milliarden Yen (1997) auf 159 Milliarden Yen im Jahr 2011 (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 45) anstiegen, sich also mehr als verdoppelten. Im Umkehrschluss bedeutet dies jedoch, dass diese Gewinne in diesen Jahren nicht an die Shareholder in Form von Dividenden ausgeschüttet wurden. Dieses Vorgehen zeigt wiederum, dass der Unternehmensführung die langfristige Entwicklung des Unternehmens wichtiger war als die kurzfristige Maximierung des Shareholdervalue. Diese Maßnahme spiegelt sich auch implizit in der zeitlichen Entwicklung des „Return on Equity“ wider.

Abbildung 35: Entwicklung des ROE im Zeitablauf KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 45–46; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 34–35; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 31–32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 28–29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 43–44.

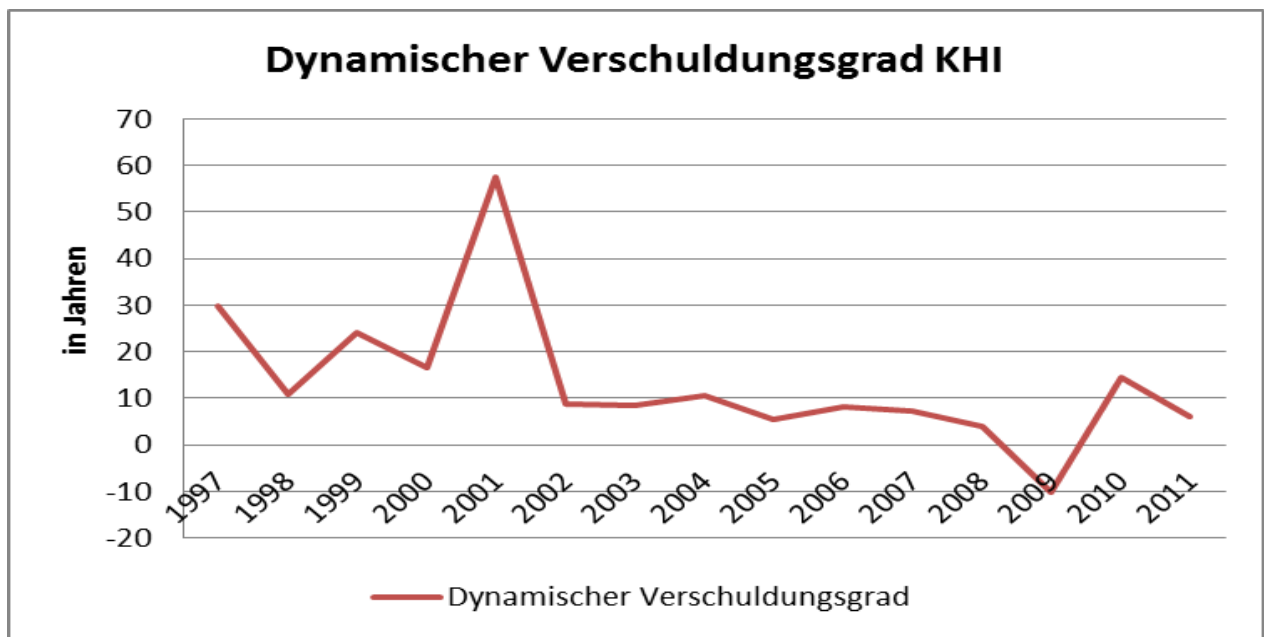
Eine nähere Betrachtung des ROE von Kawasaki Heavy Industries im Zeitablauf zeigt, dass dieser in den letzten Jahren ebenfalls sehr stark schwankte und in den Jahren nach 2007 im Gleichschritt mit der Reduzierung des Leverage absank. Im Mittel erwirtschaftete das Unternehmen in den letzten 19 Jahren einen ROE von 5,1 Prozent. Zwischen 1997 und 2011 wurde eine Eigenkapitalrendite von 3,9 Prozent erreicht, wodurch Kawasaki Heavy Industries deutlich über dem Durchschnitt von 2,7 Prozent aller untersuchten Unternehmen liegt. Demgegenüber fielen die Schwankungen des ROE im Untersuchungszeitraum jedoch stärker aus. Den Spitzenwerten von über 11 Prozent im Jahr 2008 stehen negative ROE in den Jahren 1999 bis 2001 sowie im Jahr 2010 gegenüber. Hier liegt der schlechteste Wert bei über –10 Prozent im Jahr 2000. Die hohen Werte (sowohl die positiven als auch die negativen) wurden in der Vergangenheit durch die oben erwähnte niedrige Eigenkapitalquote und durch das sehr hohe Leverage erreicht und beeinflusst.

Jedoch gelang es Kawasaki Heavy Industries trotz der Reduzierung des Leverage den ROE auf einem hohen Niveau zu halten und sogar den oben erwähnten Spitzenwert von 11 Prozent im Jahr 2008 bei einem Leverage von 3,4 im gleichen Jahr zu erreichen. Allerdings sank der ROE, wie oben erläutert, in den letzten Jahren ab, die Reduzierung des Leverage konnte man also nicht weiter überkompensieren und so machte sich dieser zunehmend für die Anteilseigner bemerkbar.

4.2.4 Dynamischer Verschuldungsgrad

Der dynamische Verschuldungsgrad (am operativen Cashflow gemessen) entwickelte sich dabei in den letzten Jahren ebenfalls sehr schwankend und war in Einzeljahren extrem hoch. Der Spitzenwert wurde dabei im Jahr 2001 erreicht. Mit dem operativen Cashflow dieses Jahres hätte Kawasaki Heavy Industries 57 Jahre benötigt, um seine Schulden komplett abzubauen, unter der Prämisse, dass es keine weiteren Schulden aufgenommen hätte und sein gesamter operativer Netto-Cashflow in die Schuldentilgung geflossen wäre. Ein weiteres extremes Jahr war das Jahr 2009. In diesem Jahr wurde ein negativer operativer Cashflow erwirtschaftet. Die Ausgaben im operativen Bereich überstiegen die Einnahmen um 17 Milliarden Yen. In diesem Jahr ist der dynamische Verschuldungsgrad in der Grafik negativ. Dieser müsste somit normalerweise aus der Statistik herausgenommen werden. Er wird dennoch in der Grafik dargestellt, da eine „Null“ in der Grafik zu einer falschen Interpretation führen würde.

Abbildung 36: Dynamischer Verschuldungsgrad KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 45–46; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 34–35; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 31–32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 28–29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 43–44.

Im Durchschnitt, exklusive des Jahres 2009 als Messpunkt, lag der dynamische Verschuldungsgrad von Kawasaki Heavy Industries zwischen 1997 und 2011 bei 15 Jahren. Allerdings gelang es dem Unternehmen seit dem Jahr 2002 kontinuierlich, unter der Zehn-Jahres-Grenze zu bleiben. Erst im Jahr 2010 sprang dieser Wert wieder über die Zehn-Jahre-Marke auf 14 Jahre, konnte im nachfolgenden Jahr aber wieder reduziert werden. Diese Reduzierung gelang durch den kontinuierlichen Abbau von Schulden (siehe oben) zwischen den Jahren 2002 und 2007. Seit 2008 steigen die Schulden wieder an, dem Unternehmen gelang es jedoch, auch den operativen Cashflow entsprechend zu erhöhen.

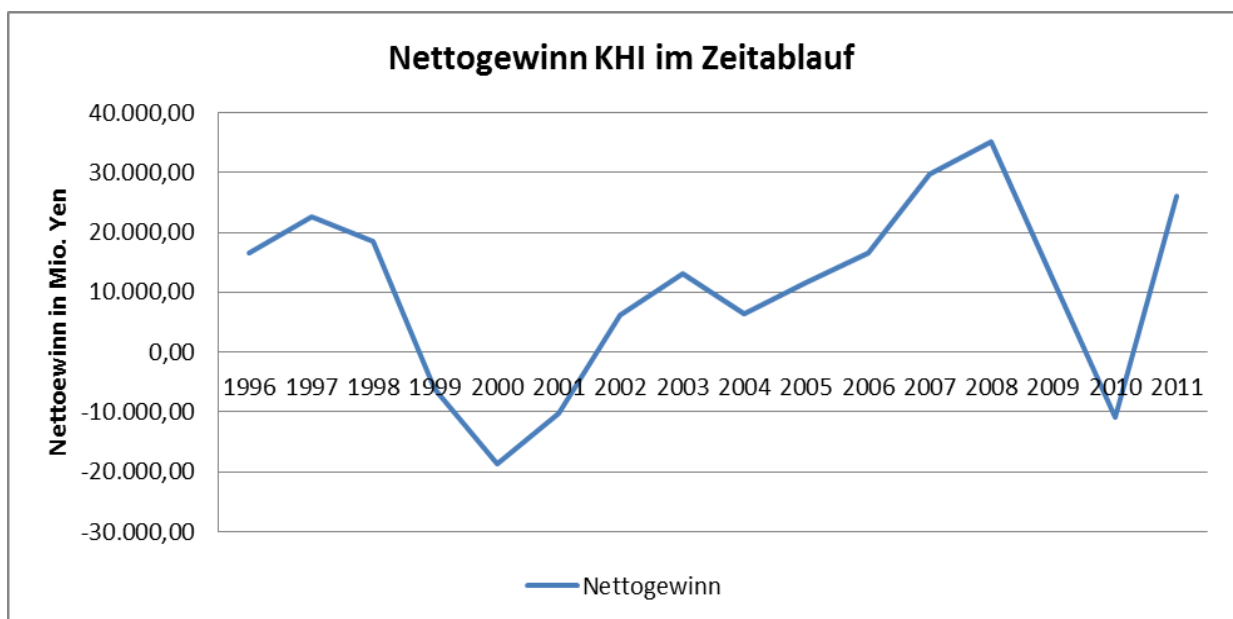
Betrachtet man jedoch die Entwicklung des Ratings von Kawasaki Heavy Industries über die letzten 15 Jahre, so erkennt man, dass die Bonität zwischen 1998 und 2000 mit einem guten A+ bewertet, anschließend auf A- gesenkt und zwischen 2001 und Mitte 2007 sogar noch eine weitere Stufe auf BBB+ heruntergestuft wurde. Seit dem 21.09.2007 genießt Kawasaki Heavy Industries jedoch wieder ein Rating von A-, und dies trotz seiner relativ hohen Verschuldung und des hohen dynamischen Verschuldungsgrads.¹⁹

¹⁹ Moody's, <https://www.moody's.com/credit-ratings/Kawasaki-Heavy-Industries-Ltd-credit-rating-434500>, 12.03.2013.

4.2.5 Entwicklung der Dividenden im Zeitablauf

Im nächsten Abschnitt wird die Entwicklung der Dividenden, der Dividenden je Aktie, des Nettogewinns und der damit verbundenen Ausschüttungsquote im Zeitablauf analysiert. Wie bereits weiter oben beschrieben, veröffentlicht Kawasaki Heavy Industries in seinen Jahresabschlüssen keine Angaben über die Ausschüttungsquote. Sie muss über die Angaben der Dividende, der Dividende pro Aktie und des Nettogewinns beziehungsweise Nettogewinns je Aktie rechnerisch ermittelt werden. In den Jahren zwischen 1996 und 2011 gelang es Kawasaki Heavy Industries durchschnittlich einen jährlichen Nettogewinn von 10,5 Milliarden Yen zu erzielen. Nur zwischen den Jahren 1999 und 2001 sowie im Jahr 2010 wies das Unternehmen am Jahresende einen Verlust aus. Langfristig ist dem Unternehmen sogar gelungen, das jährliche Nettoergebnis kontinuierlich zu steigern. Die höchsten Gewinne wurden in den Jahren 2007 und 2008 mit 29,7 respektive 35,1 Milliarden erzielt, der Nettogewinn in diesen beiden Jahren war damit mehr als doppelt so groß als der durchschnittliche Gewinn zwischen den Jahren 1996 und 2007 (exklusive der Verlustjahre 1999 bis 2001), der bei 13,9 Milliarden lag. Nach dem Jahr 2009 mit einem niedrigen Nettogewinn und dem Verlustjahr 2010 gelang es dem Unternehmen im Jahr 2011, wieder einen hohen Nettogewinn zu erwirtschaften. Mit rund 25,9 Milliarden Yen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 5) war dieser nicht wieder so hoch wie der im Rekordjahr 2008, erreichte allerdings fast das Niveau vom Jahr 2007.

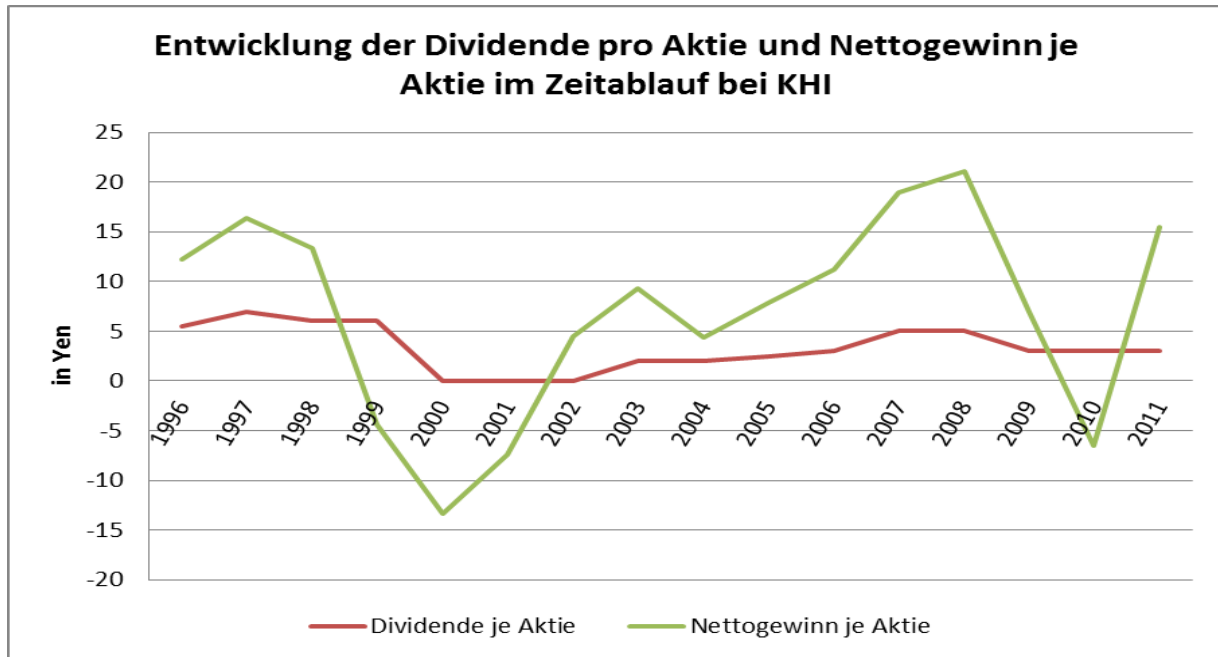
Abbildung 37: Nettogewinn KHI im Zeitablauf



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 37; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 24; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

Nun stellt sich die Frage, wie viel vom erzielten Gewinn der einzelnen Jahre jeweils an die Anteilseigner ausgeschüttet wurde und wie viel im Hinblick auf die Schaffung von Investitionen oder die Bildung von Rücklagen im Unternehmen verblieb. Bei der Entwicklung der Dividenden zwischen 1996 und 2011 erkennt man, dass Kawasaki Heavy Industries versucht hat, die Zahlungen an seine Aktionäre im Zeitablauf zu glätten (ähnlich wie zum Beispiel Mitsubishi Heavy Industries). Über mehrere Jahre hinweg wurden den Anteilseignern relativ konstante Dividenden gezahlt, unabhängig vom erwirtschafteten Nettogewinn je Aktie. In Jahren, in denen ein negatives Ergebnis erwirtschaftet wurde (wie in den Jahren 1999 bis 2001), verzichtete man sogar auf eine Ausschüttung, die über eine Reduzierung der Gewinnrücklagen hätte erfolgen müssen. Nur in den Jahren 1999 und 2010 erfolgte eine Dividendenausschüttung, obgleich das Jahresergebnis je Aktie negativ war. Im Gegensatz dazu erfolgte im ersten positiven Jahr nach den Krisenjahren, im Jahr 2002, keine Dividendenzahlung. Im Durchschnitt schüttete Kawasaki Heavy Industries zwischen 1996 und 2011 4 Yen pro Aktie aus. Der durchschnittliche Nettogewinn je Aktie lag hierbei bei 7,8 Yen im gleichen Zeitraum (ohne die Verlustjahre 1999 bis 2001 beträgt der durchschnittliche Nettogewinn je Aktie 11,6 Yen). Man sieht an dieser Auswertung sehr gut, dass Kawasaki Heavy Industries zum einen versucht, die Anteilseigner entsprechend am Unternehmenserfolg zu beteiligen, zum anderen aber verfolgt das Unternehmen auch eine langfristige Strategie und achtet auch auf die mittelfristige beziehungsweise langfristige Entwicklung. Diese Entwicklung kommt wiederum auch mittelfristig oder langfristig orientierten Anteilseignern zugute. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Ausschüttungsquote der letzten 15 Jahre wider. Hierbei fällt allerdings auf, dass in den betrachteten Jahren nie mehr als 45 Prozent des Nettogewinns an die Aktionäre in Form von Dividenden ausgeschüttet wurden.

Abbildung 38: Entwicklung der Dividende pro Aktie und Nettogewinn je Aktie im Zeitablauf KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 37; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 24; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2000: 21.

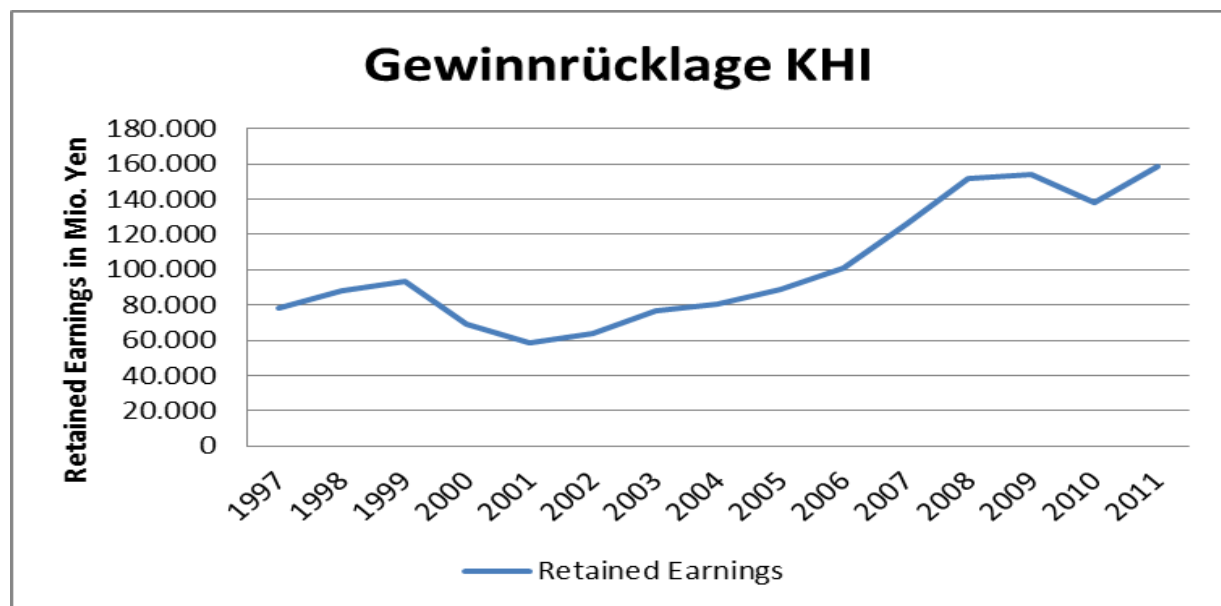
Abbildung 39: Ausschüttungsquote KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 37; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 24; KAWASAKI INDUSTRIES 2000: 21.

Die durchschnittliche Ausschüttungsquote lag zwischen 1996 und 2011 bei rund 33,7 Prozent. Die Analyse wurde jedoch um die Ausreißerjahre 1999 und 2010 bereinigt. In diesen Jahren wurde trotz des negativen Ergebnisses den Anteilseignern eine Dividende aus den Reserven des Unternehmens gezahlt. Zwischen den Jahren 2005 und 2008 wurden sogar durchschnittlich nur rund 27 Prozent an Dividende ausgeschüttet, obgleich man den Nettogewinn je Aktie kontinuierlich steigern (siehe oben) und in den Jahren 2007 und 2008 Rekordgewinne erzielen konnte. Erst 2009 wurde die Ausschüttungsquote wieder auf über 40 Prozent (42,8 Prozent) erhöht. Nach dem Einbruch im Jahr 2010, als man trotz Negativergebnis eine Dividende ausschüttete, wurden 2011 nur noch 19,4 Prozent des Nettogewinns an die Aktionäre ausgezahlt. Insgesamt wurden in dem betrachteten Zeitraum weit über 75 Milliarden Yen in Form von Dividenden ausgeschüttet, die dann nicht mehr für Investitionen zur Verfügung standen. Bei der oben erwähnten hohen Verschuldung von aktuell 489 Milliarden Yen wäre dieser Wert signifikant geringer ausgefallen, wenn man die Dividenden nicht ausgeschüttet hätte. Allerdings gelang es dem Unternehmen auch, durch die Verdoppelung der Kapitalrücklage in den letzten 14 Jahren das Eigenkapital nachhaltig zu erhöhen. Zwischen 1997 und 2011 stieg die in der Bilanz ausgewiesene Gewinnrücklage von rund 78 Milliarden Yen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 33) um 81 Milliarden Yen auf 159 Milliarden Yen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 45) an. Wie man in Abbildung 40 sehen kann, sank die Gewinnrücklage von Kawasaki Heavy Industries zwischen 1999 und 2001, stieg in den Folgejahren jedoch wieder kontinuierlich an.

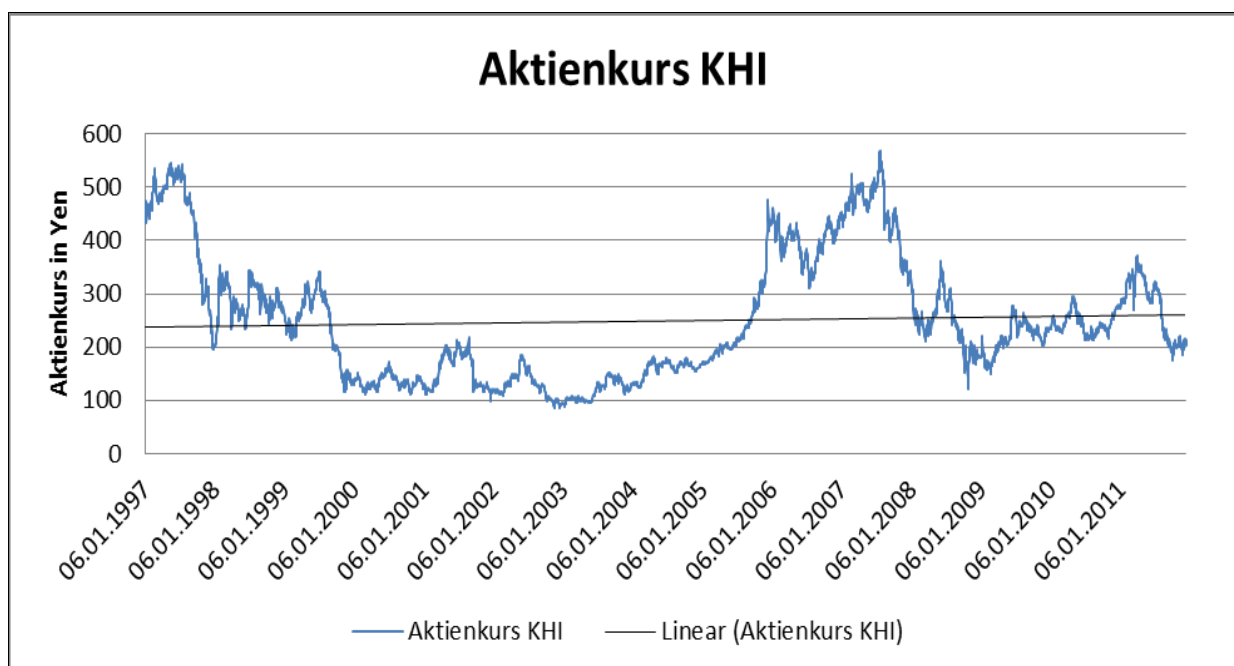
Abbildung: 40: Gewinnrücklage KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 45–46; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 34–35; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 31–32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 28–29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 43–44.

Abschließend wird die Entwicklung des Aktienkurses im Zeitablauf betrachtet. Wie bei fast allen Unternehmen in Japan sank der Aktienkurs für Kawasaki Heavy Industries seit dem Platzen der Bubble Economy im Jahr 1990 langfristig. Die lineare Regression des Aktienkurses des Unternehmens zeigt jedoch für den Betrachtungszeitraum vom Beginn des Jahres 1997 an eine leicht positive Steigung von 0,004. Der Aktienkurs stieg also trotz Finanzkrise in den letzten 15 Jahren im Durchschnitt stetig an und schneidet somit deutlich besser ab als der Nikkei-Index, der für den gleichen Zeitraum eine negative Steigung von $-1,19$ und somit einen negativen Gesamttrend aufweist.

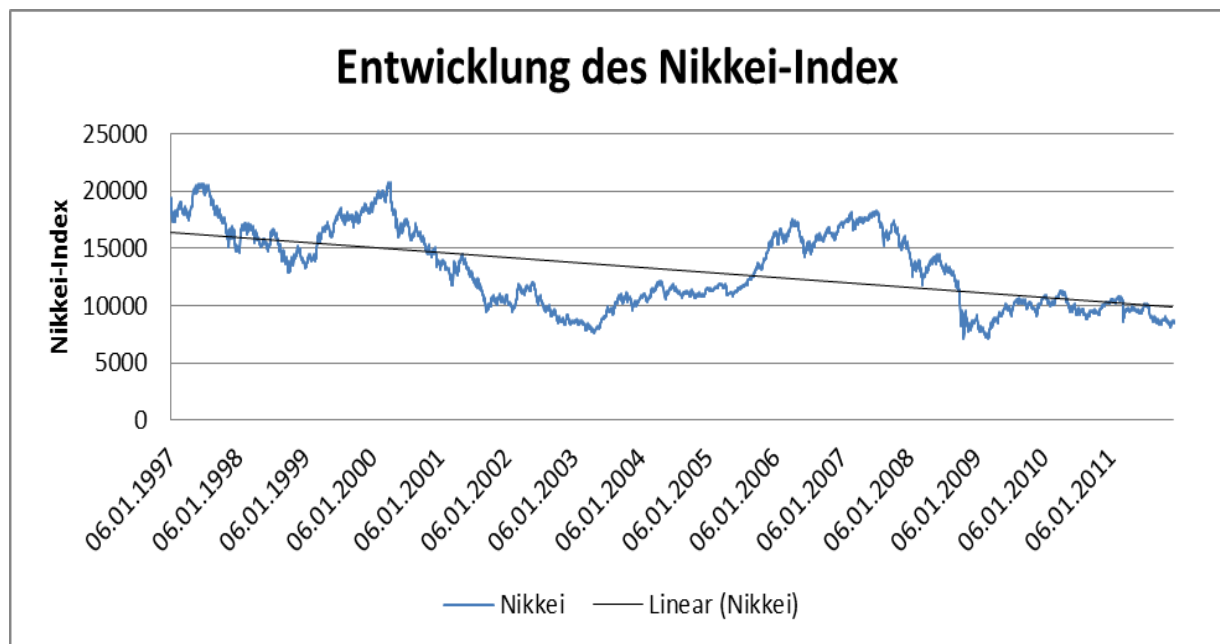
Abbildung 41: Aktienkursverlauf KHI (1997–2011)



Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Im Verhältnis zum Durchschnitt der hier untersuchten Unternehmen weist die Entwicklung der Aktienkurse von Kawasaki Heavy Industries über die letzten 15 Jahre den zweitbesten Aktienkurstrend mit einer Steigung von 1,19 auf und liegt, ähnlich wie zum japanischen Gesamtmarkt, deutlich über dem durchschnittlichen Trend/Steigung der in der Arbeit untersuchten Firmen von $-0,015$. Die Anleger schätzten und schätzen also die vergangene Entwicklung des Unternehmens verbunden mit den erreichten Jahresergebnissen und den ausgeschütteten Gewinnen sowie das künftige Potenzial deutlich über dem japanischen Gesamtmarkt ein.

Abbildung 42: Verlauf Nikkei-Index (1997–2011)



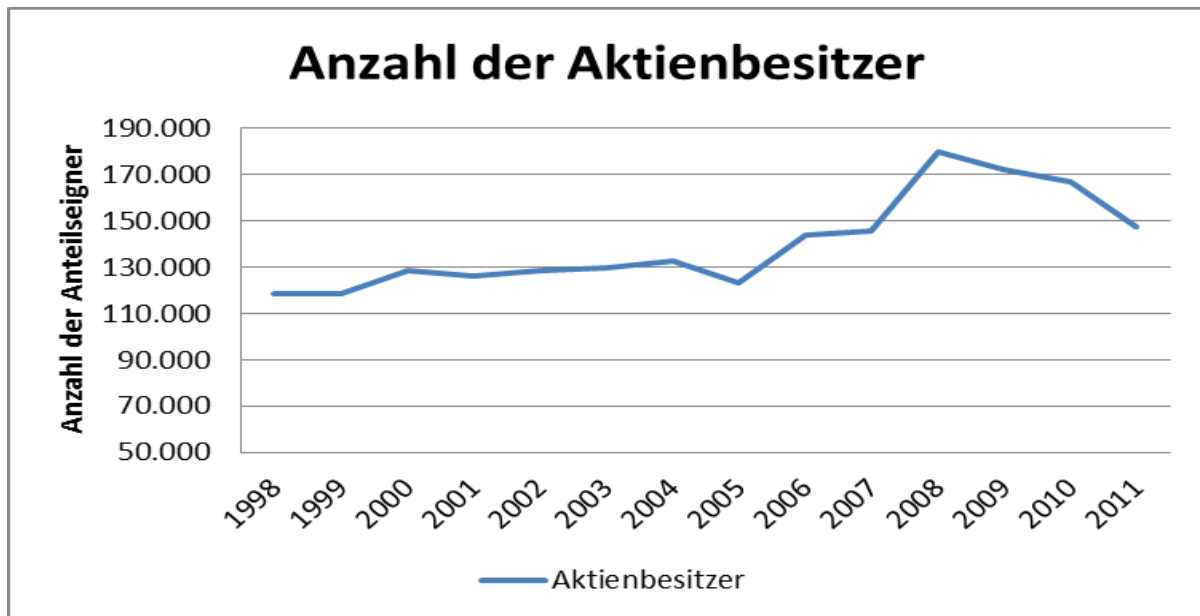
Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

4.2.6 Änderungen der Besitzverhältnisse

In diesem Abschnitt werden die Veränderungen der Eigentümerstruktur von Kawasaki Heavy Industries dargestellt. Wichtig hierbei ist die Frage, wie sich die Besitzverhältnisse beim Eigenkapital verändert haben. Sind die Aktien eher in einem Streubesitz oder besitzen einige wenige Anleger (institutionelle und private) einen Großteil der Aktien und wie veränderte sich die Zusammensetzung im Zeitablauf? Wie bei den Angaben zu den Finanzkennziffern im obigen Abschnitt schwankte dabei der Informationsgehalt der Veröffentlichungen in den Geschäftsberichten von Kawasaki Heavy Industries teilweise sehr stark. Teilweise mussten für eine tiefgreifende Analyse weitere indirekte Angaben aus den Geschäftsberichten herangezogen werden, um ein klares Bild zeichnen zu können. So macht Kawasaki Heavy Industries im gesamten Untersuchungszeitraum keinerlei Angaben zu den größten Anteilseignern des Unternehmens in den Geschäftsberichten. Eine weitere Untersuchung frei zugänglicher Quellen ergab auch keine weiteren Informationen zu den Anteilseignern. Hierzu lassen sich also keine direkten Aussagen treffen. Im Geschäftsbericht 2011 weist Kawasaki Heavy Industries zum 31.03.2011 ein Grundkapital von 104,34 Milliarden Yen auf, das sich auf 1,67 Milliarden Aktien aufteilte (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 93). Im Vergleich zu den Vorjahren wurde das Kapital durch die Ausgabe von rund 1 Million neuer Aktien leicht erhöht (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2010: 87). Die Anzahl der Aktienbesitzer wird im Jahr 2011 mit 147.498 beziffert (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 93). Leider werden, wie oben bereits beschrieben, in den

Geschäftsberichten keine näheren Angaben zur genauen Zusammensetzung der Aktienbesitzer gemacht. Auch ist nicht ersichtlich, welchen Anteil ausländische Investoren einnehmen oder wie hoch der Anteil an Banken und anderen Industrieunternehmen ist.

Abbildung 43: Anzahl der Aktienbesitzer KHI



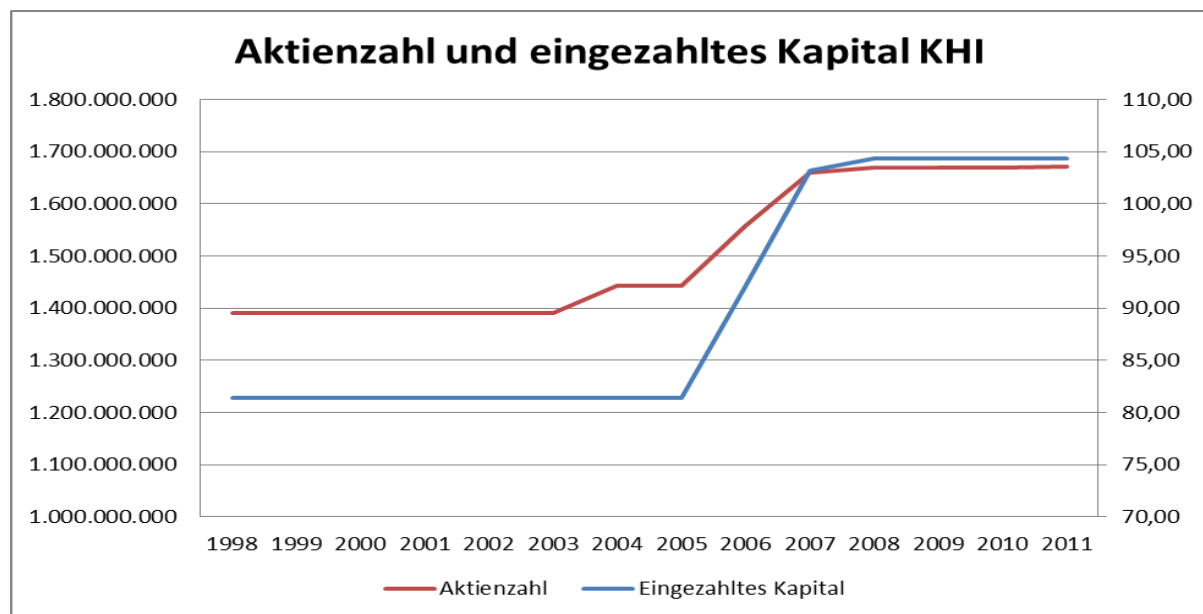
Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 91;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2010: 85; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 63;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 63; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2007: 65;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 63; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 59;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2004: 57; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2003: 55;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 53; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2001: 53;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2000: 49; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 58;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 51.

Die Aktien wurden im Jahr 2011 an den Börsen von Tôkyô, Ôsaka und Nagoya gehandelt. Erwähnenswert ist an dieser Stelle auch, dass zwischen 2001 und 2003 die Aktien des Unternehmens ebenfalls an den Börsen von Sapporo und Fukuoka gehandelt wurden und zwischen den Jahren 1998 und 2000 darüber hinaus noch an den Börsen von Kyôto, Hiroshima und Niigata. Die Zahl der Börsen, an denen die Aktien des Unternehmens aktiv gehandelt wurden, nahm also im Laufe des Untersuchungszeitraums ab. In den letzten 13 Jahren stieg die Anzahl der Aktienbesitzer bei Kawasaki Heavy Industries von ca. 118.000 auf über 147.000 an. Diese Zahl ist in den letzten drei Jahren wieder rückläufig. Zwischen 2005 und 2008 wuchs die Zahl der Anteilseigner stark an und erreichte im Jahr 2008 mit knapp 179.000 Aktionären ihren Höhepunkt.

In Abbildung 44 erkennt man, dass sich auch bei Kawasaki Heavy Industries der Streubesitz der Aktien in den letzten fünf bis sechs Jahren stark vergrößert hat. Jedoch trägt die Zahl ein

wenig, da gleichzeitig mit dem Anstieg der Anteilseigner von Kawasaki Heavy Industries auch die Zahl der ausgegebenen Aktien über mehrere Kapitalerhöhungen vergrößert wurde. Betrug das einbezahlte Kapital 1998 noch 81,4 Milliarden Yen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 57), so wurde es zwischen 2006 und 2008 schrittweise auf 104,3 Milliarden Yen angehoben. Dabei stieg die Anzahl der Aktien von 1,3 Milliarden Stück auf 1,6 Milliarden Stück. Im Geschäftsjahr 2011 wurde diese Zahl noch einmal leicht um etwas mehr als 1 Million Stück erhöht. Um festzustellen, ob sich der Streubesitz wirklich vergrößert hat, muss man die Aktienzahl in ein Verhältnis zu den Anteilseignern setzen. Auf diese Weise erhält man die durchschnittliche Aktienzahl pro Aktionär. Wenn diese Zahl im Zeitablauf sinkt, wurde der Streubesitz vergrößert.

Abbildung 44: Aktienzahl und eingezahltes Kapital KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 91;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2010: 85; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 63;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 63; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2007: 65;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 63; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 59;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2004: 57; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2003: 55;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 53; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2001: 53;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2000: 49; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 58;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 51.

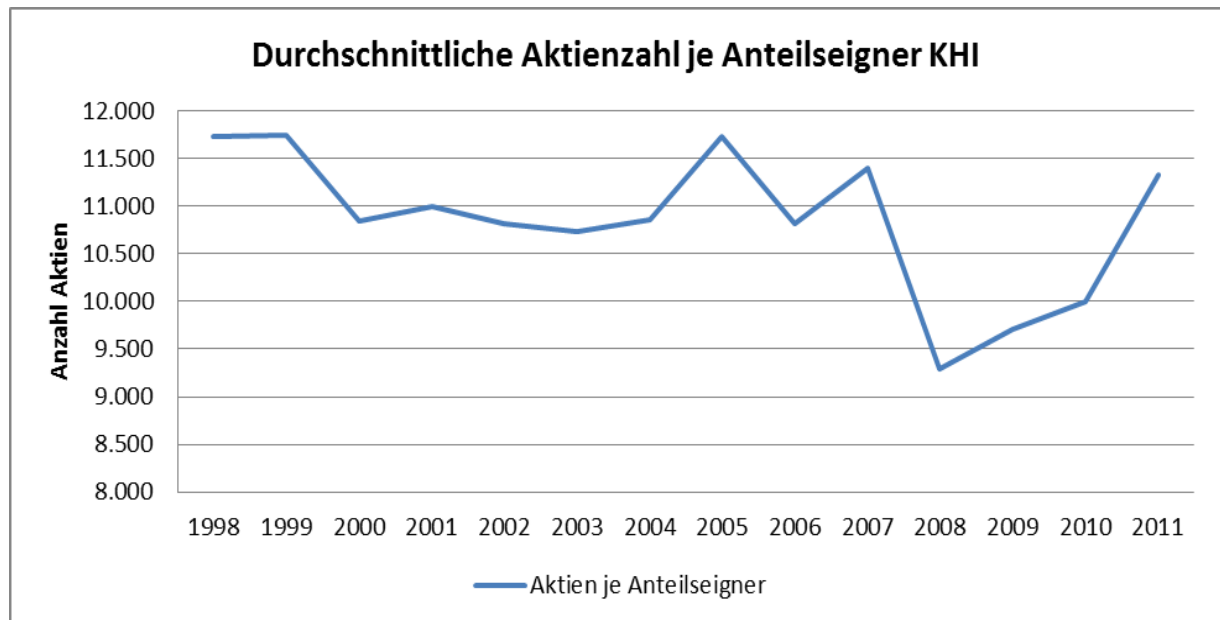
In Abbildung 45 wird deutlich, dass die Zahl an durchschnittlichen Aktien pro Aktionär zwischen 1998 und 2003 leicht absank, um anschließend wieder anzusteigen.

In den Jahren der Kapitalerhöhungen zwischen 2006 und 2009, und hierbei insbesondere im Jahr 2008, sank die Zahl von 11 000 Aktien pro Aktionär wieder auf rund 9000 Aktien.

Nach 2009 stieg diese Zahl wieder, um 2011 schließlich die 11 000er-Marke zu erreichen. Der Streubesitz ist also in den letzten drei Jahren zunehmend zurückgegangen. Die Ausgabe neuer

Aktien führte nicht dazu, dass mehr Aktionäre in den Besitz von Anteilsscheinen kamen, sondern dazu, dass die Anteile in den letzten Jahren zum Großteil von den bereits bestehenden Anteilseignern aufgekauft wurden.

Abbildung 45: Durchschnittliche Aktienzahl je Anteilseigner KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 91;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2010: 85; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 63;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 63; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2007: 65;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 63; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 59;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2004: 57; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2003: 55;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 53; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2001: 53;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2000: 49; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 58;
KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 51.

Auch Kawasaki Heavy Industries wird wegen der hier vorgestellten und vom Management angewendeten Methoden in der Unternehmensfinanzierung eindeutig den hybriden Unternehmen zugeordnet. Insbesondere die Verwendung von verschiedenen Methoden der Finanzierung über den Kapitalmarkt, wie die Emission von Anleihen oder Kapitalerhöhungen, sind für mich ein für hybride Unternehmen typisches Merkmal. Jedoch gibt es bei der Unternehmenssteuerung auch noch viele traditionelle Elemente, wie den von mir aufgezeigten Vorzug der langfristigen Verbesserung der Eigenkapitalquote beziehungsweise der Reduzierung des Leverage auf Kosten der ausgeschütteten Dividenden und somit der Aktienbesitzer.

4.3 Fuji Heavy Industries

Heutzutage kennt man Fuji Heavy Industries vor allem als Hersteller der Automarke Subaru. Diese Autosparte von Fuji Heavy Industries erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2010/11 rund 90 Prozent des kompletten Umsatzes des Konzerns (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 26).

Dennoch wird das Unternehmen mit in die Unterschuhung aufgenommen, denn Fuji Heavy Industries war einer der ersten Hersteller von Flugzeugen in Japan und produziert auch noch heute viele Komponenten für die großen Flugzeughersteller Boeing und Airbus.

Die Geschichte von Fuji Heavy Industries geht auf das Jahr 1917 zurück. In diesem Jahr gründete der japanische Militärpilot Nakajima Chikuhei mithilfe seines Partners Kawanishi Seibei, einem Ingenieur, ein Unternehmen namens „Japanese Aeroplane Manufacturing Work Co. Ltd“ (*Nihon Hikôki Seisakusho KK*). Ein Jahr später wurde das Unternehmen in „Nakajima Aircraft Factory“ umbenannt, nachdem sich die Geschäftspartner getrennt hatten. Das Unternehmen erhielt in dieser Zeit den ersten Auftrag über den Bau von 20 Flugzeugen für die japanische Luftwaffe (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI 1985: 62–65). Während der 1930er- und 1940er-Jahre produzierte das Unternehmen vornehmlich sehr erfolgreich eine Großzahl verschiedener Bomber und Kampflugzeuge für das Militär. Im Bereich zivile Luftfahrt wurde 1936 ein Passagierflugzeug entworfen und produziert. Daneben stellte man Triebwerke her und entwickelte eigenständig den Prototypen eines Jet-Kampfflugzeugs und einen weiteren Prototyp mithilfe der deutschen „Messerschmitt AG“. Kurz vor dem Ende des 2. Weltkriegs wurde das Unternehmen in „Fuji Sangyô“ umbenannt. Nach Ende des 2. Weltkriegs wurde es jedoch zerschlagen und ein Nachfolgeunternehmen mit dem Namen „Tôkyô Fuji Sangyô“ wurde gegründet, das 1953 ein weiteres Mal in „Fuji Heavy Industries“ umbenannt wurde. Das Listing an der Börse Tôkyô erfolgte erstmals im Jahre 1960 (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI 1985: 62–65). 1953 wurde das erste Flugzeug, die T-34A (ein Trainingsflugzeug) produziert und ab 1960 erfolgte die Produktion des T-1, ebenfalls ein Trainingsflugzeug, das jedoch mit einem Jetantrieb ausgestattet war. In den Folgejahren expandierte das Unternehmen in andere Bereiche. So begann Fuji Heavy Industries ebenfalls im Jahr 1953 mit der Produktion eines Busses und 1955 folgte die Herstellung eines Prototyps mit dem Namen „Subaru“ für ein Automobil. 1958 rollte dann das erste Auto vom Produktionsband und in den Folgejahren etablierte sich die Automarke Subaru. Im Bereich Flugzeugsbau entwickelte man bei Fuji Heavy Industries verschiedene Komponenten und Triebwerke für Flugzeuge. Im Jahr 1963 wurde mit der Produktion eines Helikopters begonnen. 1969 wurde in Utsunomiya eine Fabrik eröffnet, in der Flugzeuge und Komponenten von Flugzeugen produziert wurden (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI

1985: 62–65). In diesem Bereich produzierte man zwischen 1965 und 1977 über 250 Leichtflugzeuge vom Typ „Aero Subaru FA-200“. Man baute einen Kampfhubschrauber für das Militär und stellte zusammen mit der „Raytheon Aircraft Company“ den „Hawker Horizon Business Jet“ her. Die größten wirtschaftlichen Erfolge erreichte das Unternehmen jedoch in der Produktion von Turbinen und Flugzeugkomponenten (NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI 1985: 62–65). So stellte man seit 1978 Komponenten für die Boeing 767, 777 (seit 1991) und 787 (seit 2007) her und lieferte ebenfalls Komponenten an Airbus, das diese im A380 verbaute (seit 2003). Neben dem reinen Flugzeug- und Komponentenbau sowie dem Bau von Turbinen engagierte sich Fuji Heavy Industries in der Produktion von Helikoptern. Darüber hinaus beteiligte sich das Unternehmen 1996 am Bau von Einzelteilen für das orbitale Flugzeug der NASDA (National Space Development Agency of Japan).

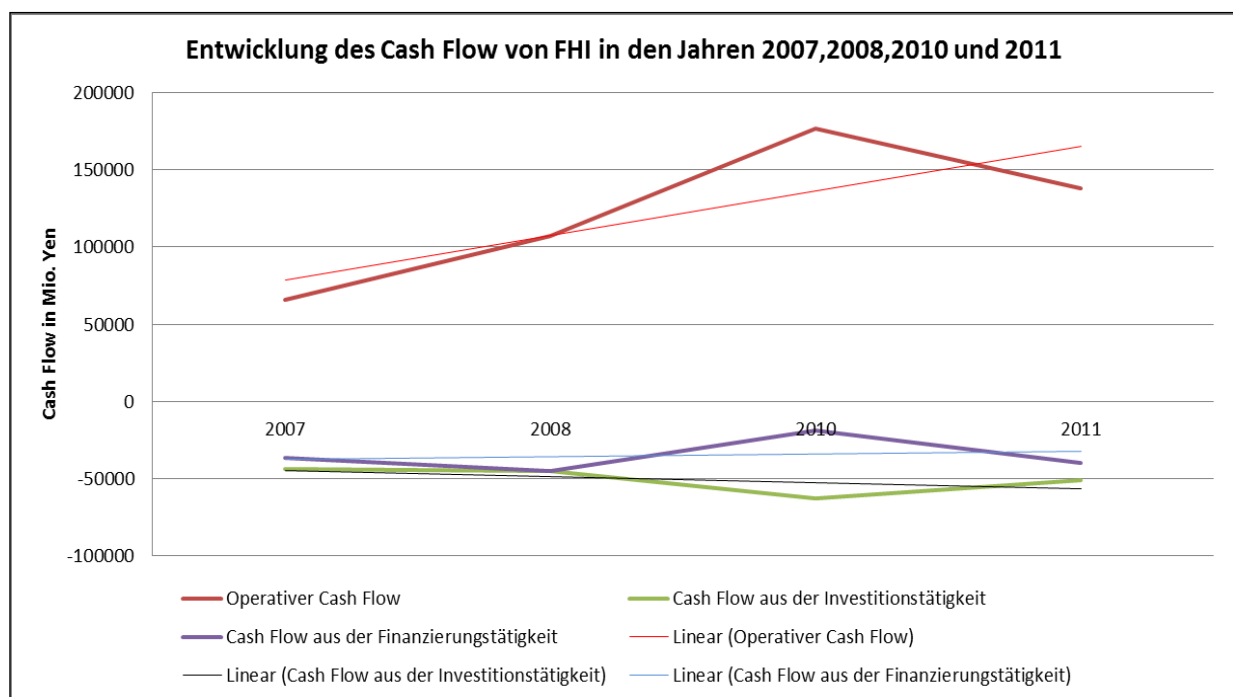
4.3.1 Außen- und Innenfinanzierung

Von Fuji Heavy Industries standen die Geschäftsberichte für die Jahre von 1998 bis 2011 für die Analysen zur Verfügung. Hieraus konnten Datenreihen und Informationen bis in das Jahr 1994 zurückgebildet werden. Leider sind die Daten für einzelne Positionen der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Cashflow-rechnung nicht vollständig, da erst seit dem Geschäftsjahr 1999/2000 von Fuji Heavy Industries eine Bilanz, die Gewinn und Verlustrechnung, eine Cashflowrechnung sowie ein Eigenkapitalspiegel veröffentlicht wird.

Die Analyse der Mittelherkunft und -verwendung bei Fuji Heavy Industries zeigt, dass das Unternehmen in den letzten 16 Jahren einen Großteil seiner Investitionen aus dem erwirtschafteten Cashflow finanzieren konnte und nur einen geringeren Anteil über die Aufnahme von Fremdmitteln in Form von Krediten oder Anleihen finanzieren musste. In den letzten zwei Jahren konnte es sogar einen Teil seiner Schulden tilgen, indem es 2010 und 2011 netto weniger Geld aufnahm, als es durch die Schuldentilgung und Zinsen an die Banken zurückzahlte. 2011 betrug der Nettocashflow aus der Finanzierung –39,4 Milliarden Yen und 2010 –18,6 Milliarden Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 42). 2011 wurden dabei Mittel in Höhe von 68,8 Milliarden Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 42) über die Aufnahme neuer langfristiger Kredite aufgenommen. Dem gegenüber standen 40,7 Milliarden Yen, welche in die Rückzahlung langfristiger Kredite und 43 Milliarden Yen, die in die Rückzahlung kurzfristiger Kredite flossen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 42). Diese Zahlen spiegeln sich auch in den entsprechenden Bilanzpositionen wider. So konnte Fuji Heavy Industries seine Bilanzposition an kurzfristigen Krediten um die oben genannten 43 Milliarden von 142 Milliarden auf 99 Milliarden Yen reduzieren (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Insgesamt konnte das Unternehmen seine Verbindlichkeiten 2011

um gut 10 Prozent oder 36,9 Milliarden Yen verringern (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Im Mittel finanzierte Fuji Heavy Industries zwischen 1996 und 2011 rund 57 Prozent seiner Investitionen über die Einnahmen aus wirtschaftlichen Tätigkeiten, wobei die Verhältnisse in einzelnen Jahren stark schwankten. So gelang es dem Unternehmen im Jahr 2006, nur 10 Prozent seiner Investitionen über den Cashflow zu finanzieren. Zu Beginn der untersuchten Perioden waren diese Verhältnisse ebenfalls geringer. Erst seit 2008 (exklusive des Jahres 2009) ist es dem Unternehmen gelungen, seine Finanzierungstätigkeit entweder so weit zu reduzieren, dass man die benötigten Mittel zum größten Teil selbst erwirtschaften konnte, oder einen höheren Cashflow zu erwirtschaften. Aus Abbildung 46 wird ersichtlich, dass es dem Unternehmen in den Jahren zwischen 2007 und 2011 (ohne das negative Jahr 2009) nachhaltig gelungen ist, seinen operativen Cashflow zu erhöhen.

Abbildung. 46: Cashflowentwicklung von FHI



Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 43; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2010: 42; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2008: 48; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 38.

Die absoluten Cashflows aus der Investitionstätigkeit wiederum stiegen über den Betrachtungszeitraum ebenfalls an (eine negative Steigung bedeutet einen Anstieg der Investitionen, da diese als negativer Cashflow im jeweiligen Jahresabschluss gezeigt werden). Dennoch ist dieser Anstieg nicht so ausgeprägt wie der Anstieg des operativen Cashflows im gleichen Zeitraum beziehungsweise bei den entsprechenden Betrachtungszeitpunkten. Der Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit hingegen konnte nahezu konstant gehalten werden

beziehungsweise verzeichnet sogar einen ganz leichten Rückgang, was an der minimalen positiven Steigung der Regressionsgeraden in der Abbildung 46 deutlich wird. Fuji Heavy Industries ist es also in den letzten fünf Jahren geglückt, den „Cash In“ aus dem operativen Geschäft nachhaltig zu steigern. Im Gegensatz dazu wuchsen die Investitionen im besagten Zeitraum weniger stark an, und die Mittelaufnahme konnte leicht zurückgeführt werden. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Entwicklung der Cash Position in der Bilanz des Unternehmens wider. So stieg diese Bilanzposition von 2007 bis 2011 um mehr als das Vierfache von 52,4 Milliarden Yen im Jahr 2007 (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 35) auf 211,7 Milliarden Yen im Jahr 2011 (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Im gleichen Zeitraum verzeichnet das Net Working Capital, also die Differenz zwischen dem Umlaufvermögen und den kurzfristigen Verbindlichkeiten, ebenfalls einen Anstieg um mehr als das Vierfache. 2007 betrug es noch 31,1 Milliarden Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 35) und im Jahr 2011 bereits 129,6 (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39) Milliarden Yen. In den Jahren 2008 und 2009 sank es sogar auf jeweils 24,7 Milliarden Yen ab (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 39), um dann 2010 schließlich 83,8 Milliarden Yen zu erreichen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Interessant ist in dem Zusammenhang, dass Fuji Heavy Industries zwischen 1997 und 2000 ein negatives Net Working Capital aufwies. Im Jahr 2006 und in den Zwischenjahren pendelte der Wert um die 50 Milliarden Yen und verzeichnete nun den oben geschilderten starken Anstieg. Bemerkenswert in der Betrachtung der letzten 16 Jahre ist ebenfalls, dass Fuji Heavy Industries 2001 und 2009 mehr Geld am Kapitalmarkt aufnahm, als es in diesen Jahren investierte.

Tabelle 4: Investitionen und Mittelherkunft von FHI zwischen 1999 und 2011

in Millionen Yen	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Investition	51,109	62,656	72,385	44,920	42,428	75,775	89,761	127,140	56,088	97,073	88,378	77,921	37,029
davon aus laufenden Cash Flow	90,517	81,216	-8,064	41,820	20,728	41,936	8,996	79,209	-19,794	18,869	-70,289	5,951	13,868
davon aus Mittelaufnahme	-39,408	-18,560	80,449	3,100	21,700	33,839	80,765	47,931	75,882	78,204	158,667	71,970	23,161
Anteil Invest / CF	1.00	1.00	0.00	0.93	0.49	0.55	0.10	0.62	0.00	0.19	0.00	0.08	0.37
Anteil Invest / Verb	0.00	0.00	1.00	0.07	0.51	0.45	0.90	0.38	1.00	0.81	1.00	0.92	0.63

Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 43; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 42; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 30.

Im Jahr 2001 waren dies 158,7 Milliarden Yen, von denen nur etwas mehr als die Hälfte in Investitionen floss (88 Milliarden Yen) (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 36). 2009 wurden 80,4 Milliarden Yen aufgenommen und 72,4 Milliarden Yen investiert (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 41). Im Durchschnitt finanzierte Fuji Heavy Industries seine Investitionen in den Jahren zwischen 1999 und 2011 zu 59 Prozent über die Mittelaufnahme am Kredit- oder Kapitalmarkt. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die erwirtschafteten

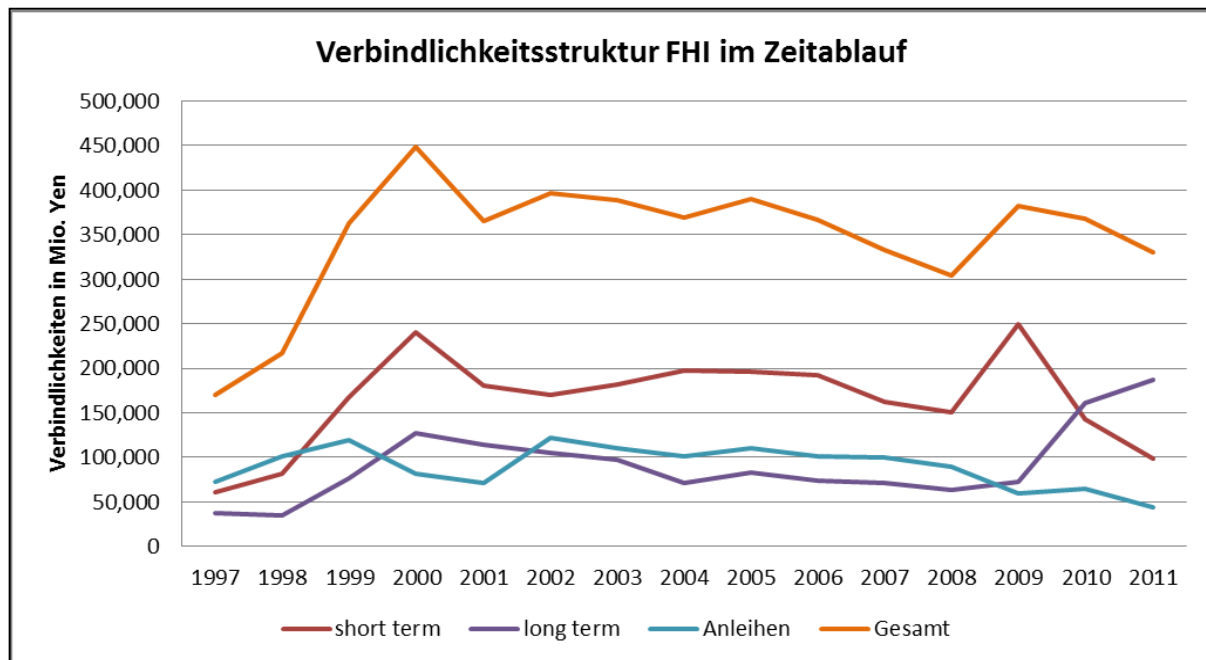
Mittel nur zu 41 Prozent ausreichen, um den Investitionsbedarf zu decken. Das Unternehmen liegt damit weit unter dem Durchschnitt von 51 Prozent aller in dieser Arbeit untersuchten Firmen. Reduziert man den Betrachtungszeitraum auf die Periode zwischen 2000 und 2011, so erhöht sich die Quote leicht auf 41 Prozent bei der Eigenfinanzierung respektive auf 59 Prozent bei der Finanzierung über die Aufnahme von Fremdmitteln.

4.3.2 Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen

Fuji Heavy Industries veröffentlichte zum Stichtag 31.03.2011 einen Schuldenstand von 330 Milliarden Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Davon waren 57 Prozent oder 187,5 Milliarden Yen langfristige Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr. In der Bilanz wird die längste Laufzeit mit dem Jahr 2024 angegeben und die durchschnittliche Verzinsung aller langfristigen Kredite liegt zwischen 1,39 Prozent und 1,44 Prozent jährlich (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 61). Der größte Teil – rund 19 Prozent – der langfristigen Verbindlichkeiten zum 31.03.2011 läuft im Jahr 2014 aus. In den beiden Jahren danach ist der Anteil fast genauso hoch, sodass Verbindlichkeiten, die im Jahr 2017 und später auslaufen, 9 Prozent der gesamten langfristigen Schulden ausmachen. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten betrugen zum Stichtag 31.03.2011 99 Milliarden Yen und machten somit 30 Prozent der gesamten Verbindlichkeiten aus. Die angegebene Verzinsung der kurzfristigen Verbindlichkeiten schwankt dabei zwischen 0,66 Prozent und 0,99 Prozent pro Jahr. Betrachtet man nun die Entwicklung der Verbindlichkeiten im Zeitablauf, so erkennt man, dass Fuji Heavy Industries sich bis zum Jahr 2010 stärker über kurzfristige Kredite als über langfristige Verbindlichkeiten finanzierte. Zwischen 1997 und 1999 und anschließend zwischen 2002 und 2008 überstieg das Nominalvolumen der Anleihen sogar die Höhe der langfristigen Verbindlichkeiten. Erst 2010 wurde die Finanzierungsstrategie radikal geändert. Anstatt kurzfristige Kredite bei den Banken aufzunehmen, schloss man langfristige Kreditverträge ab. Zwischen 2009 und 2011 stieg das Volumen der langfristigen Verbindlichkeiten um 114,9 Milliarden Yen an, von 72,5 Milliarden Yen (2009) auf 187,4 Milliarden Yen.

Hierbei ergab sich der größte Sprung zwischen 2009 und 2010, denn in diesem einen Jahr stieg das Volumen um 88,9 Milliarden Yen an (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 60). In den letzten 15 Jahren lag das Volumen der kurzfristigen Kredite im Mittel bei 164,6 Milliarden Yen, das Volumen der langfristigen Kredite hingegen betrug im gleichen Zeitraum nur 91,7 Milliarden Yen. Das Volumen an Anleihen rangiert mit 89,9 Milliarden Yen nur kurz hinter den langfristigen Krediten.

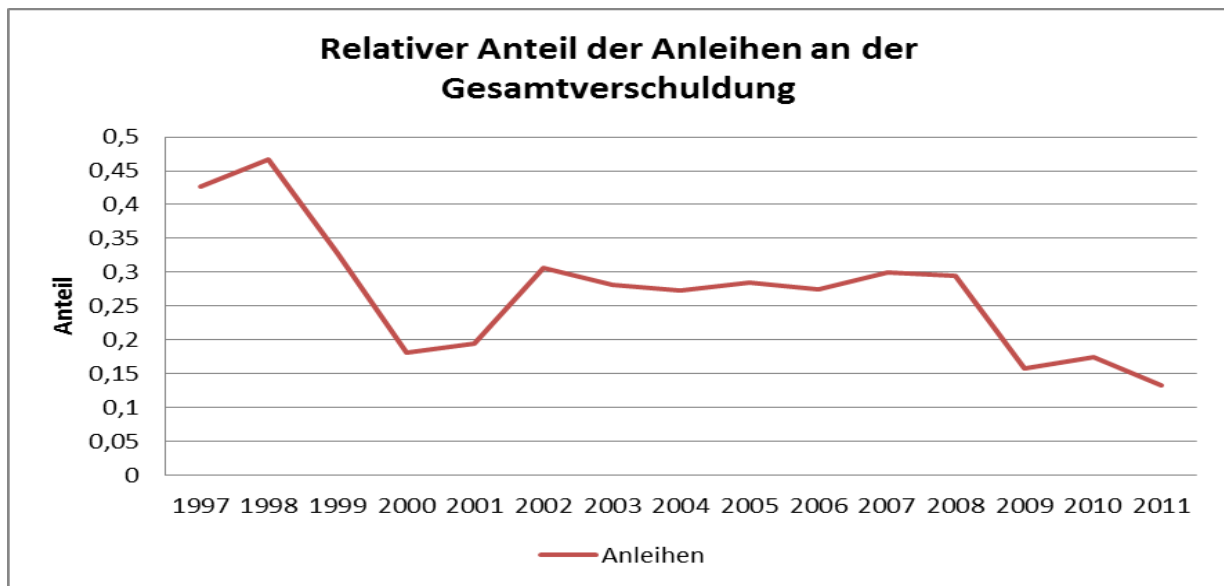
Abbildung 47: Verbindlichkeitsstruktur von FHI im Zeitablauf



Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 30; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 27.

In Abbildung 48 ist zu erkennen, dass die ausgegebenen Anleihen (vom Nominalvolumen) zwischen 2002 und 2008 das zweitgrößte Finanzierungsvehikel darstellten. Das Nominalvolumen lag in diesem Zeitraum im Mittel 23,8 Milliarden über dem Volumen der langfristigen Kredite. In diesem Zeitraum wurden ungefähr 30 Prozent aller Verbindlichkeiten durch die ausgegebenen Anleihen gebildet. Nur in den Jahren von 1997 bis 1999 wurden noch höhere Anteile erreicht. Das Spitzenjahr stellt dabei das Jahr 1998 mit einem Anteil von fast 47 Prozent dar. In diesem Jahr und im Jahr zuvor (1997) stellten die Anleihen sogar den größten Anteil im Verhältnis zu den Gesamtschulden und überholten mit einem Nominalvolumen von 72,2 Milliarden Yen (1997) beziehungsweise 101,2 Milliarden Yen (1998) sogar die kurzfristigen Verbindlichkeiten mit 60,5 Milliarden Yen (1997) respektive 81,3 Milliarden Yen (1998).

Abbildung 48: Relativer Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung

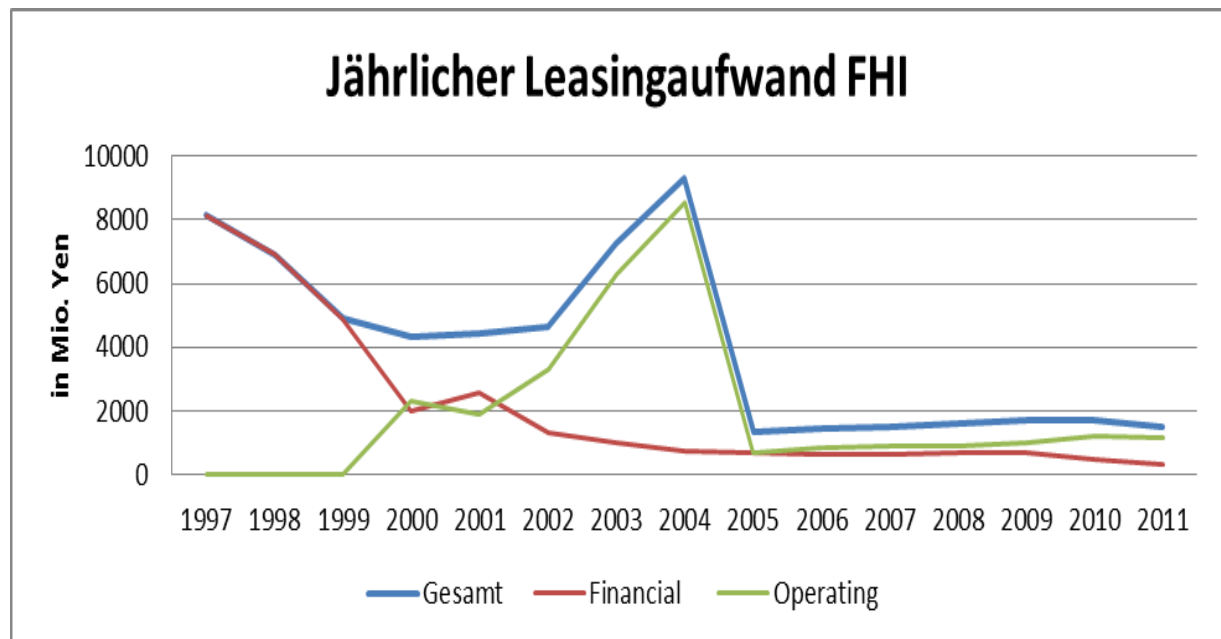


Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 30; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 27.

Auch die Entwicklung des Leasingaufwands ist bei Fuji Heavy Industries genauer zu betrachten und zu analysieren. In Abbildung 49 sieht man deutlich, in welchem Maße sich der Leasingaufwand nach den Spitzenjahren 2003 und 2004 verringerte, um seitdem auf sehr niedrigem Niveau zu stagnieren. Der Leasingaufwand stieg zwischen 2000 und 2004 um mehr als das Doppelte, von 4,4 Milliarden Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 28) auf 9,3 Milliarden Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2004: 39) jährlich, nachdem er zu Beginn des Jahrtausends ebenfalls um die Hälfte gesunken war. Stellt man jedoch den Leasingaufwand in ein Verhältnis zum gesamten Aufwand der einzelnen Jahre, so stellt man fest, dass 1997 der Leasingaufwand ungefähr 1,2 Prozent vom gesamten Aufwand des gleichen Jahres ausmacht. Im Jahr 2004, in dem der höchste nominale Leasingaufwand im Untersuchungszeitraum zu verzeichnen ist, beträgt der Anteil am Gesamtaufwand nur noch 0,8 Prozent und sinkt in den Folgejahren weiter auf 0,1 Prozent ab. Fuji Heavy Industries veröffentlicht sehr präzise Angaben zu seinen Leasingaufwendungen und seinen Leasingarten sowie einzelnen Laufzeiten. In dieser Arbeit mussten jedoch wiederum einzelne Kennziffern wie zum Beispiel der Anteil am Gesamtaufwand oder die Anteile bestimmter Leasingarten am gesamten Leasingaufwand selbst ermittelt werden. Auffällig ist auch der Wechsel in den Anteilen zwischen den einzelnen Leasingarten Operating Lease und Financial Lease. Dominierte in den Jahren zwischen 1997 und 2000 der Financial Lease, so veränderte sich

dies in den Folgejahren. 2004 betrug der Anteil der Operating-Lease-Aufwendungen 91,8 Prozent am gesamten Leasingaufwand. Zwischen 2005 und 2009 sank der Anteil im Mittel auf rund 57 Prozent, um 2010 wieder auf 73 Prozent anzusteigen. Aktuell hat sich der Anteil wiederum ein wenig erhöht auf 76,6 Prozent.

Abbildung 49: Leasingaufwand FHI



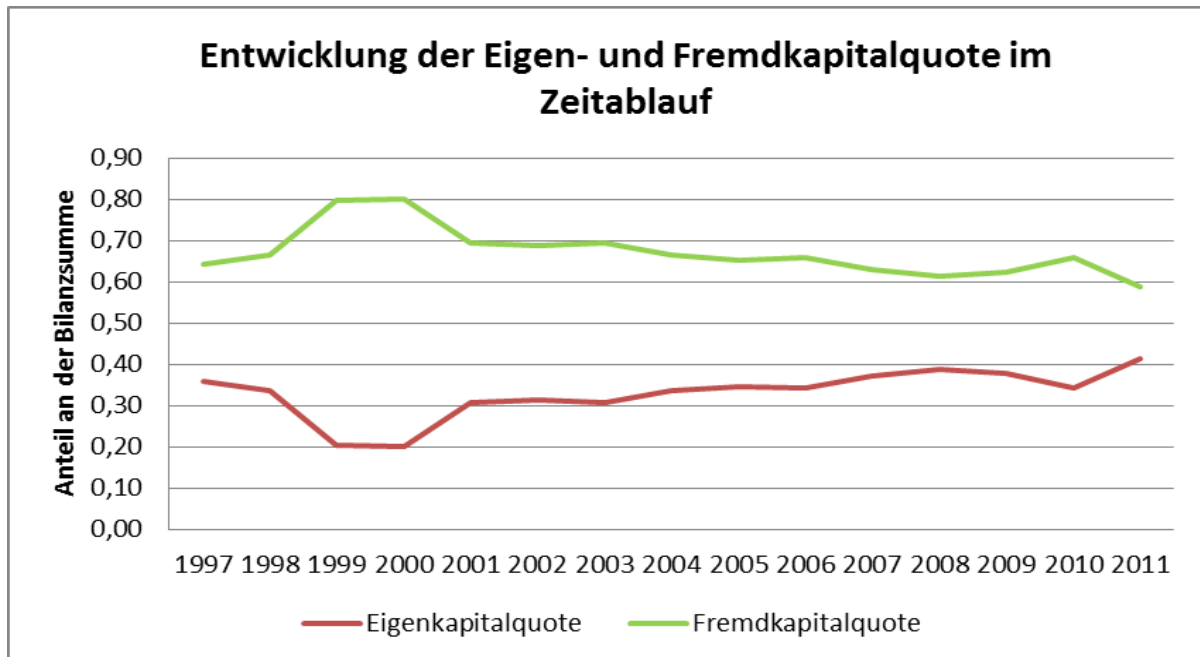
Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 40; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 39; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 35; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 35; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 31; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 27; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 28.

Anhand der oben geschilderten Entwicklungen erkennt man deutlich, dass für Fuji Heavy Industries die Finanzierung über langfristige Kredite erst in den letzten zwei Jahren zunehmend an Bedeutung gewonnen hat und gleichzeitig die Finanzierung über kurzfristige Kredite und über Anleihen an Gewicht verloren hat. Hierbei ist allerdings festzuhalten, dass die Anleihen bereits seit ca. fünf Jahren zunehmend an Bedeutung verlieren und von den langfristigen Krediten überholt werden. Beide Finanzierungsarten bieten die Möglichkeit einer langfristigen Finanzierung und stehen somit in direkter Konkurrenz als Finanzierungsmittel für ein Unternehmen zueinander. Ebenso hat die relative Bedeutung des Leasings als zusätzliches Vehikel zur Finanzierung im Zeitablauf stark abgenommen und es wird aktuell nur noch in einem sehr eingeschränkten Rahmen genutzt.

4.3.3 Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern

Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital im Zeitablauf zeigt, dass die Eigenkapitalquote in den letzten zehn Jahren entscheidend verbessert werden konnte. Sie stieg kontinuierlich von 20 Prozent in den Jahren 1999 und 2000 auf den aktuell hohen Anteil von 41,2 Prozent an.

Abbildung 50: Eigen- und Fremdkapitalquote FHI



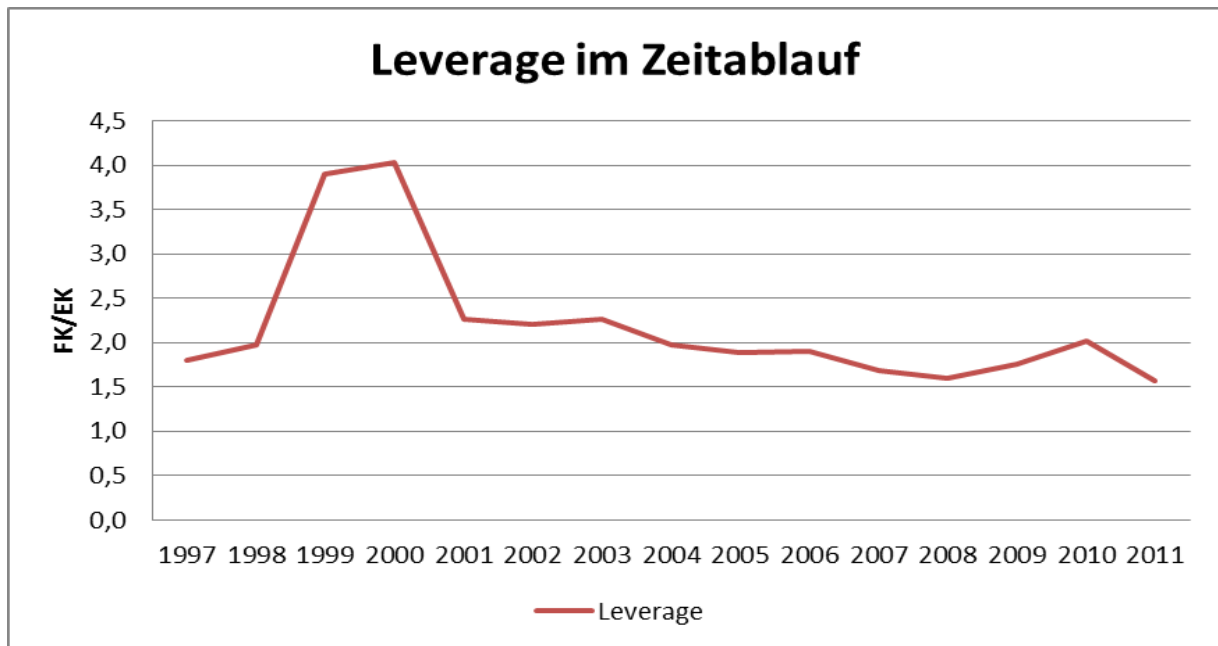
Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 30; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 27.

Im Durchschnitt betrug die Eigenkapitalquote in den letzten 15 Jahren 32,9 Prozent und Fuji Heavy Industries ist es seit 2004 gelungen, die Eigenkapitalquote langfristig auf diesem Niveau zu halten. Im Umkehrschluss lag die durchschnittliche Fremdkapitalquote seit 1997 damit bei 67,1 Prozent und somit wird diese seit 2004 ebenfalls unterschritten. Die Eigenkapitalquote liegt also knapp über dem Durchschnitt von 29 Prozent aller in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen. Die Steigerung der letzten Jahre führte jedoch dazu, dass Fuji Heavy Industries aktuell die zweithöchste Eigenkapitalquote der hier betrachteten Unternehmen aufweist.

Im gleichen Zeitraum betrug der durchschnittliche Leverage 2,2 und lag somit sehr nah an dem theoretischen Idealwert von 2:1. Abgesehen von den Jahren 1998 und 1999 lag das Verhältnis in den letzten 15 Jahren mit 1,9 im Schnitt sogar unter diesem Wert. Bei Fuji Heavy Industries muss diese Kennziffer ebenfalls errechnet werden und wird nicht vom Unternehmen selbst in seinen Geschäftsberichten veröffentlicht. An dieser Stelle soll kurz der

Sprung in der Eigenkapitalquote und im Leverage im Jahr 1999 erläutert werden. Zwischen 1998 und 1999 sank die Eigenkapitalquote von 33,6 Prozent auf 20 Prozent ab und der Leverage stieg im gleichen Zeitraum von 2,0 auf 3,9. Mit dem Jahresabschluss 1999 (Stichtag 31.03.1999) mussten die Unternehmen zum ersten Mal im japanischen Bilanzrecht verbindlich einen konsolidierten Jahresabschluss veröffentlichen, was bei Fuji Heavy Industries im Jahr 1999 auch zum ersten Mal geschah.

Abbildung 51: Leverage FHI im Zeitablauf

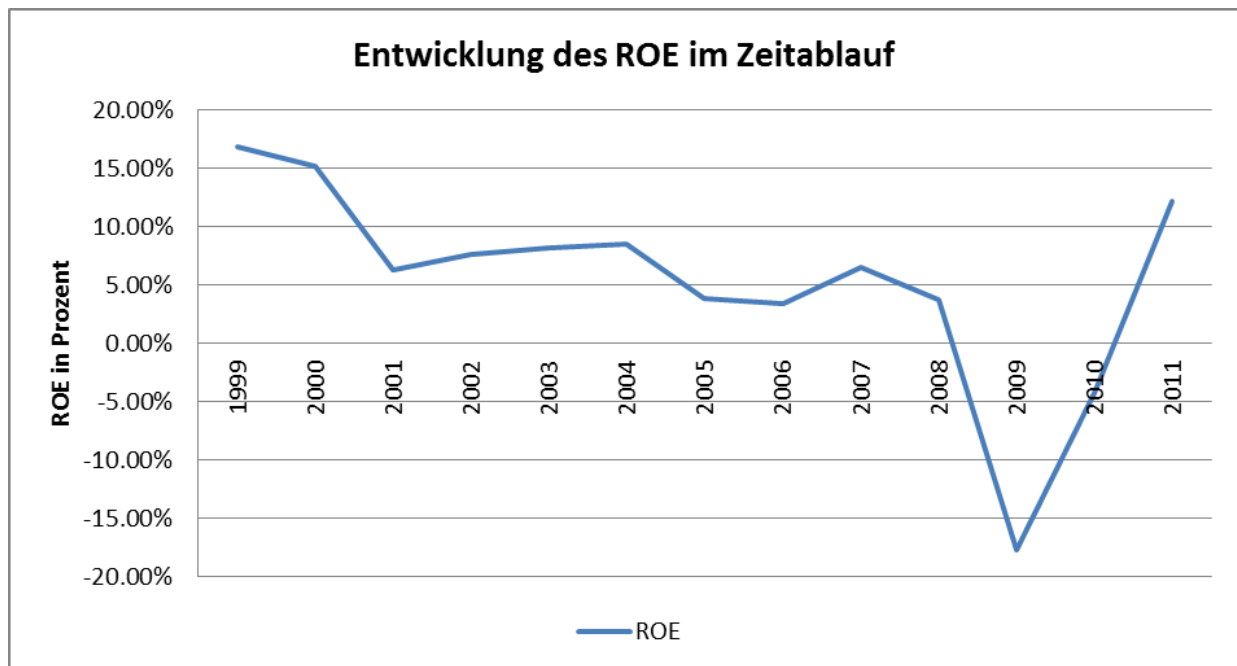


Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 30; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 27.

Schaut man sich die Entwicklung der Bilanzsumme an, so steigt diese in diesen Jahren (1998 und 1999) um 263,8 Milliarden Yen oder um fast 37 Prozent von 717,5 Milliarden Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 1998: 32) auf 981,3 Milliarden Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 26) an. Durch die Konsolidierung wurden auch erstmals die Schulden der vorher nicht konsolidierten Unternehmen in der Bilanz gezeigt. Dieser Konsolidierungseffekt zeigt sich auch in allen weiter oben und im Folgenden analysierten Kennzahlen, wie zum Beispiel im Verhältnis der Anleihen an der Gesamtverschuldung (siehe oben) oder im raschen Anstieg der Verschuldung in diesen beiden Jahren. Dennoch gelang es Fuji Heavy Industries wie zuvor erläutert, die Verschuldung im Verhältnis zum Eigenkapital nachhaltig wieder abzubauen. Da die Eigenkapitalquote bei Fuji Heavy Industries im Verhältnis zu den anderen untersuchten Unternehmen relativ hoch ist, untersucht die Arbeit die Entwicklung des ROE

im Zeitablauf, da das Unternehmen bei einem gleichbleibenden Gewinn und bei steigendem Eigenkapital einen sinkenden ROE erwirtschaften würde.

Abbildung 52: Entwicklung des ROE FHI



Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 30; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1998: 19.

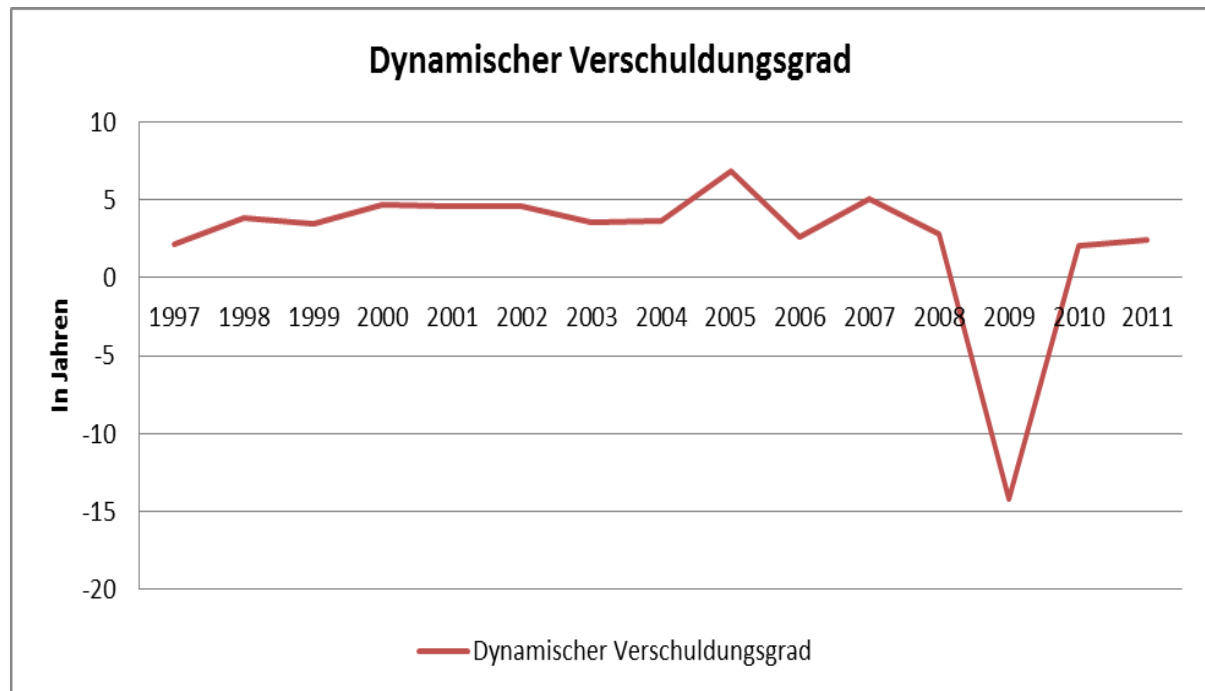
Die verfügbare Datenreihe von Fuji Heavy Industries geht bis in das Jahr 1994 zurück und man erkennt auch hier, dass mit der sinkenden Eigenkapitalquote der ROE in den Jahren von 1996 bis 1998 relativ hoch ist, um in den Folgejahren kontinuierlich abzusinken. Seit 2010 steigt die Eigenkapitalrendite wieder steil an. Im Durchschnitt erwirtschaftete das Unternehmen zwischen 1994 und 2011 eine Rendite von 6,3 Prozent auf das Eigenkapital. Zwischen 1997 und 2011 liegt die durchschnittliche Rendite mit 7,7 Prozent sogar noch etwas höher und damit weit über dem Durchschnitt aller untersuchten Unternehmen (dieser liegt bei rund 2,7 Prozent). Die 7,7 Prozent bedeuten auch die höchste Rendite aller untersuchten Unternehmen in diesem Zeitraum.

Als Nächstes wird der Verlauf des dynamischen Verschuldungsgrades (gemessen am operativen Cashflow) von Fuji Heavy Industries im Zeitablauf dargestellt und analysiert.

In den letzten 15 Jahren lag der dynamische Verschuldungsgrad im Durchschnitt bei 3,7 Jahren (ohne das Jahre 2009). Fuji Heavy Industries hätte also im Schnitt 3,7 Jahre benötigt, um mit dem erwirtschafteten operativen Cashflow seine Schulden komplett zurückführen zu können. Im Zeitablauf erkennt man, dass Fuji Heavy Industries auch bei dieser Kennziffer eine nachhaltige Verbesserung gelungen ist, betrug die Kennziffer in den zehn Jahren

zwischen 1997 und 2007 im Schnitt noch 4,1 Jahre, reduzierte sich der dynamische Verschuldungsgrad in den Jahren danach (ohne das Jahr 2009) auf 2,4 Jahre.

Abbildung 53: Dynamischer Verschuldungsgrad FHI



Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 40; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 39; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 35; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 35; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 31; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 27; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 28.

Die Einschätzung der Ratingagenturen zu der finanziellen Lage von Fuji Heavy Industries spiegelt diese Entwicklung jedoch nicht wider. Zwischen 1998 und 2011 nahm das Rating dabei kontinuierlich ab. Es sank von einem guten A- im Jahr 1998 auf ein BBB ab. Die letzte Ratingeinschätzung datiert dabei auf den 22.08.2011 und bestätigte das Rating von BBB, was noch ein „Investmentgrade-Rating“ bedeutet.²⁰ Die kontinuierliche Abwertung durch die Ratingagenturen zeigt, dass diese die finanzielle Lage und die Zukunftsaussichten trotz des niedrigen Verschuldungsstandes, der hohen Eigenkapitalquote und des niedrigen Leverage nicht als ideal beziehungsweise als problemfrei ansehen.

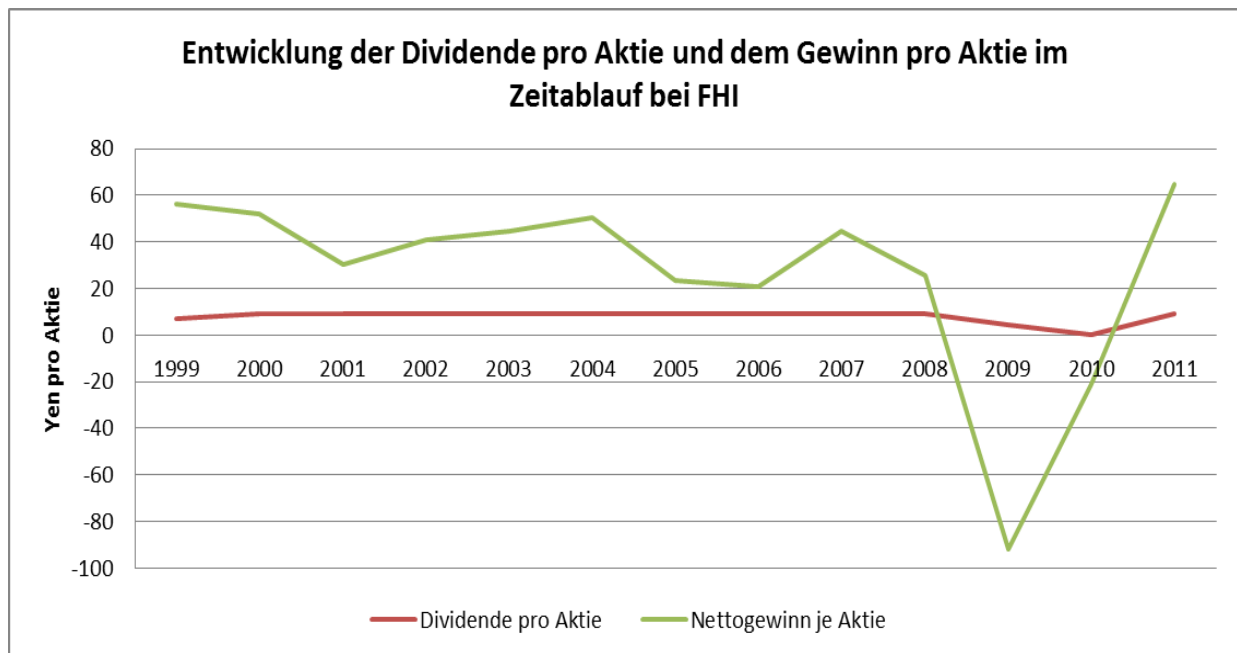
4.3.4 Dividendenentwicklung

Im nächsten Abschnitt wird auf die Entwicklung der Dividenden, der Dividenden je Aktie, des Nettogewinns und der damit verbundenen Ausschüttungsquote in den letzten 12 Jahren eingegangen. Zwischen 1999 und 2011 erwirtschaftete Fuji Heavy Industries durchschnittlich einen Nettogewinn von 16,9 Milliarden Yen. Dabei sieht man in Abbildung 54 deutlich, dass das Unternehmen ebenfalls versucht, die Dividenden über den Zeitraum zwischen 1999 und

²⁰ Fuji Heavy Industries, http://www.fhi.co.jp/english/ir/share_info/rating.html, 13.06.2013.

2011 zu glätten. Durchschnittlich wurden in diesem Zeitraum 8 Yen pro Aktie an die Anteilseigner ausgezahlt, auch wenn der Nettogewinn in einzelnen Jahren ein Vielfaches der Dividende betrug. Den Spitzenwert stellt dabei das Jahr 1999 dar. In diesem Jahr betrug der Nettogewinn je Aktie das Achtfache der Dividende im gleichen Jahr.

Abbildung 54: Entwicklung der Dividende und Gewinn pro Aktie FHI

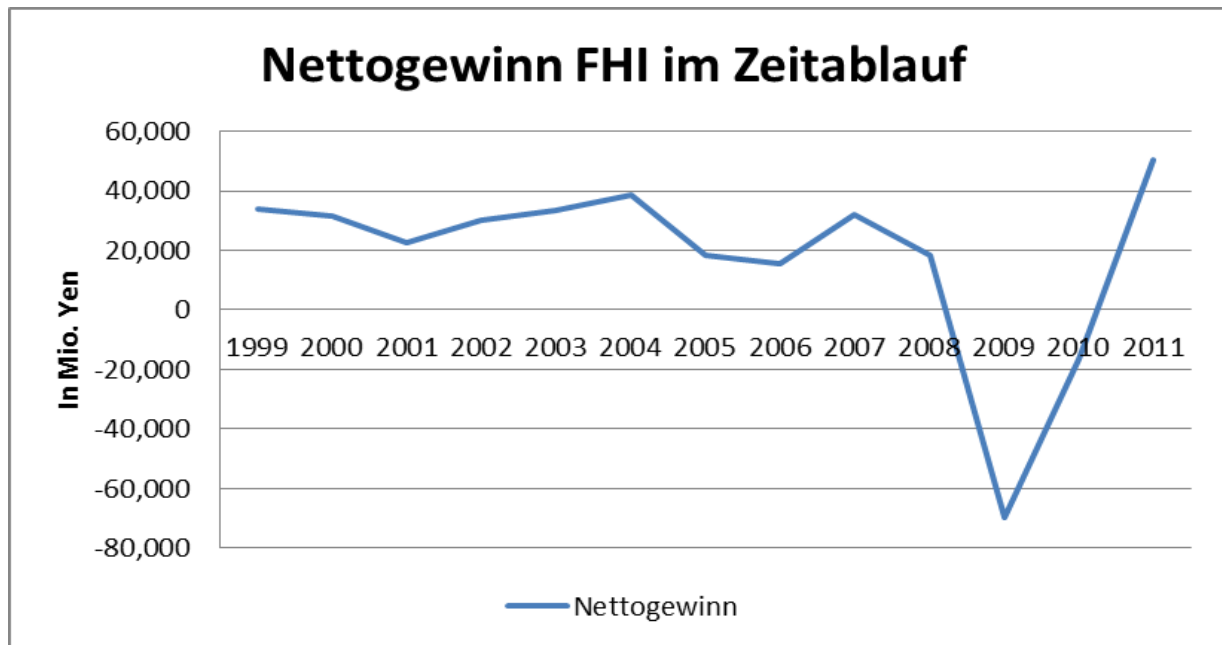


Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 20.

Allerdings versucht Fuji Heavy Industries auch in Verlustjahren einen Teil der Reserven an die Anteilseigner in Form einer Dividende auszuschütten. So geschah es zum Beispiel im Jahr 2009, als das Jahresergebnis einen Nettoverlust von 92 Yen je Aktie auswies, man aber dennoch eine Dividende von 5 Yen pro Aktie an die Aktionäre auszahlte (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 24). Als im nächsten Jahr ebenfalls nur ein Verlust verzeichnet werden konnte, zahlte man allerdings keine Dividende mehr an die Anteilseigner aus. Dies erfolgte erst wieder im Jahr 2011, als man den zweithöchsten Gewinn je Aktie in der Betrachtungsperiode seit 1999 in Höhe von 68 Yen je Aktie erzielt (FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 15). In dem Jahr erhöhte man allerdings die Dividende nicht über die 9 Yen pro Aktie, welche man auch in den Jahren zwischen 2000 und 2008 ausgezahlt hatte. Vergleicht man die Zahlen von Fuji Heavy Industries mit den durchschnittlichen Werten der hier untersuchten Unternehmen, so liegt das Unternehmen mit einer durchschnittlichen Dividende von 8 Yen pro Aktie weit über dem Durchschnitt von 4,7 Yen pro Aktie aller untersuchten Firmen und nimmt damit auch die Spitzenposition im Vergleich zu den anderen

Unternehmen ein. Das gleiche Bild zeigt sich beim Nettogewinn je Aktie. Im Durchschnitt konnte ein Nettogewinn je Aktie von 30,76 Yen erwirtschaftet werden, wobei es sich hierbei im Vergleich zu den anderen Unternehmen mit Abstand um den höchsten Wert handelt und dieser auch weit über dem Durchschnitt von 10,4 Yen pro Aktie liegt.

Abbildung 55: Nettogewinn FHI im Zeitablauf

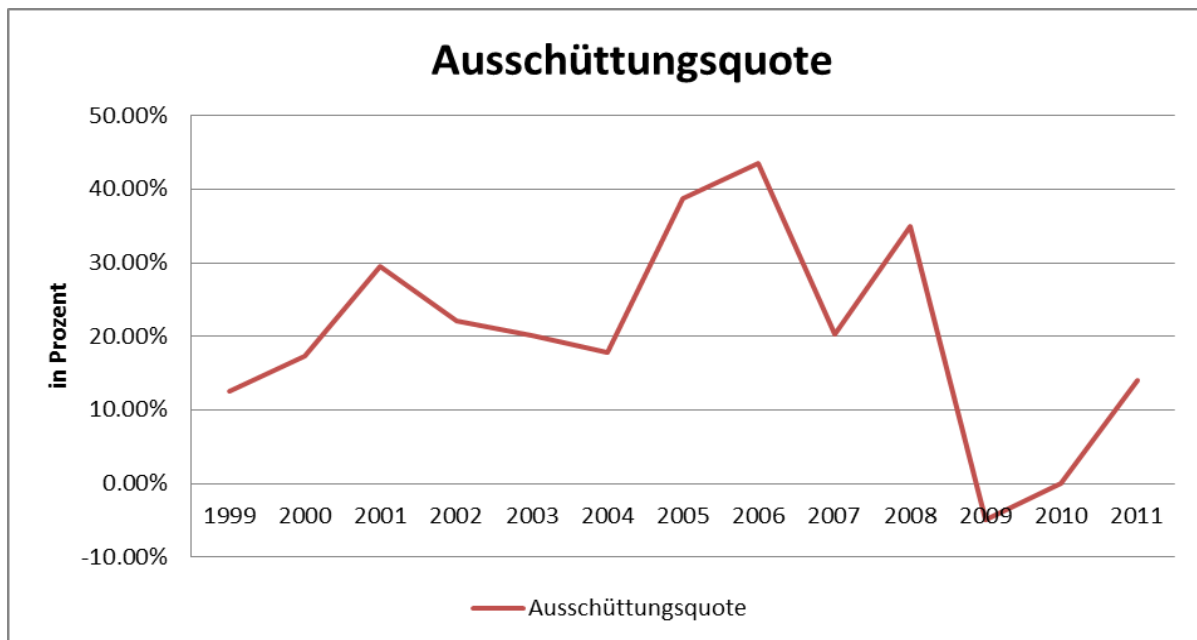


Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 20.

Ein weiterer Aspekt ist die Ausschüttungsquote von Fuji Heavy Industries und deren Entwicklung im Zeitablauf. Im Betrachtungszeitraum (1999 bis 2011) wurde im Mittel 20,5 Prozent des Nettogewinns an die Aktionäre ausgezahlt. In der grafischen Darstellung der zu den Dividendenzahlungen korrespondierenden Ausschüttungsquote sieht man, dass diese durch die angewendete Dividendenpolitik im Zeitablauf stark schwankt. Den höchsten Wert erreichte man dabei im Jahr 2006 mit 43,6 Prozent. Den niedrigsten Wert (in dem Jahr, in dem man eine Dividende ausschüttete und gleichzeitig einen Nettogewinn erzielen konnte) erreichte man im Jahr 1999 mit 12,5 Prozent. Durch den Verlust in den Jahren 2009 und 2010 und den damit verbundenen Verzicht auf eine Dividendenzahlung im Jahr 2010 reduzierte sich das Verhältnis von Gewinn je Aktie und Dividende je Aktie nachhaltig. Trotz des hohen Nettogewinns im Jahr 2011 erreichte der Wert auch in diesem Jahr nicht wieder das Niveau von einst. Das Management nutzte den erwirtschafteten Gewinn beziehungsweise die erwirtschafteten Mittel, um die Gewinnrücklage und damit eine Komponente des Eigenkapitals entsprechend zu erhöhen und die Anteilseigner somit weniger am direkten Gewinn durch eine entsprechende Dividendenausschüttung teilhaben zu lassen. Der oben genannte Durchschnitt

von 20,5 Prozent ist dagegen nur zwei Drittel so hoch wie der Durchschnitt aller untersuchten Unternehmen in dieser Arbeit mit 31,7 Prozent.

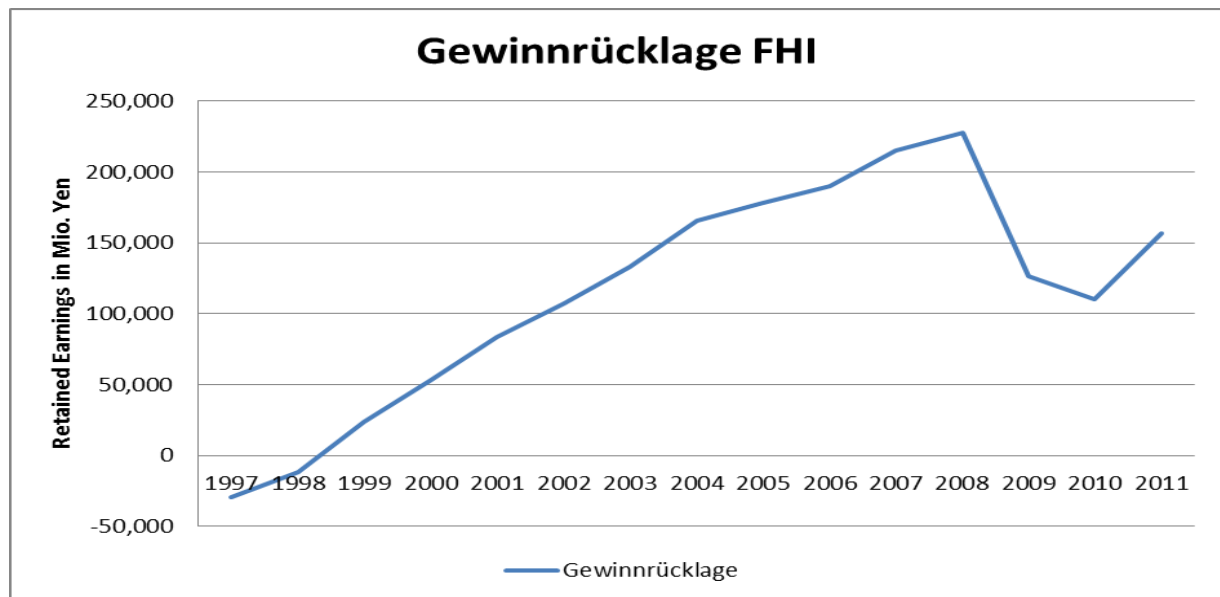
Abbildung 56: Ausschüttungsquote FHI



Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 20.

Die erwähnte Gewinnrücklage konnte nach dem Gewinn im Jahr 2011 wieder erhöht werden und wurde im Geschäftsbericht 2011 mit 156,9 Milliarden Yen ausgewiesen. In den beiden Jahren zuvor war diese sehr stark durch den erwirtschafteten Verlust und die Dividendenausschüttung im Jahr 2009 reduziert worden. In der folgenden Darstellung erkennt man den starken Rückgang zwischen 2009 und 2010 sehr deutlich.

Abbildung 57: Gewinnrücklage FHI



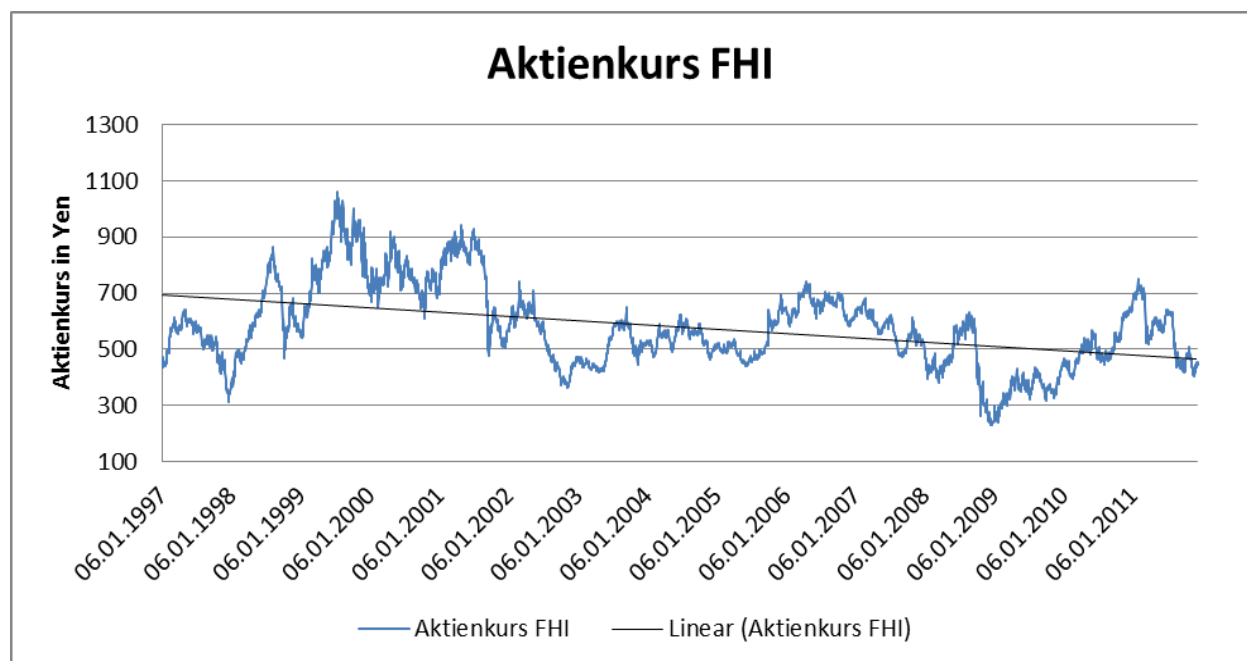
Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 34; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 30; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 26; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 27.

Als nächstes wird bei Fuji Heavy Industries ebenfalls der Verlauf des Aktienkurses seit dem 06.01.1997 analysiert. In der unten stehenden Abbildung 58 ist zu erkennen, dass der Aktienkurs über die Betrachtungsperiode einen negativen Verlauf hat, allerdings ist die negative Steigung weniger stark als der Verlauf des Nikkei-Index im gleichen Zeitraum (Abbildung 59). Die Aktie von Fuji Heavy Industries weist also eine bessere Entwicklung auf als der japanische Gesamtmarkt, welcher sich in dem Verlauf des Nikkei-Index widerspiegelt. Von den in dieser Arbeit untersuchten Firmen zeigt die Aktie von Fuji Heavy Industries den schlechtesten Wert in der Aktienkursentwicklung im untersuchten Zeitraum mit einer negativen Steigung von $-0,04$ und schneidet im Vergleich zu den anderen untersuchten Firmen deutlich schlechter ab. Diese Erkenntnis ist wenig verwunderlich, wenn man sich das Gesamtbild der Finanzen, der Ertragslage und der Dividendenentwicklung von Fuji Heavy Industries vor Augen führt. Fuji Heavy Industries zahlt über den Betrachtungszeitraum im Durchschnitt (in absoluten Werten gerechnet) die höchsten Dividenden, allerdings ist die durchschnittliche Ausschüttungsrate am Nettogewinn gemessen die zweitniedrigste Rate aller untersuchten Unternehmen. Die Aktionäre werden also nicht in dem Maße am Unternehmensgewinn beteiligt, wie dies bei den anderen Unternehmen der Fall ist. Mit einer durchschnittlichen Ausschüttungsquote von 20,5 Prozent liegt Fuji Heavy Industries weit unter dem Gesamtdurchschnitt aller hier untersuchten Firmen (dieser liegt bei 31,7 Prozent).

Sucht man nach Gründen für die relativ niedrige Ausschüttungsquote im Verhältnis zum erwirtschafteten Nettogewinn je Aktie, so erkennt man, dass das Unternehmen eine relativ hohe Quote zwischen dem Anlagevermögen und den gesamten Aktiva in der Betrachtungsperiode aufweist. So beträgt die durchschnittliche Quote 37 Prozent, die Durchschnittsquote aller untersuchten Unternehmen hingegen nur 23 Prozent. Nimmt man Fuji Heavy Industries aus der Betrachtung heraus, so sinkt die Quote sogar auf 19 Prozent.

Das Unternehmen besitzt also einen sehr großen Finanzbedarf, um die hohe Anlagenquote aufrechtzuerhalten und kann dadurch nicht so viel vom erwirtschafteten Gewinn an die Anteilseigner weitergeben. Dieses Bild bestätigt sich auch, wenn man den Anteil des Cashflows aus der Investitionstätigkeit in ein Verhältnis zum Jahresumsatz setzt. Im Durchschnitt beträgt der Anteil an Investitionen 5 Prozent des Umsatzes des gleichen Jahres. Dieser Anteil schwankt bei Fuji Heavy Industries jedoch zwischen 3 Prozent und 9 Prozent. Dieser Wert wurde bislang allerdings nur im Jahr 2004 erreicht.

Abbildung 58: Verlauf Aktienkurs FHI (1997–2011)

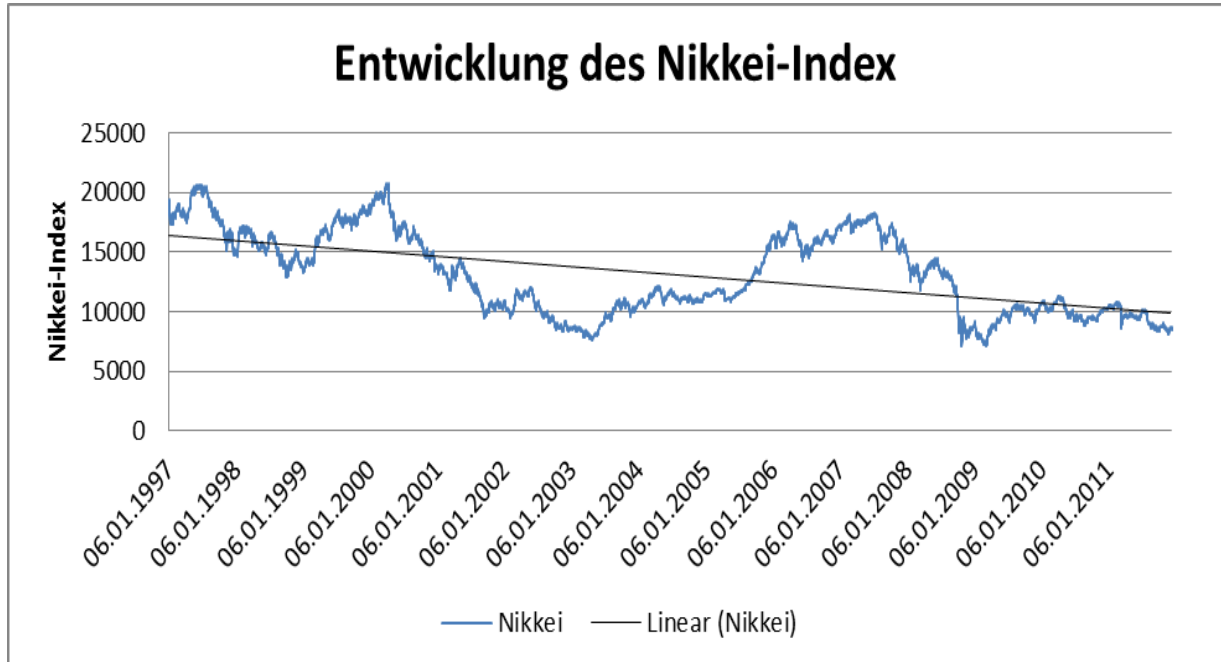


Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Diese durchschnittlichen 5 Prozent sind auch gleichzeitig die höchste Quote der hier untersuchten Firmen. Im Schnitt investierten die anderen in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen 3 Prozent ihres Umsatzes, wobei dieser Durchschnitt aufgrund des begrenzten Datenmaterials aus den Jahren 1999 bis 2011 errechnet wurde. Ishikawajima Heavy Industries

und ShinMaywa Industries rangieren dabei mit 4 Prozent an zweiter Stelle aller untersuchten Unternehmen, hier schwanken die Werte zwischen 1 Prozent und 7 Prozent.

Abbildung 59: Verlauf Nikkei-Index (1997–2011)



Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Zusammenfassend kann man also sagen, dass die Entwicklung des Unternehmens, die erwirtschafteten Jahresergebnisse und die ausgeschütteten Dividenden sowie die zukünftige Entwicklung des Unternehmens und damit die künftige Dividendenentwicklung des Gesamtmarkts von Fuji Heavy Industries schlechter eingeschätzt wird als die tatsächliche und mögliche zukünftige Entwicklung der Konkurrenz, wobei das Hauptaugenmerk eindeutig auf der niedrigen Ausschüttungsquote liegt. Fuji Heavy Industries ist durch die niedrige Ausschüttungsquote weniger shareholderfreundlich als die übrigen Unternehmen. Diese Tatsache wird vom Gesamtmarkt hier negativer bewertet als bei den anderen Unternehmen.

Bei der Finanzierung verwenden sowohl Fuji Heavy Industries als auch Kawasaki Heavy Industries als „hybrid“ zu bezeichnende Instrumente. Wie bei Kawasaki Heavy Industries geht bei Fuji Heavy Industries der relative Anteil an Anleihen im Laufe des Untersuchungszeitraums stark zurück und pendelt sich seit 2009 auf einem niedrigen Niveau ein. Ebenso finanziert sich das Unternehmen in den letzten Jahren vermehrt über die Aufnahme von langfristigen Krediten bei Banken, was wiederum ein eher traditionelles Instrument darstellt.

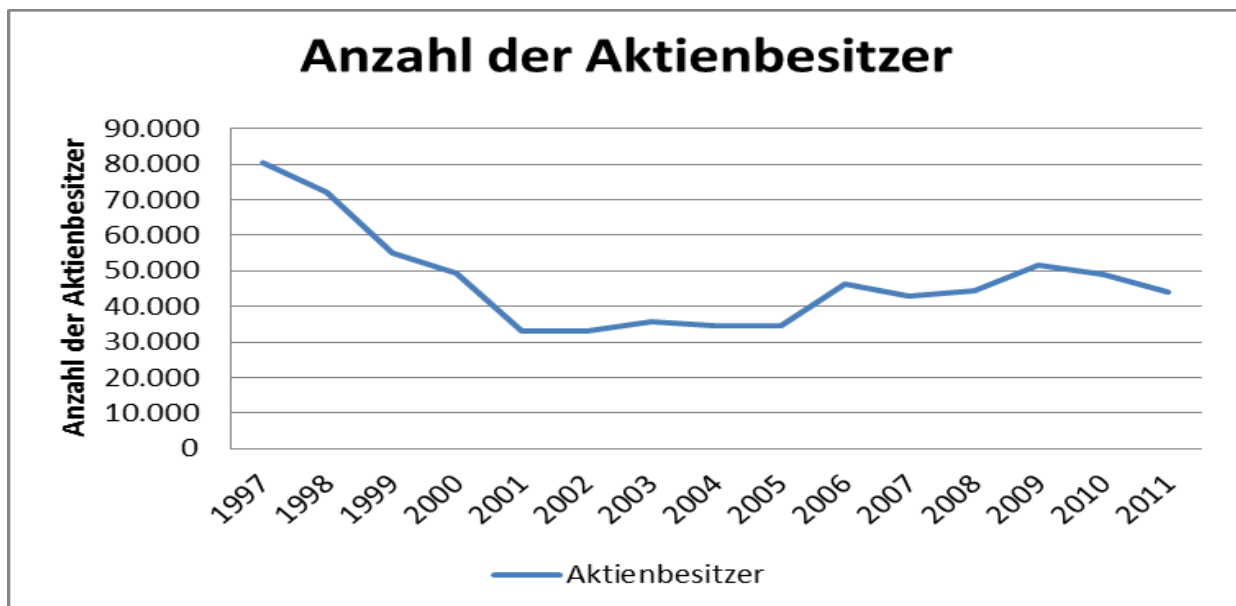
4.3.5 Änderungen der Besitzverhältnisse

In diesem Abschnitt werden die Veränderungen in der Eigentümerstruktur von Fuji Heavy Industries dargestellt. Wichtig hierbei ist vor allem die Frage, wie sich die Besitzverhältnisse beim Eigenkapital veränderten. Sind die Aktien eher in einem Streubesitz oder besitzen einige wenige Anleger (institutionelle und private) einen Großteil der Aktien und wie veränderte sich dieses Verhältnis im Zeitablauf? Dabei veröffentlicht das Unternehmen in seinen Geschäftsberichten seit dem Jahr 2000 durchgehend eine Auflistung der zehn größten Anteilseigner an dem Unternehmen, allerdings ohne deren Anteile konkret auszuweisen.

Am 31.03.2011 weist Fuji Heavy Industries ein Grundkapital von rund 153,8 Milliarden Yen in seiner Bilanz aus, das sich auf 782,9 Millionen Aktien aufteilt. Die Anzahl der Aktienbesitzer wird mit 43968 angegeben. Die Aktien wurden ausschließlich an der Börse von Tōkyō gehandelt (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 35). Zu den größten Anteilseignern gehören die „Toyota Motor Corporation“, „Suzuki Motor Company“ und die „Mizuho Bank“ (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 35). Leider veröffentlicht, wie oben bereits angesprochen, auch Fuji Heavy Industries nicht die jeweiligen Anteile der größten Anteilseigner oder Informationen darüber, wie sich die Aktien auf private und institutionelle Anleger oder Unternehmen verteilen. Unter den aufgelisteten größten Anteilseignern finden sich vier Banken (Mizuho Corporate Bank, Ltd, Mizuho Bank, Ltd, The Master Trust Bank of Japan, Ltd, Japan Trustee Service Bank, Ltd), drei Versicherungsunternehmen (Nippon Life Insurance Company, Sompo Japan Insurance Inc., Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co., Ltd.) sowie die beiden oben erwähnten Automobilproduzenten „Toyota Motor Corporation“ und „Suzuki Motor Company“ (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 35). Zwischen 2000 und 2011 verschob sich das Verhältnis der Banken als größten Anteilseignern am stärksten. So wurden im Jahr 2000 noch sechs der zehn größten Anteilseigner als Banken aufgelistet (ohne deren einzelnen Anteile zu nennen), in den Jahren 2001 bis 2004 sogar sieben der zehn größten Anteilseigner (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 46; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2004: 48). Die Anzahl der Industrieunternehmen blieb in den untersuchten Jahren konstant bei zwei. Jedoch wechselten sich verschiedene Unternehmen ab. So wurde im Jahr 2000 noch die „Nissan Motor Company“ unter den größten Eigentümern aufgelistet (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 46), zwischen 2001 und 2005 dann „General Motors“ und anschließend die „Toyota Motor Corporation“. Nur die „Suzuki Motor Company“ blieb in den Jahren zwischen 2000 und 2011 als Shareholder bestehen. Ebenso wechselten die Banken und die Versicherungen sich bei den aufgelisteten Eigentümern ab. Lediglich die „Nippon Life Insurance Company“ hält im Untersuchungszeitraum einen

nahezu gleichbleibend hohen Anteil an Fuji Heavy Industries (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 54; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2004: 48; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 53; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 38; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 37; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 35). Eine Analyse der Anzahl der Aktienbesitzer zeigt eindeutig, dass diese Anzahl in den letzten 15 Jahren kontinuierlich zurückgegangen ist. Fuji Heavy Industries veröffentlicht als einziges der untersuchten Unternehmen in einer Übersicht in seinen Geschäftsberichten neben allgemeinen Kennziffern zur Bilanz oder der Gewinn- und Verlustrechnung auch Zeitreihen über die Anzahl der Anteilseigner und die Anzahl seiner Angestellten. Laut dieser Aufstellung betrug die Zahl an Aktienbesitzern im Jahr 1997 noch 80 587, (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 22) sank diese Zahl im Laufe der Jahre kontinuierlich auf unter 40 000 (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 37). Im Jahr 2001 wurde ein Minimum an Aktienbesitzern mit 32 996 Einzelpersonen beziehungsweise Unternehmen/Finanzinstituten erreicht (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 22). In den Folgejahren stieg die Zahl wieder leicht an und überstieg im Jahr 2009 wieder die 50 000er-Marke mit 51 524 Aktienbesitzern (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 35). In den letzten zwei Jahren ist diese Zahl jedoch wieder leicht rückläufig und beträgt 2011 – wie bereits oben erwähnt – 43 968 Anteilseigner (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 37).

Abbildung 60: Anzahl der Aktienbesitzer im Zeitablauf FHI

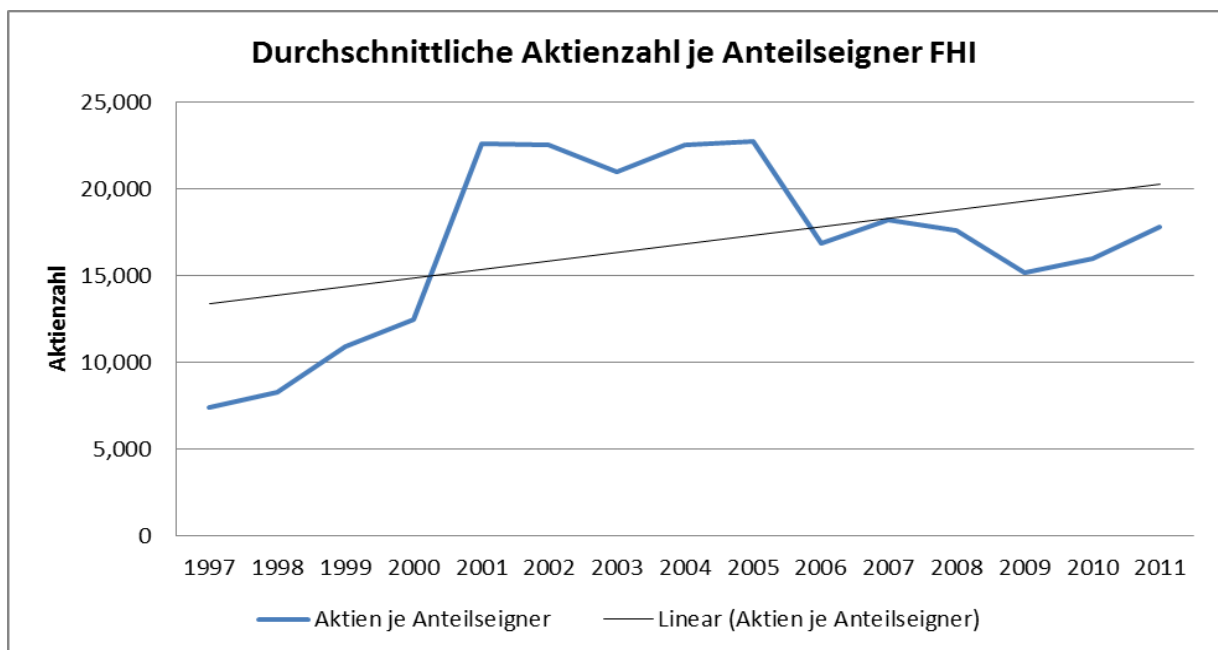


Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 37; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2010: 35; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 33; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2008: 33; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 67; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2006: 66; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 66; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2004: 69; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 62; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2002: 58; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 54; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 46; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 20.

Diese Entwicklung zeigt eindeutig, dass der Streubesitz bei Fuji Heavy Industries in den letzten Jahren stark abgenommen hat. Die Aktien befinden sich zunehmend konzentriert bei weniger Anlegern als noch zu Beginn des Jahrtausends oder sogar gegen Ende des letzten Jahrtausends. In der Entwicklung lässt sich im Zeitablauf ein „scharfer“ Trend in dieser Konzentrationsentwicklung ausmachen, den man in der obigen Grafik sehr gut nachverfolgen kann. So nahm der Streubesitz zunächst stark ab –wohl durch den Einstieg von General Motors als Großaktionär bedingt –, um dann im Zeitablauf wieder leicht zuzunehmen, hier wiederum vermutlich durch den Verkauf der Aktienanteile von General Motors bedingt.

Dieses Bild bestätigt sich auch in Anbetracht von Abbildung 61, welche die durchschnittliche Anzahl an Aktien je Aktionär im Zeitablauf zeigt. Man erkennt in der Grafik, dass die Aktienzahl je Anteilseigner im Zeitablauf stark ansteigt und erst nach dem Anstieg bei der Anzahl der Anteilseigner leicht rückläufig ist.

Abbildung 61: Durchschnittliche Aktienzahl je Anteilseigner



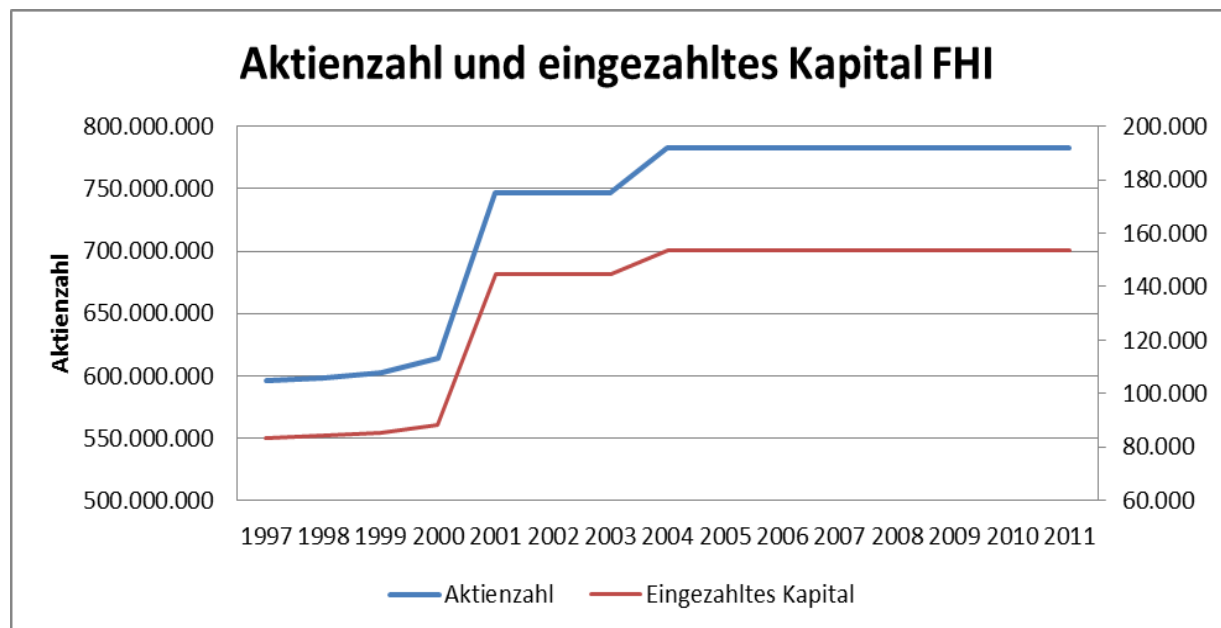
Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 37; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2010: 35; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 33; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2008: 33; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 67; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2006: 66; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 66; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2004: 69; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 62; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2002: 58; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 54; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 46; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 20.

Besäß 1997 jeder Aktionär im Durchschnitt 7402 Aktien, so stieg diese Zahl in den nächsten Jahren stark an und erreichte 2005 den höchsten Wert mit 22726 Aktien je Anteilseigner. In den Folgejahren ging sie wieder auf 17805 Aktien je Aktionär zurück. Im Durchschnitt besaß jeder Anteilseigner in den letzten 15 Jahren 16817 Aktien.

Neben dem Rückgang der Anteilseigner führten auch insgesamt fünf Kapitalerhöhungen in den Jahren 1998, 1999, 2000, 2001 und 2004 zu einem Anstieg der absoluten Aktienzahl.

Mit der Erhöhung der Aktienzahl stieg auch das eingezahlte Kapital, wie man in der Abbildung 62 erkennen kann. War die Erhöhung in den ersten Jahren zwischen 1997 und 2000 recht moderat, so stieg das Kapital durch die Kapitalerhöhung im Jahr 2001 mit der Ausgabe von fast 132 Millionen neuen Aktien um 56 Milliarden Yen im Vergleich zum Jahr 2000 an. Vergleicht man diese Zahl mit dem eingezahlten Kapital des Jahres 1997, so bedeutet dies eine Erhöhung von mehr als 72 Prozent in einem Zeitraum von fünf Jahren. Das Eigenkapital stieg von 83,6 Milliarden Yen 1997 auf 144, 4 Milliarden Yen im Jahr 2001 an. Die letzte Kapitalerhöhung im Jahr 2004 ließ das Kapital noch einmal um weitere 6,5 Prozent um 9,3 Milliarden auf die auch im Jahr 2011 gültige Zahl von einem eingezahlten Kapital in Höhe von 153,8 Milliarden Yen anwachsen. Im Vergleich zum eingezahlten Kapital und der Aktienanzahl des Jahres 1997 hat sich somit der Wert um fast 84 Prozent erhöht und die Anzahl der Aktien um 31 Prozent.

Abbildung 62: Aktienzahl und eingezahltes Kapital FHI



Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 37; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2010: 35; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 33; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2008: 33; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 67; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2006: 66; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 66; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2004: 69; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 62; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2002: 58; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 54; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 46; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 20.

Diese sehr starke Kapitalerhöhung führte dazu, dass die Anzahl je Aktionär im Zeitablauf stark anstieg. Setzt man die Zahl der Anteilseigner aus dem Jahr 1997 (80587) in ein Verhältnis zur aktuellen Anzahl an Aktien, so steigt die Anzahl der Aktien pro Aktionär von

den bereits oben erwähnten 7402 auf 9715. Vergleicht man diese Zahl mit den aktuellen 17805 Anteilen pro Einzelaktionär, ist der Anstieg nur leicht geringer und die sukzessive Verringerung des Streubesitzes der Anteile im Zeitablauf über die letzten 15 Jahre eindeutig nachvollziehbar. Ein Vergleich der Aktienanzahl je Aktionär zwischen den in dieser Arbeit untersuchten Firmen zeigt, dass diese Kennzahl bei Fuji Heavy Industries am höchsten ist. Den durchschnittlich 16817 Aktien je Anteilseigner stehen im Mittel 11 245 Aktien (12360 ist der Durchschnittswert aller untersuchten Unternehmen) bei den anderen Firmen gegenüber. Hier wurde somit ein Spitzenwert erreicht. Der Aktienbesitz ist bei Fuji Heavy Industries weniger stark gestreut als bei den anderen Unternehmen, was unter anderem auch in der Tatsache begründet liegt, dass sowohl die „Toyota Motor Corporation“ als auch die „Suzuki Motor Company“ zu den größten Einzelaktionären gehören, die große Aktienpakete an Fuji Heavy Industries halten. Aufgrund der aufgeführten Punkte ist Fuji Heavy Industries, genauso wie Mitsubishi Heavy Industries und Kawasaki Heavy Industries, in den Bereich der hybriden Unternehmen einzuordnen. Allerdings zeichnet sich das Unternehmen beziehungsweise das Management auch durch viele traditionelle Merkmale aus, wie zum Beispiel durch die Bevorzugung langfristiger Ziele im Bereich der Finanzierung und Eigenkapitaloptimierung vor den kurzfristigen Zielen einer Optimierung des Shareholdervalue. Fuji Heavy Industries wies im Untersuchungszeitraum eine weit unter dem Durchschnitt liegende Ausschüttungsquote auf und in den letzten Jahren finanzierte sich das Unternehmen wieder verstärkt über die Aufnahme langfristiger Kredite. Ebenso besitzt das Unternehmen den niedrigsten Streubesitz an Aktien, auch wenn hier die bestimmenden Eigentümerverhältnisse einen wesentlichen Einfluss zu haben scheinen.

Das Unternehmen eignet sich auch besonders gut für den Vergleich von bestimmten Managementmethoden. Zwischen 2001 und 2005 hatte mit der „General Motors Company“ ein US-amerikanischer Konzern durch sein großes Aktienpaket einen weitreichenden Einfluss auf die Entscheidungen im Konzern. Wie man im Kapitel der Analyse der Corporate-Governance-Strukturen lesen kann, war während dieser Zeit mindestens immer ein Platz im obersten Management durch einen direkten Abgesandten der „General Motors Company“ besetzt. In den Jahren danach wurde der Anteil von der „General Motors Company“ an die „Toyota Motor Corporation“ veräußert.

In der obigen Analyse erkennt man, dass der Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung zwischen den Jahren 1998 und 2000 stark abnahm und der Anteil der Anleihen dann mit dem Eintritt von „General Motors“ in das Management wieder stark zunahm. In den Jahren von 2001 bis 2008 verharrte der Anteil dann auf einem Niveau von 30 Prozent, um anschließend

nach 2008 sukzessive wieder zurückzugehen. Neben den kurzfristigen Krediten hatten die Anleihen in diesem Zeitraum, am Nominalvolumen gemessen, den zweiten Platz als Finanzierungsinstrument eingenommen und die langfristigen Kredite abgelöst.

Ähnlich verhält es sich mit der Ausschüttungsquote, die zwischen 1997 und 2001 im Durchschnitt etwas mehr als 14 Prozent betrug und sich anschließend auf 28,6 Prozent verdoppelte, um nach der Übernahme der Anteile von Toyota wieder auf durchschnittlich 17 Prozent zu fallen. Allerdings blieb – wie bereits erläutert – die absolute Höhe der Dividende seit dem Jahr 2000/2001 konstant bei neun Yen je Aktie (ohne die Krisenjahre 2009 und 2010 zu betrachten). In den Jahren vor 2000 lag die durchschnittliche Dividende nur bei sieben Yen je Aktie. In der Zeit zwischen dem Jahr 2001 und 2005 stieg der ROE ebenfalls leicht an.

Einen größeren Umschwung in der Strategie kann man ab dem Jahr 2005 erkennen.

In dieser Zeit sank die Ausschüttungsquote nachhaltig ab, die Anleihen und die kurzfristigen Kredite wurden von den langfristigen Krediten als Finanzierungsinstrument abgelöst. Ebenso sank die gesamte Verschuldung, und das Eigenkapital wurde nachhaltig gestärkt. In Zuge dessen fiel auch der Leverage auf den niedrigsten Stand im gesamten Untersuchungszeitraum. Kapitalmarktorientierte kurzfristige Strategien wurden in den Jahren nach dem Erwerb der Anteile der „General Motors Company“ durch die „Toyota Motor Company“ durch „traditionelle“ Methoden substituiert.

4.4 Ishikawajima-Harima Heavy Industries

Die Ursprünge von Ishikawajima-Harima Heavy Industries gehen bis in das Jahr 1853 zurück, als eine Schiffswerft mit dem Namen „Ishikawajima“ in Tōkyō gegründet wurde. In den nächsten Jahren expandierte das Unternehmen und gründete weitere Werften und andere Industriesparten. So produzierte das Unternehmen Schiffe, Turbinen, Automobile und sogar Flugzeuge. Diese Teile wurden jedoch in den 1920er-Jahren vom Unternehmen abgespalten und produzierten seitdem unter eigenem Namen. Nach Ende des 2. Weltkriegs wurde das Unternehmen in Ishikawajima Heavy Industries umbenannt und fusionierte 1960 mit der Harima Shipbuilding & Engineering Company unter dem Namen Ishikawajima-Harima Heavy Industries. In den nächsten Jahren fusionierte es weiter mit zwei weiteren Unternehmen und expandierte vermehrt ins Ausland. So wurde 1963 eine Schiffswerft in Singapur gegründet und in den 1970er-Jahren folgten Niederlassungen in Australien (1971), Großbritannien (1972) und den Niederlanden (1974). Die weltweite Expansion setzte sich in den 1980er- und 1990er-Jahren fort. Im Jahr 2000 erwarb man die Luftfahrt- und

Militärsparte der „Nissan Motor Company“, gründete die „IHI Aerospace, Co. Ltd“ und integrierte das Unternehmen in den Konzern.²¹

Heute produziert das Unternehmen Komponenten für Kraftwerke und Fabriken und baut erfolgreich Container- und Militärschiffe. Im Bereich des Flugzeugbaus produziert es Triebwerkskomponenten und bietet Überholungsdienste an. Des Weiteren werden Satellitenantriebe und Raketenstufen für die Raumfahrt hergestellt. Am Gesamtumsatz gemessen trägt dieser Bereich fast 30 Prozent zum Unternehmensergebnis bei und ist neben dem Anlagenbau der zweitgrößte Firmenbereich. Heute agiert das Unternehmen global und ist in unterschiedlichen Ländern mit seinen Produkten in Fertigung und Vertrieb vertreten (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 3–12).

4.4.1 Außen- und Innenfinanzierung

Für Ishikawajima-Harima Heavy Industries liegen leider nur Daten seit dem Jahr 2000 in digitaler und veröffentlichter Form vor. Dennoch ist es auch für Ishikawajima-Harima Heavy Industries für gewisse Daten und Kennziffern möglich, Datenreihen bis zurück zum Jahr 1998 zu bilden und die Daten auszuwerten, da im Geschäftsbericht des Jahres 2000 die Datenreihen teilweise bis in das Jahr 1998 zurückgehen. Um die unten genannten Auswertungen vorzunehmen, habe ich auch bei diesem Unternehmen auf die Daten aus den veröffentlichten Bilanzen, der Kapitalflussrechnung, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie dem Eigenkapitalspiegel zurückgegriffen. Schaut man sich die Mittelherkunft und -verwendung der Jahre seit dem Jahr 2000 an, so erkennt man, dass das Unternehmen in sechs von 12 Jahren seine Investitionen komplett über den erwirtschafteten Cashflow finanzieren konnte und in zwei weiteren Jahren (2003 und 2007) ebenfalls den größeren Anteil der Investitionen.

Tabelle 5: Investitionen und Mittelherkunft von IHI zwischen 2000 und 2011

in Millionen Yen	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Investition	77.798	62.754	41.727	54.220	57.374	40.997	4.100	33.986	46.816	29.584	60.613	30.489
davon aus laufenden Cash Flow	77.798	62.754	0	54.220	44.344	40.997	0	33.986	23.831	29.584	20.332	0
davon aus Mittelaufnahme	0	0	42.812	0	13.030	0	24.654	0	22.985		40.281	40.669
Anteil Invest /CF	1,00	1,00	0,00	1,00	0,77	1,00	0,00	1,00	0,51	1,00	0,34	0,00
Anteil Invest / Verb	0,00	0,00	1,00	0,00	0,23	0,00	1,00	0,00	0,49	0,00	0,66	1,00

Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 51; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 46; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 40; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 39; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 38; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 38.

²¹ Ishikawajima-Harima Heavy Industries, <http://www.ihl.co.jp/en/company/history/index.html>, 27.06.2013.

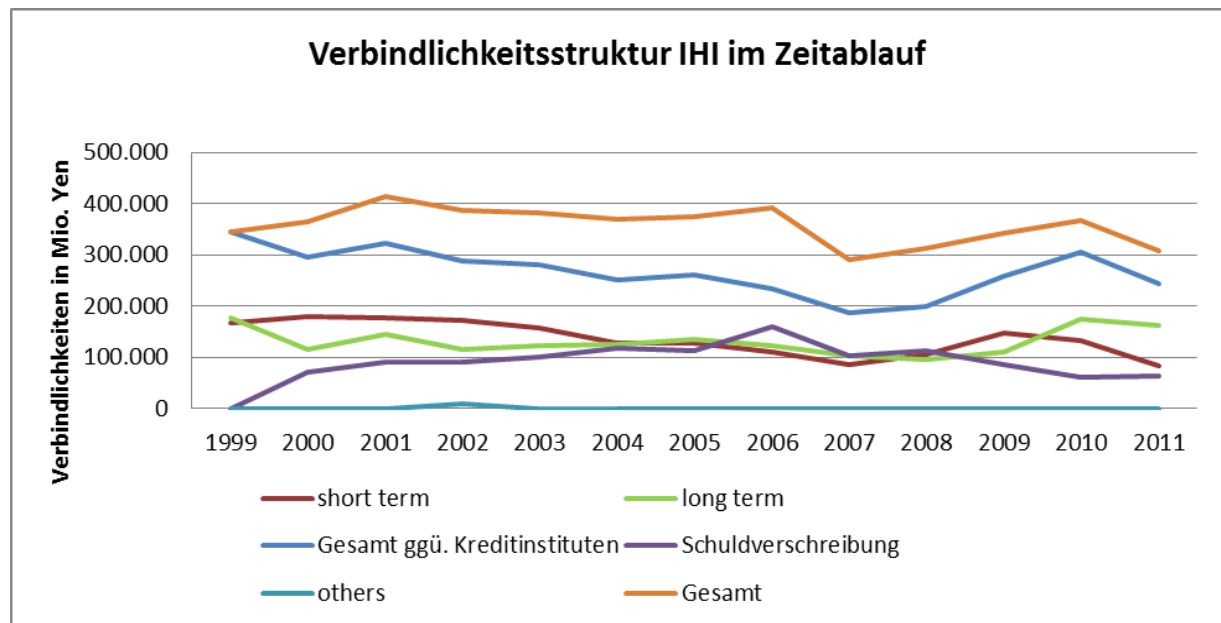
Nur in vier Jahren war der Anteil an Investitionen aus der Mittelaufnahme größer als die dafür verwendeten Mittel aus den im Unternehmen erwirtschafteten Cashflows. Allerdings musste in drei Jahren (2000, 2005 und 2009) mehr Kapital am Kapitalmarkt aufgenommen werden als später wieder investiert wurde.

In den Jahren 2010 und 2011 wurden die Investitionen von insgesamt (kumulativ) 140,5 Milliarden Yen über den laufenden Cashflow finanziert. Darüber hinaus konnte die Verschuldung in den letzten beiden Jahren (von 2010 auf 2011) um 27,7 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 47) reduziert werden. Diese Reduzierung im letzten Jahr ist der zweithöchste Wert im untersuchten Zeitraum. Der höchste Wert wurde im Jahr 2008 erreicht, als man die Nettoverschuldung um 48,8 Milliarden Yen verringern konnte (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 45). Im gleichen Jahr (2008) konnte man die langfristigen Schulden um 95 Milliarden Yen abbauen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 45), was jedoch nur in geringem Maße über einen Überschuss im operativen Cashflow gelang. Dieser betrug 2008 lediglich etwas mehr als 3 Milliarden Yen. Um die Nettoverschuldung zu reduzieren, verkaufte man in Tōkyō in diesem einem Jahr Land mit einem Gegenwert von 90 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 43). Im Durchschnitt konnten seit dem Jahr 2000 rund 63 Prozent aller Investitionen über die erwirtschafteten Mittel und nur 37 Prozent mussten über Aufnahme von Krediten oder durch Emission von Anleihen finanziert werden. Damit liegt das Unternehmen weit über dem Durchschnitt aller untersuchten Firmen. Im Schnitt finanzierten sich alle Unternehmen zu 51 Prozent über den erwirtschafteten Cashflow. Nimmt man Ishikawajima-Harima Heavy Industries aus der Durchschnittsbildung heraus, so reduziert sich der Wert auf 48 Prozent. Von allen untersuchten Unternehmen hat nur ShinMaywa mit rund 80 Prozent eine noch höhere Quote.

4.4.2 Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen

Ishikawajima-Harima Heavy Industries wies zum 31.03.2011 Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten beziehungsweise Verbindlichkeiten aus der Emission von Anleihen (Schuldverschreibungen) in Höhe von 308,3 Milliarden Yen auf (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 80). Wie man in der Grafik 63 erkennen kann, betrugen im gleichen Jahr die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten 244,7 Milliarden Yen.

Abbildung 63: Verbindlichkeitsstruktur IHI im Zeitablauf



Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 47; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 42; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 36; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 34; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 39.

Den größten Anteil bildeten dabei die langfristigen Verbindlichkeiten in Höhe von 162,5 Milliarden Yen. Diese langfristigen Verbindlichkeiten wurden im Schnitt mit 1,67 Prozent verzinst und hatten eine Laufzeit bis zum Jahr 2016. Der weitaus größere Anteil der aktuellen langfristigen Verbindlichkeiten wird jedoch bereits im Jahr 2013 fällig (rund 71,2 Milliarden Yen) (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 80).

Kurzfristige Verbindlichkeiten bestanden in Höhe von 82,2 Milliarden Yen und wurden im Schnitt mit einem Zinssatz von 0,89 Prozent verzinst (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 80). Neben dem oben genannten Volumen an Krediten bestanden zum 31.03.2011 noch Schuldverschreibungen in Höhe von 63,6 Milliarden Yen. Diese wurden mit Zinssätzen zwischen 1,81 Prozent und 2,13 Prozent verzinst (ISHIKAWAJIMA-HARIMA

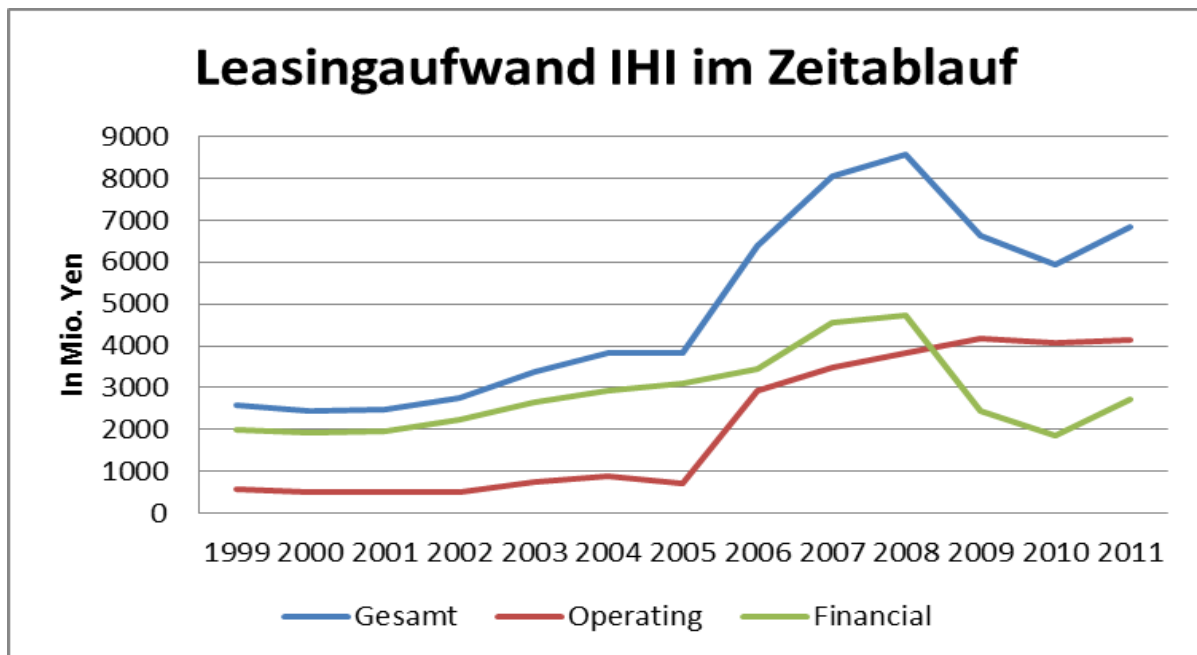
HEAVY INDUSTRIES 2011: 80). Schuldverschreibungen unterscheiden sich von Anleihen insofern, als Erstere nicht oder nur eingeschränkt auf dem freien Markt gehandelt werden können. In Abbildung 63 erkennt man, dass sich die Zusammensetzung der Verbindlichkeiten bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries in den letzten Jahren grundlegend geändert hat. So bestanden 1999 die kompletten Verbindlichkeiten aus Bankkrediten und hierbei zur Hälfte aus langfristigen und kurzfristigen Krediten. Im Zeitablauf aber änderte sich diese Verteilung jedoch nachhaltig. Zum einen nahm der Anteil der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen ab (der gesamte Schuldenstand blieb dabei zwischen den Jahren 2001 und 2006 relativ konstant) und auch der Anteil der langfristigen Kredite reduzierte sich in diesen Jahren.

Der relative Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten stieg hingegen an. In den letzten Jahren seit 2007 veränderte sich dieses Bild abermals. Nicht nur wurde der Schuldenstand zwischen 2006 und 2007 um 25 Prozent beziehungsweise 100,5 Milliarden Yen auf 290,8 Milliarden Yen reduziert, sondern auch die Verteilung der Finanzierungsmittel änderte sich. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten wurden dabei stärker zurückgeführt und die neuen Verbindlichkeiten wurden in Form von langfristigen Krediten aufgenommen, sodass diese aktuell den größten Anteil an den Krediten ausmachen. Gleichzeitig wurde das Volumen der Schuldverschreibungen sukzessive abgebaut. Diese haben von allen drei Gruppen momentan das niedrigste Volumen, nachdem sie im Jahr 2006 mit 158,8 Milliarden Yen sogar das größte Volumen angenommen hatten. Im gleichen Jahr betrugen die kurzfristigen Verbindlichkeiten 109,5 Milliarden Yen und die langfristigen Verbindlichkeiten 123 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 51). Neben den oben genannten Verbindlichkeiten aus Krediten und anderen Fremdkapitaltiteln finanziert das Unternehmen einige seiner Investitionen auch direkt über verschiedene Leasingkonstrukte/-verträge. So stieg im gleichen Betrachtungszeitraum von 1999 bis 2011 der Leasingaufwand von Ishikawajima-Harima Heavy Industries um mehr als das Zweieinhalbfache an. 1999 betrug der Leasingaufwand etwas mehr als 2,5 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 42), 2011 hingegen schon 6,8 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 51).

Wie man in Abbildung 64 erkennen kann, stieg der Aufwand nach 2004 stark an, um nach 2008 einzubrechen und in den beiden Jahren 2010 und 2011 wieder anzusteigen. Diese Zahlen lassen sich sehr einfach aus den Geschäftsberichten herauslesen, da diese Zahlen explizit in den veröffentlichten Jahresabschlüssen abgebildet werden und man dadurch zur Ermittlung der relevanten Daten einen indirekten Weg über andere Bilanz- und Gewinn und

Verlustpositionen vermeiden kann. Vergleicht man diesen Verlauf mit der Kreditaufnahme (weiter oben), sieht man, dass dort im gleichen Zeitraum die Kreditverschuldung abnimmt. Das Unternehmen substituierte also einen Teil seiner Investitionen, welche vorher über die Aufnahme von neuen Krediten finanziert wurden, durch die Finanzierung über Leasingkonstruktionen. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang, dass der relative Anteil der Financial-Lease-Verträge am gesamten Leasingaufwand seit dem Jahr 2008 stark rückläufig ist.

Abbildung 64: Leasingaufwand IHI



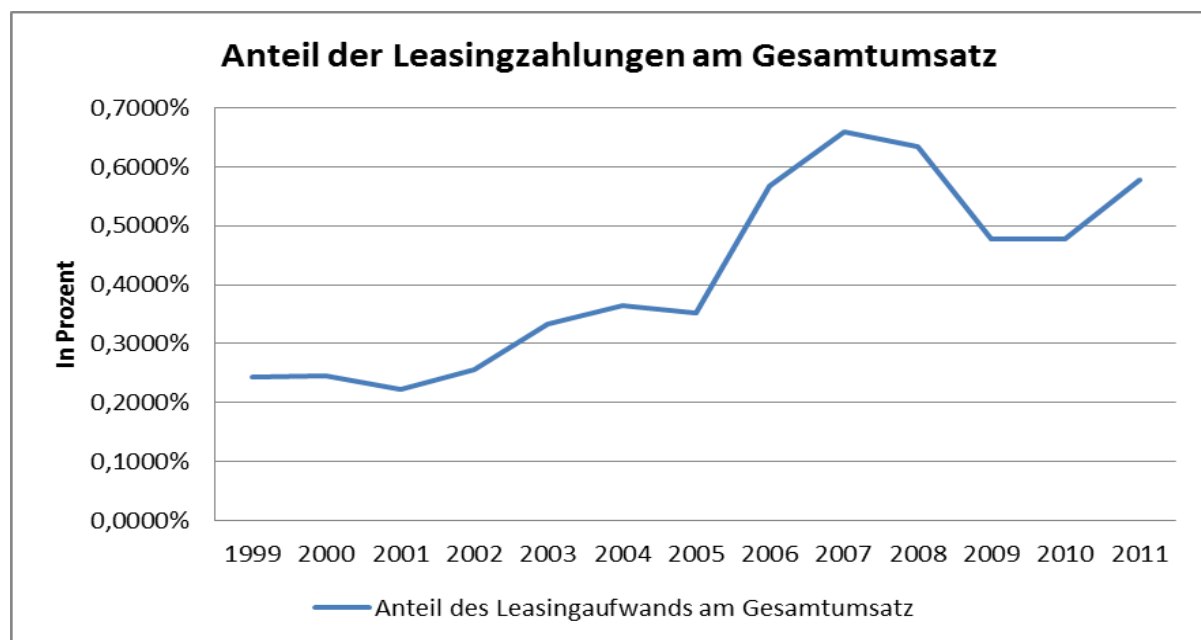
Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 60; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 57; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 50; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 49; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 48; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 48; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 50.

Der höchste Anteil wurde im Jahr 2005 mit 81 Prozent erreicht, was einem Aufwand von 3,1 Betrag 1999 der jährliche Aufwand auf Financial-Lease-Verträgen 1,9 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 42) und machte noch 79 Prozent der gesamten Leasingaufwände aus, so betrug dieser im Jahr 2011 2,7 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 51), was nur noch einen Anteil von rund 39 Prozent gemessen an den Gesamtaufwendungen darstellt. Milliarden Yen entspricht (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 49). Dieser Rückgang ist ein Hinweis darauf, dass der Aufwand aus Operating-Lease-Verträgen im gleichen Zeitraum stark angestiegen ist. Operating-Lease-Verträge haben den Vorteil, dass sie

bilanziell nicht als Verbindlichkeiten erfasst werden, also auf gewisse Kennziffern der Bilanzanalyse wie zum Beispiel den Verschuldungsgrad keinen negativen Einfluss haben.

Als Nächstes wird der Leasingaufwand ins Verhältnis zum Jahresumsatz gesetzt, denn es ist möglich, dass der Leasingaufwand einerseits in absoluten Zahlen steigt, aber dieser Anstieg auf das reine Unternehmenswachstum zurückzuführen ist und sich die Aufwendungen aus den Leasingverträgen rückläufig im Verhältnis zum Umsatz entwickelt haben. Eine eigene Kennziffer wird hierzu in den Geschäftsberichten nicht veröffentlicht, sodass diese Analyse aus einer eigenen Berechnung stammt.

Abbildung 65: Anteil Leasingzahlungen am Gesamtumsatz



Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 60; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 57; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 50; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 49; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 48; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 48; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 50.

Hier wird das oben bereits vermutete Wachstum jedoch eindeutig bestätigt. 1999 (zu Beginn der hier untersuchten Zeitperiode) betrug der Anteil der Leasingaufwendungen rund 0,2 Prozent, in den folgenden Jahren bis 2002 blieb der Anteil relativ konstant, um dann anschließend kontinuierlich anzuwachsen, parallel zum absoluten Wachstum des Leasingaufwands. Im gleichen Zeitraum konnte auch der entsprechende Umsatz gesteigert werden. Dieser wurde jedoch vom Wachstum der Leasingzahlungen überkompensiert.

Der größte Anteil wurde 2007 mit über 0,6 Prozent erreicht. Danach sank der Anteil der Aufwendungen, um in den letzten Jahren wieder leicht anzusteigen.

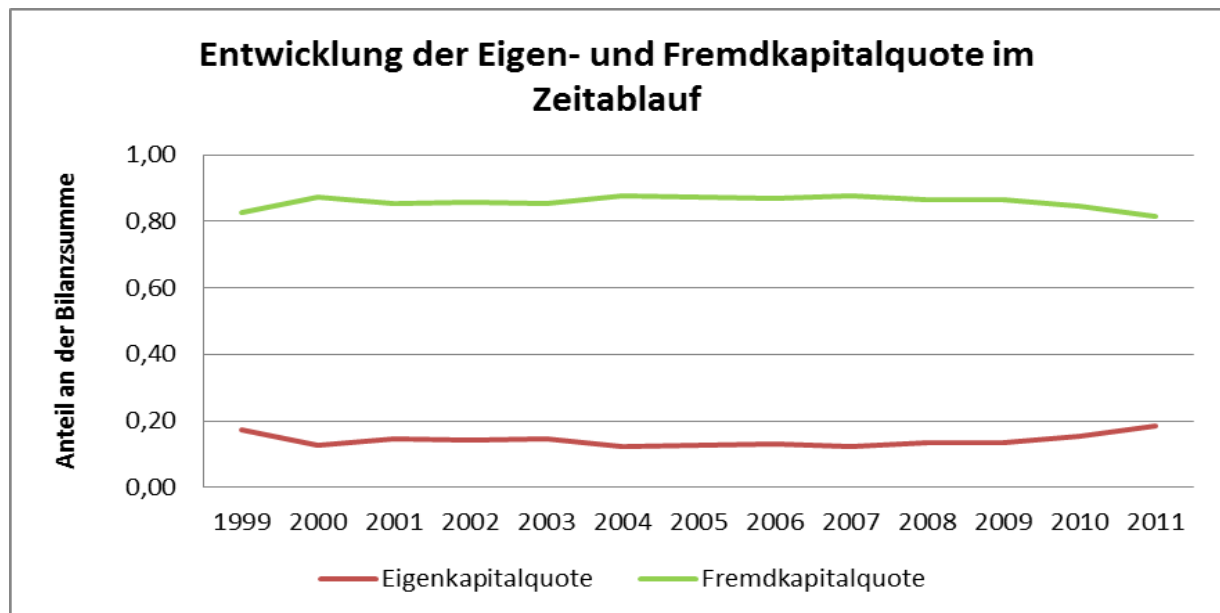
Zusammenfassend kann man feststellen, dass Ishikawajima-Harima Heavy Industries seine Kreditaufnahme zunehmend über den Abschluss von Leasingverträgen substituierte. Dieser

Prozess zeigt sich auch in der Entwicklung der Bilanzsumme von Ishikawajima-Harima Heavy Industries. Im Jahr 2008 überstieg der Anteil des Aufwands aus Operating-Lease-Verträgen den Aufwand aus Financial-Lease-Verträgen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 58). Letzterer reduzierte sich in den folgenden Jahren noch weiter. Im gleichen Zeitraum sank die Bilanzsumme von 1,54 Billionen Yen (2008) (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 58) um fast 12 Prozent auf 1,36 Billionen im Jahr 2011 (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 47). Auf die Entwicklung des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital wird nun im folgenden Abschnitt näher eingegangen.

4.4.3 Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern

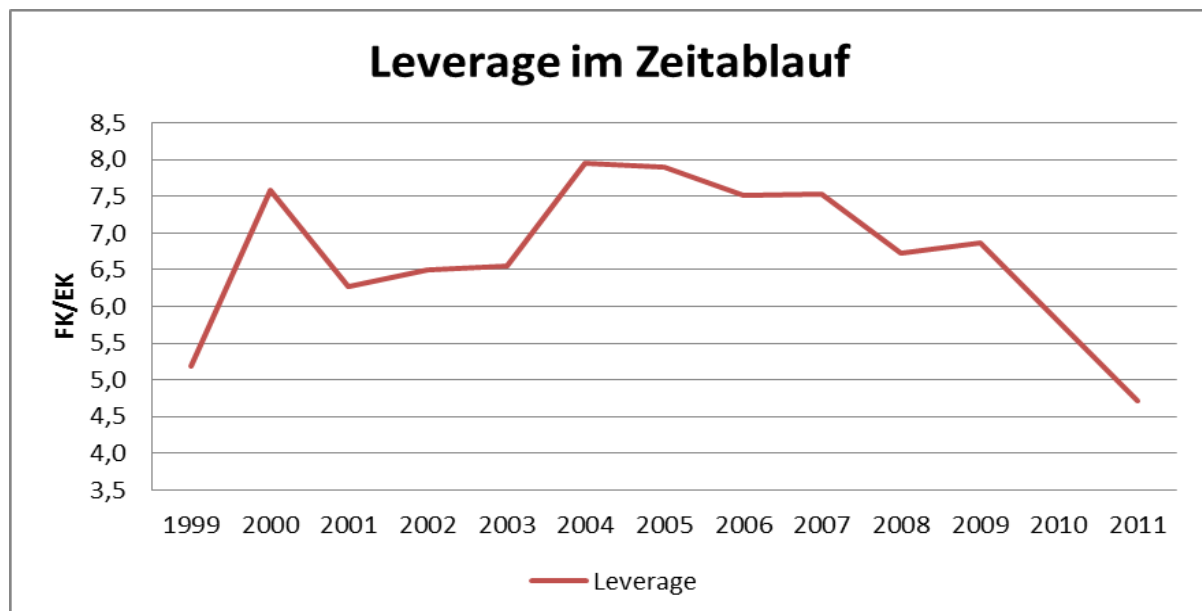
Ishikawajima-Harima Heavy Industries veröffentlicht, ähnlich wie die anderen Unternehmen, zu seiner Kapitalzusammensetzung keine eigenen Kennziffern in seinen Geschäftsberichten. Um eine valide Aussage zu diesen Kennziffern machen zu können, wurde die entsprechende Eigenkapital- und Fremdkapitalquote aus den jeweiligen Bilanzpositionen über den Untersuchungszeitraum rechnerisch ermittelt. Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital im Zeitablauf zeigt deutlich, dass die Eigenkapitalquote in den letzten 12 Jahren im Verhältnis zu den übrigen untersuchten Unternehmen relativ niedrig ist. Im Durchschnitt betrug sie seit 1999 14 Prozent und Ishikawajima-Harima Heavy Industries hat damit im direkten Vergleich mit den anderen Unternehmen die niedrigste Eigenkapitalquote. Die durchschnittliche Eigenkapitalquote der untersuchten Unternehmen beträgt mit Ishikawajima-Harima Heavy Industries 29 Prozent (Zeitraum von 1999 bis 2011) und ohne Ishikawajima-Harima Heavy Industries steigt die durchschnittliche Eigenkapitalquote der restlichen Unternehmen auf 33 Prozent. Dabei sieht man in der Abbildung 66, dass die Eigen- und Fremdkapitalquote von Ishikawajima-Harima Heavy Industries im Zeitablauf sehr konstant bleiben. Erst in den letzten drei Jahren verschiebt sich das Verhältnis leicht zugunsten der Eigenkapitalquote (wie man in der obbigen Grafik sehr gut erkennen kann). Im Jahr 2011 beträgt sie 18 Prozent, seit dem Jahr 2009 konnte sie damit um 5 Prozent gesteigert werden

Abbildung 66: Entwicklung der Eigen- und Fremdkapitalquote IHI



Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 47; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 42; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 36; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 34; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 39.

Abbildung 67: Leverage IHI im Zeitablauf 1999–2011

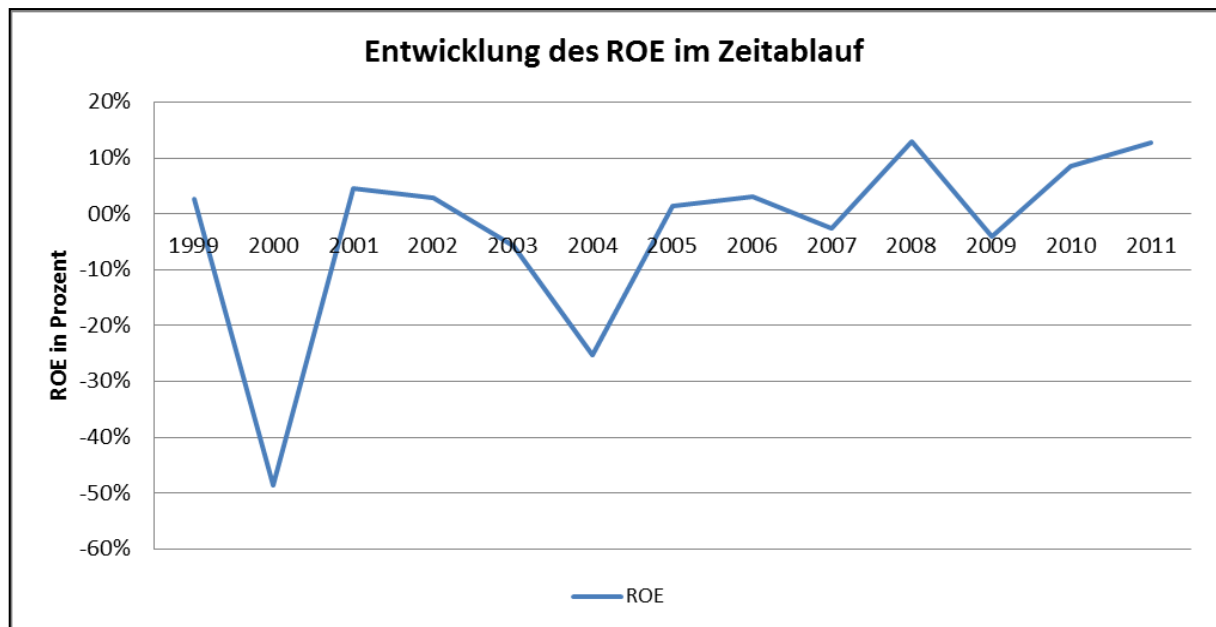


Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 47; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 42; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 36; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 34; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 39.

Das gleiche Bild zeigt sich bei der Entwicklung des Leverage im Zeitablauf (Abbildung 67). Auch für den Leverage wird in den Geschäftsberichten keine eigene Kennziffer veröffentlicht, sondern die Zahl musste entsprechend für jedes Einzeljahr rechnerisch ermittelt werden. Nach der rechnerischen Ermittlung kann man feststellen, dass dieser im Betrachtungszeitraum im Schnitt 6,7 betrug. Damit übertrifft der Wert deutlich den theoretischen Wert von 2:1 und liegt ebenso über dem Durchschnittswert der untersuchten Unternehmen, der im gleichen Zeitraum 3,4 beziehungsweise 2,6 (ohne die Werte von Ishikawajima-Harima Heavy Industries) beträgt. Wie man an der Abbildung 67 (oben) erkennen kann, ist es dem Unternehmen in den letzten Jahren nachhaltig gelungen, das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital zu verbessern. Im Jahr 2011 betrug der Wert nur noch 4,7 und war damit der niedrigste Wert seit 1999. Das Unternehmen rangiert damit zwar immer noch an letzter Stelle im Vergleich zu den restlichen Unternehmen, aber man konnte den Abstand zu den übrigen Unternehmen reduzieren. Das höchste Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital erreichte man in den Jahren 2004 und 2005, also in den Jahren, in denen man auch die höchste Fremdkapitalquote erreicht. Interessant ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass Ishikawajima-Harima Heavy Industries in diesen beiden Jahren absolut gesehen weder die höchsten Verbindlichkeiten im Allgemeinen noch die höchsten Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten im Speziellen auswies. In den vier Folgejahren (2006 bis 2009) waren sowohl das Fremdkapital als auch die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten deutlich höher. Letztere waren allerdings nur in den Jahren 2006 und 2009 höher. Betrug das Fremdkapital in den beiden Jahren 2004 und 2005 im Durchschnitt noch 1,2 Billionen Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 36), so stieg es in den Jahren danach auf durchschnittlich 1,3 Billionen Yen an. Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten stiegen von 244 Milliarden Yen (2004 und 2005) auf 282 Milliarden Yen im Jahr 2006 an (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 36; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 41). Danach sanken diese jedoch signifikant auf unter 210 Milliarden Yen in den Jahren 2007 und 2008, um anschließend wieder stark anzusteigen bis zum Spitzenwert von knapp 306 Milliarden Yen im Jahr 2010 (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 45; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2010: 43). Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass es Ishikawajima-Harima Heavy Industries in den letzten Jahren gelungen ist, sein Eigenkapital deutlich und nachhaltig aufzustocken. Im Folgenden wird die Frage geklärt, inwiefern sich die niedrige Eigenkapitalquote des Unternehmens auf den ROE ausgewirkt hat. Grundsätzlich hat eine niedrige Eigenkapitalquote bei gleich hohem Gewinn einen positiven Einfluss auf den

ROE. Ist dies auch bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries der Fall? Abbildung 68 zeigt den stark schwankenden Verlauf des ROE bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries in den letzten 12 Jahren. Die Bandbreite liegt zwischen –48,5 Prozent im Jahr 2000 und 12,7 Prozent (2011). Dies macht eine Schwankungsbreite von über 61 Prozent aus. Im Mittel konnte das Unternehmen im Betrachtungshorizont sogar nur einen negativen ROE von –2,9 Prozent erwirtschaften, was allerdings in den extrem negativen Jahren 2000 (–48,5 Prozent) und 2004 (–25,3 Prozent) begründet liegt. Nimmt man diese beiden Jahre aus der Betrachtung heraus, so steigt der Wert sogar auf 3,4 Prozent, also liegt er nur knapp unter dem Durchschnittswert von 3,8 Prozent aller untersuchten Unternehmen ohne Ishikawajima-Harima Heavy Industries.

Abbildung 68: Entwicklung des ROE im Zeitablauf IHI

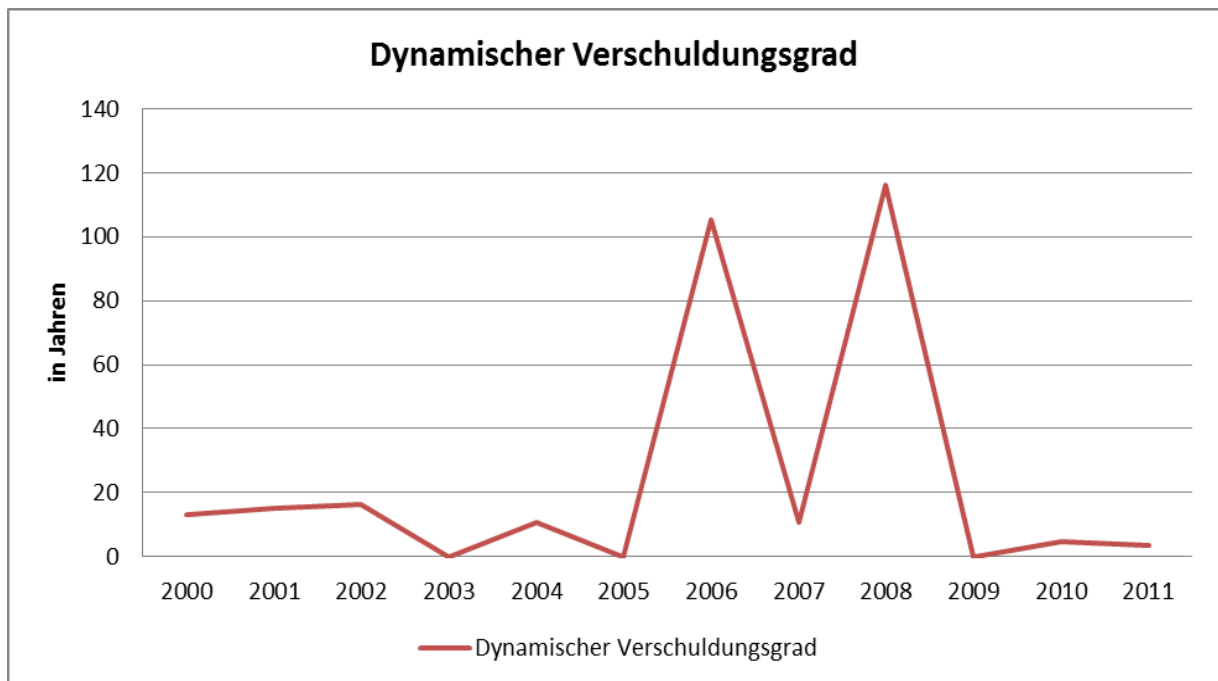


Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 43; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 32; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 31.

Besonders in den letzten beiden Jahren konnten überdurchschnittliche Renditen von 8,5 Prozent im Jahr 2010 und 12,7 Prozent im Jahr 2011 erzielt werden, die damit alle anderen untersuchten Firmen in diesen beiden Jahren übertrafen. Bei den hier dargestellten Ergebnissen sieht man deutlich, wie eine niedrige Eigenkapitalquote (wie im Fall von Ishikawajima-Harima Heavy Industries) die jeweiligen Jahresergebnisse negativ wie positiv beeinflussen kann.

Im nächsten Abschnitt wird der Verlauf des dynamischen Verschuldungsgrades (gemessen am operativen Cashflow) analysiert. In der Abbildung 69 sieht man die großen Sprünge, welche auch der operative Cashflow im Zeitablauf aufweist. Dabei wurden negative operative Cashflows (in den Jahren 2003, 2005 und 2009) – wie auch bei den anderen Unternehmen – mit einer „0“ in der Grafik dargestellt. In den beiden weiteren Ausreißerjahren 2006 und 2008 waren die erwirtschafteten operativen Cashflows so niedrig, dass die Tilgung der Verbindlichkeiten mit diesen Cashflows über 100 Jahre gedauert hätte.

Abbildung: 69 Dynamischer Verschuldungsgrad IHI



Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 47; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 42; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 36; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 34; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 39.

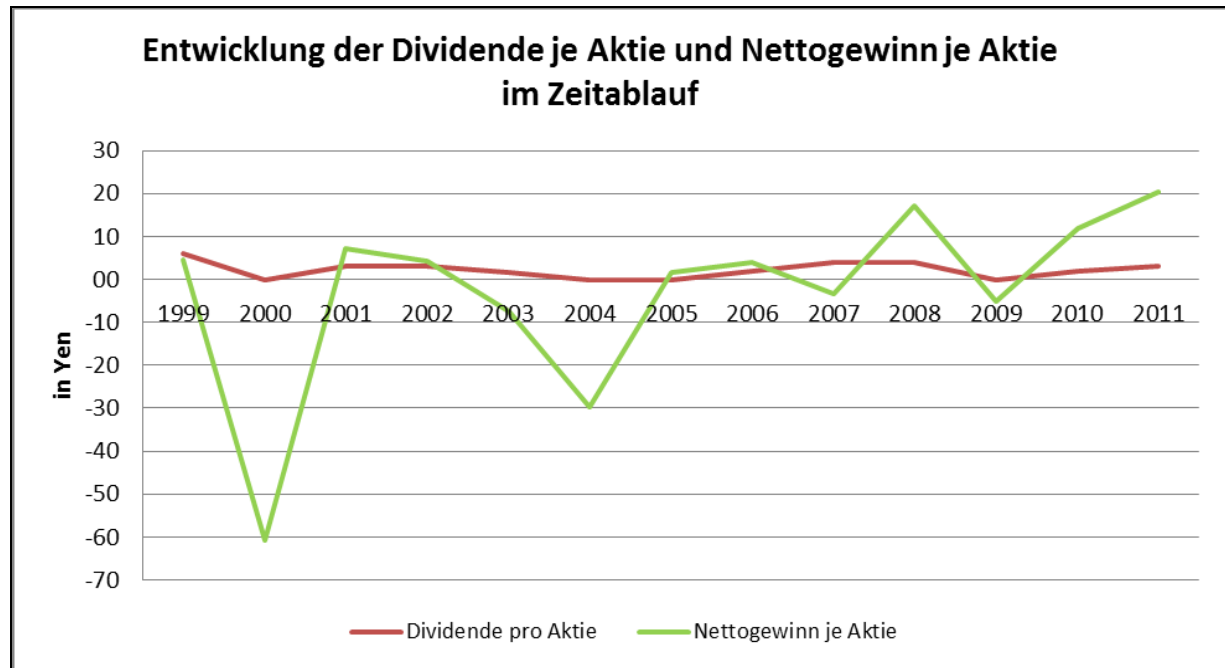
Man erkennt jedoch, dass insbesondere in den beiden letzten Jahren die operativen Cashflows so weit gesteigert werden konnten, dass der dynamische Verschuldungsgrad weit unter die zehn Jahre gesunken ist (fünf Jahre im Jahr 2010 und vier Jahre im Jahr 2011).

Durchschnittlich beträgt dieser Wert 25 Jahre. Nimmt man die beiden Jahre jedoch aus der Durchschnittsbildung heraus, so sinkt dieser Wert auf 11 Jahre.

4.4.4 Dividendenentwicklung

Im nächsten Teilabschnitt wird wiederum die Entwicklung der Dividenden je Aktie, des Nettogewinns und der damit verbundenen Ausschüttungsquote in den letzten 12 Jahren dargestellt und erläutert.

Abbildung 70: Entwicklung der Dividende und Nettogewinn je Aktie IHI



Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 43; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 32; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 31.

Zwischen 1999 und 2011 erwirtschaftete Ishikawajima-Harima Heavy Industries durchschnittlich einen Verlust von 624 Millionen Yen pro Jahr (das heißt nicht, dass alle Jahre verlustreich waren, sondern nur, dass die Verluste in Betrachtungszeitraum die Gewinne überkompensierten). Dennoch schüttete das Unternehmen in den meisten Jahren eine Dividende aus. Im Durchschnitt betrugen die Dividenden zwischen 1999 und 2011 2,2 Yen je Aktie. Damit liegt es weit unter dem Durchschnitt aller untersuchten Unternehmen von 4,7 Yen und schüttet durchschnittlich die niedrigste Dividende aus. Bei der Ausschüttungsquote sieht das Bild hingegen ein wenig anders aus. Die Ausschüttungsquote beträgt durchschnittlich 21,6 Prozent. Ishikawajima-Harima Heavy Industries liegt damit zwar auch unter dem Durchschnitt von 31,7 Prozent, dieses Bild wird aber durch die hohe durchschnittliche Ausschüttungsquote von Mitsubishi Heavy Industries verzerrt. Als weiteres Unternehmen liegt hierbei nur noch Kawasaki Heavy Industries mit einer Rate von 21,7 Prozent vor Ishikawajima-Harima Heavy Industries. In einigen Jahren (1999, 2002 und 2006) beträgt diese Rate sogar mehr als 50 Prozent. 1999 betrug die ausgezahlte Dividende sogar 134 Prozent des Nettogewinns und stellt damit einen Spitzenwert dar. Dieser Wert wird nur

von Mitsubishi Heavy Industries übertroffen. Das Unternehmen schüttete in den Jahren 1999 und 2005 jeweils 186 Prozent und 333 Prozent seines Nettogewinns aus. In Abbildung 71 erkennt man, dass die Ausschüttungsquote in den letzten Jahren zurückgegangen ist. So wurden 2010 16,9 Prozent und 2011 14,8 Prozent des Unternehmensgewinns an die Anteilseigner ausgeschüttet. Im Jahr 2008 lag die Ausschüttungsquote noch bei 23,3 Prozent.

Abbildung 71: Ausschüttungsquote Ishikawajima-Harima Heavy Industries

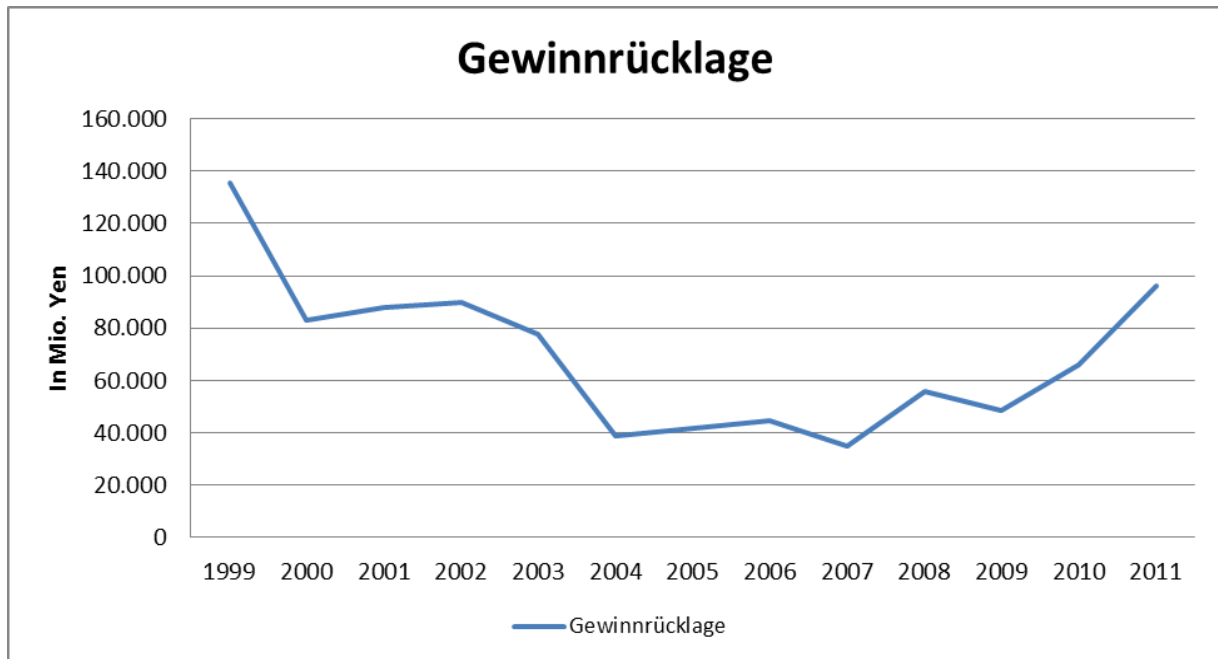


Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 43; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 32; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 31.

Zu dieser Zeit lag die Quote durchschnittlich bei rund 50 Prozent und höher, sofern in Einzeljahren Dividenden ausgeschüttet wurden. Als einzige Ausnahme ist das Jahr 2007 anzusehen, da in diesem Jahr die Ausschüttungsquote negativ war. Dennoch wird aus der Abbildung ersichtlich, dass die durchschnittliche Ausschüttungsquote im Zeitablauf rückgängig ist, die Anteilseigner also weniger am Unternehmenserfolg partizipieren. Als Bruch im Zeitablauf kann man auch hier die weltweite Finanzkrise seit dem Jahr 2008 annehmen. Diese Entwicklung müsste sich im Prinzip in einem Anstieg der Gewinnrücklage widerspiegeln und wenn man die Entwicklung der einbehaltenen Gewinne im Zeitablauf über die letzten 12 Jahre in Abbildung 72 betrachtet, dann kann man diese Entwicklung seit dem Jahr 2007 eindeutig nachverfolgen.

In den Jahren zwischen 2004 und 2007 lag der absolute Wert der Retained Earnings im Durchschnitt bei 40 Milliarden Yen und stieg anschließend sukzessive auf einen Wert von 95,9 Milliarden Yen im Jahr 2011. Der Spitzenwert aus dem Jahr 1999 in Höhe von 135,5 Milliarden Yen konnte jedoch in der untersuchten Periode nicht mehr erreicht werden.

Abbildung 72: Gewinnrücklage IHI



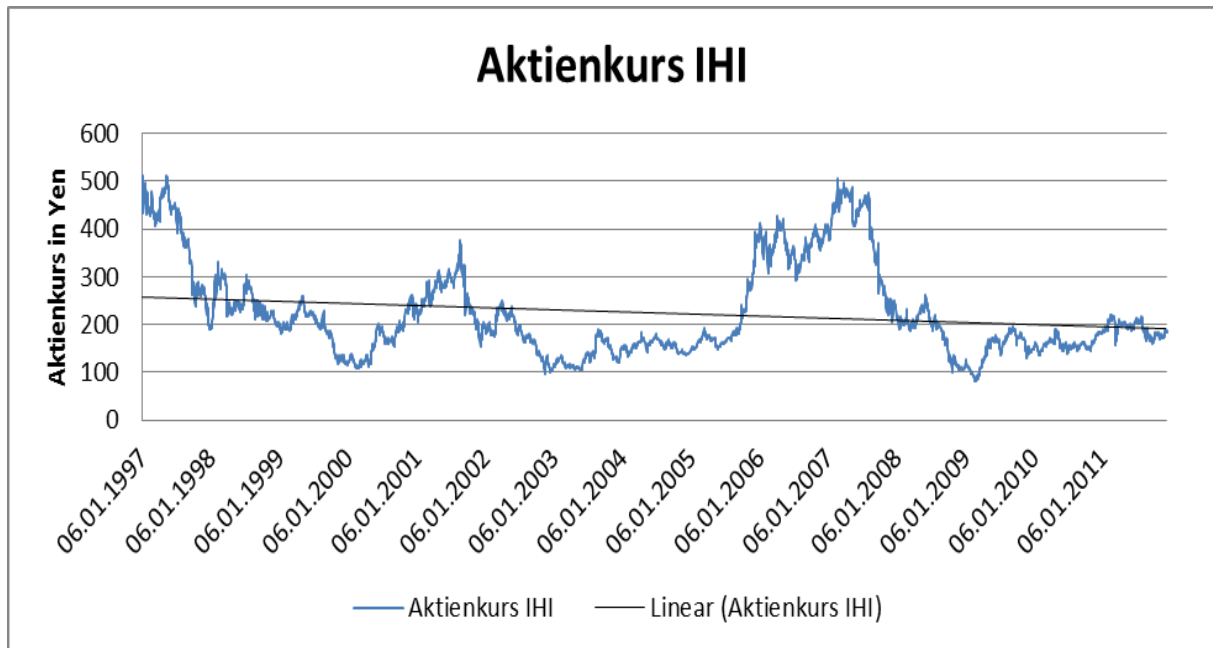
Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 47; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 42; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 36; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 34; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 35; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 39.

In den Jahren zwischen 2004 und 2007 lag der absolute Wert der Gewinnrücklage im Durchschnitt bei 40 Milliarden Yen und stieg anschließend sukzessive auf einen Wert von 95,9 Milliarden Yen im Jahr 2011 (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 47). Der Spitzenwert aus dem Jahr 1999 in Höhe von 135,5 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 39) konnte jedoch in der untersuchten Periode nicht mehr erreicht werden. Im Durchschnitt behielt Ishikawajima-Harima Heavy Industries in den vergangenen Jahren zwischen 1999 und 2011 69,3 Milliarden an den Gewinnen ein und schüttete diese nicht an die Anteilseigner aus. Diese Mittel standen ihrerseits für Investitionen zur Verfügung und sorgten für eine Stärkung der Eigenkapitalquote in diesem Zeitraum.

4.4.5 Aktienkursentwicklung

Bei einer Analyse der Aktienkursentwicklung seit dem 06.01.1997 lässt sich nachvollziehen, inwiefern sich die oben geschilderten Strategien bezüglich des Ausschüttungsgrades und der Dividendenpolitik im Zeitablauf auf den Aktienkurs auswirken. In Abbildung 73 ist zu erkennen, dass der Aktienkurs in den letzten Jahren im Mittel einem negativen Trend von $-0,012$ folgt.

Abbildung 73: Aktienkursverlauf IHI (1997–2011)



Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Ishikawajima-Harima Heavy Industries schneidet damit deutlich besser ab als der Nikkei-Index, welcher eine negative Steigung von $-1,19$ im gleichen Zeitraum aufweist. Auch liegt er etwas über dem Durchschnittswert von $-0,07$ aller hier untersuchten Unternehmen.

An der Entwicklung des Aktienkurses lässt sich recht eindeutig belegen, dass der Gesamtmarkt die Ausschüttungsquote, die Dividendenpolitik sowie die aktuelle Ertragskraft und die potenzielle Entwicklung des Ergebnisses positiver einschätzt als die einzelnen hier untersuchten Unternehmen wie Mitsubishi Heavy Industries oder Fuji Heavy Industries. Der relativ hohe Ausschüttungsgrad im Vergleich zu den anderen Unternehmen kompensiert die eher unterdurchschnittliche Entwicklung der Eigenkapitalrendite und den stark schwankenden Unternehmensgewinn in den letzten 12 Jahren.

4.4.6 Änderungen der Besitzverhältnisse

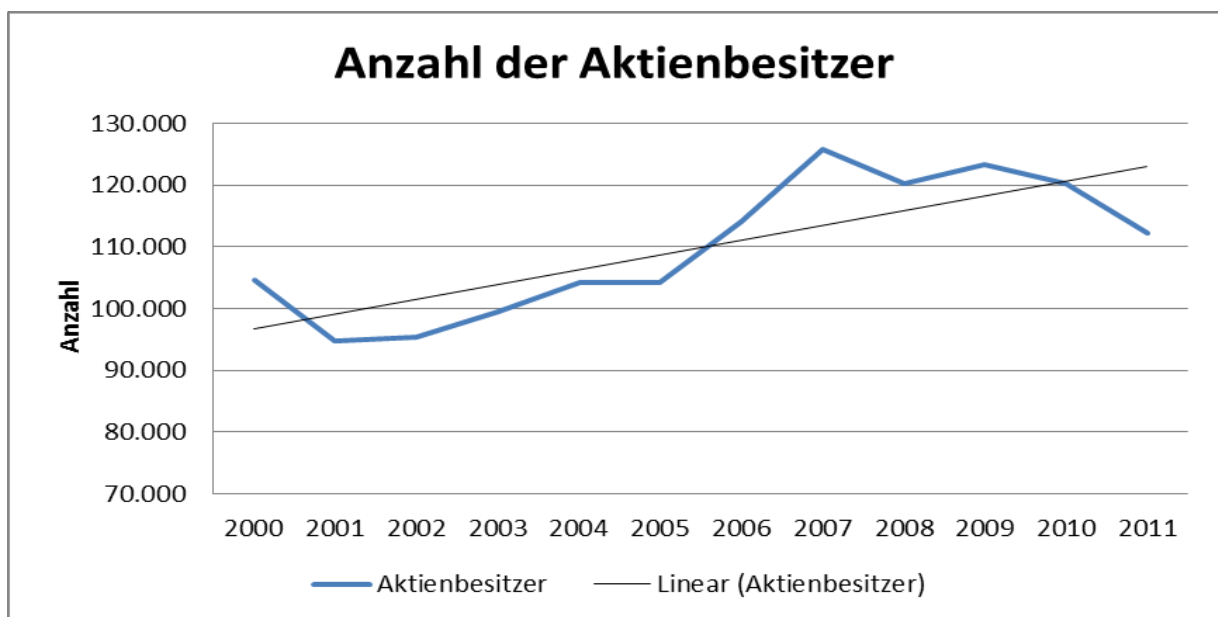
Im folgenden Abschnitt werden die Veränderungen in der Eigentümerstruktur von Ishikawajima-Harima Heavy Industries dargestellt. Wichtig ist hierbei vor allem die Frage, wie sich die Besitzverhältnisse beim Eigenkapital verändert haben. Sind die Aktien eher in einem Streubesitz oder besitzen einige wenige Anleger (institutionelle und private) einen Großteil der Aktien und wie veränderte sich die Zusammensetzung der Anteilseigner im Zeitablauf? Leider geben die Geschäftsberichte keine konsistente Auskunft über die größten Anteilseigner des Unternehmens. Zwischen 2002 und 2007 werden gar keine derartigen Angaben gemacht. Erstaunlicherweise werden in den Geschäftsberichten der Jahre 2000 und 2001 Angaben zu den größten Anteilseignern veröffentlicht, danach erst wieder, wie oben beschrieben, seit dem Jahr 2007. Am 31.03.2011 verfügt Ishikawajima-Harima Heavy Industries über ein Grundkapital von rund 95,8 Milliarden Yen, was sich wiederum auf 1,47 Milliarden Aktien aufteilt. Die Anzahl der Aktienbesitzer wird mit 112 228 angegeben und die Aktien werden an den Börsen von Tōkyō, Ōsaka, Sapporo, Nagoya sowie Fukuoka gehandelt (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 82). Zu den größten Anteilseignern gehörten 2011 fast ausschließlich Finanzinstitute, Versicherungen und Pensionsfonds, welche ihr Kapital in die Aktien von Ishikawajima-Harima Heavy Industries investierten und Anteile zwischen 1,47 Prozent und 4,12 Prozent hielten. Eine Ausnahme ist hierbei die IHI Customer Stock Ownership Association, welche einen Anteil von 1,75 Prozent hielt (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 82).

Bei der Betrachtung der Entwicklung der Anteilseigner bis zum Jahr 2007 wird deutlich, dass sich an der Zusammensetzung nicht viel geändert hat. Die größten Anteilseigner des Unternehmens sind japanische Banken, Versicherungen und Pensionsfonds. Nur deren Anteile fluktuieren im Zeitablauf. Erwähnenswert ist lediglich das Jahr 2008. In diesem Jahr gehörten drei große internationale Banken (UBS, Morgan Stanley und Goldman Sachs) zu den größten Anteilseignern von Ishikawajima-Harima Heavy Industries. In dem Zeitraum wird im Jahr 2000 ein einziges Industrieunternehmen aufgeführt. In diesem Jahr hielt die Toshiba Corporation 4,16 Prozent der gesamten Anteile von Ishikawajima-Harima Heavy Industries. Im Folgenden wird auf die Zahl der Aktienbesitzer im Zeitablauf und auf die Aktienzahl je Besitzer eingegangen.

Wie man in Abbildung 74 erkennen kann, steigt die Zahl der Aktienbesitzer im Zeitablauf an. Von ihrem Tiefpunkt im Jahr 2001 mit 94 821 Aktienbesitzern (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 5) stieg die Zahl auf 125 819 im Jahr 2007 (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 57). Allerdings reduzierte sie sich in den letzten

Jahren wieder leicht und die Aktien teilten sich im Jahr 2011 auf die oben genannten Aktienbesitzer auf. Errechnet man aus der Zahl der ausgegebenen Aktien und der Anzahl der Anteilseigner die durchschnittliche Anzahl an Aktien je Anteilseigner für den Untersuchungszeitraum, so stellt sich nach einer Analyse der Daten heraus, dass sich trotz des Anstiegs der absoluten Zahl der Aktionäre die durchschnittliche Anzahl kaum verändert und leicht zwischen 13 694 (im Jahr 2001) und 11 390 (im Jahr 2009) Aktien je Anteilseigner schwankt. Im Durchschnitt besaß jeder Anteilseigner zwischen den Jahren 2000 und 2011 12 512 Aktien.

Abbildung 74: Anzahl der Aktienbesitzer IHI

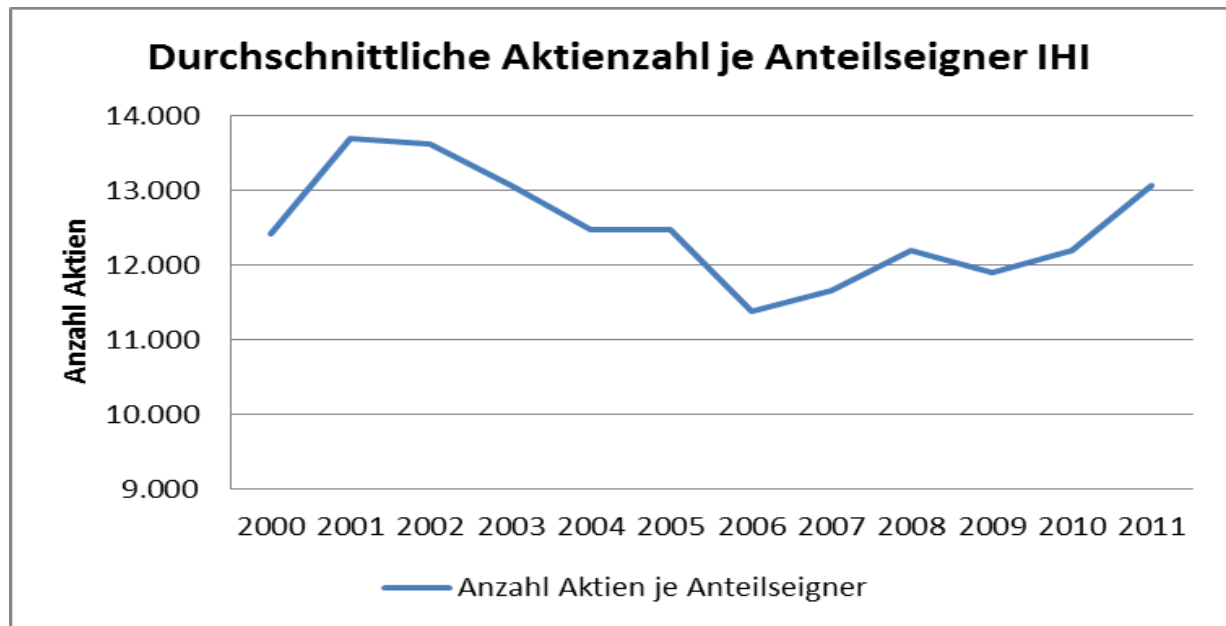


Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 82; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2010: 68; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 66; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 65; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 57; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 61; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 32; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2004: 55; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 55; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2002: 55; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 57; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 59.

Damit hat Ishikawajima-Harima Heavy Industries den zweithöchsten Wert aller untersuchten Unternehmen und liegt damit auch leicht über dem Gesamtdurchschnitt von 12 360 Aktien je Anteilseigner. Im Verhältnis zu den übrigen Unternehmen ist der Streubesitz also bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries weniger stark ausgeprägt als bei den anderen untersuchten Unternehmen. Auch wenn die Zahl der Anteilseigner über den Zeitraum ansteigt, ist die Anzahl an Aktien je Aktionär relativ konstant geblieben. Dies lässt sich über die Kapitalerhöhung im Jahr 2007 erklären. Zwischen 2006 und 2007 stieg die Zahl der

ausgegebenen Aktien um 168,6 Millionen Stück, was einem Anstieg der Aktienzahl um 12,9 Prozent entspricht.

Abbildung 75: Durchschnittliche Aktienzahl je Anteilseigner IHI



Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 82; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2010: 68; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 66; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 65; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 57; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 61; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 32; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2004: 55; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 55; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2002: 55; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 57; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 59.

Ein interessanter Punkt wird ersichtlich, wenn man sich den Verlauf der Aktienkurse in diesem Zeitraum anschaut. In den Abbildungen 73, 74 und 75 ist erkennbar, dass in diesem Zeitraum der Aktienkurs auf einem sehr hohen Niveau war, welches in den Folgejahren nicht mehr erreicht wurde. Es lässt sich schlussfolgern, dass die Erhöhung der Aktienzahl keinen unmittelbaren Einfluss auf den Aktienkurs des Unternehmens hatte.

Zusammenfassend kann man sagen, dass sich Ishikawajima Heavy Industries durch eine sehr niedrige Ausschüttungsquote, die niedrigsten durchschnittlichen Dividendenzahlungen im Untersuchungszeitraum mit einer hohen Fremdkapitalquote und eine Mischung aus nicht traditionellen Finanzierungsmitteln auszeichnet. Dieses ambivalente Bild wird durch die regelrechte „bilanzkosmetische“ Verwendung von Leasingverträgen weiter geprägt.

Bei Ishikawajima Heavy Industries fällt es schwer, ein eindeutiges Urteil über die Zuordnung zu den hybriden oder den traditionellen Unternehmen zu treffen. Einerseits verfolgt das Management keine konkrete Steuerung der Bilanz und Bilanzkennziffern, um den

Shareholdervalue zu maximieren, andererseits verwendet man zeitweise für die Finanzierung verstärkt Instrumente des Kapitalmarkts wie die Emission von Anleihen oder Kapitalerhöhungen. Man ist also auf den Kapitalmarkt angewiesen und sollte den Shareholdervalue für das Erreichen von optimalen Ergebnissen auf dem Kapitalmarkt verbessern. Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist außerdem, dass bis zum Ausbruch der Finanzkrise große internationale Banken zu den größten Anteilseignern des Unternehmens gehörten und der Aktienkurs im Zeitraum von 1997 bis 2011 überdurchschnittlich performte. Eine tiefergehende Beurteilung erfolgt wie bei den anderen untersuchten Unternehmen am Ende der Arbeit.

4.5 ShinMaywa Industries

Die Ursprünge von ShinMaywa Industries gehen auf dasselbe Unternehmen zurück, aus dem sich später Fuji Heavy Industries entwickeln sollte (siehe weiter oben). 1917 gründete der japanische Militärpilot Nakajima Chikuhei mithilfe seines Partners Kawanishi Seibei (einem Ingenieur) ein Unternehmen namens „Japanese Aeroplane Manufacturing Work Co. Ltd“ (Nihon Hikôki Seisakusho KK). Kawanishi hatte zuvor bereits die „Kawanishi Aircraft Company Ltd.“ gegründet und diese in die „Japanese Aeroplane Manufacturing Work Co. Ltd“ eingebracht. Ein Jahr später, im Jahr 1918, wurde das Unternehmen in „Nakajima Aircraft Factory“ umbenannt, nachdem sich beide Geschäftspartner getrennt hatten. Kawanishi Seibei gründete daraufhin die „Kawanishi Machinery Company“ mit einer eigenen Abteilung für den Flugzeugbau. 1923 wurde ebenfalls von ihm eine kommerzielle Fluglinie gegründet, die Routen wurden jedoch bereits sechs Jahre später an die „Japan Air Transport Co. Ltd.“ übertragen. 1928 wurde die Abteilung für Flugzeugbau aus der „Kawanishi Machinery Company“ ausgegliedert und eine neue Gesellschaft gegründet, welche in den Folgejahren eine Reihe von Flugzeugen produzierte. Unter anderem stellte sie ein Langstreckenflugzeug, den Kawanishi Type-12 Sakura, her.²² Nach Ende des 2. Weltkriegs wurde das Unternehmen aufgelöst und 1945 unter dem heute bekannten Namen ShinMaywa Industries wiedergeründet. Aufgrund des Verbots des Flugzeugbaus stellte man zuerst Alltagsgüter her. Als 1952 mit dem Friedensvertrag von San Francisco der Flugzeugbau in Japan wieder erlaubt wurde, etablierte man bei ShinMaywa neben der Herstellung von Lastkraftwagen und Industriemaschinen auch die Produktion von Flugzeugen und Flugzeugkomponenten beziehungsweise begann einen Unternehmenszweig aufzubauen, der sich mit der Überholung und der Wartung von Flugzeugen beschäftigte. 1966 orderte das japanische Selbstverteidigungsministerium ein Wasserflugzeug bei ShinMaywa, welches

²² ShinMaywa Industries, <http://www.shinmaywa.co.jp/english/company/history.html>, 08.03.2014.

1967 als Prototyp startete und später als PX-S produziert und kommerziell vermarktet wurde. 1971 folgte das Nachfolgemodell, die „PS-1 Kai“.²³ 1960 wurde ShinMaywa Mitglied der Hitachi-Gruppe, von der es sich jedoch im Jahr 2004 wieder trennte. In den Jahren zwischen 1988 und 1999 wurden verschiedene Zweigstellen und Joint Ventures in Asien und in Südostasien, unter anderem in Thailand (1988), China (2000) und Indien (2009), gegründet. Im Jahr 2003 erfolgte der erste Flug des „US-1A Kai“, einer Weiterentwicklung des oben genannten Wasserflugzeugs „PS-1 Kai“. Darüber hinaus produzierte man seit dem Jahr 1992 Komponenten für die Boeing 777.²⁴

4.5.1 Außen- und Innenfinanzierung

Für ShinMaywa Industries liegen wie bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries leider nur Daten seit dem Jahr 2000 in digitaler Form vor. Allerdings besitzen auch die ersten Geschäftsberichte aus dem Jahr 2000 einen sogenannten „5-Jahres-Rückblick“, der die wichtigsten Kennzahlen der jeweils letzten fünf Jahre zusammenfasst. Durch diese Zusammenfassung lassen sich also auch teilweise bei ShinMaywa Industries längere Zeitreihen und Vergleichswerte ausarbeiten. Eine Analyse der veröffentlichten Geschäftsberichte zeigt, dass bis zum Jahr 2007 ausschließlich die Bilanzen, die Gewinn- und Verlustrechnung, der Eigenkapitalspiegel sowie die Kapitalflussrechnung inklusive der entsprechenden Anhangsangaben veröffentlicht wurden. Erst seit dem Geschäftsbericht des Jahres 2007 werden auch das Unternehmen und seine Sparten, das Management und die Corporate Governance- und die Riskomanagementsysteme sowie die Geschäftsaussichten näher vorgestellt. Davor fehlten diese Angaben, und man beschränkte sich in den Geschäftsbericht ausschließlich auf die Veröffentlichung entsprechender „harter Fakten“.

In der unten stehenden Tabelle 6 wird das Zahlenmaterial der 12 Jahre von 2000 bis 2011 zusammengefasst, man erkennt aus den Zahlen, dass das Unternehmen in den meisten Jahren seine getätigten Investitionen durch Einnahmen aus dem laufenden Geschäft gegenfinanzieren konnte. Nur in zwei Jahren, in den Jahren 2009 und 2007, überschritten die Investitionssummen die Nettoeinnahmen aus dem operativen Geschäft von ShinMaywa Industries. 2009 überstiegen gleichzeitig die Mitteleinnahmen aus der Finanzierungstätigkeit die Investitionssumme. So betrugen die Investitionen in diesem Jahr 3,3 Milliarden Yen und es wurden Mittel in Höhe von 4,9 Milliarden Yen aufgenommen (SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 15), in diesem Jahr wurde also zusätzliches Kapital für die nächsten Jahre aufgenommen. 2010 und 2011 jedoch wurden diese Mittel wieder zum größten Teil

²³ ShinMaywa Industries, <http://www.shinmaywa.co.jp/english/company/history.html>, 08.03.2014.

²⁴ ShinMaywa Industries, <http://www.shinmaywa.co.jp/english/company/history.html>, 08.03.2014.

zurückgeführt. Im Schnitt konnte ShinMaywa Industries im untersuchten Zeitraum rund 80 Prozent seiner Investitionen über den eigenen Cashflow finanzieren und musste im Umkehrschluss nur für 20 Prozent der Investitionen Fremdmittel aufnehmen. Im Vergleich zu den anderen Unternehmen weist das Unternehmen hier die höchste Quote auf und liegt weit über dem Durchschnitt von 51 Prozent aller in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen.

Tabelle 6: Investitionen und Mittelherkunft von SMI zwischen 2000 und 2011

in Millionen Yen	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Investition	1.347	843	3.330	4.183	3.352	5.486	2.383	1.918	1.842	2.990	3.135	2.528
davon aus laufenden Cash Flow	1.347	843	0	4.183	409	4.654	2.383	1.918	1.842	2.990	3.135	2.528
davon aus Mittelaufnahme	0	0	4.919	0	2.943	832	0	0	0	0	0	0
Anteil Invest /CF	1,00	1,00	0,00	1,00	0,12	0,85	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Anteil Invest / Verb	0,00	0,00	1,48	0,00	0,88	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

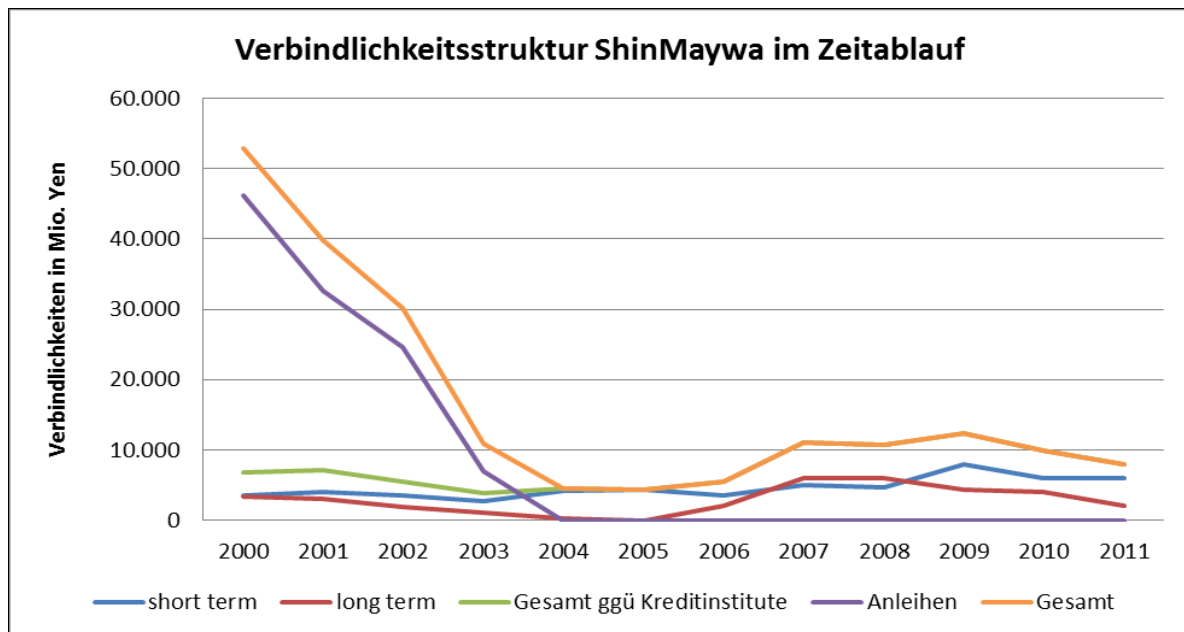
Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 8; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 15; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 14; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 8; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 8; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 6.

4.5.2 Kreditfinanzierung vs. Finanzierung durch die Ausgabe von Aktien oder Anleihen

Als Antwort auf die Frage, ob sich das Unternehmen bei der Mittelaufnahme stärker über die Kreditaufnahme bei Banken finanziert oder durch die Emission von Anleihen oder sogar über Kapitalerhöhungen, lässt sich sagen, dass sich ShinMaywa Industries zu Beginn der 2000er-Jahre überwiegend über die Emission von Anleihen finanziert hat. Diese Anleihen wurden jedoch im Zeitablauf zurückgezahlt. Aktuell werden keine Anleihen mehr in der Bilanz des Unternehmens ausgewiesen. Im Jahr 2000 betrug die Summe der Anleihen noch 46,1 Milliarden Yen. Dieser hohen Summe standen lediglich Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten in Höhe von 6,8 Milliarden Yen gegenüber (SHINMAYWA INDUSTRIES 2000: 13). Setzt man die Höhe der Anleihen in ein Verhältnis zur Bilanzsumme des Jahres 2000, so führt dies zu einem Anteil von rund 25 Prozent bei einer Bilanzsumme von 182,6 Milliarden Yen im Jahr 2000 (SHINMAYWA INDUSTRIES 2000: 4) beziehungsweise 87 Prozent an den gesamten Verbindlichkeiten. Kein anderes Unternehmen hatte in einem Einzeljahr der untersuchten Zeiträume einen so hohen Anteil an Anleihen an der Bilanzsumme aufzuweisen. Eine nähere Untersuchung des Geschäftsberichts 2000 zeigt, dass ein Großteil der Anleihen im darauf folgenden Jahr 2001 fällig wurde. Eine der Anleihen mit einem Nominal in Höhe von 13,5 Milliarden Yen wurde mit einer hohen Zinsrate von 4,7 Prozent verzinst und war eine Wandelanleihe (SHINMAYWA INDUSTRIES 2000: 13), welche jedoch von den „Eigentümern“ der Anleihe nicht in Aktien umgewandelt wurde, da sich die Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien über den Betrachtungszeitraum nicht

änderte, was bei einer Umwandlung der Fall gewesen wäre. Von dem oben genannten Nominalvolumen von 46,1 Milliarden Yen waren im Jahr 2000 73,3 Prozent beziehungsweise 33,8 Milliarden Yen Wandelanleihen, welche zwischen den Jahren 2000 und 2004 fällig wurden (SHINMAYWA INDUSTRIES 2000: 1). Die übrigen 12,3 Milliarden Yen waren Anleihen, welche ausschließlich im Jahr 2002 fällig wurden (SHINMAYWA INDUSTRIES 2000: 13). Leider findet man in den Geschäftsberichten keine Hinweise darauf, wann die Anleihen ausgegeben wurden und warum ausgerechnet diese hohe Summe emittiert wurde, der mehr als die Hälfte des Eigenkapitals des Jahres 2000 entsprach.

Abbildung 76: Verbindlichkeitsstruktur SMI im Zeitablauf



Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 13; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 12; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 4.

Im gleichen Zeitraum (zwischen 2000 und 2011) wurde der Leasingaufwand von ShinMaywa Industries von 682 Millionen Yen im Jahr 2000 (SHINMAYWA INDUSTRIES 2000: 16) um zwei Drittel auf 242 Millionen Yen im Jahr 2011 (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 17) reduziert, wobei die signifikante Reduzierung erst im Jahr 2011 erfolgte. Ein Jahr zuvor betrug der gesamte Leasingaufwand noch 540 Millionen Yen (SHINMAYWA INDUSTRIES 2010: 17). Eine genauere Analyse zeigt, dass vor allem der Leasingaufwand aus Financial-Lease-Verträgen deutlich reduziert wurde. Im Jahr 2000 lag der Anteil am gesamten Leasingaufwand noch bei 100 Prozent (SHINMAYWA INDUSTRIES 2000: 16). 2011 lag der Anteil der Financial-Lease-Geschäfte am gesamten Leasingaufwand immer noch bei 93 Prozent (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 17), aber die absolute Zahl konnte deutlich

gesenkt werden. Operating-Lease-Verträge werden erstmalig im Jahresabschluss 2004 in Höhe von 1 Million Yen ausgewiesen (SHINMAYWA INDUSTRIES 2004: 20). Aber erst seit dem Jahr 2007 zeigt ShinMaywa Industries kontinuierlich einen höheren Aufwand aus Operating-Lease-Verträgen mit durchschnittlich 26 Millionen Yen im Jahr (SHINMAYWA INDUSTRIES 2010: 17). Hierbei zeigte sich 2010 der höchste Aufwand mit 38 Millionen Yen (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 17). 2011 reduzierte sich der Aufwand wiederum auf 16 Millionen Yen (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 17).

Man erkennt deutlich, dass es ShinMaywa Industries in den letzten Jahren nachhaltig gelungen ist, die Verschuldung durch die Reduzierung der Verbindlichkeiten, aber auch durch die Reduzierung des Leasingaufwands abzubauen. Die sehr hohe Verschuldung ist hierbei auf den hohen Anleihenanteil zu Beginn des Jahrtausends zurückzuführen. Seit dem Auslaufen der letzten Anleihen im Jahr 2004 finanziert sich das Unternehmen nur über Kredite von Finanzinstituten und in geringem Maße über Leasingverträge. Der Leasingaufwand konnte hierbei im Jahr 2011 um fast die Hälfte im Vergleich zum Vorjahr reduziert werden, im Vergleich zum Jahr 2000 sogar um zwei Drittel. Zum 31.03.2011 fanden sich in der Bilanz von ShinMaywa Industries auf der Passivseite keine Anleihen mehr.

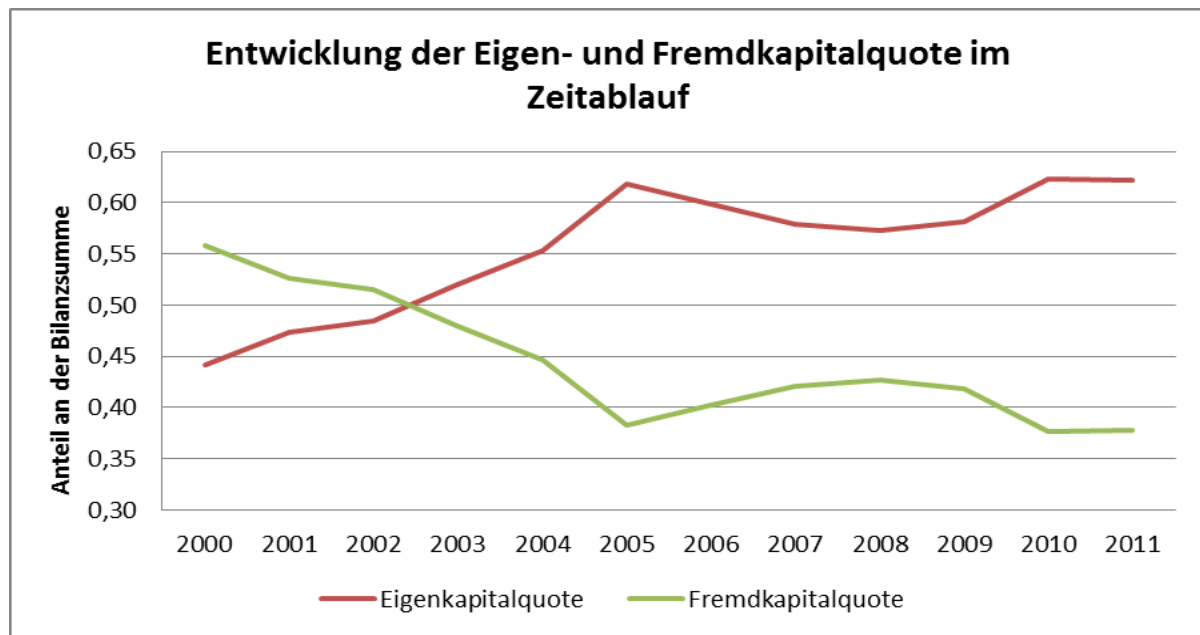
4.5.3 Kapitalzusammensetzung und Eigenkapital-Kennziffern

Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Eigen- und Fremdkapital im Zeitablauf zeigt deutlich, dass in den letzten 12 Jahren die Eigenkapitalquote bei ShinMaywa Industries entscheidend verbessert wurde. Allerdings werden hier bei ShinMaywa Industries ebenfalls keine konkreten Zahlen oder Kennziffern in den einzelnen Geschäftsberichten ausgewiesen, sodass man für ShinMaywa Industries die entsprechenden Zahlen ebenfalls rechnerisch ermitteln muss. In Abbildung 77 sieht man, dass die Eigenkapitalquote seit dem Jahr 2003 die Fremdkapitalquote übersteigt und in den Folgejahren noch weiter gesteigert werden konnte.

Aktuell, also im Jahr 2011, beträgt die Eigenkapitalquote 62 Prozent, die Fremdkapitalquote hingegen nur 38 Prozent. Seit dem Jahr 2000 betrug die Eigenkapitalquote durchschnittlich 56 Prozent und ist damit deutlich höher als die durchschnittliche Eigenkapitalquote aller untersuchten Unternehmen im gleichen Zeitraum (2000 bis 2011). Diese beträgt nur 30 Prozent. Nimmt man ShinMaywa Industries aus der Betrachtung heraus, so sinkt der Mittelwert sogar auf 24 Prozent. ShinMaywa Industries ist das einzige Unternehmen in dieser Arbeit, das eine Eigenkapitalquote von über 50 Prozent ausweist. Aufgrund der ungewöhnlich hohen Eigenkapitalquote des Unternehmens ist der Leverage im Umkehrschluss sehr niedrig und liegt seit dem Jahr 2003 kontinuierlich unter 1. Im Durchschnitt betrug der Wert zwischen 2000 und 2011 0,84 und lag damit deutlich unter dem idealen Wert von 2:1.

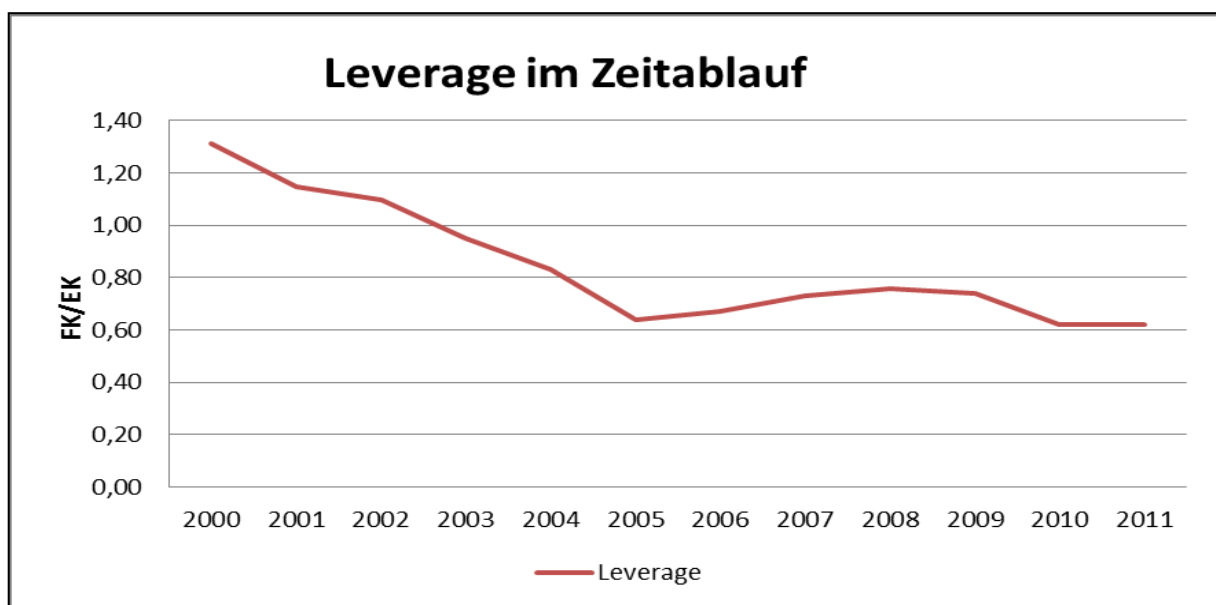
ShinMaywa Industries hat den niedrigsten Leverage von allen untersuchten Firmen, hier liegt der Durchschnittswert für die Jahre zwischen 2000 und 2011 bei 3,3. Nimmt man die Werte von ShinMaywa Industries aus der Durchschnittsbildung heraus, so erhöht sich der Wert auf 4,0. ShinMaywa Industries liegt also deutlich unter dem durchschnittlichen Wert der anderen Unternehmen, was in der hohen Eigenkapitalquote begründet liegt.

Abbildung 77: Eigen- und Fremdkapitalentwicklung SMI



Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 13; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 12; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 4.

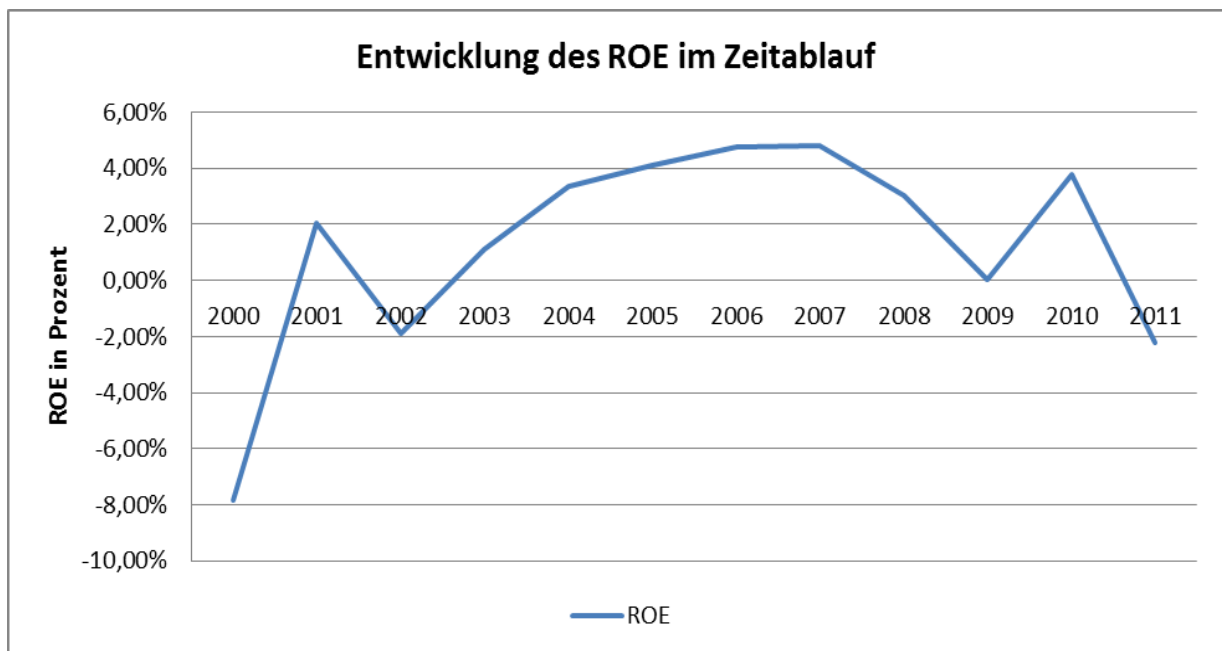
Abbildung 78: Leverage SMI im Zeitablauf



Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 13; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 12; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 4.

Im folgenden Abschnitt soll nun die Frage beantwortet werden, inwiefern sich die hohe Eigenkapitalquote auf den ROE von ShinMaywa Industries ausgewirkt hat. Grundsätzlich hat eine niedrige Eigenkapitalquote bei gleichbleibendem Gewinn einen positiven Einfluss auf den ROE. Bei ShinMaywa Industries müsste also die hohe Eigenkapitalquote den ROE negativ beeinflussen. Im Jahr 2011 wurde aufgrund eines negativen Nettoergebnisses ein negativer ROE von 2,2 Prozent erwirtschaftet, im Durchschnitt jedoch wurde im Zeitraum zwischen 2000 und 2011 ein ROE von 1,26 Prozent erzielt. Nur in den Jahren 2000 und 2002 war der ROE ebenfalls negativ (mit 7,8 Prozent im Jahr 2000 und 1,9 Prozent im Jahr 2002). Der unternehmenseigene Durchschnittswert von 1,26 Prozent liegt nur leicht unter dem Durchschnittswert von 1,3 Prozent aller untersuchten Firmen für die Jahre zwischen 2000 und 2011.

Abbildung 79: Entwicklung des ROE SMI



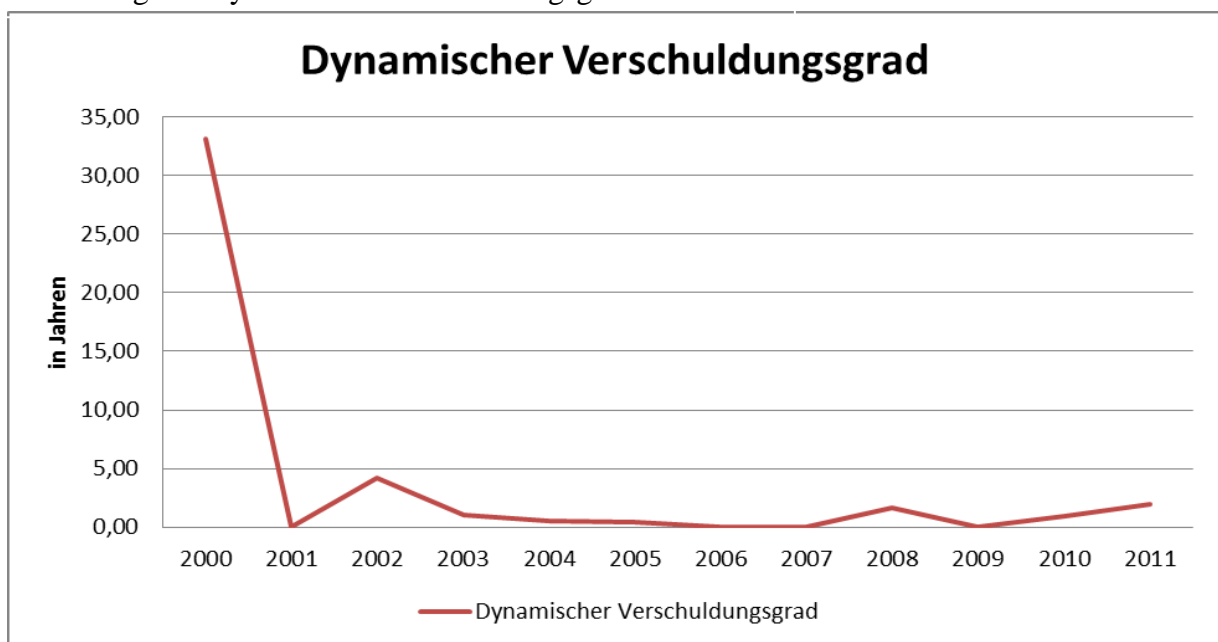
Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 4; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 13; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 6; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 6; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 5.

Die Aussagekraft dieses Durchschnittswerts wird jedoch durch extrem negative Werte von Ishikawajima Heavy Industries, Mitsubishi Heavy Industries und Kawasaki Heavy Industries im Jahr 2000 verzerrt. Schaut man sich die positiven ROE im Zeitraum zwischen 2000 und 2011 an, so erhöht sich der durchschnittliche ROE auf 5,1 Prozent. Wendet man das gleiche Prinzip bei ShinMaywa Industries an, so erhöht sich deren ROE auf exakt 3 Prozent, der Abstand zwischen den beiden Durchschnittswerten erhöht sich also ein wenig. Trotz der hohen Eigenkapitalquote konnte ShinMaywa ein beachtliches Ergebnis erwirtschaften und liegt mit 3 Prozent nicht an letzter Stelle der hier untersuchten Unternehmen. Mitsubishi

Heavy Industries erwirtschaftete im gleichen Zeitraum und durch das gleiche Verfahren nur 2,2 Prozent. ShinMaywa Industries weist beim ROE die niedrigste Varianz von allen untersuchten Unternehmen auf (0,1 Prozent), die durchschnittliche Varianz aller Unternehmen liegt im gleichen Zeitraum hingegen bei 0,9 Prozent. Das Ergebnis von ShinMaywa Industries ist im Untersuchungszeitraum im Vergleich zu dem der anderen in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen relativ konstant.

Schaut man sich im nächsten Schritt den dynamischen Verschuldungsgrad (gemessen am operativen Cashflow) von ShinMaywa Industries über die letzten 12 Jahre an (siehe Abbildung 80), so konnte das Management den Verschuldungsgrad von einem extrem hohen Anfangsniveau von 33 Jahren im Jahr 2000 auf 1,93 Jahre (2011) reduzieren. Das Unternehmen hätte also mit den erwirtschafteten Cashflows des Jahres 2000 33 Jahre benötigt, um seine Schulden zurückzuzahlen. Dieser lange Zeitraum konnte, wie bereits beschrieben, in den Folgejahren nachhaltig abgesenkt werden. Betrachtet man Abbildung 80, so erkennt man, dass in den Jahren, in denen nur ein negativer operativer Cashflow erwirtschaftet wurde, der Verschuldungsgrad mit „0“ angegeben wurde. ShinMaywa Industries erwirtschaftete in den Jahren 2001, 2006, 2007 und 2009 einen negativen operativen Cashflow. Nimmt man diese Jahre aus der Betrachtung heraus, so waren die Verbindlichkeiten des Unternehmens so hoch, dass es im Durchschnitt 5,5 Jahre benötigte, um seine Schulden aus dem operativen Cashflow heraus zu begleichen.

Abbildung 80: Dynamischer Verschuldungsgrad SMI



Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 8; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 15; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 14; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 8; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 8; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 6.

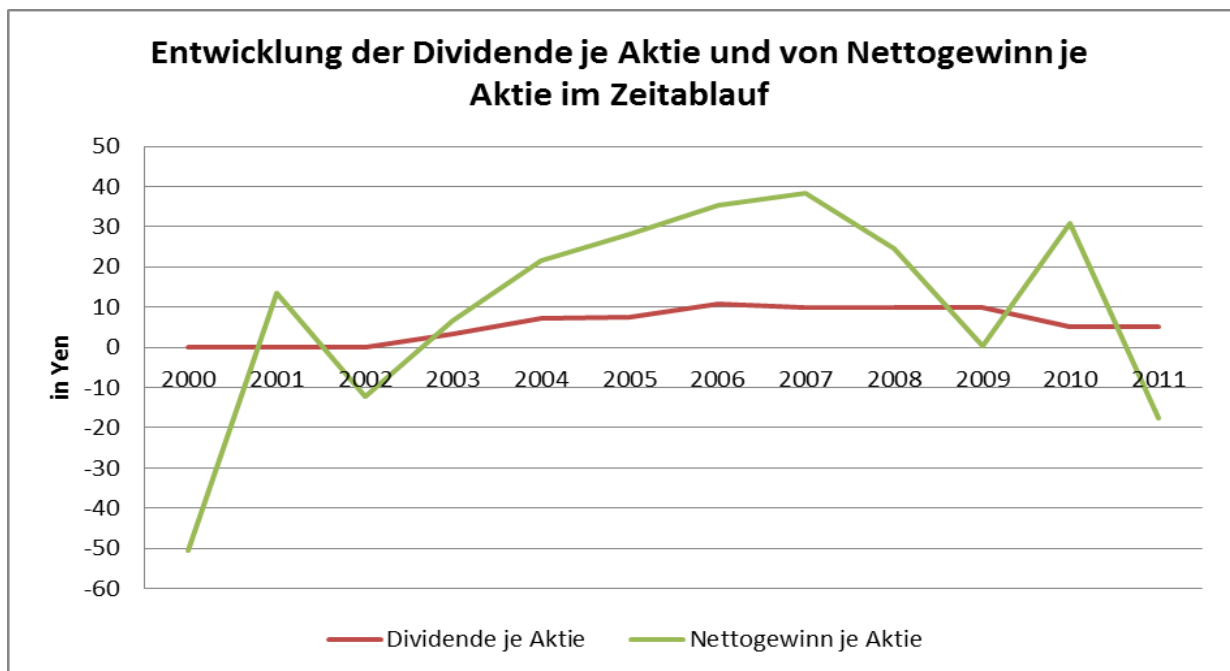
Nimmt man weiterhin auch das Extremjahr 2000 aus der Analyse heraus, reduziert sich der Wert im Mittel auf 1,5 Jahre. Das ist im Vergleich zu den anderen Unternehmen ein sehr niedriger und damit sehr guter Wert. In bestimmten Einzeljahren sank der dynamische Verschuldungsgrad von ShinMaywa Industries sogar auf unter ein Jahr. Dies war 2004, 2005 und 2010 der Fall. Erst im letzten Jahr stieg der Wert wieder stärker an und beträgt aktuell 1,93. Dies ist der höchste Wert seit 2003 (ohne jedoch die negativen Jahre zu betrachten). Auffällig ist die recht hohe Schwankungsbreite der Verbindlichkeiten und des operativen Cashflows – in absoluten Werten gesehen. Allein in den letzten Jahren seit 2006 schwankte der operative Cashflow zwischen einem negativen Wert in Höhe von 3,9 Milliarden Yen (SHINMAYWA INDUSTRIES 2006: 14) und einem positiven operativen Cashflow von 10,5 Milliarden Yen im Jahr 2010 (SHINMAYWA INDUSTRIES 2010: 15). Dem Management gelang es trotzdem, sich den jeweiligen Einnahmen aus den veränderten operativen Cashflows anzupassen und die Verbindlichkeiten entsprechend zu reduzieren. Wie bereits erläutert ist die Fremdkapitalquote bei ShinMaywa Industries sehr niedrig und das Unternehmen finanziert sich überwiegend über kurzfristige Kredite, sodass eine Anpassung relativ schnell erfolgen kann.

4.5.4 Dividendenentwicklung

Im nächsten Abschnitt wird die Entwicklung der Dividenden je Aktie, des Nettogewinns und der damit verbundenen Ausschüttungsquote der letzten 12 Jahre dargestellt und erläutert.

Hierbei veröffentlicht ShinMaywa Industries in seinen Geschäftsberichten seit dem Jahr 2000 den Nettogewinn je Aktie sowie die Dividende im entsprechenden Geschäftsjahr. Aufgrund des veröffentlichten Datenmaterials lassen sich für diese Kennzahlen Datenreihen bis zum Jahr 1998 bilden. Für meine Auswertung wurde jedoch nur der Zeitraum zwischen dem Jahr 2000 und 2011 betrachtet, da sich für diesen Zeitraum verlässliche Aussagen machen beziehungsweise die in den Geschäftsberichten getätigten Aussagen durch eine eigene Rechnung überprüfen lassen. Zwischen 2000 und 2011 erwirtschaftete ShinMaywa Industries im Durchschnitt einen Nettogewinn je Aktie von 9,89 Yen. 2011 wies man hingegen einen Nettoverlust von 17,5 Yen je Aktie aus (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 4). Das war das zweitschlechteste Ergebnis im Untersuchungszeitraum zwischen 2000 und 2011, was man auch in Abbildung 81 erkennen kann. Dem gegenüber steht eine durchschnittliche Dividende in Höhe von 5,75 Yen. Selbst im Verlustjahr 2011 zahlte das Unternehmen den Anteilseignern eine Dividende in Höhe von 5 Yen je Aktie aus. Diese 5 Yen entsprachen exakt der Dividendenhöhe des Vorjahres (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 4). Lediglich in den Jahren von 2000 bis 2003 verzichtete man auf eine Dividendenzahlung.

Abbildung 81: Dividende und Nettogewinn je Aktie SMI

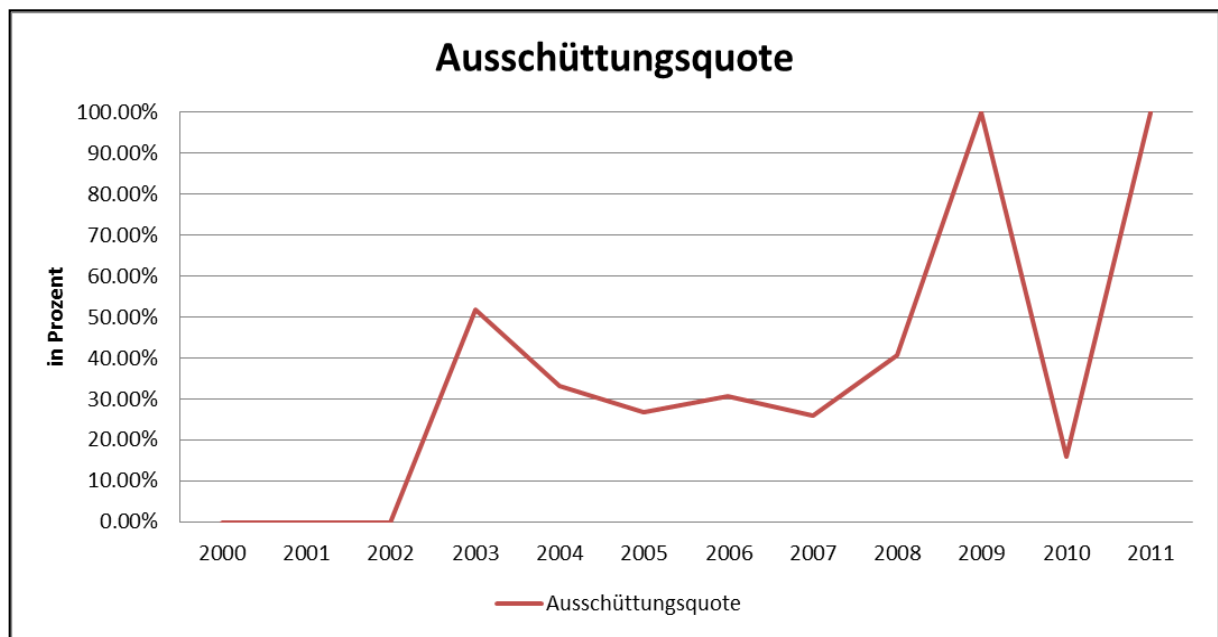


Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 15; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 28; SHINMAYWA INDUSTRIES 2008: 20; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 3; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 2; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 2; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 1.

Wie die anderen untersuchten Unternehmen auch versucht ShinMaywa Industries die Dividendenzahlung über den Zeitablauf zu glätten und extreme Ausschläge zu vermeiden. Im Vergleich zu den übrigen untersuchten Unternehmen stellt sich dabei heraus, dass ShinMaywa Industries die zweithöchste Dividende je Aktie zahlt. Weiterhin liegt das Unternehmen mit einer durchschnittlichen Dividende von 5,75 Yen je Aktie über dem Mittelwert von 4,8 Yen je Aktie der in der Arbeit untersuchten Unternehmen. Dies ist ein beachtlicher Wert, wenn man die Größe und die Marktbedeutung des Unternehmens bedenkt. Diese hohe Dividende (gemessen am Nettogewinn je Aktie) spiegelt sich natürlich auch in der damit eng verbundenen Ausschüttungsquote wider.

In Abbildung 82 ist die Ausschüttungsquote seit dem Jahr 2000 abgebildet. Im Durchschnitt wurden von ShinMaywa 327 Prozent des Nettogewinns ausgeschüttet. Diese sehr hohe Zahl wird durch die Dividende im Jahr 2009 verzerrt. In diesem Jahr betrug der Nettogewinn je Aktie 0,3 Yen, ShinMaywa Industries zahlte aber eine Dividende in Höhe von 10 Yen je Aktie an die Anteilseigner aus. Dies führte zu einer Ausschüttungsquote in Höhe von 3700 Prozent für das Jahr 2009. Da Abbildung 82 auf 100 Prozent als Maximalwert skaliert wurde, fällt dort der entsprechende Punkt aus der Grafik heraus.

Abbildung 82: Ausschüttungsquote SMI



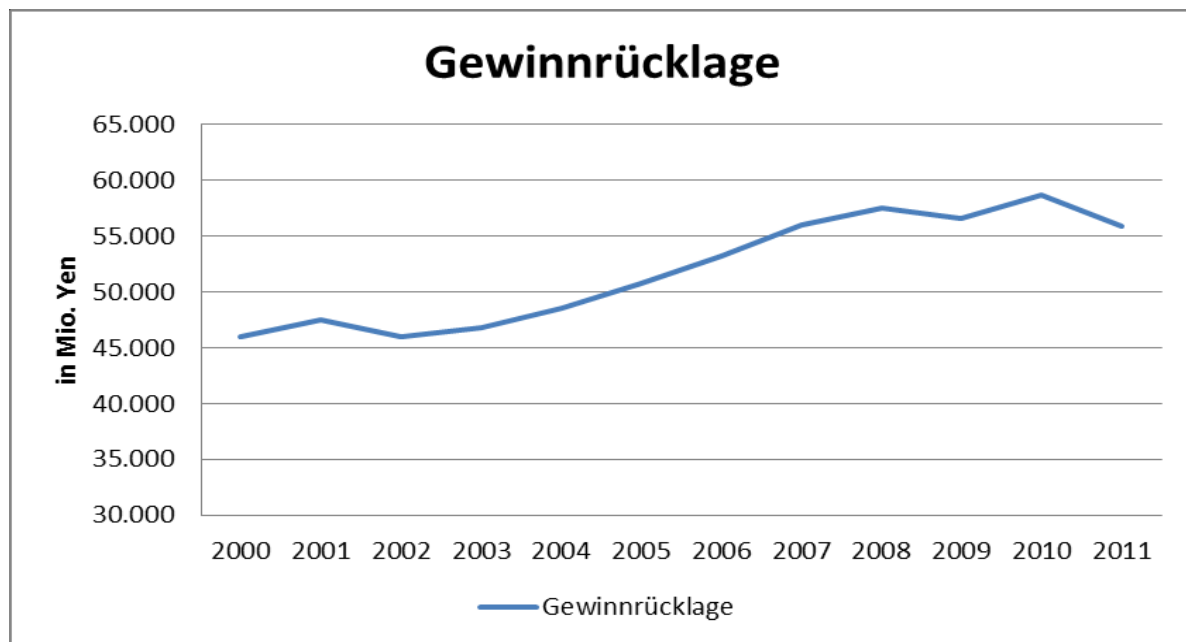
Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 15; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 28; SHINMAYWA INDUSTRIES 2008: 20; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 3; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 2; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 2; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 1.

Nimmt man jedoch diesen Wert aus der Betrachtung heraus, so reduziert sich der Wert auf 20,5 Prozent. Konzentriert man sich nur auf die Jahre, in denen auch tatsächlich eine Ausschüttung erfolgte und setzt man das Jahr 2011, in dem ein negativer Nettogewinn je Aktie erwirtschaftet und dennoch eine Dividende aus der Gewinnrücklage ausgezahlt wurde, mit 100 Prozent, so schüttete ShinMaywa Industries im Schnitt 40,5 Prozent des Gewinns als Dividenden aus. Diese 40,5 Prozent bedeuten im Vergleich zu den übrigen untersuchten Unternehmen den zweithöchsten Wert und das Unternehmen wird nur noch von Mitsubishi Heavy Industries übertroffen.

In diesem Zusammenhang ist auch die Betrachtung der Entwicklung der Gewinnrücklage über die letzten 12 Jahre wichtig. Wie man in Abbildung 83 erkennen kann, stiegen die Reserven seit dem Jahr 2000 beständig an und wurden nur durch die Dividendenausschüttungen in den Jahren 2009 und 2011 leicht reduziert. Aktuell befinden sie sich allerdings wieder auf einem sehr hohen Niveau. Besonders in den Jahren zwischen 2004 und 2008 wuchsen die Reserven nachhaltig an und das Unternehmen profitiert noch heute von dieser besonders profitablen Zeit. Diese Reserven können dazu dienen, in eher schlechten Jahren dennoch Dividenden an die Anteilseigner auszuschütten beziehungsweise die Dividendenzahlungen im Zeitablauf zu glätten. Sie können ebenso auch als

Finanzierungsmittel für Akquisitionen von Unternehmen beziehungsweise Unternehmensteilen oder anderen Investitionen dienen.

Abbildung 83: Entwicklung der Gewinnrücklage SMI (2000–2011)



Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 13; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 12; SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 5; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 4.

Das Unternehmen ist bei hohen Reserven weniger auf die Kreditvergabe von Banken oder den Kapitalmarkt bei der Emission von Anleihen angewiesen und somit unabhängiger. Allerdings wird das Eigenkapital höher verzinst als das Fremdkapital und man könnte sagen, dass das Unternehmen sein Finanzierungsverhalten beziehungsweise seine Finanzkennziffern nicht vollkommen optimiert.

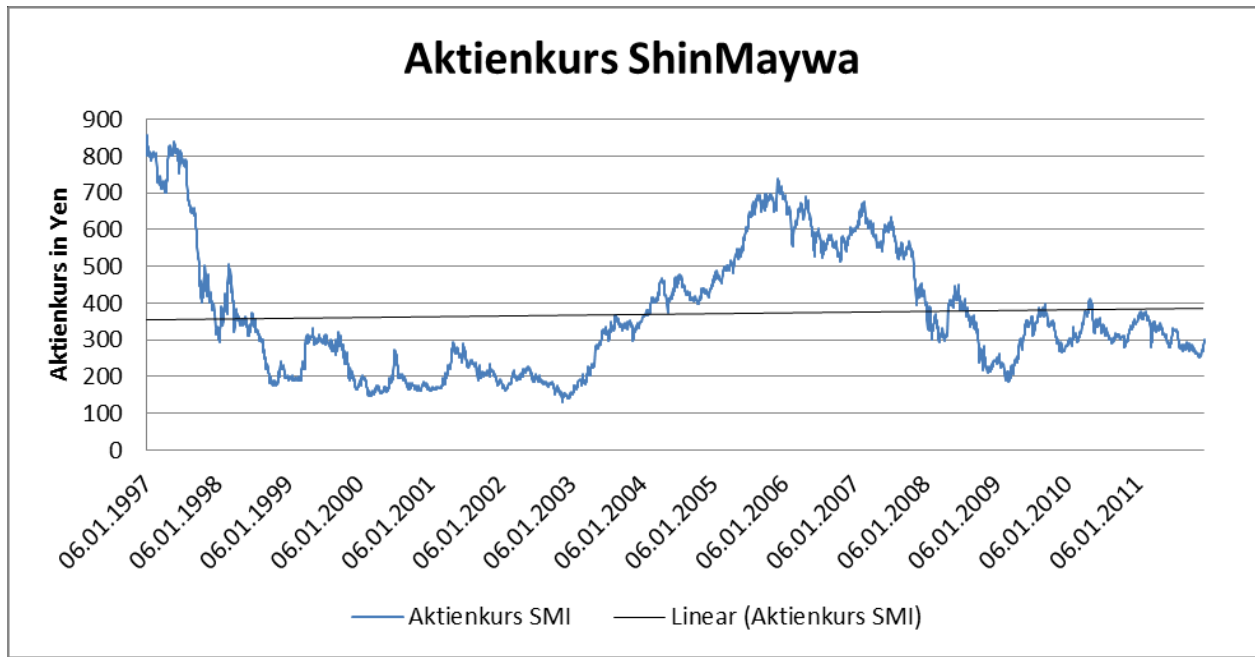
4.5.5 Aktienkursentwicklung

Die Entwicklung des Aktienkurses seit dem 06.01.1997 wird im folgenden Abschnitt analysiert und die Frage beantwortet, inwiefern sich die oben geschilderten Strategien bezüglich des Ausschüttungsgrades auf den Aktienkurs auswirken.

In Abbildung 84 kann man erkennen, dass der Aktienkurs in den letzten Jahren seit dem 6. Januar 1997 einem leichten positiven Trend folgt. Die Steigung der Geraden beträgt dabei 0,006. ShinMaywa Industries schneidet damit deutlich besser ab als der Nikkei-Index, welcher eine negative Steigung von $-1,19$ im gleichen Zeitraum ausweist, und das Unternehmen liegt auch über dem Durchschnittswert von $-0,07$ aller hier untersuchten Unternehmen. An der Entwicklung des Aktienkurses lässt sich also recht eindeutig belegen, dass der Markt die Ausschüttungsquote, die Dividendenpolitik sowie die aktuelle Ertragskraft

und die potenzielle Entwicklung des Ergebnisses von ShinMaywa Industries positiver einschätzt als der einzelnen hier untersuchten größeren Unternehmen wie Mitsubishi Heavy Industries oder Fuji Heavy Industries oder sogar des japanischen Gesamtmarkts, welcher durch den Nikkei-Index und dessen Entwicklung widergespiegelt wird.

Abbildung 84: Verlauf Aktienkurs SMI (1997–2011)



Quelle: eigene Darstellung nach Nikkei225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com>, 15.08.2013.

Der relativ hohe Ausschüttungsgrad im Vergleich zu den anderen Unternehmen und die relativ geringe Verschuldung kompensieren, ähnlich wie bei Ishikawajima Heavy Industries, die unterdurchschnittliche Entwicklung der Eigenkapitalrendite und den stark schwankenden Unternehmensgewinn in den letzten 12 Jahren. Die unterdurchschnittliche Eigenkapitalrendite resultiert wiederum aus der niedrigen Verschuldung und der hohen Eigenkapitalquote im Vergleich zu den anderen Unternehmen.

4.5.6 Änderungen der Besitzverhältnisse

Im folgenden Abschnitt werden die Veränderungen in der Eigentümerstruktur von ShinMaywa Industries dargestellt und erörtert. Wichtig ist hierbei vor allem, wie sich die Besitzverhältnisse beim Eigenkapital veränderten. Sind die Aktien eher in einem Streubesitz oder besitzen einige wenige Anleger (institutionelle wie private) den Großteil der Aktien und wie veränderte sich dieses Verhältnis im Zeitablauf? Aufgrund der bereits erwähnten Tatsache, dass ShinMaywa erst seit dem Jahresabschluss des Jahres 2007 einen umfangreicheren Geschäftsbericht veröffentlicht, liegen auch nur für die Jahre 2007 bis 2011 Daten zu den größten Anteilseignern und deren Anteilen an dem Unternehmen vor. In den Jahren davor wurden nur die Anteile, die Anzahl der Anteilseigner und die Börsen, an denen

das Unternehmen gelistet ist, genannt. Zum 31.03.2011 betrug das Grundkapital von ShinMaywa Industries 15,98 Milliarden Yen, und dieses teilte sich auf 119 727 565 Aktien auf, die sich wiederum im Besitz von 10 297 Anteilseignern befanden (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 22). Zum gleichen Stichtag hielten japanische Einzelaktionäre 25,8 Prozent der Aktien, 18,1 Prozent wurden von Finanzinstitutionen und Investmentgesellschaften gehalten, 25,6 Prozent waren im Besitz von ausländischen Institutionen und Einzelaktionären und 13,9 Prozent im Besitz übriger Unternehmen. Darüber hinaus waren 16,7 Prozent zur Veräußerung vorgesehene eigene Anteile.

Die größten einzelnen Anteilseigner waren zum 31.03.2011 die Sanshin Co., Ltd. mit rund 9,3 Prozent, die Japan Trustee Service Bank mit 7,3 Prozent, The Master Trust Bank of Japan mit 4,5 Prozent sowie der ehemalige größte Anteilseigner an ShinMaywa Industries, Hitachi Ltd. Corporation, mit 4,01 Prozent. Von den ausländischen Firmen stachen die beiden Banken Credit Suisse mit 2,1 Prozent sowie die „JP Morgan Chase“ mit 1,9 Prozent hervor. Daneben besaß ebenfalls die ShinMaywa Employees Stock Ownership 3,6 Prozent der Anteile an ShinMaywa Industries (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 22). Sowohl das Grundkapital als auch die ausgegebenen Aktien sind im untersuchten Zeitraum konstant geblieben. Das Management von ShinMaywa Industries hat in den letzten 12 Jahren keine Kapitalerhöhung vorgenommen. Die bereits angesprochenen Wandelanleihen wurden nicht in Aktien umgewandelt. Ebenso wenig aufschlussreich ist die Betrachtung der Anzahl der Aktienbesitzer. Denn zum einen liegen hierzu nur für die Jahre zwischen 2007 und 2011 Daten vor und zum anderen liegt die Anzahl relativ konstant bei über 10 000 Anteilseignern.

Genauso konstant ist die Zusammensetzung der Anteilseigner. Hierzu liegen wie bereits beschrieben ebenfalls nur Daten seit dem Jahr 2007 vor. Seitdem liegt der Anteil der Finanzinstitute jedes Jahr zwischen 17,1 Prozent (2011) (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 22) und 21,1 Prozent (2009) (SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 28), der Anteil der japanischen Einzelaktionäre zwischen 22,6 Prozent (2007) (SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 23) und 26,5 Prozent (2010) (SHINMAYWA INDUSTRIES 2010: 30). Auch der Anteil der ausländischen Investoren bewegte sich in diesem Zeitraum sehr konstant zwischen 21,6 Prozent (2010) (SHINMAYWA INDUSTRIES 2010: 30) und 26,4 Prozent (2007) (SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 23).

Möchte man das Unternehmen entsprechend der anderen Unternehmen bewerten und einordnen, so kommt man zu einem ähnlich ambivalenten Ergebnis wie bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries. Einerseits verwendet das Unternehmen nur in der Anfangszeit des Untersuchungszeitraums andere Instrumente zur Finanzierung als herkömmliche Bankkredite.

In dieser Anfangszeit war der Einsatz von Anleihen jedoch massiv. In den letzten Jahren wurden diese jedoch durch lang- und kurzfristige Kredite substituiert. Im Untersuchungszeitraum wurden auch keine Kapitalerhöhungen vom Management durchgeführt. Weiterhin weist das Unternehmen eine extrem hohe Eigenkapitalquote und daher einen sehr niedrigen ROE aus. Andererseits schüttet das Unternehmen eine sehr hohe durchschnittliche Dividende (absolut wie auch relativ gesehen) aus und wird in diesem Bereich nur noch von Mitsubishi Heavy Industries übertroffen. Aus diesen Gründen ist ShinMaywa Industries als hybrides Unternehmen anzusehen, jedoch mit sehr starken traditionellen Zügen in der Unternehmensfinanzierung.

5 Die Corporate-Governance-Strukturen im japanischen Flugzeugbau

Im folgenden Kapitel werden die Veränderungen in den Corporate-Governance-Strukturen der oben genannten und hinsichtlich ihrer Finanzierungstätigkeit analysierten Unternehmen im Zeitablauf untersucht.

Als Grundlage dienen hierbei der von mir im ersten Abschnitt definierte Corporate-Governance-Begriff und die im Abschnitt 1.5 definierten und aufgestellten Fragestellungen. Als Untersuchungsgegenstand dienen in diesem Kapitel auch wieder die veröffentlichten Jahresabschlüsse der fünf Unternehmen.

5.1 Mitsubishi Heavy Industries

Zum 31.03.2011 wurde das Unternehmen vom Präsidenten (*shachô*) Omiya Hideaki geführt. Ihm unterstehen die Bereichsleiter der einzelnen Abteilungen von Mitsubishi Heavy Industries. Dem Präsidenten steht der Vorstand mit insgesamt 18 Mitgliedern unter der Führung von Tsukuda Kazuo zur Seite. Der Vorstand überwacht den Präsidenten, ernennt und entlässt diesen und wird von der Aktionärsversammlung gewählt. Von den 18 Mitgliedern sind drei Mitglieder unternehmensfremd. Dies sind im Einzelnen Wada Akihiro von „Aisin Seiki“, ein japanischer Automobilzulieferer, Sakamoto Yoshihiro, ehemaliger Minister des METI (Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie (*keizai sangyô shô*)) sowie Kojima Yorihiro, Vorsitzender des Vorstands der Mitsubishi Corporation. Die restlichen Mitglieder sind sogenannte „Geschäftsführende Direktoren“ (*daihyô torishimariyaku*), welche das eigentliche Management des Unternehmens bilden.

Neben den Direktoren arbeiten bei Mitsubishi Heavy Industries, wie gesetzlich vorgeschrieben, die sogenannten *kansayaku*. Dieses Aufsichtsgremium wird ebenfalls von der Aktionärsversammlung gewählt und überwacht den Vorstand. Es besteht, wie für die Größe von Mitsubishi Heavy Industries vorgeschrieben, aus fünf Mitgliedern, von denen drei unternehmensfremd sind. Zum 31.03.2011 waren dies Nomura Kichisaburo, ein Mitglied des Vorstands von All Nippon Airways, Kuroyanagi Nobuo, Vorsitzender des Vorstands der Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ und Uehara Haruya, Vorsitzender des Vorstands der Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation.

Schaut man sich die externen Mitglieder der *kansayaku* sowie die des Vorstands und deren Arbeitgeber an und vergleicht diese mit den größten Anteilseignern zum 31.03.2011, so erkennt man, dass keines der Mitglieder einem Unternehmen angehört, das zu den größten Anteilseignern von Mitsubishi Heavy Industries gehört. Leider wissen wir nicht, welche Bank zu den Hauptkreditgebern gehört und ob diese dadurch versucht Einfluss auf die

Unternehmensführung zu nehmen und zusätzliche Informationen zu erhalten. Alle Mitglieder sind Japaner und männlich.

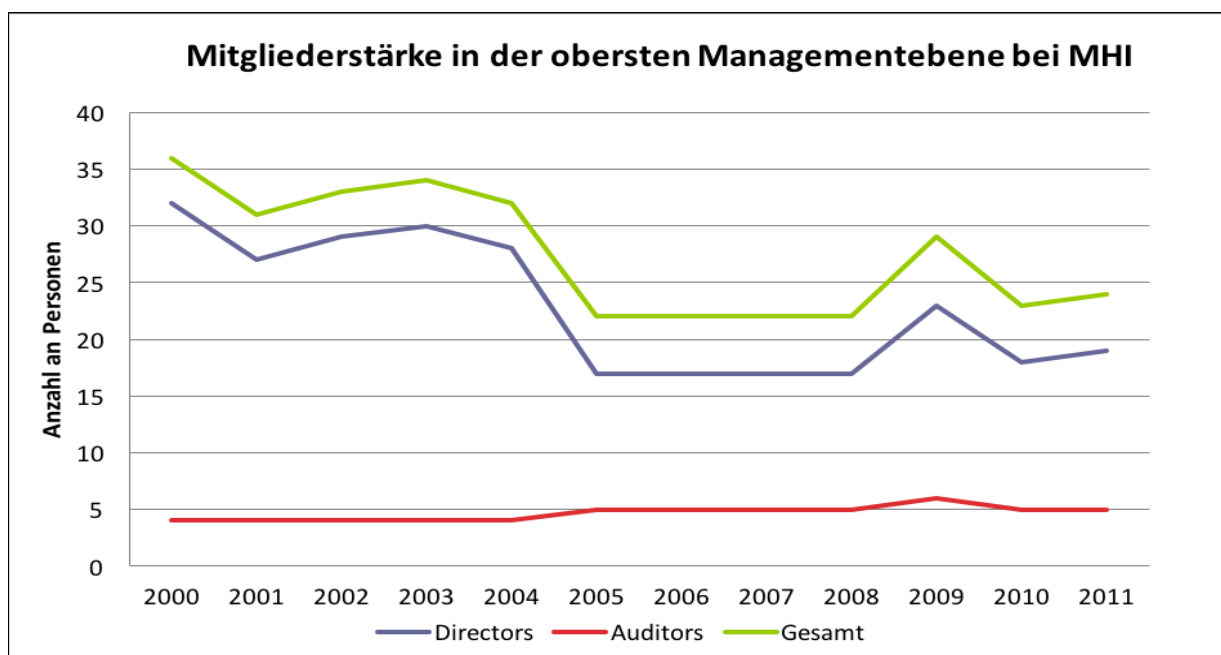
Der Jahresabschlussprüfer wird ebenfalls von der Hauptversammlung ernannt. Er arbeitet koordinierend mit den *kansayaku* bei Mitsubishi Heavy Industries zusammen, berichtet an den Vorstand und spricht Empfehlungen aus. Zum 31.03.2011 wurde Mitsubishi Heavy Industries von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst&Young Global Ltd. geprüft.

Im Geschäftsjahr 2010/2011 verdienten alle Mitglieder des Vorstands zusammen insgesamt 958 Millionen Yen. Die internen Mitglieder erhielten 913 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Bei rund 24 Prozent (215 Millionen Yen) handelte es sich dabei um eine erfolgsabhängige Komponente. Hinzu kamen Aktienoptionen in Höhe von 204 Millionen Yen. Die drei externen Mitglieder erhielten rund 45 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Ihre Entlohnung war erfolgsunabhängig und in der Entlohnung waren keine Aktienoptionen inbegriffen.

Die unternehmensinternen Mitglieder des *kansayaku* erhielten insgesamt 86 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39), von denen rund 20 Prozent (17 Millionen Yen) erfolgsabhängig waren. Die Mitglieder erhielten keine Aktienoptionen. Die drei externen Mitglieder erhielten für ihre Arbeit zwischen dem 01.04.2010 und dem 31.03.2011 einen Zahlungsausgleich in Höhe von 34 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Betrachtet man nun die Entwicklung des Vorstands und der *kansayaku* im Zeitablauf, so lässt sich zunächst einmal feststellen, dass die Anzahl der Mitglieder in den letzten zwei Jahren von 29 Mitgliedern im Jahr 2009 auf 23 Mitglieder im Jahr 2010 beziehungsweise 24 Mitglieder im Jahr 2011 gesunken ist (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Hierbei reduzierte sich die Zahl der Mitglieder des Vorstands von 23 Mitgliedern auf 19 beziehungsweise 18 Mitglieder im Jahr 2010 und die Zahl der *kansayaku* von 6 im Jahr 2009 auf 5 Mitglieder in den Jahren 2010 und 2011 (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 39). Zwischen 2005 und 2008 (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 36) betrug die Gesamtzahl aller Mitglieder hingegen nur 22 Personen, also deutlich weniger als im Jahr 2009. 17 Personen stellten den Vorstand und fünf die *kansayaku*, von denen wiederum drei, wie das Gesetz seit dem Jahr 1993 vorschreibt, unternehmensfremd waren. Die Zahl an unternehmensfremden Mitgliedern im Vorstand wurde von Mitsubishi Heavy Industries jedoch erst im Jahr 2008 von zwei auf drei Mitglieder erhöht. In den Jahren zuvor (2000 bis 2004) war die Anzahl der Mitglieder im Vorstand zum Teil deutlich höher. Im Jahr 2000 etwa saßen 32 Personen im Vorstand und die Anzahl der *kansayaku* betrug vier (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 32). Dies reduzierte sich

in den Jahren danach zwar leicht, die Zahl schwankte jedoch zwischen den erwähnten 32 und 27 Personen im Vorstand mit vier *kansayaku*. Darüber hinaus lässt sich bei der Auflistung der Mitglieder erst mit dem Jahresabschlussbericht 2003 feststellen, welche der Mitglieder als „externe“ zu zählen sind, da hier erstmalig ihre Funktionen beziehungsweise Arbeitgeber aufgeführt werden. Für die Jahre zuvor fehlen diese Angaben. Hier ist es zwar möglich, die Namen der einzelnen Mitglieder zu vergleichen, aber die Angaben sind mit einer gewissen Unsicherheit behaftet, da man nicht ausschließen kann, dass dieselbe Person in den Jahren zuvor noch für Mitsubishi Heavy Industries gearbeitet hat und erst zu einem späteren Zeitpunkt den Arbeitgeber wechselte.

Abbildung 85: Mitglieder in der obersten Managementebene MHI



Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 80; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 64; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 72; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 70; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2006: 58; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 56; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2004: 48; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 42, MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2002: 38; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2001: 35, MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2000: 33.

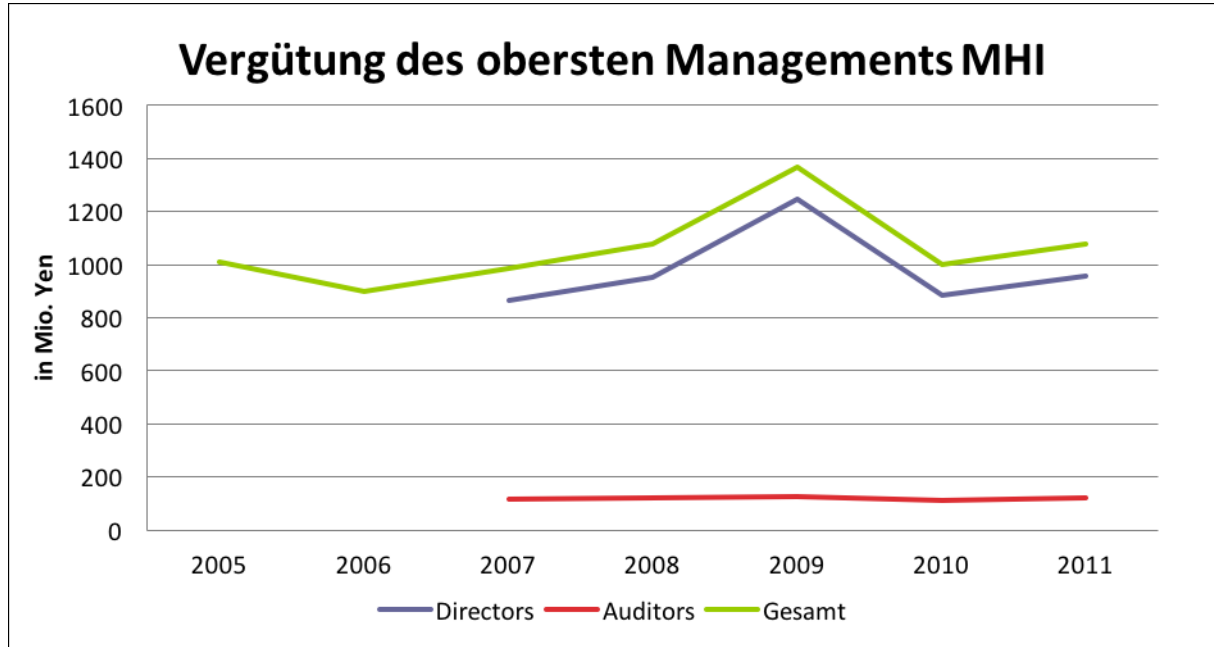
Laut der vorliegenden Daten betrug die Anzahl an unternehmensfremden Mitgliedern im Vorstand im Jahr 2003 eins (namentlich Sasaki Mikio, Präsident der Mitsubishi Corporation) und die Anzahl an unternehmensfremden Mitgliedern im *kansayaku* zwei (nämlich Kishi Satoru von der Bank of Tokyo-Mitsubishi und Nakano Toyoshi, Vorsitzender des Vorstands von der Mitsubishi Trust and Banking Corporation). Wie man im Vergleich mit den Mitgliedern von 2011 sieht, stellen die gleichen Unternehmen (die Mitsubishi Tokyo Financial Group und die UFJ Holding haben sich im Jahr 2005 zu einem Unternehmen

zusammengeschlossen) in beiden Jahren die externen *kansayaku*. Erst im Jahr 2005 wurde die Anzahl der externen Mitglieder im Vorstand auf zwei und die Anzahl der externen *kansayaku* auf drei Mitglieder erhöht. Zu den beiden oben genannten Personen stieß Nomura Kichisaburo von All Nippon Airways hinzu, der auch noch im Jahr 2011 im Gremium die Interessen der Aktionäre vertritt. Im Jahr 2008 wiederum wurde die heute noch gültige Maxime von drei externen Mitgliedern im Vorstand erreicht.

Als Nächstes wird die Vergütung der Mitglieder des Vorstands und die der *kansayaku* im Zeitablauf ausgewertet. Hierzu liegen Daten für die Jahre zwischen 2005 und 2011 vor. Für die Vorjahre finden sich nur für 2003 und 1999 Teilangaben zur Vergütung des Vorstands. Im Jahr 2003 wurde in der Bilanz beziehungsweise im Eigenkapitalspiegel in der Gewinnrücklage ein Posten in Höhe von 120 Millionen Yen als Auszahlung eines Bonus an die Mitglieder des Vorstands und der *kansayaku* ausgewiesen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 23). Einen gleichen Posten findet man für das Jahr 1999 in Höhe von 130 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2000): 2). In den Jahren zwischen 2005 und 2003 findet man zusätzliche Angaben über die Anzahl der Aktien, welche den Mitgliedern des Vorstands übertragen wurden. Im Jahr 2003 waren dies Aktien im Wert von 162 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2003: 32), 2004 Aktien im Wert von 168,5 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2004: 31) und 2005 Aktien im Wert von 312,6 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2005): 49). In den Jahren zwischen 2005 und 2011 liegen über die Vergütung des Vorstands detaillierte Informationen vor. So erhielten die 22 Mitglieder beider Gremien im Jahr 2005 eine fixe Vergütung von 573 Millionen Yen. Hinzu kamen eine variable Vergütung von 473 Millionen Yen sowie Aktienoptionen im Wert von 312,6 Millionen Yen (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 27). Eine genauere Aufschlüsselung der Vergütung liegt leider nicht vor. Der Geschäftsbericht gliedert lediglich auf, wie hoch die Bezüge der fünf externen Mitglieder waren. Sie beliefen sich auf insgesamt 98 Millionen Yen und spalteten sich in einen fixen Teil von 52 Millionen Yen und einen variablen Teil in Höhe von 46 Millionen Yen auf (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 27). In den Folgejahren machen die Geschäftsberichte keine genaueren Angaben mehr zum fixen oder zum variablen Anteil, es werden nur noch der Gesamtbetrag und der Betrag aus den Aktienoptionsprogrammen angezeigt. Allerdings wird der Gesamtbetrag seit dem Jahr 2007 auf die Mitglieder des Vorstands und der *kansayaku* aufgeschlüsselt sowie zwischen internen und externen Mitgliedern unterschieden und die entsprechenden Beträge separat aufgeführt.

Wie man in Abbildung 86 sehen kann, fluktuiert die Vergütung im Zeitablauf leicht zwischen 900 Millionen Yen (2006) (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2006: 31) und 1,37 Milliarden Yen (2009) (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 34).

Abbildung 86: Vergütung des obersten Managements MHI



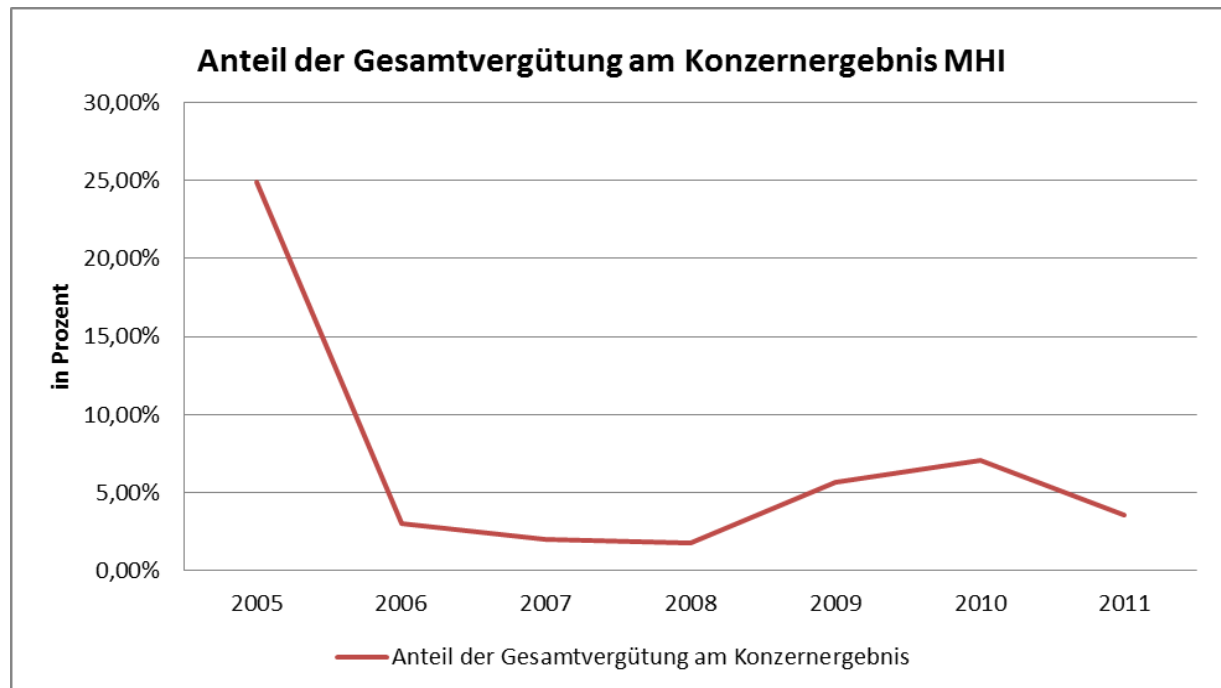
Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 41; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 46; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 34; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 39; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 38; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2006: 27; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 27.

Die Vergütung der *kansayaku* ist dabei relativ konstant. Die Dynamik der Kurve wird also allein durch die Vergütung des Vorstands verursacht. Die Entstehung dieser Dynamik wiederum lässt sich auf zwei Gründe zurückführen: zum einen auf die veränderte Anzahl der Mitglieder. So stieg die Anzahl der Mitglieder – wie oben beschrieben – im Jahr 2009 von 17 Mitgliedern auf 23. Zum anderen entsteht diese Dynamik durch die variable Vergütung. Hierzu liegen, wie bereits erwähnt, mit Ausnahme der Jahre 2010 und 2011 keine detaillierten Angaben vor. 2010 und 2011 beträgt die variable, erfolgsabhängige Komponente für die Mitglieder des Vorstands 215 Millionen Yen (2011) beziehungsweise 184 Millionen Yen (2010) (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79). In der Grafik und in den Daten sind außerdem nicht die Auszahlungen aus den Aktienoptionsprogrammen enthalten. Die Daten liegen jedoch für den Zeitraum zwischen 2007 und 2011 vor und schwanken zwischen 163 Millionen Yen im Jahr 2008 (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 39) und 252 Millionen Yen im Jahr 2009 (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 34).

Eine interessante Schlussfolgerung ergibt sich, wenn man die einzelnen Konzernergebnisse mit den Gehaltszahlungen in ein Verhältnis setzt. In Abbildung 87 wurde hierfür der Zeitraum

zwischen 2005 und 2011 ausgewertet. Man sieht, dass der Anteil der Vergütung am Konzernergebnis von Mitsubishi Heavy Industries sehr stark zwischen 24,9 Prozent (2005) und 1,8 Prozent (2008) schwankt. Da das Unternehmensergebnis von Mitsubishi Heavy Industries im Untersuchungszeitraum schwankte, kann man im Umkehrschluss aus dieser Auswertung schließen, dass die Managergehälter im Untersuchungszeitraum relativ konstant waren und die variablen Vergütungskomponenten eher gering ausfielen.

Abbildung 87: Anteil der Gesamtvergütung am Konzernergebnis MHI



Quelle: eigene Darstellung nach MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 41; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 46; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2009: 34; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 39; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 38; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2006: 27; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2005: 27.

Im Mittel betrug der Anteil in diesem Zeitraum 6,9 Prozent. Leider werden nicht von allen untersuchten Unternehmen über den gesamten Zeitraum entsprechende Daten veröffentlicht. ShinMaywa Industries veröffentlichte im gesamten Untersuchungszeitraum überhaupt keine Daten bezüglich der Vergütung seiner Mitglieder. Von den übrigen untersuchten Unternehmen wurden jedoch bei Mitsubishi Heavy Industries im Verhältnis zum Konzernergebnis die höchsten Gehälter gezahlt. Ishikawajima-Harima Heavy Industries hat im gleichen Zeitraum einen Anteil von rund 3,9 Prozent, Kawasaki Heavy Industries hingegen nur 2,5 Prozent. Bei Fuji Heavy Industries stehen erst Daten für das Geschäftsjahr 2010/2011 zur Verfügung. In diesem Jahr lag der Anteil bei knapp einem Prozent.

In einem letzten Schritt wird nun die personelle Zusammensetzung in den einzelnen Gremien näher betrachtet und aufzeigt, wie stark sich diese in den Jahren zwischen 2000 und 2011

verändert hat. Ein erster Vergleich zeigt, dass die Mitglieder der beiden Gremien in den Jahren 2000 und 2011 sehr unterschiedlich sind. Schaut man sich die einzelnen Mitglieder des Vorstands und der *kansayaku* an und ermittelt deren durchschnittliche Zugehörigkeitsdauer zu den einzelnen Gremien, so kann man erkennen, dass im Vorstand ein Mitglied dem Gremium im Durchschnitt drei Jahre angehörte. Ausnahmen sind vereinzelte Mitglieder wie der aktuelle Präsident Omiya Hideaki, der dem Vorstand in den Jahren von 2002 bis 2008 angehörte und dabei die unterschiedlichen Karrierestufen vom Direktor über die verschiedenen Ebenen der Vizepräsidenten durchlief, bis er im Jahr 2008 zum Präsidenten ernannt wurde. Das Gleiche gilt für den aktuellen Vorsitzenden Tsukuda Kazuo. Wie Omiya Hideaki wurde er im Jahr 2008 zum Vorsitzenden ernannt. Zuvor war er zwischen 2003 und 2008 als Präsident und davor im Vorstand als geschäftsführender Direktor tätig (2002). In den Jahren vor 2002 (mindestens) war Tsukuda Kazuo seit dem Jahr 2000 Direktor des Unternehmens. Neben den beiden oben genannten Personen haben nur die externen Mitglieder des Vorstands eine längere Verweildauer in diesem Gremium. So war Sasaki Mikio (Vorsitzender des Vorstands der Mitsubishi Corporation) für neun Jahre (von 2001 bis 2009) Mitglied des Vorstands und Wada Akihiro (Aisin Seiki Co.Ltd.) ist seit 2005 ununterbrochen im Vorstand tätig.

Bei den *kansayaku* ist die Verweildauer der externen Mitglieder ähnlich hoch. Im Schnitt verbleiben sie 3,6 Jahre im Vorstand. So war Kishi Satoru (Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.) zwischen 2002 und 2008 als *kansayaku* bestellt und wurde anschließend durch Kuroyanagi Nobuo (Vorsitzender des Vorstands der Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ) ersetzt. Zwischen 2003 und 2010 fungierte Nakano Toyoshi (von der Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation) als *kansayaku* für Mitsubishi Heavy Industries. Seit nunmehr sieben Jahren ist Nomura Kichisaburo (All Nippon Airways) Mitglied in diesem Gremium. Man sieht also, dass die externen Mitglieder in beiden Gremien sehr viel länger verweilen als die internen Mitglieder. Die internen Mitglieder haben eine durchschnittliche Verweildauer von vier Jahren, also deutlich weniger als die externen Mitglieder.

Zusammenfassend kann man für Mitsubishi Heavy Industries sagen, dass die Anzahl der Mitglieder im Vorstand im Zeitablauf rückläufig ist, sie jedoch die gesetzlichen Vorgaben für die *kansayaku* erfüllen. Da das Gesetz keine Vorschriften zur maximalen Verweildauer von externen Mitgliedern in den einzelnen Gremien macht, sind auch hier meines Erachtens die Vorschriften erfüllt. Bei der Verweildauer der externen und internen *kansayaku* gibt es einen Zielkonflikt zwischen der Zeit, welche die einzelne Person benötigt, um sich in die komplexen Aufgaben des Tätigkeitsbereiches einzuarbeiten und sich einen Überblick zu

verschaffen und dem Zeitpunkt, ab dem diese Person eine bestimmte Tätigkeit über einen zu langen Zeitraum ausübt und die Aufsichtstätigkeit negativ beeinflusst wird.

Die internen *kansayaku* haben ihre Position im Durchschnitt vier Jahre inne. Dieser Zeitraum sollte genügen, um sich einen Überblick zu verschaffen und die mit dem Unternehmen verbundene Arbeit und die entsprechenden Entscheidungen hinreichend bewerten und etwaige Fehlentwicklungen frühzeitig erkennen zu können. Für die externen Mitglieder gilt das Gleiche, denn sie bleiben ja im Schnitt 3,6 Jahre auf einem Unternehmensposten. Man erkennt jedoch deutlich, dass einzelne Unternehmen des Mitsubishi-*keiretsu*, namentlich die Mitsubishi Corporation, die Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc. sowie die Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. in den Entscheidungsgremien einen hohen Einfluss haben. Interessanterweise ist jedoch keines der drei Unternehmen unter den größten Anteilseignern von Mitsubishi Heavy Industries aufgeführt.

5.2 Kawasaki Heavy Industries

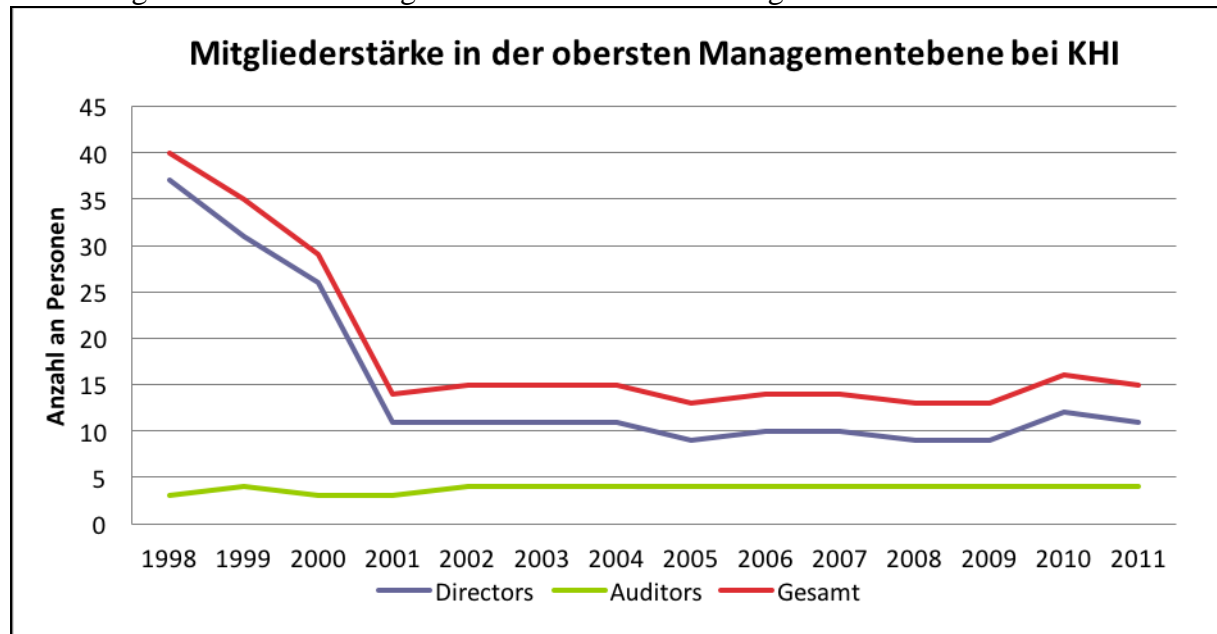
Zum 31.03.2011 wurde das Unternehmen vom Präsidenten (*shachô*) Hasegawa Satoshi geführt. Ihm zur Seite steht der Vizepräsident, zum 31.03.2011 war dies Segawa Masashi. Ihm unterstehen die Bereichsleiter der einzelnen Abteilungen von Kawasaki Heavy Industries. Dem Präsidenten steht der Vorstand mit insgesamt 11 Mitgliedern unter der Führung von Ohashi Tadaharu zur Seite. Der Vorstand überwacht den Präsidenten, ernennt und entlässt diesen. Die einzelnen Mitglieder werden von der Aktionärsversammlung gewählt. Anders als etwa bei Mitsubishi Heavy Industries sitzen im Vorstand von Kawasaki Heavy Industries zum 31.03.2011 keine unternehmensfremden Personen. Schaut man sich die Zusammensetzung des Vorstands seit dem Jahr 1998 an, so erkennt man, dass im gesamten Zeitraum keine unternehmensfremden Personen im Aufsichtsgremium saßen und sich der Vorstand ausschließlich aus Angestellten von Kawasaki Heavy Industries zusammensetzte. Neben dem Vorstand arbeiten im Unternehmen, wie gesetzlich vorgeschrieben, die sogenannten *kansayaku*. Dieses Aufsichtsgremium wird ebenfalls von der Aktionärsversammlung gewählt und überwacht den Vorstand. Es besteht, wie für die Größe von Kawasaki Heavy Industries vorgeschrieben, aus vier Mitgliedern, von denen zwei unternehmensfremd sind. Zum 31.03.2011 waren dies Doi Kenzo, der neben seiner Tätigkeit als *kansayaku* bei Kawasaki Heavy Industries auch bei der World Co. Ltd arbeitet, und Oka Michio, der als externer Prüfer die Kawasaki Precision Machinery Ltd prüft.^{25 26} Anders als beim Vorstand sitzt jedoch seit

²⁵ Bloomberg Businessweek,
<http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=29198310&ticker=7012:JP&previousCapId=409119&previousTitle=Kawasaki%20Heavy%20Industries%20Ltd.>, 15.05.2013.

dem Jahr 2000 mindestens eine unternehmensexterne Person in diesem Ausschuss. Wie bei Mitsubishi Heavy Industries bestanden die Ausschüsse und Gremien ausschließlich aus männlichen Japanern. Ausländer oder Frauen wurden in der Auflistung der Mitglieder nicht genannt. Interessanterweise wird im Geschäftsbericht neben dem Vorstand und den *kansayaku* noch die mittlere Managementebene aufgeführt. Der Jahresabschlussprüfer berichtet an die *kansayaku* und an die interne Revision von Kawasaki Heavy Industries. Hier gibt es einen Unterschied zu Mitsubishi Heavy Industries. Wie oben beschrieben berichten die Jahresabschlussprüfer bei Mitsubishi Heavy Industries direkt an den Vorstand und sprechen diesem Gremium gegenüber auch Empfehlungen aus. Zum 31.03.2011 war KPMG als externer Abschlussprüfer von der Hauptversammlung bei Kawasaki Heavy Industries bestellt worden. Die Vergütung der Mitglieder beider Gremien lag im Jahr 2011 bei 643 Millionen Yen, wobei die Mitglieder des Vorstands 575 Millionen Yen bekamen und die *kansayaku* inklusive der externen Mitglieder 68 Millionen Yen. Die externen Mitglieder wiederum bekamen im Jahr 2011 für ihre Tätigkeit 16 Millionen Yen. Im Geschäftsbericht 2011 werden keine Angaben zu etwaigen Bonuszahlungen oder Aktienprogrammen für die Mitglieder beider Gremien gemacht. Im Gegenteil: Das Unternehmen weist in seinem Geschäftsbericht explizit daraufhin, dass es der Geschäftsführung keine Boni und/oder Aktienprogramme zahlt. In Abbildung 88 erkennt man, dass die Anzahl der Direktoren zwischen den Jahren 1998 und 2001 von Jahr zu Jahr rückläufig war. Sie reduzierte sich von 37 auf 11 Personen im Jahr 2001 und ist seitdem relativ konstant. Die Anzahl der *kansayaku* hat sich hingegen im ganzen Untersuchungszeitraum seit dem Jahr 1998 kaum verändert. Zwischen 1998 und 2001 schwankte die Anzahl zwischen drei und vier Personen, liegt seitdem jedoch konstant bei vier Mitgliedern, von denen wiederum zwei externe sind. Seit 2001 reduzierte sich der Vorstand von 26 Mitgliedern auf 11 Mitglieder. Dabei wurden die sogenannten Vizepräsidenten um eine Person von drei auf zwei Mitglieder reduziert. Im Gegenzug wurde die Gruppe der geschäftsführenden Direktoren um zwei Personen von sechs auf acht Mitglieder aufgestockt. Jedoch wurde eine ganze Gruppe (die Direktoren) einfach aufgelöst und im Jahr 2001 teilweise als Executive Officers im Geschäftsbericht bezeichnet. Diese Executive Officers sind allerdings seit 2001 keine Mitglieder des Vorstands mehr, sondern Mitglieder der mittleren beziehungsweise oberen Managementebene. Durch diese Maßnahme wurde die Anzahl der Vorstandsmitglieder massiv zurückgesetzt und pendelte sich danach in der oben genannten Bandbreite zwischen neun und zwölf Mitgliedern ein.

²⁶ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=29198310&ticker=7012:JP&previousCapId=409119&previousTitle=Kawasaki%20Heavy%20Industries%20Ltd.>, 15.05.2013.

Abbildung 88: Anzahl der Mitglieder in der obersten Managementebene KHI

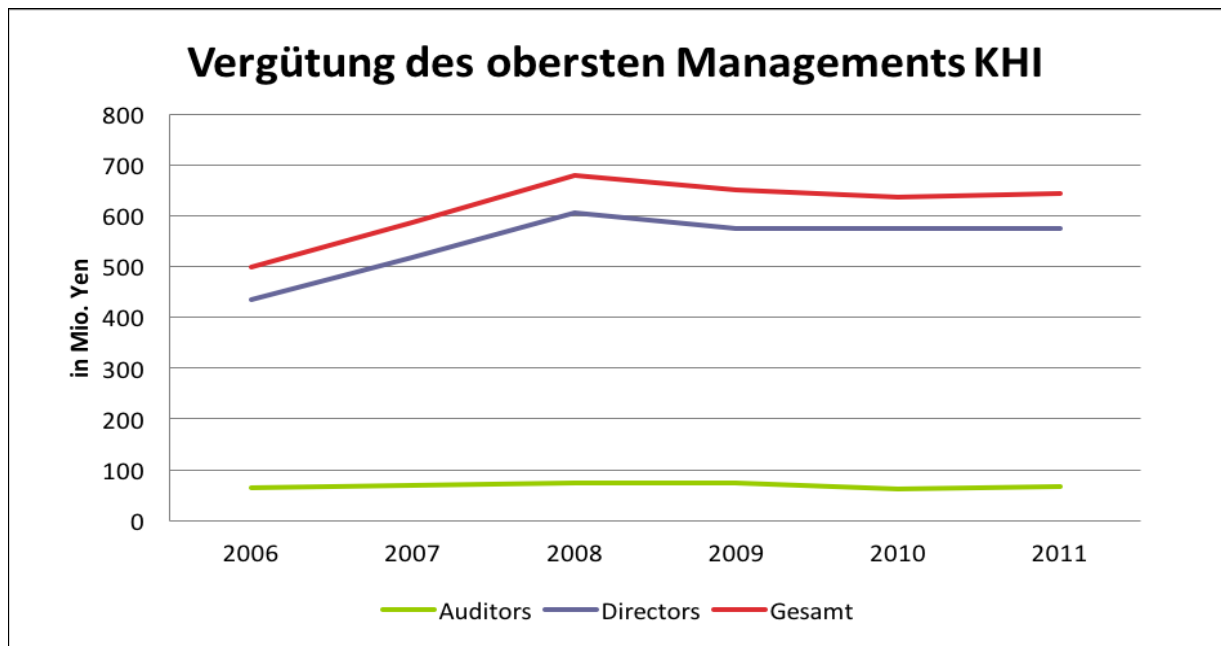


Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2010: 31; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 57; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 57; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2007: 59; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 56; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2005: 53; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2004: 51; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2003: 49; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2002: 49; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2001: 48; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2000: 45; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 52; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1998: 45.

Für die Vergütung der Mitglieder beider Gremien liegen leider nur seit dem Jahr 2006 Daten vor. In diesem Jahr wurde es vonseiten der Gesetzgebung verpflichtend, die Vergütung der Mitglieder des Vorstands und der *kansayaku* im Geschäftsbericht zu veröffentlichen.

Zwischen 2006 und 2008 stieg die gesamte Vergütung um 36 Prozent von 499 Millionen Yen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 33) auf 679 Millionen Yen (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 32) an und blieb in den Folgejahren relativ konstant, um seit dem Jahr 2010 wieder leicht abzusinken (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2010): 29). Bei genauerer Betrachtung sieht man jedoch, dass die Vergütung des Vorstands einer großen Schwankung unterliegt. Die Vergütung der *kansayaku* bleibt in dem Zeitraum zwischen 2006 und 2011 relativ konstant und liegt im Durchschnitt bei 68 Millionen Yen.

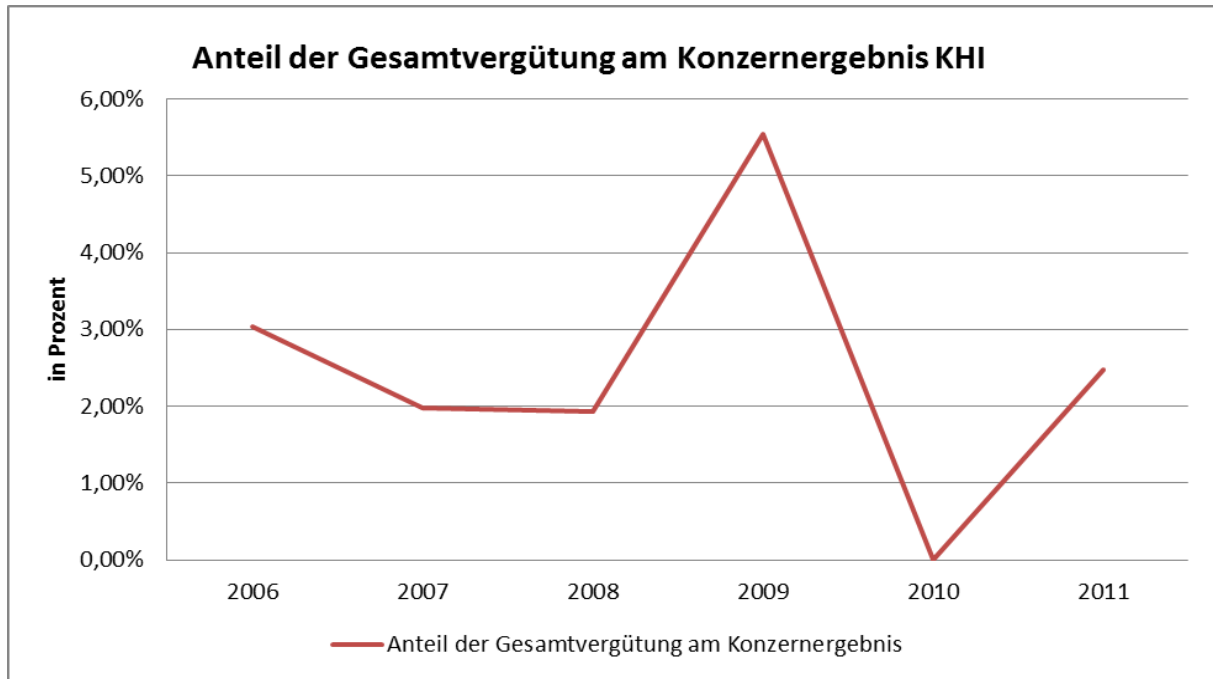
Abbildung 89: Vergütung des obersten Managements KH



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2010: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 30; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 32

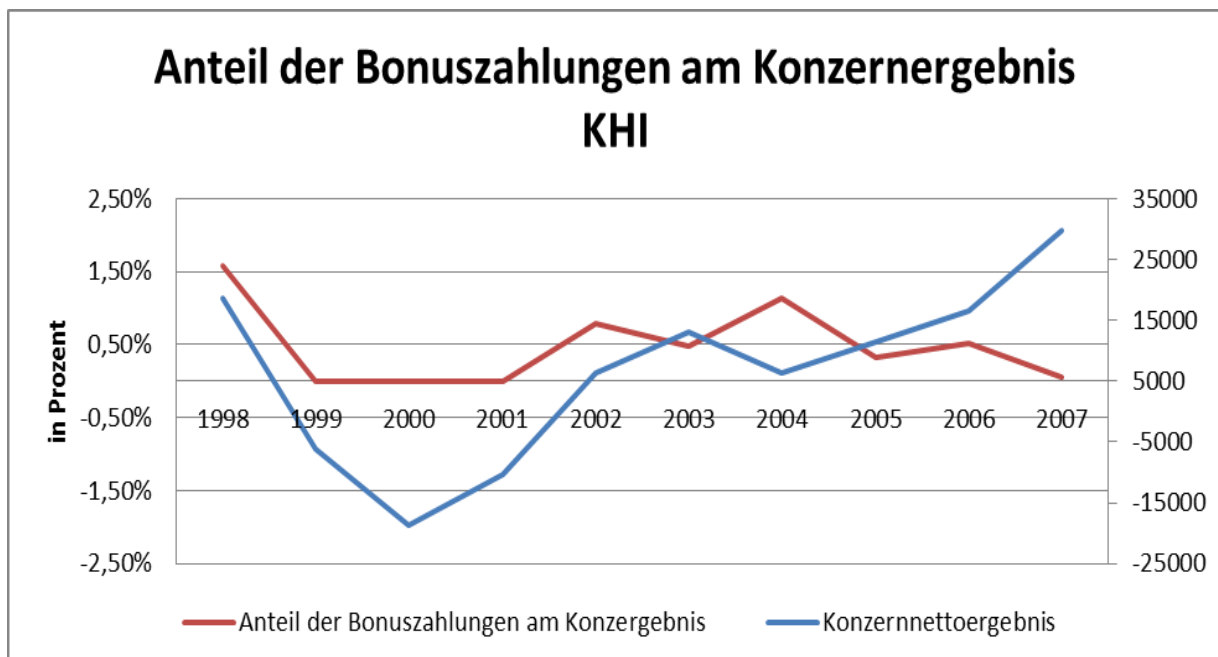
Die Betrachtung des Anteils der Vergütung am Nettoergebnis des jeweiligen Jahres ist noch interessanter. Abbildung 90 verdeutlicht, inwiefern der Anteil schwankt. Die Anteile liegen in den Jahren zwischen 2006 und 2011 innerhalb einer Bandbreite von 2 (2007 und 2008) und 5,5 Prozent (2009). Ein falsches Bild hingegen ergibt sich im Jahr 2010. In diesem Jahr erwirtschaftete Kawasaki Heavy Industries ein negatives Nettoergebnis in Höhe von 10,9 Milliarden Yen. Aus diesem Grund wurde der Anteil der Vergütung für diesen Zeitpunkt auf Null gesetzt. Wie bereits erwähnt zahlt Kawasaki Heavy Industries keinen Bonus und gibt keine Aktien beziehungsweise Aktienoptionen an die Mitglieder des Vorstands und die *kansayaku* aus. Daher ist die Vergütung relativ konstant und schwankt eher aufgrund der Anzahl der Vorstandsmitglieder als aufgrund der Performance des Unternehmens. So wird die Vergütung der Direktoren seit dem Jahr 2009 konstant mit 575 Millionen Yen angegeben (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 31). Dies ist wiederum verwunderlich, da 2009 das Gremium noch aus neun Mitgliedern, im Jahr 2010 aus zwölf und 2011 aus elf Mitgliedern bestand. Eine gewisse leistungsabhängige beziehungsweise senioritätsabhängige Komponente scheint hier eine Rolle zu spielen. Leider gibt der Geschäftsbericht keinerlei Auskunft diesbezüglich.

Abbildung 90: Anteil der Gesamtvergütung am Konzernergebnis KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2010: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 30; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 32.

Abbildung 91: Anteil Bonuszahlungen am Konzernergebnis KHI



Quelle: eigene Darstellung nach KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2011: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2010: 29; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2009: 30; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2008: 32; KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2007: 34

Was die Bonuskomponente angeht, so wurde diese in der Vergangenheit anders gehandhabt. Zwischen 1998 und 2007 wurden jährlich Boni an die Mitglieder ausgezahlt und die gesamte Höhe der Bonuszahlungen auch in den jeweiligen Geschäftsberichten veröffentlicht. Schaut man sich diese Zahlungen an und setzt diese in ein Verhältnis mit dem Konzernnettoergebnis des jeweiligen Jahres, so erkennt man, dass diese in den Jahren 1998 bis 2007 zwischen 1,6 Prozent im Jahr 1998 und 0,05 Prozent im Jahr 2007 schwankten. Die Daten für die Jahre 1999 bis 2001 sind in Abbildung 91 mit 0 Prozent angesetzt, da Kawasaki Heavy Industries in diesen Jahren lediglich ein negatives Nettoergebnis erzielen konnte und dennoch Bonuszahlungen in Höhe von 262 Millionen Yen (1999) (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 43), 171 Millionen Yen (2000) (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2000: 27) beziehungsweise 57 Millionen Yen (2001) (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2001: 29) ausschüttete. Bemerkenswert ist hierbei, dass diese Zahlungen absolut gesehen die höchsten Bonuszahlungen im untersuchten Zeitraum darstellen. Nur im Jahr 1998 wurde mit 262 Millionen Yen ein höherer Betrag ausgeschüttet (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 1999: 4). In den Jahren danach schwankte der Betrag zwischen 84 Millionen Yen (2006) (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2006: 330) und 14 Millionen Yen (2007) (KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES 2007: 32). Diese hohe Änderungsrate lässt sich allerdings auch mit der starken Reduzierung der Mitglieder im Vorstand erklären. Die Anzahl der *kansayaku* ist in den untersuchten Jahren seit dem Jahr 2002 mit vier Mitgliedern konstant geblieben (1998, 2000 und 2001 waren es nur drei Mitglieder, im Jahr 1999 wiederum vier Mitglieder). Wie bereits erwähnt zählte der Vorstand in den Jahren 1998 und 1999 37 beziehungsweise 31 Mitglieder, und bildet man den Quotienten aus den Bonuszahlungen und der Anzahl der Mitglieder beider Gremien, dann relativiert sich das Bild. In den Jahren 1998 und 1999 erhielt jedes Mitglied im Schnitt 7,4 Millionen Yen an Bonuszahlungen, im Jahr 2000 noch 5,9 Millionen Yen und in den Folgejahren durchschnittlich 3,8 Millionen Yen. Nichtsdestotrotz ist dies Schnitt nur die Hälfte der Bonushöhe aus dem Jahr 1998.

In einem letzten Schritt wird auch bei Kawasaki Heavy Industries die personelle Zusammensetzung in den einzelnen Gremien näher betrachtet und aufgezeigt, wie stark sich diese in den Jahren zwischen 1998 und 2011 verändert hat. Ein erster Vergleich zeigt, dass die Mitglieder beider Gremien in den Jahren 1998 und 2011 sehr unterschiedlich sind. Schaut man sich die einzelnen Mitglieder des Vorstands und die der *kansayaku* an und ermittelt deren durchschnittliche Zugehörigkeitsdauer zu den einzelnen Gremien, so ergibt sich, dass im Vorstand viele Mitglieder im Schnitt zwei Jahre im Gremium verbleiben. Einzelne haben eine deutlich höhere Zugehörigkeitsdauer, so der ehemalige Vorsitzende Masamoto Tazaki. Er

gehörte dem Vorstand im gesamten Untersuchungszeitraum 1998 bis 2008 an, hierbei in unterschiedlichen Funktionen. Im Geschäftsbericht 1998 wird er als hauptgeschäftsführender Direktor aufgeführt. Wie lange er davor bereits dem Vorstand angehörte, lässt sich leider anhand des vorhandenen Datenmaterials nicht sagen. Zwischen 2000 und 2004 war er als Präsident (*shachô*) tätig und anschließend noch weitere vier Jahre (2005 bis 2008) als Vorsitzender des Vorstands. Der aktuelle Vorsitzende Ohashi Tadaru gehört dem Vorstand seit 2003 an. Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang, dass zwischen 2001 und 2004 die Funktion des Vorsitzenden nicht vergeben war und die Position somit unbesetzt blieb.

Darüber hinaus werden immer wieder einzelne der sehr dezidierten Hierarchiestufen im Vorstand nicht personell besetzt oder aber im untersuchten Zeitraum neu geschaffen. Als Beispiel kann hier die Position des Hauptgeschäftsführenden Vizepräsidenten genannt werden, welche in den Geschäftsberichten vor 2003 nicht besetzt ist beziehungsweise zu diesen Zeitpunkten noch nicht geschaffen war. Ebenso war die Position des Senior-Vizepräsidenten in den Jahren vor 2003 vakant. Zwischen 1998 und 2003 untergliederte sich der Vorstand in die Positionen Vorsitzender, Stellvertretender Vorsitzender (auch nicht in allen Jahren besetzt), Präsident, Vizepräsident, Hauptgeschäftsführende Direktoren, Geschäftsführende Direktoren und Direktoren. Seit dem Jahr 2003 existieren die Positionen Vorsitzender, Präsident, Hauptgeschäftsführender Vizepräsident, Senior-Vizepräsident und Direktoren. Letztere sind hierbei seit dem Jahr 2004 nicht mehr besetzt. Möglicherweise handelt es sich hier auch um die einzige von mir beobachtete mutmaßliche Degradierung. In den Jahren 2001 und 2002 wurde Tadokoro Shuichi in den jeweiligen Geschäftsberichten als Geschäftsführender Direktor aufgeführt, in den Jahren 2003 und 2004 als Direktor. Wie bereits erläutert sitzt keine unternehmensfremde Person im Vorstand. Alle Mitglieder sind von Kawasaki Heavy Industries angestellt und leiten in ihren Funktionen bestimmte Bereiche des Konzerns.

Bei den *kansayaku* ist die Verweildauer der Mitglieder leicht höher als die der Mitglieder des Vorstands. Im Durchschnitt verbleiben sie in den untersuchten Jahren vier Jahre in diesem Gremium. Allerdings existieren auch hier zwei Ausnahmen: zum einen Kawamoto Hiroshi, der dem Gremium sieben Jahre (zwischen 2002 und 2008) angehörte und zum anderen aktuell Doi Kenzo, der seit 2005 Mitglied ist. Beide sind externe Mitglieder. Diese Unterscheidung wird allerdings erst seit dem Geschäftsbericht 2003 vorgenommen. Vorher lässt sich bei den *kansayaku* nicht zwischen internen und externen Mitgliedern differenzieren. Auch bei diesem Gremium gibt es eine Person, die in den Jahren zuvor im eigentlichen Management von Kawasaki Heavy Industries tätig war. Tatsuki Toshiaki wird im Geschäftsbericht 1998 als

Direktor im Vorstand aufgeführt und im Jahr 1999 fungiert er als *kansayaku*. Dies kommt meiner Meinung nach einer Durchbrechung der Funktion der *kansayaku* gleich, da Tatsuki Toshiaki in diesem Jahr unter anderem Dinge prüfte, für die er in der Vergangenheit verantwortlich war. In den Jahren danach ist er allerdings kein Mitglied der *kansayaku*. Man kann auch bei Kawasaki Heavy Industries sagen, dass die Anzahl der Mitglieder im Vorstand im Zeitablauf eher rückläufig ist und die gesetzlichen Vorgaben zu den *kansayaku* erfüllt werden. Da das Gesetz keine Vorschriften zur maximalen Verweildauer von externen Mitgliedern in den einzelnen Gremien macht, sind auch hier meines Erachtens, wie bei den zuvor untersuchten Unternehmen, die Vorschriften erfüllt. Interessant ist jedoch, dass im Vorstand keine externen Mitglieder zu verzeichnen sind. Dementsprechend ist weder Meinungsbildung noch Einflussnahme von externen Gruppen wie Banken oder Unternehmen, die hohe Anteile an Kawasaki Heavy Industries halten, vorhanden. Das Unternehmen macht zu den größten Anteilseignern, wie bereits erläutert, auch an anderer Stelle im Geschäftsbericht keinerlei Angaben, sodass hier anscheinend keine gesonderten Interessengruppen existieren, die Einfluss auf die Entscheidungen im Unternehmen nehmen oder gesonderte Kontrollfunktionen ausüben wollen oder können. Eine Gegenprüfung der Anteilseigner durch von Bloomberg veröffentlichte Daten weist zum 31.03.2011 an erster Stelle mit 7,91 Prozent die Japan Trustee Services Bank und an zweiter Stelle die Sumitomo Mitsui Trust Bank mit 4,55 Prozent aus.²⁷ Inwiefern diese beiden größten Anteilseigner durch die Bestellung von Mitgliedern des Vorstands oder der *kansayaku* indirekt Einfluss auf die Entscheidungen bei Kawasaki Heavy Industries nehmen, lässt sich an dieser Stelle nicht feststellen. Kawasaki Heavy Industries teilt jedoch in seinem Geschäftsbericht von 2011 explizit mit, dass es keine externen Personen in den Vorstand beruft, da die internen und externen Prüfer laut Aussage von Kawasaki Heavy Industries eng zusammenarbeiten.

Zusammenfassend kann man sagen, dass bei Kawasaki Heavy Industries die Anzahl der Mitglieder im Vorstand im Zeitablauf rückläufig ist und das Unternehmen keine unternehmensexternen Personen in den Vorstand beruft. Da das Gesetz keine Vorschriften zur maximalen Verweildauer von externen Mitgliedern in den einzelnen Gremien macht, sind auch an dieser Stelle die Vorschriften ebenfalls erfüllt. Die gesetzlichen Vorgaben zur Benennung der *kansayaku* bezüglich Gesamtzahl, Anzahl der externen Mitglieder und Verweildauer der externen wie internen Mitglieder werden von Kawasaki Heavy Industries ebenfalls hinreichend erfüllt.

²⁷ Bloomberg,

<http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=60981470&ticker=7012:JP&previousCapId=409119&previousTitle=Kawasaki%20Heavy%20Industries%20Ltd.>, 15.05.2011.

Als problematisch ist jedoch die Berufung von ehemaligen Mitgliedern des Managements als *kansayaku* zu bewerten, wenn zwischen der Ausführung zweier Tätigkeiten kein größerer zeitlicher Abstand besteht, sodass diese Personen die Ergebnisse ihrer eigenen Arbeit der vorangegangenen Jahre kontrollieren beziehungsweise überwachen.

5.3 Fuji Heavy Industries

Zum 31.03.2011 wurde Fuji Heavy Industries von Mori Ikuo in seiner Funktion als CEO und als Vorsitzender des Vorstands geführt. Als weitere Mitglieder des Vorstands standen ihm Yoshinaga Yasuyuki in der Funktion als Präsident und als Chief Operating Officer (COO) sowie Kondo Jun als stellvertretender Präsident zur Seite. Insgesamt besteht der Vorstand aus sieben Mitgliedern und dem oben erwähnten Vorsitzenden Mori Ikuo. Geführt wird das Unternehmen jedoch vom Präsidenten (*shachô*) Yoshinaga Yasuyuki, welcher auch von den übrigen Mitgliedern des Vorstands ernannt, überwacht und gegebenenfalls auch wieder entlassen werden kann.

Von den insgesamt acht Mitgliedern des Vorstands ist ein Mitglied unternehmensfremd. Arima Toshio ist neben seiner Funktion als Externer Direktor von Fuji Heavy Industries auch Direktor von Fuji Xerox Co. Ltd, Externer Direktor bei der Kirin Holding Company und Executive Advisor für den Vorstand von Fuji Xerox Co. Ltd.²⁸ Der Vorstand wird, wie bei den anderen Unternehmen, von den *kansayaku* überwacht und geprüft. Die Versammlung der *kansayaku* besteht bei Fuji Heavy Industries aus vier Mitgliedern, von denen zwei extern sind. Zum einen ist dies Imai Nobushige und zum anderen Miyakawa Giichi. Miyakawa Giichi war bis zum Jahr 2002 Direktor bei Bridgestone und laut der zugänglichen Quellen hat er aktuell nur die Funktion als externer *kansayaku* bei Fuji Heavy Industries inne.²⁹³⁰

Imai Nobushige ist aktuell ebenfalls nur als externer *kansayaku* bei Fuji Heavy Industries tätig.³¹

An die *kansayaku* und an den Vorstand wiederum berichtet ebenfalls der Abschlussprüfer, der zum 31.03.2011 KPMG war. Dies wiederum unterscheidet die Corporate-Governance-Struktur von Fuji Heavy Industries von den Strukturen bei Mitsubishi Heavy Industries und Kawasaki Heavy Industries. Bei Mitsubishi Heavy Industries berichtet ausschließlich der

²⁸ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=36319607&ticker=2503:JP&previousCapId=320951&previousTitle=Bank%20of%20Tokyo-Mitsubishi%20UFJ%2C%20Ltd>, 12.06.2013.

²⁹ Companycheck, <http://companycheck.co.uk/director/906975503>, 12.06.2013.

³⁰ http://www.bridgestone.co.jp/corporate/library/annual_report/2002/profile.html, 12.06.2013.

³¹ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=79216482&capId=874322&previousCapId=9329900&previousTitle=Ichiya%20Co.%20Ltd>, 12.06.2013.

externe Abschlussprüfer an den Vorstand und bei Kawasaki Heavy Industries berichtet der Prüfer an die *kansayaku*. Dieses System ist eine weitere und dritte Variante der Corporate-Governance-Prozesse und -Strukturen der in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen und ihrer Corporate-Governance-Strukturen. KPMG ist seit 2004 Abschlussprüfer von Fuji Heavy Industries. In den zwei Jahren zuvor wurde der Abschluss von der Asahi & Co. Wirtschaftsprüfungsgesellschaft testiert. Diese jedoch ging im Januar durch die Verschmelzung mit der AZSA & Co. Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in die zu diesem Zeitpunkt neu gegründete KPMG AZSA LLC über.³² Fuji Heavy Industries wird also im Prinzip seit 2002 von ein und derselben Prüfungsgesellschaft geprüft. Zwischen den Jahren 1998 und 2002 hingegen war die Gesellschaft Meiji Audit Company noch mit der Abschlussprüfung beauftragt.

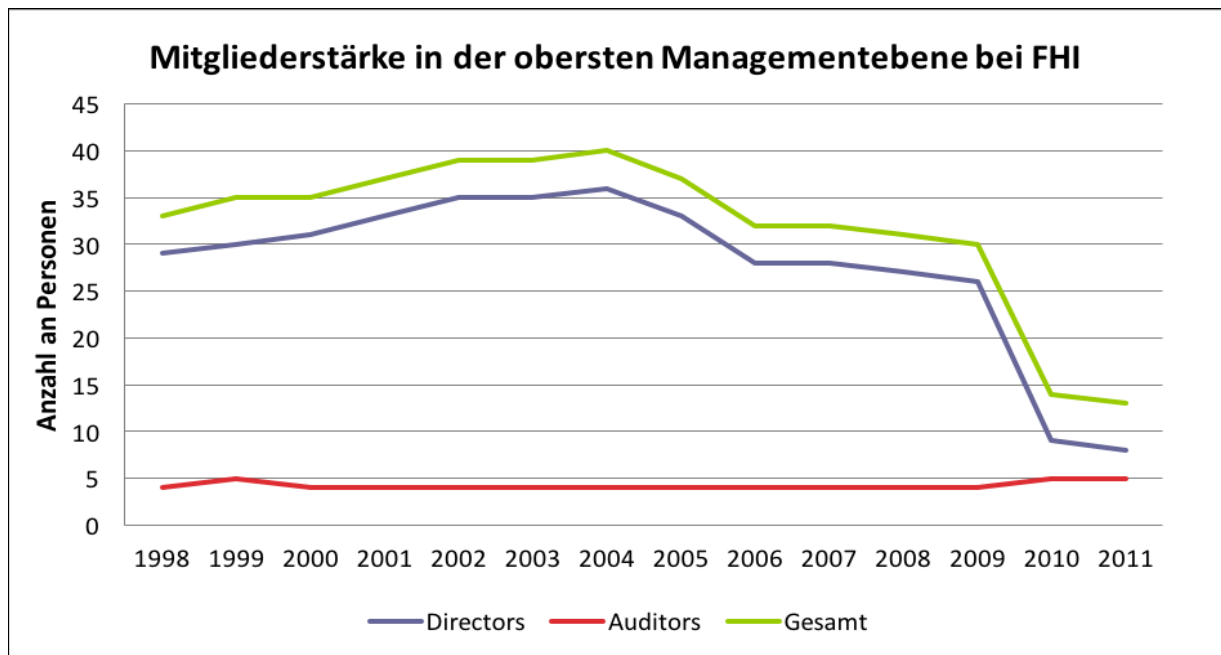
Sowohl die *kansayaku* als auch der Vorstand werden von der Hauptversammlung bestimmt. Die Hauptversammlung kann ebenso einzelne Mitglieder oder das ganze Gremium entlassen. Der Vorstand wiederum ernennt und überwacht die zwanzig Corporate-Vizepräsidenten. Als Organ dient hierbei das „Executive Management Board Meeting“, bei welchem konzernwichtige Themen berichtet, diskutiert und entschieden werden. Wie bei Mitsubishi Heavy Industries und Kawasaki Heavy Industries sitzt in keinem der genannten Ausschüsse und Gremien ein Ausländer oder eine Frau. Auch bei den zwanzig genannten Vizepräsidenten werden ausschließlich männliche Japaner aufgelistet.

Im Geschäftsjahr 2010/2011 verdienten die Mitglieder des Vorstands zusammen insgesamt rund 458 Millionen Yen. Die internen Mitglieder erhielten davon 325 Millionen Yen. Bei rund 84 Prozent (101 Millionen Yen) davon handelte es sich um eine erfolgsabhängige Komponente (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 22). Die unternehmensinternen Mitglieder des *kansayaku* erhielten insgesamt 81 Millionen Yen. Den Mitgliedern wurden weder Boni noch Aktienoptionen genehmigt. Die zwei externen Mitglieder bekamen für ihre Arbeit zwischen dem 01.04.2010 und dem 31.03.2011 eine Ausgleichszahlung in Höhe von 32 Millionen Yen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 22). Die Vergütung des Vorstands und der *kansayaku* wird im Geschäftsbericht von Fuji Heavy Industries erst seit dem Jahr 2010 ausgewiesen. In den Jahren zuvor findet man nur die jährlichen Bonuszahlungen in der Cashflowrechnung beziehungsweise als eigene Anhangsangabe in den veröffentlichten Geschäftsberichten. Misst man die Vergütung am Nettogewinn der einzelnen Jahre, so betrug der Anteil im Geschäftsjahr 2010/2011 0,7 Prozent, die Bonuszahlungen hingegen nur 0,2 Prozent. Für das Geschäftsjahr 2009/2010 lässt sich kein Anteil ermitteln, da in diesem Jahr

³² KPMG, <http://www.azsa.or.jp/english/whoweare/index.html>, 12.06.2013.

das Nettoergebnis von Fuji Heavy Industries negativ war. In diesem Jahr wurden jedoch insgesamt 396 Millionen Yen an die Mitglieder des Vorstands und an die *kansayaku* ausgezahlt, davon 42 Millionen Yen an Bonuszahlungen für die Mitglieder des Vorstands (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2010: 22).

Abbildung 92: Mitgliederstärke in der obersten Managementebene FHI



Quelle: eigene Darstellung nach FUJI HEAVY INDUSTRIES 2011: 25; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2010: 24; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 23; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2008: 22; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 18; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2006: 19; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 20-21; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2004: 24; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 20; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2002: 20; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 20; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 18; FUJI HEAVY INDUSTRIES 1999: 51, FUJI HEAVY INDUSTRIES 1998: 18.

Für die Jahre zuvor lässt sich nur die Höhe der Bonuszahlungen ermitteln, mit einer Datenlücke im Jahr 2008. In diesem Jahr werden die Bonuszahlungen direkt als Aufwandposition gezeigt. Allerdings handelt es sich hierbei um eine Mischposition aus verschiedenen Aufwandsposten, sodass sich die genaue Höhe nicht feststellen lässt. Zwischen 1998 und 2011 schwankt der Anteil der Bonuszahlungen am Nettogewinn zwischen 0,2 Prozent (2011) und 0,9 Prozent (2000). Eine Analyse der Mitgliederanzahl des obersten Managements zeigt eindeutig eine starke Abnahme der Mitgliederzahl im Zeitablauf. Abbildung 92 zeichnet diese Entwicklung nach. Betrug die Anzahl der Mitglieder im obersten Management (Vorstand und *kansayaku*) im Jahr 1998 noch 33 (29 Direktoren und 4 *kansayaku*) (FUJI HEAVY INDUSTRIES 1998: 18), so stieg die Anzahl in den Folgejahren sogar bis auf 40 (36 Direktoren und 4 *kansayaku*) im Jahr 2004 an (FUJI HEAVY

INDUSTRIES 2004: 24). In den Folgejahren sank die Anzahl dann jedoch kontinuierlich auf aktuell 13 Mitglieder (8 Direktoren und 5 *kansayaku*) ab (siehe Grafik oben). Ein besonders starker Einschnitt passierte in den Jahren 2009 und 2010. Zwischen diesen beiden Jahren sank die Anzahl der Mitglieder von 30 Personen (26 Direktoren und 4 *kansayaku*) (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2009: 23) auf 14 Personen (9 Direktoren und 5 *kansayaku*) (FUJI HEAVY INDUSTRIES (2010): 24). Zwischen 2000 und 2005 saßen mindestens immer zwei ausländische Direktoren im Vorstand. Für eines der ausländischen Mitglieder wurde extra der Posten des Senior Corporate Advisor geschaffen, der andere hatte zumeist die Funktion des Vizepräsidenten inne. Bei den ausländischen Mitgliedern handelte es sich deshalb um US-amerikanische Mitglieder, weil zwischen 2000 und 2005 General Motors der Hauptanteilseigner von Fuji Heavy Industries war, der dementsprechend bestimmte Posten mit Angestellten von General Motors besetzen ließ. In den Jahren 2001 und 2003 bis 2005 wurden jeweils drei Positionen mit Vertretern von General Motors besetzt, in den Jahren 2000 und 2002 entsandte General Motors hingegen nur noch zwei Mitglieder. 2005 und 2006 wurden die von General Motors gehaltene Anteile sukzessive reduziert und dementsprechend endete 2006 auch die Entsendung von Vertretern in den Vorstand.

Eine Untersuchung der durchschnittlichen Verweildauer der Mitglieder des Vorstands zwischen den Jahren 1998 und 2011 zeigt deutlich, dass die Mitglieder dem Gremium im Durchschnitt vier Jahre angehören. Der derzeitige Vorsitzende Mori Ikuo hingegen hat seit dem Jahr 2002 als Mitglied des Vorstands verschiedene Funktionen inne. Der aktuelle Präsident Yoshinaga Yasuyuki besetzt seit 2005 verschiedene Positionen in diesem Gremium. Erwähnenswert an dieser Stelle ist, dass zwischen den Jahren 2004 und 2010 der Posten des Vorsitzenden nicht besetzt war und der Konzern vom Präsidenten (*shachô*) geleitet wurde.

Eine weitere Änderung in der Struktur und im Aufbau des Vorstands gab es im Jahr 1998. In diesem Jahr wurde im Vorstand noch zwischen den Funktionen Vorsitzender, Präsident, Geschäftsführender Vizepräsident, Hauptgeschäftsführende Direktoren, Geschäftsführende Direktoren und Direktoren unterschieden. Ab dem Jahr 2000 wurden dann die Funktionen des Hauptgeschäftsführenden Direktors, der Geschäftsführenden Direktoren und des Direktors durch die Funktionen Vizepräsident und Senior-Vizepräsident ersetzt. Gleichzeitig erhöhte sich die Anzahl der Mitglieder in den Folgejahren kontinuierlich, um erst in den letzten beiden Jahren nachhaltig reduziert zu werden. Im Gegenzug zum Abbau der Mitglieder des Vorstands wurde die Anzahl der *kansayaku* um eine Person von vier auf fünf Mitglieder aufgestockt. Eine nähere Untersuchung der Mitglieder zeigt, dass seit 2003 zwei der *kansayaku* durch ehemalige Mitglieder des Vorstands ausgetauscht wurden (FUJI HEAVY

INDUSTRIES 2003: 20). Dabei gehen die Aufgaben der *kansayaku* und die ehemaligen Aufgaben der Mitglieder des Vorstands ohne zeitliche Unterbrechung ineinander über. Auch bei Fuji Heavy Industries überprüfen die ohne zeitlichen Abstand zum *kansayaku* berufenen Personen im Prinzip die Arbeit, welche sie in den Jahren zuvor selbst zu verantworten hatten. Im Durchschnitt besetzen die *kansayaku* drei bis vier Jahre ein und diesselbe Position und verlassen nach Ablauf dieser Zeit das Gremium. Die extern bestellten *kansayaku* hingegen bleiben immer vier Jahre im Unternehmen und werden dann durch neue Mitglieder ersetzt. Die längste Dienstzeit im untersuchten Zeitraum verzeichnet Tsumuji Takeo, ein intern bestellter *kansayaku*, mit fünf Jahren (von 2003 bis 2008) (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 20; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2005: 20–21; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2007: 18; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2008: 22). In den Jahren zuvor war er zwischen 2000 und 2003 Senior-Vizepräsident im Vorstand (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2000: 18; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2001: 20; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2002: 20; FUJI HEAVY INDUSTRIES 2003: 20).

Bezüglich der Zusammensetzung und der Bildung des Vorstands und der *kansayaku* im Zeitablauf lässt sich zusammenfassend sagen, dass bei Fuji Heavy Industries die Anzahl der Mitglieder im Vorstand im Zeitablauf, ebenso wie bei Kawasaki Heavy Industries, rückläufig ist und das Unternehmen keine unternehmensexternen Personen in den Vorstand beruft. Ausgenommen sind hierbei die Jahre, in denen General Motors als Hauptanteilseigner durch die Entsendung von Mitarbeitern seine Rechte im Vorstand vertrat. Die durchschnittliche Verweildauer der Vorstandmitglieder von vier Jahren ist – wie bei den anderen untersuchten Unternehmen – als ausreichend anzusehen. Denn das japanische Gesetz macht zur maximalen Verweildauer von Mitgliedern in den einzelnen Gremien keine Vorgaben. Die gesetzlichen Vorgaben zur Benennung der *kansayaku* hinsichtlich der Gesamtzahl, der Anzahl der externen Mitglieder und deren Verweildauer werden von Fuji Heavy Industries ebenfalls erfüllt. Als problematisch zu bewerten ist jedoch – genauso wie bei Kawasaki Heavy Industries – die Berufung von ehemaligen Mitgliedern des Managements als *kansayaku*, wenn zwischen der Ausübung der beiden Tätigkeiten kein größerer zeitlicher Abstand besteht. Der Anteil an ehemaligen Managern liegt hierbei bei Fuji Heavy Industries sogar noch höher als bei Kawasaki Heavy Industries. Zwei weitere Punkte zu diesem Themenkomplex sollen noch erwähnt werden. Zum einen beinhaltet der Geschäftsbericht von Fuji Heavy Industries aus dem Jahr 1999 keinerlei Angaben zur Zusammensetzung oder zu den Mitgliedern des Vorstands. Dies führt zu einer Datenlücke in der Untersuchung. Zum anderen werden jedoch seit dem Geschäftsbericht 2010 sehr ausführliche und detaillierte Schemata zur

Zusammensetzung und zu den Corporate-Governance-Strukturen bei Fuji Heavy Industries veröffentlicht, wodurch die Firma eine Sonderstellung bei den in dieser Arbeit untersuchten Unternehmen einnimmt.

5.4 Ishikawajima-Harima Heavy Industries

Zum 31.03.2011 wurde Ishikawajima-Harima Heavy Industries von Kama Kazuaki in seiner Funktion als Präsident (*shachô*) und CEO geführt. Zusammen mit weiteren 14 Mitgliedern überwacht und kontrolliert der Vorstand die Aufgaben des Managements. Von den insgesamt 15 Personen sind zwei unternehmensextern. Bei den beiden externen Mitgliedern handelt es sich um Hamaguchi Tomokazu, der seine Funktion seit dem Geschäftsjahr 2008/2009 ausübt und um Okamura Tadashi, der seit dem Geschäftsjahr 2009/2010 Mitglied des Vorstands ist. Hamaguchi Tomokazu ist zudem CEO und Präsident der NTT Data Corporation, einer Tochter der Nippon Telegraph & Telephone Corp.³³ Okamura Tadashi seinerseits ist als Vizepräsident der Toshiba Corporation tätig.³⁴ Weder hielt am 31.03.2011 die NTT Data Corporation oder die Toshiba Corporation Anteile an Ishikawajima-Harima Heavy Industries noch hielt Ishikawajima-Harima Heavy Industries Anteile an den anderen beiden Unternehmen.

Der Vorstand wiederum hat laut der in den Geschäftsberichten veröffentlichten Organigramme seine Vertretungsbefugnisse von der Hauptversammlung der Aktionäre erhalten beziehungsweise wurden diese explizit an den Vorstand delegiert. Das oberste Management besteht aus dem CEO, also Kama Kazuaki, und vier weiteren Geschäftsführenden Vizepräsidenten, welche auch Mitglieder im Vorstand sind. Namentlich handelt es sich bei diesen Mitgliedern zum 31.03.2011 um Hiruma Yuji, seit 2008 Geschäftsführender Vizepräsident, um Hashimoto Ichiro, Saito Tamotsu sowie um Nakamura Fusayoshi. Die beiden Letztgenannten sind seit dem Geschäftsjahr 2010/2011 Mitglieder im obersten Management. Das oberste Management wiederum ist dem Vorstand gegenüber melde- und auskunftspflichtig. Ein weiteres Gremium steht dem obersten Management zur Seite und wird bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries als Management Committee bezeichnet. Es hat eine beratende Funktion innerhalb des Konzerns. Dieses Gremium wiederum ist bei den untersuchten Unternehmen einzigartig. Keines der anderen Unternehmen verfügt über ein vergleichbares Gremium oder Komitee. Die *kansayaku* bestehen aus fünf Mitgliedern, von

³³ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=8072114&ticker=7013:JP&previousCapId=873792&previousTitle=TOSHIBA%20CORP>, 13.06.2013.

³⁴ Reference for Business, <http://www.referenceforbusiness.com/biography/M-R/Okamura-Tadashi-1938.html>, 14.06.2013.

denen drei unternehmensextern sind. Zum 31.03.2011 handelte es sich bei diesen Mitgliedern zum einen um Gohara Nobuo, seinerseits Mitglied der *kansayaku* bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries seit 2008. Er ist zudem Professor an der Meiji Universität.³⁵ Zum anderen wurden mit Nonaka Hisatsugu (seit 2009) und Inokuchi Takeo (seit 2003) zwei weitere Personen als externe Mitglieder des Gremiums aufgeführt.

Nonaka Hisatsugu ist seit 1970 bei der Toshiba Corporation in verschiedenen Positionen tätig.³⁶ Im Geschäftsbericht aus dem Jahr 2000 war Toshiba mit 4,26 Prozent der Aktien noch größter Einzelaktionär von Ishikawajima-Harima Heavy Industries (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 18). Sodann hat das Unternehmen seine Anteile vollständig oder zum größten Teil veräußert. Allerdings hat es durch die Bestellung eines *kansayaku* immer noch Einflussmöglichkeiten auf die Firma und erhält ausführliche Unternehmensinformationen. Inokuchi Takeo wiederum fungiert laut den zur Verfügung stehenden Quellen ausschließlich als *kansayaku* bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries.³⁷ Als Jahresabschlussprüfer wurde von der Aktionärsversammlung für den Jahresabschluss 2011 Ernst & Young ShinNihon bestellt (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 29). Dieses Unternehmen prüft Ishikawajima Heavy Industries seit dem Jahr 2005. Zwischen 2002 und 2005 wurde der Abschluss noch durch die Prüfungsgesellschaft ShinNihon geprüft. Da sich ShinNihon und Ernst & Young aber später zusammenschlossen, kann man sagen, dass Ishikawajima-Harima Heavy Industries seit dem Jahr 2002 von der gleichen Gesellschaft geprüft wird. In den untersuchten Jahren 2001 und 2000 war als Jahresabschlussprüfer noch die Century Ota Showa & Co. Prüfungsgesellschaft bestellt worden. Sowohl die *kansayaku* als auch der Vorstand werden wie bei den anderen Unternehmen auch von der Aktionärsversammlung bestimmt. Der Vorstand ernennt und überwacht wiederum die 23 obersten Manager des Unternehmens unter der Leitung des CEO. Die *kansayaku* überwachen ebenfalls dieses oberste Management und dessen Tätigkeiten. Wie bereits erläutert werden sowohl die Funktion des Präsidenten als Vorsitzender des Vorstands als auch die des CEO von der gleichen Person ausgeübt. In dem untersuchten Zeitraum von 2000 bis 2011 wurden seit dem Jahr 2001 die Positionen des CEO und des Präsidenten immer doppelt besetzt. Als Ausnahme ist an dieser Stelle das Jahr 2000 zu nennen. In diesem Jahr war Inaba Kosaku als CEO tätig und Takei Toshifumi besetzte den

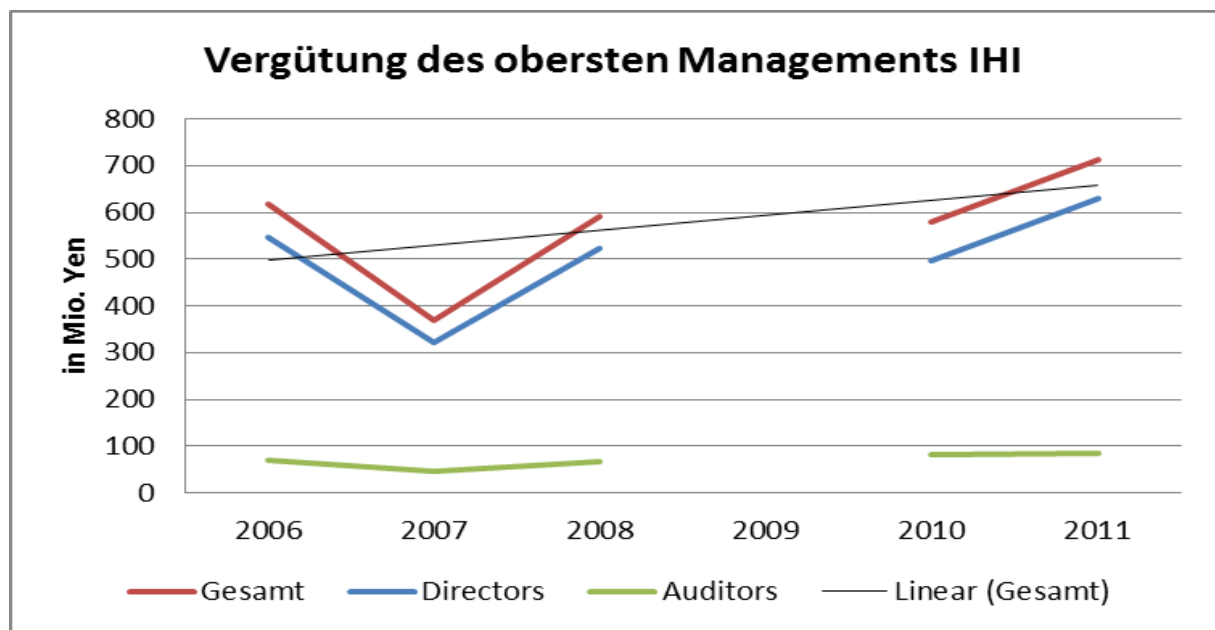
³⁵ Compliance Communication, <http://www.comp-c.co.jp/gohara/center-head.html>, 13.06.2013.

³⁶ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=7404813&ticker=7013:JP&previousCapId=874396&previousTitle=IHI%20CORP>, 13.06.2013.

³⁷ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=25987916&capId=874396&previousCapId=874396&previousTitle=IHI%20CORP>, 13.06.2013.

Präsidentenposten. Wie auch bei den anderen hier untersuchten Firmen werden im gesamten Untersuchungszeitraum in der Auflistung der Mitglieder der genannten Ausschüsse und Gremien kein Ausländer und keine Frau genannt. Auch bei den zwanzig gelisteten Corporate-Vizepräsidenten werden im Untersuchungszeitraum ausschließlich männliche Japaner aufgeführt. Im Geschäftsjahr 2010/2011 verdienten die Mitglieder des Vorstands zusammen insgesamt rund 714 Millionen Yen. Die internen Mitglieder erhielten davon 630 Millionen Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 29). Seit dem Jahr 2006 stieg das jährliche Gehalt aller Mitglieder an, was an der Trendlinie in Abbildung 93 zu erkennen ist. Jedoch stieg im gleichen Zeitraum auch die Anzahl der Mitglieder in beiden Ausschüssen um zwei Personen von 18 auf 20 Mitglieder an. Für das Jahr 2009 wurden im entsprechenden Geschäftsbericht keine Daten zur Vergütung des oberen Managements veröffentlicht. Hier gibt es also eine Datenlücke.

Abbildung 93: Vergütung des obersten Managements IHI

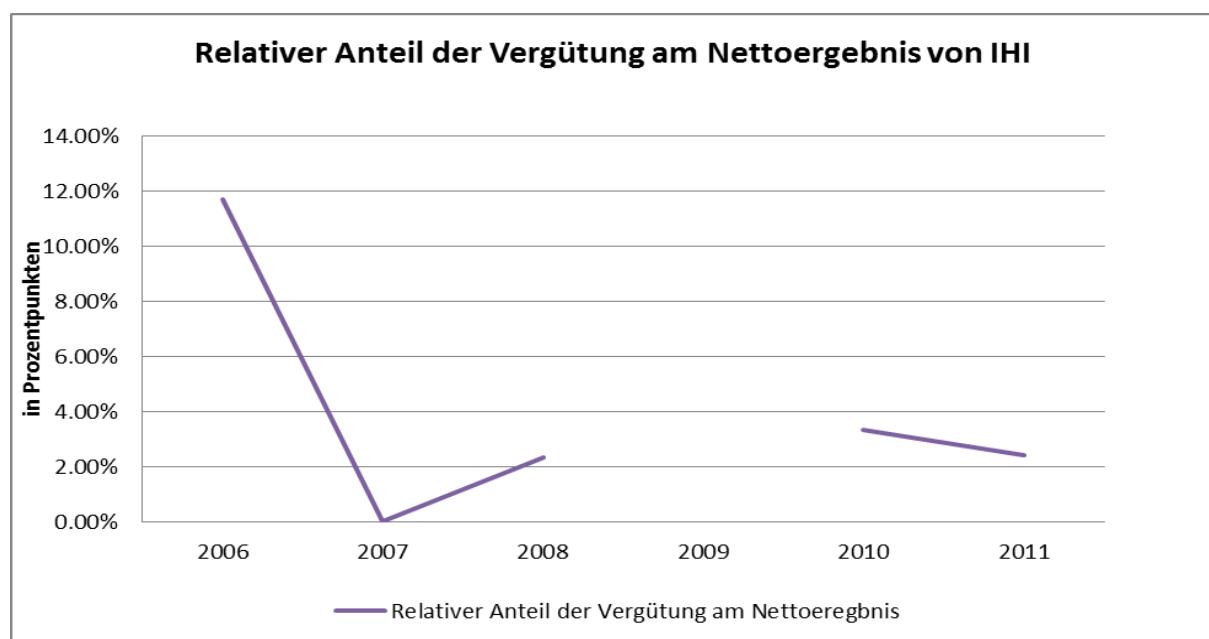


Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 31; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2010: 27; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 11; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 29; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 33.

Die Entwicklung des relativen Anteils der Gesamtvergütung am Nettoergebnis des Konzerns in den einzelnen Jahren ist über den Untersuchungszeitraum leicht steigend. Wie bereits erwähnt existiert für das Jahr 2009 eine Datenlücke. Im Zeitablauf sinkt der Anteil von einem sehr hohen Wert, von 11,7 Prozent im Jahr 2006 auf durchschnittlich 2,7 Prozent in den Jahren 2008, 2010 und 2011. Für das Jahr 2007 ist der Anteil mit null angegeben, da in diesem Jahr das Nettoergebnis negativ war. Im Jahr 2006 betrug das Nettoergebnis von

Ishikawajima-Harima Heavy Industries rund 5,3 Milliarden Yen (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 3). Im gleichen Jahr wurden 619 Millionen Yen an Gehältern an die Direktoren und die *kansayaku* ausgezahlt (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 31). Im Verhältnis zum Gesamtergebnis ist dies eine sehr hohe Summe. Zusätzlich wurde in diesem Jahr ein Bonus in Höhe von 200 Millionen Yen an die Mitglieder der beiden Gremien ausgeschüttet (ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 3). Diese Boni wurden in der Darstellung allerdings nicht berücksichtigt.

Abbildung 94: Relativer Anteil der Vergütung am Nettoergebnis IHI



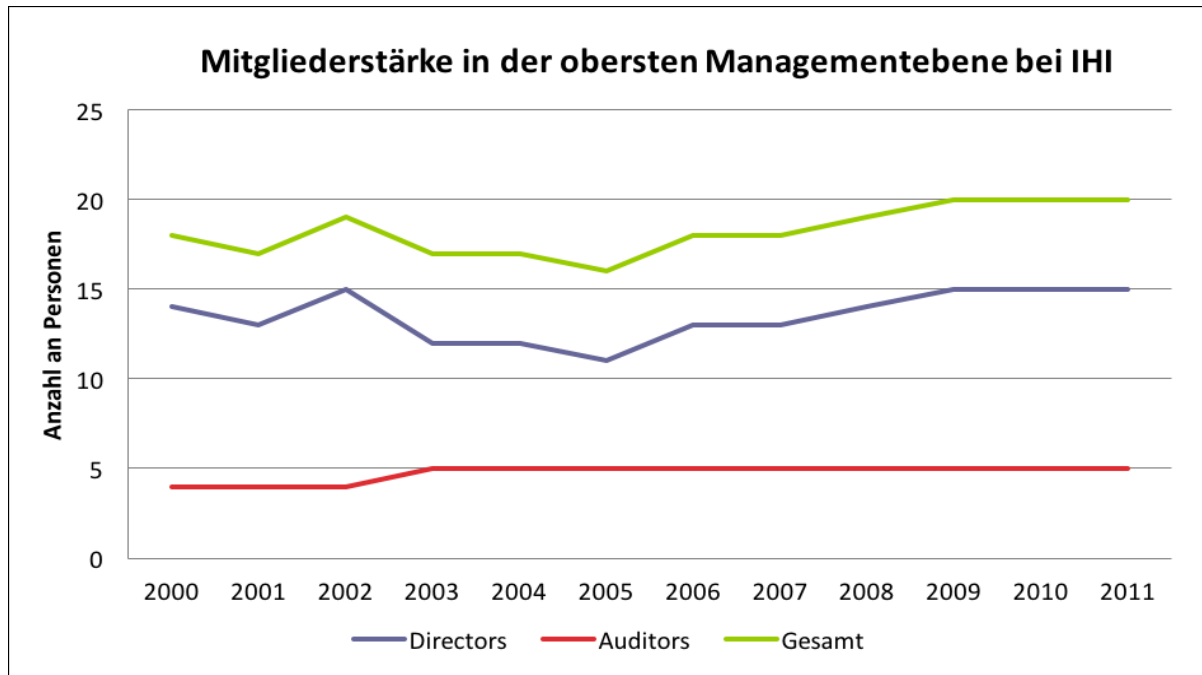
Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 31; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2010: 27; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 11; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 29; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 33.

Im Durchschnitt zahlte das Unternehmen in den Jahren von 2000 bis 2007 4,7 Prozent des Nettoergebnisses als Bonuszahlungen an die Direktoren und *kansayaku* aus, wobei die Zahlungen im Durchschnitt 190 Millionen Yen im Jahr betrugen. Sogar in den Jahren, in denen lediglich ein negatives Nettoergebnis erwirtschaftet werden konnte, etwa in den Jahren 2000, 2004, 2005 und 2007, wurden Boni an die beiden Gremien ausgezahlt. Seit 2008 scheinen die Bonuszahlungen allerdings nicht mehr Teil der Vergütung zu sein, zumindest finden sich in den Geschäftsberichten keine Angaben zur Zahlung von Boni.

Wie oben erläutert wurde der Vorstand im Jahr 2007 von 13 auf 14 Mitglieder und im nachfolgenden Jahr noch einmal von 14 auf 15 Mitglieder erweitert. Abbildung 95 stellt die Entwicklung der Mitgliederstärke beider Gremien und die Gesamtzahl an Mitgliedern im

untersuchten Zeitraum dar. Man erkennt, dass die Anzahl der Mitglieder im obersten Management bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries im Jahr 2002 auf 19 Personen anstieg. Anschließend fiel sie leicht ab, um in den letzten Jahren wieder auf 20 Personen zu steigen. Die Anzahl der *kansayaku* liegt seit dem Jahr 2003 konstant bei fünf Mitgliedern. Nur die Anzahl der Direktoren veränderte sich im Untersuchungszeitraum positiv und stieg im Jahr 2005 von 11 auf die oben erwähnten 15 Mitglieder an.

Abbildung 95: Mitgliederanzahl in der obersten Managementebene IHI



Quelle: eigene Darstellung nach ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2011: 38; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2010: 34; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2009: 34; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2008: 38; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2007: 30; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2006: 34; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2005: 29; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2004: 28; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2003: 30; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2002: 54; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2001: 30; ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES 2000: 34.

Betrachtet man die durchschnittliche Verweildauer der Mitglieder im *kansayaku* und im Vorstand bei den anderen Unternehmen, so liegt diese bei den *kansayaku* im Untersuchungszeitraum bei ungefähr 3,5 Jahren. Ein Mitglied (Inokuchi Takeo) ist allerdings seit 9 Jahren *kansayaku* und die zweitlängste Amtszeit liegt bei fünf Jahren. Die durchschnittliche Verweildauer als Direktor liegt hingegen bei rund 3 Jahren, wobei auch hier einzelne Mitglieder eine längere Verweildauer erreichen. Der aktuelle CEO und Präsident Kama Kazuaki ist seit 2004 Mitglied im Vorstand und seit 2007 Präsident von Ishikawajima-Harima Heavy Industries. Nur ein einziges Mal wurde im Untersuchungszeitraum ein

ehemaliges Mitglied des Vorstands zum *kansayaku* berufen. Im Jahr 2002 wurde Minato Katsuji ins Gremium berufen, obwohl er im Geschäftsjahr 2000 noch Mitglied des Vorstands gewesen war. Dies ist allerdings ein Einzelfall.

Hinsichtlich der Zusammensetzung und der Bildung des Vorstands und der *kansayaku* kann man zusammenfassend sagen, dass in dem Untersuchungszeitraum von 2000 bis 2011 die Anzahl der Mitglieder im Vorstand im Zeitablauf im Gegensatz zu Kawasaki Heavy Industries und Fuji Heavy Industries ansteigt. Ishikawajima-Harima Heavy Industries konnte allerdings im gleichen Zeitraum seinen Umsatz um 19 Prozent steigern, von 995 Milliarden Yen im Jahr 2000 auf 1,2 Billionen Yen im Jahr 2011. Das Unternehmen hat im untersuchten Zeitraum deutlich expandiert. Diese Tatsache allein kann Grund für eine Erhöhung der Anzahl an Managern im Unternehmen sein. Weiterhin ist festzustellen, dass Ishikawajima-Harima Heavy Industries keine unternehmensfremden Personen in den Vorstand beruft.

Die durchschnittliche Verweildauer von 3,5 Jahren der *kansayaku* im Unternehmen ist etwas niedriger als bei den anderen untersuchten Firmen, und ich sehe diesen Zeitraum als ideal an. Die Mitglieder haben genügend Zeit, um sich einen Überblick über die Lage zu verschaffen, ohne zu lange im Unternehmen tätig zu sein. Die gesetzlichen Vorgaben zur Benennung der *kansayaku* bezüglich Gesamtzahl, Anzahl der externen Mitglieder und ihrer Verweildauer werden von Ishikawajima-Harima Heavy Industries ebenfalls erfüllt.

Als problematisch ist jedoch, genauso wie bei Kawasaki Heavy Industries und Fuji Heavy Industries, die Berufung von ehemaligen Mitgliedern des Managements als *kansayaku* anzusehen, auch wenn sich dies im Untersuchungszeitraum nur ein einziges Mal zugetragen hat, und zudem mit einem Zeitabstand von zwei Jahren. Daneben wurde jedoch ein weiteres Gremium geschaffen, das nur dem CEO unterstellt ist, was die Transparenz von Entscheidungen stark schmälert. Ebenso erachte ich die hohe Verweildauer einzelner *kansayaku* als problematisch.

5.5 ShinMaywa Industries

Für die ShinMaywa Industries werden erst seit dem Geschäftsbericht 2007 (für das Geschäftsjahr ab dem 01.04.2006) nähere Angaben zu den Mitgliedern des Vorstands und den *kansayaku* veröffentlicht. Für den Untersuchungszeitraum zwischen 2000 und 2006 liegen keine genauen beziehungsweise überhaupt keine veröffentlichten Angaben zur Anzahl und Zusammensetzung des obersten Managements und der Aufsichtsorgane vor. Zum 31.03.2011 wurde ShinMaywa Industries von Onishi Yoshihiro als Präsidenten (*shachô*) und CEO geführt. In den Jahren zuvor wurde das Unternehmen von Kaneki Tadashi geleitet. Onishi Yoshihiro war zwischen 2007 und 2010 als Senior-Vizepräsident bereits Mitglied des

Direktoriums. Zusammen mit weiteren 13 Mitgliedern überwacht und kontrolliert das Gremium die Aufgaben des obersten Managements. Von den insgesamt 14 Personen sind zwei unternehmensexterne Mitglieder (Yamamoto Nobutane und Hiramatsu Kazuo). Hiramatsu Kazuo ist in dieser Funktion seit dem Geschäftsjahr 2009/2010 für ShinMaywa Industries tätig und Yamamoto Nobutane seit dem Geschäftsjahr 2007/2008. Hiramatsu Kazuo ist zudem als unternehmensexterner Direktor für die Sumitomo Electric Industries und als Professor für Bilanzierung an der Kwansei-Gakuin-Universität tätig.^{38 39}

Yamamoto Nobutane ist neben seiner Funktion als unternehmensexterner Direktor noch für die Panasonic Corporation tätig.⁴⁰

Weder die Panasonic Corporation noch die Sumitomo Electric Industries halten Anteile an ShinMaywa Industries (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 53).

Der Vorstand hat seine Vertretungsbefugnisse von der Hauptversammlung der Aktionäre erhalten. Das oberste Management von ShinMaywa Industries besteht aus dem CEO Onishi Yoshihiro und zwölf weiteren Direktoren. Dabei unterscheidet der Geschäftsbericht 2011 die Hierachiestufen Senior-Vizepräsident (zwei Mitglieder), Vizepräsident (zwei Mitglieder) und Führungskräfte (sieben Mitglieder) sowie die bereits erwähnten zwei externen Mitglieder. Das oberste Management wiederum ist dem Vorstand sowie den *kansayaku* gegenüber melde- und auskunftspflichtig.

Zwei weitere Gremien wurden von ShinMaywa Industries etabliert und beraten den CEO direkt. Das sogenannte Management Personnel Committee besteht aus den beiden externen Direktoren sowie weiteren namentlich nicht genannten externen Beratern. Das Management Committee, dem die Direktoren und weitere Executive Officers angehören und letzteres Gremium beraten den CEO direkt beziehungsweise hat dieser Aufgaben an die beiden Komitees delegiert. Die *kansayaku* bestehen aus fünf Mitgliedern, von denen drei unternehmensextern sind. Diese werden in den Geschäftsberichten eindeutig als solche gekennzeichnet. Zum 31.03.2011 gehören zu den externen Personen Shimokobe Yuka, Hayashi Kyozo und Kawano Kaoru. Shimokobe Yuka ist ausschließlich als externer *kansayaku* für ShinMaywa Industries tätig.⁴¹ Diese Funktion übt er mindestens seit 2007 aus.

³⁸ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=47268391&ticker=5802:JP&previousCapId=879002&previousTitle=Sumitomo%20Wiring%20Systems%20Ltd.>, 13.06.2012.

³⁹ Kwansei Gakuin University, http://global.kwansei.ac.jp/academics/academics_203148.html, 13.06.2013.

⁴⁰ Reuters, <http://in.reuters.com/finance/stocks/officerProfile?symbol=7224.T&officerId=1216815>, 13.06.2013.

⁴¹ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=71456839&capId=881007&previousCapId=881007&previousTitle=SHINMAYWA%20INDUSTRIES%20LTD>, 14.06.2013.

Hayashi Kyoza ist neben seiner Tätigkeit für ShinMaywa noch als Revisor für die Keihan Electric Railway Co. Ltd tätig und übt diese Funktion dort seit 2008 aus.⁴² Kawano Kaoru ist genauso wie Shimokobe Yuka ausschließlich seit 2010 als externer *kansayaku* für die ShinMaywa Industries tätig.⁴³ Wie auch der Vorstand werden die *kansayaku* von der Aktionärsversammlung bestimmt und sind dieser gegenüber melde- und auskunftspflichtig.

Als Jahresabschlussprüfer ist von der Aktionärsversammlung für den Jahresabschluss 2011 Grant Thornton Taiyo ASG bestellt worden (SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 1). Diese Firma prüft das Unternehmen seit dem Jahr 2010 (SHINMAYWA INDUSTRIES 2010: 5). Zwischen 2005 und 2010 wurde der Abschluss durch die Prüfungsgesellschaft Ernst & Young ShinNihon geprüft (SHINMAYWA INDUSTRIES 2005: 4; SHINMAYWA INDUSTRIES 2006: 3; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 2; SHINMAYWA INDUSTRIES 2008: 20; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 21). Bis 2005 war der Jahresabschlussprüfer die ShinNihon & Co. Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (SHINMAYWA INDUSTRIES 2002: 1; SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 4; SHINMAYWA INDUSTRIES 2004: 7). In den untersuchten Jahren 2000 und 2001 war als Jahresabschlussprüfer noch die Century Ota Showa & Co. Prüfungsgesellschaft bestellt worden (SHINMAYWA INDUSTRIES 2000: 2; SHINMAYWA INDUSTRIES 2001: 2).

Wie bereits erläutert werden sowohl die Funktion des Präsidenten als Vorsitzender des Vorstands als auch die des CEO von der gleichen Person ausgeübt. In dem Zeitraum, in dem Daten über die *kansayaku* und die Zusammensetzung des Direktoriums vorliegen, waren die Positionen des CEO und des Präsidenten immer doppelt besetzt. Im Geschäftsbericht vom Jahr 2007 existiert noch die Funktion des Vorsitzenden des Vorstands, welche in jenem Jahr von Ide Junshi ausgeübt wurde (SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 23).

Wie bei den anderen untersuchten Firmen werden auch bei ShinMaywa Industries im gesamten Untersuchungszeitraum in den Ausschüssen und Gremien (Vorstand und *kansayaku*) keine Ausländer und keine Frauen aufgelistet.

ShinMaywa Industries macht als einziges der untersuchten Unternehmen keinerlei Angaben über die feste Vergütung des obersten Managements in seinen Geschäftsberichten. Lediglich für die Jahre zwischen 2003 und 2009 wird die Höhe des jeweiligen Bonus angegeben.

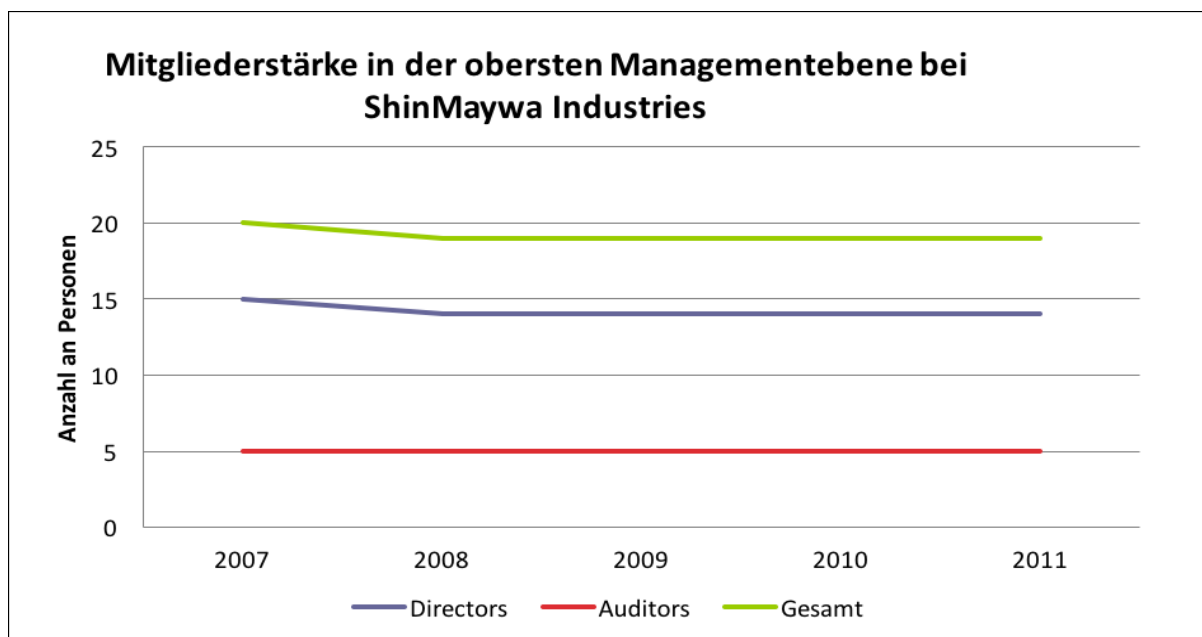
⁴² Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=52416538&ticker=7224:JP&previousCapId=876164&previousTitle=FURUNO%20ELECTRIC%20CO%20LTD>, 14.06.2013.

⁴³ Bloomberg Businessweek, <http://investing.businessweek.com/research/stocks/people/person.asp?personId=136745326&capId=881007&previousCapId=881007&previousTitle=SHINMAYWA%20INDUSTRIES%20LTD>, 14.06.2013.

Im besagten Zeitraum schwankte dieser zwischen 44 Millionen Yen im Jahr 2003 (SHINMAYWA INDUSTRIES 2003: 16) und 1,2 Milliarden Yen im Jahr 2006 (SHINMAYWA INDUSTRIES 2006: 12).

Setzt man diese Zahlen in ein Verhältnis mit dem Nettoergebnis des entsprechenden Jahres, so wird deutlich, dass zwischen 2003 und 2009 im Durchschnitt 35 Prozent des Nettoergebnisses als Bonus ausgeschüttet wurden. Allerdings wird diese Zahl durch die Bonuszahlung im Geschäftsjahr 2009 verzerrt. In diesem Jahr standen einem Jahresergebnis in Höhe von 26 Millionen Yen Bonuszahlungen von 46 Millionen Yen gegenüber. Die Bonuszahlungen machten also fast das Doppelte des Jahresergebnisses aus. Ohne das Jahr 2009 lag der Durchschnitt der Bonuszahlungen zwischen 2003 und 2008 bei rund 12 Prozent. Ähnlich wie bei den Bonuszahlungen beziehungsweise bei den Gehältern stehen auch für die Anzahl und die Zusammensetzung des Vorstands und der *kansayaku* nur eingeschränkte Informationen zur Verfügung. So liegen veröffentlichte Daten diesbezüglich nur für den Zeitraum zwischen 2007 und 2011 vor. In diesem Zeitraum sank die Anzahl der Mitglieder des Vorstands von 15 auf 14 Personen. Die Anzahl der *kansayaku* lag konstant bei 5 Personen. Eine genauere Untersuchung ergibt, dass im Vorstand der Posten des Vorsitzenden seit 2008 nicht mehr besetzt wurde und sich dadurch die Mitgliederanzahl von 15 auf 14 Personen reduzierte.

Abbildung 96: Mitgliederanzahl des obersten Managements SMI



Quelle: eigene Darstellung nach SHINMAYWA INDUSTRIES 2011: 22; SHINMAYWA INDUSTRIES 2010: 11; SHINMAYWA INDUSTRIES 2009: 11; SHINMAYWA INDUSTRIES 2008: 25; SHINMAYWA INDUSTRIES 2007: 23.

Die durchschnittliche Verweildauer der Mitglieder im Vorstand beträgt in den untersuchten Jahren zwischen 2007 und 2011 vier Jahre. Der derzeitige Präsident Onishi Yoshihiro ist mindestens seit dem Jahr 2007 im Vorstand, zunächst als Senior-Vizepräsident (von 2007 bis 2010) und seit 2011 als Präsident vertreten. Neben ihm sind noch Mizuta Masao und Ishii Masaharu seit 2007 ununterbrochen im Vorstand tätig. Die *kansayaku* selbst haben in den untersuchten Jahren eine durchschnittliche Verweildauer von 3,5 Jahren. Nur ein Mitglied ist seit dem Jahr 2007 in diesem Gremium vertreten. Shimokobe Yuka ist mindestens seit dem Jahr 2007 Mitglied der *kansayaku*. Wie bereits beschrieben ist er ausschließlich in dieser Funktion und auch nur für ShinMaywa Industries tätig. Ein Mitglied der *kansayaku*, Teramoto Tomoya, war auch zuvor im Vorstand tätig. Im Geschäftsbericht des Jahres 2009 wird Teramoto Tomoya als einer der Geschäftsführer von ShinMaywa Industries aufgeführt und seit dem Jahr 2010 ist er Mitglied der *kansayaku*.

Zusammenfassend kann man sagen, dass in dem berichteten Zeitraum die Besetzung des Vorstands und der *kansayaku* bei ShinMaywa Industries den Anforderungen der entsprechenden Vorschriften und Gesetze vollkommen entspricht. Insbesondere die Besetzung des Vorstands mit zwei externen Mitgliedern ist vorbildlich. Hier ist ShinMaywa Industries den anderen hier untersuchten Unternehmen einen Schritt voraus. Die durchschnittliche Verweildauer von 3,5 Jahren der *kansayaku* im Unternehmen ist, wie bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries, als ideal anzusehen. Die zu *kansayaku* ernannten Personen haben genügend Zeit, um sich einen Überblick über die Lage zu verschaffen, ohne zu lange im Unternehmen tätig zu sein. Die gesetzlichen Vorgaben zur Benennung der *kansayaku* hinsichtlich Gesamtzahl, Anzahl der externen Mitglieder und deren Verweildauer werden von ShinMaywa Industries idelotypisch erfüllt. Als problematisch ist jedoch, genauso wie bei den anderen Unternehmen (mit Ausnahme von Mitsubishi Heavy Industries), die Berufung von ehemaligen Mitgliedern des Managements als *kansayaku* zu bewerten, insbesondere dann, wenn der Zeitraum zwischen der Tätigkeit im Management und der als Prüfer sehr kurz ist beziehungsweise im Fall von ShinMaywa Industries und Teramoto Tomoya gar nicht gegeben ist.

Des Weiteren soll an dieser Stelle kurz auf die Gestaltung des Geschäftsberichts und dessen Informationsgehalt eingegangen werden. Im Gegensatz zu den übrigen untersuchten Firmen fehlen bei ShinMaywa Industries die Angaben über die Managementvergütung gänzlich. Nur für den Zeitraum von 2003 bis 2009 sind Angaben zu Bonuszahlungen zu finden. Derartige Angaben fehlen in den Geschäftsberichten für die Jahre 2010 und 2011 komplett. Seit 2007 werden hingegen genauere Angaben zur Zusammensetzung des Vorstands und der *kansayaku*

hinsichtlich Namen und Position gemacht. Hinzu kommt eine Notiz darüber, ob die entsprechende Person unternehmensextern oder unternehmensintern ist. Derartige Angaben fehlen in den Geschäftsberichten zwischen 2000 und 2007 wiederum komplett. Insgesamt wurden die Geschäftsberichte in den letzten Jahren transparenter gestaltet.

5.6 Analyse der Änderungen in den Corporate-Governance-Strukturen

Wie oben gezeigt wurde, wird die geforderte Trennung zwischen einem Management und einem überwachenden Gremium (den *kansayaku*) von allen untersuchten Unternehmen konsequent umgesetzt. Bei allen Unternehmen lässt sich erkennen, dass die Anzahl der Mitglieder im obersten Management im Untersuchungszeitraum kontinuierlich zurückgegangen ist und vermehrt unternehmensexterne Personen im Vorstand tätig sind. Gleichzeitig wurden die gesetzlichen Vorgaben zu den *kansayaku* bezüglich Anzahl und Anteil an unternehmensexternen Personen konsequent umgesetzt. Lediglich die Tatsache, dass bei einigen Unternehmen Personen als *kansayaku* tätig sind, die im Vorjahr noch dem obersten Management angehörten und somit ihre eigene Arbeit bewerteten und überwachten, ist als kritisch zu betrachten. Bei Mitsubishi Heavy Industries kann man außerdem an der Zusammensetzung des Vorstands die Strukturen des entsprechenden *keiretsu* erkennen. Hier sind die informellen Unternehmensverflechtungen an den einzelnen Mitgliedern des Vorstands beziehungsweise an den *kansayaku* zu erkennen. Wie weiter oben dargelegt, waren zwei Mitglieder der *kansayaku* hauptberuflich für ein Unternehmen des Mitsubishi-*keiretsu* tätig. Interessant ist allerdings, dass unter den untersuchten Unternehmen im Untersuchungszeitraum selbst keinerlei Austausch von Personal stattfand, sei es bei den externen Mitgliedern des Vorstands oder bei den *kansayaku*. Im untersuchten Zeitraum war bei keinem der untersuchten Unternehmen ein männlicher oder weiblicher Nichtjapaner oder eine japanische Frau im Vorstand und den *kansayaku* beschäftigt. Allein bei Fuji Heavy Industries wurden zwischen 2001 und 2005 Posten mit Ausländern besetzt. Dieser Umstand konnte allerdings auf den hohen Aktienanteil von General Motors an Fuji Heavy Industries im gleichen Zeitraum zurückgeführt werden. Nachdem General Motors seinen Anteil reduziert hatte, wurden auch die entsprechenden Posten im obersten Management von Fuji Heavy Industries nicht mehr neu besetzt. Eine genauere Analyse der Geschäftsberichte hinsichtlich Darstellung und Transparenz der entsprechenden Corporate-Governance-Systeme zeigt ein sehr heterogenes Bild. Alle Unternehmen erfüllen die gesetzlichen Mindestanforderungen, aber nur Mitsubishi Heavy Industries zeigt ein umfassendes Bild über die Zusammensetzung des Vorstands, der *kansayaku* und über die Vergütung der einzelnen Gremien. Darüber hinaus werden die Strukturen durch Grafiken veranschaulicht und die Weisungsbefugnisse eindeutig

dargestellt. Diese transparente Darstellungsweise erfolgt allerdings erstmalig im Geschäftsbericht 2006. In den Berichten der Vorjahre fehlen unter anderem Grafiken und Flussdiagramme sowie Angaben zu den Gehältern des obersten Managements und der *kansayaku* beziehungsweise zu den Bonuszahlungen. Die anderen untersuchten Unternehmen weisen in einzelnen Jahren oder über den gesamten Untersuchungszeitraum nur einzelne Details in ihren Geschäftsberichten aus. In anderen Jahren wiederum fehlen Angaben. Als Beispiel sind an dieser Stelle die Angaben über die Höhe der Gehälter, die Angaben über die externen *kansayaku* oder die Mitglieder des Vorstands beziehungsweise die grafische Darstellung des unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Systems zu nennen. Ein weiterer Aspekt ist die unterschiedliche Herangehensweise bei den Reportingstrukturen und den Hierachiestufen der einzelnen Unternehmen. So berichten, laut der in den Geschäftsberichten veröffentlichten Flussdiagrammen der Corporate-Governance-Strukturen, bei Mitsubishi Heavy Industries die *kansayaku* direkt an den Vorstand. Sie geben auch Empfehlungen und berichten direkt an die komplette Aktionärsversammlung. In ihrer Überwachungsfunktion überprüfen die *kansayaku* die Tätigkeiten des Vorstands sowie des kompletten obersten Managements. Bei Kawasaki Heavy Industries überwachen die *kansayaku* nur die Tätigkeiten des Vorstands und berichten an die Hauptversammlung sowie an den Präsidenten des Unternehmens. Empfehlungen oder Anweisungen geben sie nicht heraus.

Fuji Heavy Industries hat ähnliche Melde- und Überwachungsstrukturen wie Kawasaki Heavy Industries. Hier überwachen die *kansayaku* die Tätigkeiten des Vorstands und des Präsidenten, übermitteln ihre Ergebnisse jedoch nur der Aktionärsversammlung. Das gleiche System wird von ShinMaywa Industries und Ishikawajima Heavy Industries angewendet.

Schaut man sich diese Corporate-Governance-Strukturen im Untersuchungszeitraum an, so konnte keine Veränderung dieser im Zeitablauf festgestellt werden. Keines der untersuchten Unternehmen berichtete über Modifizierungen der Corporate-Governance-Strukturen im Betrachtungszeitraum. ShinMaywa Industries, Ishikawajima-Harima Heavy Industries und Fuji Heavy Industries haben neben den gesetzlich vorgeschriebenen Gremien noch weitere beratende Ausschüsse geschaffen, die der jeweiligen Geschäftsführung und der obersten Managementebene zur Seite stehen und die mit unterschiedlichen Befugnissen und Aufgaben betraut sind.

Bei den untersuchten Unternehmen, mit Ausnahme von ShinMaywa Heavy Industries und Ishikawajima-Harima Heavy Industries, arbeiten die *kansayaku* eng mit den entsprechenden Jahresabschlussprüfern und der internen Revision zusammen und tauschen ihre Ergebnisse

aus. ShinMaywa Heavy Industries und Ishikawajima-Harima Heavy Industries unterscheiden bei den Überwachungsfunktionen und dem Meldewesen jedoch eindeutig zwischen den *kansayaku* und der internen Revision. Alle untersuchten Unternehmen zeigen eine eindeutige Tendenz zur offenen und transparenten Darstellung ihres Jahresabschlusses in den Geschäftsberichten. Vergleicht man die Jahresabschlüsse beziehungsweise die veröffentlichten Geschäftsberichte der einzelnen Unternehmen im Laufe der untersuchten Jahre, so lässt sich bei allen Unternehmen, bis auf Mitsubishi Heavy Industries, eine zunehmende Transparenz feststellen. So stieg die reine Seitenzahl des Geschäftsberichtes bei ShinMaywa Industries von 22 Seiten im Jahr 2000 auf 58 Seiten im Jahr 2011. In den ersten Geschäftsberichten der Jahre 2000 bis 2006 wurden ausschließlich die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung, die Kapitalflussrechnung sowie die entsprechenden Anhangsangaben veröffentlicht. Erstmals mit dem Geschäftsbericht 2007 wurden dann auch ein Lagebericht und ausführliche Angaben zu den Corporate-Governance-Strukturen sowie zur Corporate Social Responsibility und zu ökologischen Maßnahmen veröffentlicht. Bei Kawasaki Heavy Industries stieg die Seitenzahl des Geschäftsberichtes von 54 Seiten im Jahr 2000 auf 94 Seiten im Jahr 2011 an. Alle untersuchten Geschäftsberichte zwischen 2000 und 2009 konzentrierten sich dabei hauptsächlich auf die wirtschaftliche Lage und die Aussichten des Unternehmens sowie auf das eigentliche Zahlenwerk des Jahresabschlusses. Erst seit dem Jahr 2010 werden auch bei Kawasaki Heavy Industries Angaben zu den Corporate-Governance-Strukturen gemacht. Ein Flussdiagramm stellt die entsprechenden Gremien, ihre Aufgaben sowie die jeweiligen Aufsichtsebenen und deren Mitglieder detailliert dar. In den Jahren zuvor wurden lediglich die einzelnen Mitglieder namentlich genannt. Allerdings werden die externen Mitglieder der Gremien explizit gekennzeichnet. Im Gegensatz dazu berichtete Fuji Heavy Industries schon seit 2006 sehr ausführlich über seine Corporate-Governance-Strukturen. Die reine Seitenzahl stieg beim veröffentlichten Jahresabschluss im Jahr 1998 von 46 Seiten (2000: 48 Seiten) auf 91 Seiten beim Jahresabschluss 2011 an. In den ersten Jahren stellt der Geschäftsbericht zwar auch bei Fuji Heavy Industries nur das reine Zahlenwerk dar und geht nur in geringem Maße auf die wirtschaftliche Lage und die Entwicklung des Unternehmens ein. Auch die Corporate-Governance-Strukturen oder die Corporate Responsibility werden zwischen den Jahren 1998 und 2002 nicht erwähnt. Der Geschäftsbericht 2003 geht jedoch erstmalig auf diese Themen ein und seit 2006 werden auch bei Fuji Heavy Industries entsprechende Flussdiagramme im Geschäftsbericht veröffentlicht. Hierbei spielt sehr wahrscheinlich der US-amerikanische Einfluss von General Motors eine Rolle. Das Unternehmen hielt zwischen 2001 und 2005/2006 einen großen Anteil an Fuji

Heavy Industries und zudem mindestens einen Posten im Vorstand über einen direkten Abgesandten. In den Folgejahren verlor General Motors seine Anteile, aber die Berichterstattung über die Corporate Governance wurde von Fuji Heavy Industries in den Jahresabschlüssen beibehalten. Eine ähnliche Entwicklung kann man bei Ishikawajima-Harima Heavy Industries beobachten. So stieg die Seitenzahl der Geschäftsberichte von 60 Seiten im Jahr 2000 auf 84 Seiten im Jahr 2011 an. Zwischen 2000 und 2003 wird auch bei den veröffentlichten Geschäftsberichten ausschließlich auf das reine Zahlenwerk und die wirtschaftliche Lage und Entwicklung des Unternehmens eingegangen. Jedoch wird bereits im Geschäftsbericht des Jahres 2000 über die Managementstruktur des Konzerns berichtet. Dabei werden das Management und die entsprechenden Hauptabteilungen beziehungsweise Divisionen jedoch nur grob skizziert und das obere Management lediglich kurz vorgestellt. Eine ausführliche Ausarbeitung des Systems erfolgt nicht. Allerdings werden im Geschäftsbericht 2004 sehr ausführlich die Managementstrukturen und das Corporate-Governance- und -Compliance-System des Unternehmens beschrieben. Dies wurde in den folgenden Jahren immer weiter ausgebaut. Mitsubishi Heavy Industries berichtet ebenso wie Fuji Heavy Industries und Ishikawajima-Harima Heavy Industries sehr ausführlich über seine Corporate-Governance- und -Compliance-Systeme mittels Flussdiagrammen. Weiterhin erfolgt eine ausführliche Vorstellung des obersten und oberen Managements in den Geschäftsberichten. Mitsubishi Heavy Industries stellt jeden Manager sogar mit seiner eigentlichen spezifischen Funktion vor. In den Jahren zwischen 2000 und 2003 wurden ausschließlich die Mitglieder der einzelnen Gremien in den Geschäftsberichten vorgestellt. Im Geschäftsbericht des Jahres 2011 nahm allein die Vorstellung der Corporate Governance sechs Seiten ein, im Jahr 2004 waren es zusammen mit der Vorstellung der einzelnen Mitglieder noch zwei Seiten. Insgesamt gesehen stieg die Seitenzahl der Geschäftsberichte von 34 Seiten im Jahr 2000 auf 80 Seiten im Jahr 2011 an.

Möchte man also eine Rangfolge hinsichtlich der Transparenz und der Ausführlichkeit der Darstellung des Corporate-Governance- und -Compliance-Systems in den jeweiligen Geschäftsberichten aufstellen, so kann man sagen, dass Mitsubishi Heavy Industries von den hier untersuchten Unternehmen die ausführlichste und transparenteste Darstellung in den veröffentlichten Geschäftsberichten gelingt, dicht gefolgt von Fuji Heavy Industries und Ishikawajima Heavy Industries. ShinMaywa und Kawasaki Heavy Industries veröffentlichten hingegen die spärlichsten Informationen zu diesem Thema und sind bei ihren Veröffentlichungen auch weniger ausführlich als die anderen Unternehmen. Bei allen untersuchten Unternehmen kann jedoch eine Zunahme der veröffentlichten Informationen

hinsichtlich des Themas Compliance und Corporate Governance beobachtet werden. Man kann also berechtigterweise sagen, dass in den Augen der Unternehmen die Wichtigkeit der Shareholder und der Stakeholder im Laufe der Jahre zugenommen hat und die Unternehmen vermehrt darauf achten, der Öffentlichkeit entsprechende Informationen bereitzustellen.

Neben der Informationspflicht wurden auch Systeme zur Verbesserung der Corporate-Governance- und -Compliance-Strukturen aufgebaut beziehungsweise bestehende Systeme dahingehend umstrukturiert, eine größere Transparenz zu schaffen und die Prozesse und Entscheidungen im Unternehmen und im obersten Management nachvollziehen zu können, auch wenn dabei ein unterschiedlicher Status quo bei den einzelnen untersuchten Firmen festgestellt werden muss.

6 Fazit

In der vorliegenden Arbeit wurden das Finanzierungsverhalten und die Veränderungen der Corporate-Governance-Strukturen fünf verschiedener japanischer Unternehmen aus der Flugzeugbauindustrie im Zeitablauf von zehn Jahren detailliert dargestellt und im Hinblick auf die zu Beginn dargelegten Fragestellungen analysiert. Sie führt das von Aoki, Miyajima und Jackson (AOKI/MIYAJIMA/JACKSON 2007) untersuchte Thema des Wandels in den japanischen Corporate-Governance-Strukturen und der Unterteilung der japanischen Unternehmen in traditionelle und hybride Unternehmen konsequent sowohl inhaltlich als auch zeitlich weiter. Die Arbeit hat die Auswirkungen des konjunkturellen Wandels in Japan seit dem Ende der 1990er-Jahre auf die japanischen Corporate-Governance-Strukturen untersucht und darüber hinaus um das Feld der Unternehmensfinanzierung erweitert. Weiterhin wurden die wechselseitigen Beziehungen zwischen den Formen der Unternehmensfinanzierung und den vorhandenen Corporate-Governance-Strukturen in den Unternehmen analysiert und dokumentiert. Der untersuchte Zeitraum umfasst auch die weltweite Finanzkrise und die damit verbundene Rezession in großen Teilen der Welt. Die Arbeit ist dadurch in der Lage, den von Aoki, Miyajima und Jackson und anderen Autoren untersuchten Prozess beziehungsweise die untersuchten Entwicklungen zeitlich wie auch inhaltlich weiterzuführen. Wie in dem Kapitel „Forschungsstand und Quellenlage“ beschrieben, ging die Untersuchungsintensität und die Zahl der Veröffentlichungen zu den Themen „Unternehmensfinanzierung“ und „Corporate-Governance-Strukturen“ seit dem Beginn der Finanzkrise sukzessive zurück und die vorliegende Arbeit schließt damit die zeitliche Lücke zu diesen Arbeiten.

Fasst man die Ergebnisse der verschiedenen Analysen pro Unternehmen vor dem Hintergrund der Ausgangsfragen und der aktuellen Entwicklungen in Japan hinsichtlich des Finanzierungsverhalten und der Veränderungen der Corporate-Governance-Strukturen zusammen, so ist festzustellen, dass sich keines der hier untersuchten Unternehmen als rein „traditionelles“ Unternehmen im Sinne der Ausgangsfrage sowie nach Aoki, Jackson und Miyajima einordnen lässt (AOKI/JACKSON/MIYAJIMA 2007: 3–10). Diese Aussage lässt sich mit folgenden Untersuchungsergebnissen begründen: Jedes der untersuchten Unternehmen (mit Ausnahme von Kawasaki Heavy Industries) besetzt mindestens einen Posten im Vorstand oder im Aufsichtsgremium (*kansayaku*) mit einer unternehmensexternen Person. Ein besonderer Einfluss einer Hauptbank, sei es im Finanzierungsverhalten oder bei den gehaltenen Anteilen am Unternehmen, konnte ebenfalls bei keinem der untersuchten Unternehmen festgestellt werden.

Die im Anfangskapitel geschilderte typische informelle Einflussnahme anderer Unternehmen auf ein „traditionelles“ japanisches Einzelunternehmen oder auf einen Unternehmensverbund (*keiretsu*) ließ sich allein bei Mitsubishi Heavy Industries über die externen Mitglieder der *kansayaku* und im Vorstand dokumentieren. Wie weiter oben erläutert sind bei Mitsubishi Heavy Industries sowohl im Vorstand als auch bei den *kansayaku* externe Mitglieder vertreten, welche bei anderen Unternehmen des ehemaligen Mitsubishi-*zaibatsu* ebenfalls eine hohe Position im Management innehaben. Als Beispiel wird hier noch einmal Sasaki Mikio angeführt, der in den neun Jahren zwischen 2001 und 2009 sowohl im Vorstand bei Mitsubishi Heavy Industries tätig war als auch den Posten des Vorsitzenden des Vorstands der Mitsubishi Corporation besetzte. Des Weiteren wurde ein externer Posten der *kansayaku* ständig durch einen Vertreter der Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ besetzt.

Bemerkenswert ist auch, dass bis auf ein Unternehmen (Fuji Heavy Industries) keine einzige ausländische Person in eines der Gremien im gesamten Untersuchungszeitraum berufen wurde. Das Gleiche lässt sich für den Frauenanteil (japanisch oder ausländisch) feststellen. Bei keinem der Unternehmen werden für die untersuchten Jahre Frauen in den obersten Managementebenen oder in den entsprechenden Kontrollgremien gelistet.

Bei einer genaueren Analyse der Anteilseigner der jeweiligen Unternehmen ließ sich kein Cross-Shareholding anderer Unternehmen aus einem informellen Unternehmensverbund herauslesen. Allerdings kann an dieser Stelle nicht ausgeschlossen werden, dass die untersuchten Unternehmen Aktienanteile an anderen Unternehmen eines *keiretsu* oder sogar innerhalb der hier untersuchten Unternehmen unterhalb der Meldepflicht halten. Festzuhalten ist allerdings, dass sich im Untersuchungszeitraum unter den größten Anteilseignern der untersuchten Unternehmen auch große internationale Investmentfonds oder Banken befinden und nicht nur japanische Banken oder Unternehmen. Die Anteile der ausländischen Banken und Unternehmen, aber auch die von internationalen Einzelaktionären fluktuieren im Zeitablauf teilweise sehr stark und die Finanzkrise in den USA und in Europa seit dem Jahr 2008 hat dazu geführt, dass die gehaltenen Anteile sukzessive wieder veräußert wurden und so der Anteil an ausländischen Shareholdern signifikant zurückging. Dieser Prozess ist eindeutig durch äußere Einflüsse bestimmt und lässt sich nicht auf eine mangelhafte Transparenz der veröffentlichten Jahresabschlüsse oder auf ein anders geartetes Verhalten, was sich für die Anteilseigner negativ auswirken könnte, seitens der untersuchten japanischen Unternehmen zurückführen. Das gleiche Bild zeigt sich beim Finanzierungsverhalten und bei den verwendeten Finanzierungsmitteln der untersuchten Unternehmen über den Untersuchungszeitraum. Die Unternehmen verwenden einen Mix aus

„traditioneller“ Kreditaufnahme und den Möglichkeiten des Kapitalmarkts (national wie international). Allerdings gibt es auch hier Unterschiede zwischen den Unternehmen und der Einsatz der Finanzierungsmittel wandelt sich im Zeitablauf. So kann auch an dieser Stelle festgestellt werden, dass die Finanzkrise eindeutig einen Einfluss auf das Finanzierungsverhalten der Unternehmen hatte und hat. In den letzten Jahren nehmen die untersuchten Unternehmen ihre Fremdmittel wieder verstärkt über Bankkredite auf und haben im Umkehrschluss die Ausgabe von Anleihen oder Schuldscheinen reduziert. Im Gegensatz zu der in Abschnitt 1.2 aufgestellten Hypothese, dass die japanischen Unternehmen vermehrt ihr Kapital auf dem internationalen Kapitalmarkt aufnehmen, ist also eine stärkere Hinwendung zu den „traditionellen“ Finanzierungsmitteln und eine Zunahme der Kooperation der Unternehmen mit ihren alten Hausbanken zu beobachten. Allerdings zeigt sich hier auch, dass sich ein einmal angestoßener Prozess nicht einfach wieder umkehren lässt. Die untersuchten Unternehmen nehmen also nicht mehr komplett ihre benötigten Mittel über eine bestimmte Hausbank in Form von Krediten auf, sondern bedienen sich auch der Instrumente des internationalen Kapitalmarkts, wie zum Beispiel der Mittelbeschaffung über die Emission von Anleihen. Darüber hinaus scheinen weder die Unternehmen noch die Banken an einer engeren Verflechtung miteinander interessiert zu sein, ein Umstand, der allein aus Risikogesichtspunkten nachvollziehbar ist. Die beiden Parteien scheinen keinen Vorteil in einer engeren Kooperation zu sehen. Dieses heterogene Bild führt dazu, dass alle der hier untersuchten Firmen in das hybride Modell nach Aoki sowie Jackson und Miyajima (AOKI/JACKSON/MIYAJIMA 2007: 3–10) eingeordnet werden können. Allerdings muss man an dieser Stelle differenzieren, denn bei der Analyse der Untersuchungsergebnisse kann man feststellen, dass bei den Unternehmen verschiedene Ausprägungsformen hinsichtlich des hybriden Modells existieren und man keine vordefinierte Schablone über die einzelnen Unternehmen legen kann. Die untersuchten Firmen verfolgen etwa je nach Untersuchungszeitpunkt verschiedene Ansätze bei der Finanzierungsform oder in Bezug auf interne und externe Mitglieder in den entsprechenden Gremien.

Bewertet man die Außenwirkung und die Präsentation von Mitsubishi Heavy Industries für Dritte nur anhand des Geschäftsberichts, so sind die Berichte von denen der europäischen und US-amerikanischen Unternehmen nicht zu unterscheiden. In den Geschäftsberichten wird seit dem Anfang der 2000er-Jahre ein ausführliches und transparentes Bild der wirtschaftlichen Lage und der Corporate-Governance-Strukturen des Unternehmens gezeigt. Die Transparenz hat durch zusätzliche Informationen und ausführliche Anhangsangaben in den Geschäftsberichten in den Jahren zwischen 2008 und 2011 noch zugenommen. Bei der

Darstellung der Corporate-Governance-Strukturen werden alle Mitglieder des Vorstands und der *kansayaku* genannt und die externen Mitglieder samt deren Haupttätigkeit und Arbeitgebern gesondert aufgeführt. Über den gesamten Untersuchungszeitraum sind mindestens zwei externe Mitglieder im Vorstand vertreten und es werden mindestens zwei externe Mitglieder bei den *kansayaku* gelistet.

Auch die Dividendenpolitik der Unternehmen ist, wie im empirischen Teil der Arbeit dargelegt wurde, sehr shareholderfreundlich. Von allen untersuchten Unternehmen hat Mitsubishi Heavy Industries die mit Abstand höchste Ausschüttungsquote und zahlt die höchste Dividende je Aktie. Was den Gewinn pro Aktie im Untersuchungszeitraum angeht, so rangiert Mitsubishi Heavy Industries im Vergleich zu den restlichen untersuchten Unternehmen jedoch nur im mittleren Bereich. Weiterhin besitzt das Unternehmen die zweitbeste durchschnittliche Eigenkapitalquote im Untersuchungszeitraum und einen niedrigen durchschnittlichen Leverage von 2,2. Man sieht eindeutig, dass das Unternehmen auf bestimmte Kennzahlen achtet, die für den Kapitalmarkt im Allgemeinen und für die Analysten im Speziellen sehr wichtig sind. Das Unternehmen wird bewusst nach diesen Kennzahlen gesteuert. Dieser Umstand führt dazu, dass das Unternehmen den größten Streubesitz an Aktien von allen untersuchten Unternehmen aufweist. Die Aktien des Unternehmens sind also für eine große Anzahl von Aktionären attraktiv.

Schaut man sich die Finanzierungstätigkeiten des Unternehmens im Untersuchungszeitraum an, so erkennt man, dass das Unternehmen in der Vergangenheit oftmals den japanischen und internationalen Anleihenmarkt benutzte, um sich Kapital für Investitionen zu beschaffen. Der Höhepunkt der Finanzierung über die Emission von Anleihen lag hierbei zu Beginn bis zur Mitte der 2000er-Jahre. Danach wurden die Anleihen zunehmend durch langfristige Kredite ersetzt und erst in den beiden letzten Jahren der Untersuchung (2010 und 2011), nach dem Höhepunkt der Finanzkrise, nahm der Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung wieder zu. Im Vergleich zu den anderen untersuchten Firmen liegt Mitsubishi Heavy Industries beim Anteil der Finanzierung über Fremdmittelaufnahme (sei es durch Kreditaufnahme oder durch Emission von Anleihen) mit durchschnittlich 43 Prozent im Mittelfeld. Von den untersuchten Unternehmen emittierte Mitsubishi Heavy Industries jedoch das höchste Nominal an Anleihen. Der starke Rückgriff auf Anleihen als Finanzierungsinstrument zeigt, dass das Unternehmen in den Jahren vor der Finanzkrise den weltweiten Kapitalmarkt für die Finanzierung nutzte und sich nicht nur auf eine Hauptbank und deren Kreditvergabe stützte. Während und nach der Finanzkrise wurde von diesem Instrument jedoch weniger Gebrauch gemacht und die Firma finanzierte sich wieder vermehrt über Bankkredite.

Die oben erwähnte Steuerung des Unternehmens nach bestimmten Kennziffern und die transparente Darstellung der Firma in den veröffentlichten Geschäftsberichten macht das Unternehmen sehr attraktiv für ausländische Investoren, die in den japanischen Markt investieren wollen. Vor der Finanzkrise im Jahr 2008 lag der Anteil an ausländischen Investoren bei über 30 Prozent. Insbesondere die Banken JP Morgan und State Street haben als Großaktionäre in diesen Jahren im großen Maße in das Unternehmen investiert. Durch die Finanzkrise verkauften beide Großaktionäre jedoch ihre Anteile wieder. Gleichzeitig sank der Anteil der übrigen ausländischen Aktionäre auf weit unter 20 Prozent ab, stabilisierte sich jedoch im Jahr 2010 und 2011 wieder auf einem Niveau von knapp unter 20 Prozent (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2010: 80; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2008: 72; MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2007: 70). Aktuell befinden vor allem japanische Banken und Versicherungen unter den Großaktionären, und kein einziges ausländisches Institut ist zu finden (MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES 2011: 79). Auf der einen Seite geht die Unternehmenspolitik von Mitsubishi Heavy Industries also in Richtung Transparenz und Kapitalmarktorientierung. Auch hat es viele Finanzierungsinstrumente europäischer oder US-amerikanischer Unternehmen übernommen. Auf der anderen Seite jedoch zeigt die genaue Analyse des Vorstands und der *kansayaku* den hohen Einfluss der einzelnen Unternehmen des Mitsubishi-*keiretsu*. So ist eines der externen Mitglieder des Vorstands (Kojima Yorihiro) zugleich Chairman im Vorstand der Mitsubishi Corporation. Diese Verflechtung besteht über den gesamten Untersuchungszeitraum. Umgekehrt sitzt der aktuelle Vorsitzende des Vorstands von Mitsubishi Heavy Industries auch als externes Mitglied im Vorstand der Mitsubishi Corporation. Diese Überschneidung besteht auch bei den *kansayaku*. So sind zwei der drei externen Mitglieder der *kansayaku* Vorsitzende im Vorstand der Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ und der Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation. Beide Banken zählen aktuell nicht zu den größten aufgeführten Aktionären, waren dies aber noch im Jahr 2003. Hier kann man implizit davon ausgehen, dass die Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ zu den großen Kreditgebern des Unternehmens gehört. Diese These lässt sich jedoch durch die Geschäftsberichte und die veröffentlichten Informationen von Mitsubishi Heavy Industries und der beiden Banken nicht belegen. In diesem Bereich der informellen Kreuzverflechtung zeigt Mitsubishi Heavy Industries sehr starke traditionelle Ausprägungen, ganz im Gegensatz zum Finanzierungsverhalten und der allgemeinen Transparenz und Shareholderorientierung bei der Unternehmenssteuerung. Ein weiterer Punkt, den man bei Mitsubishi Heavy Industries im gesamten Untersuchungszeitraum feststellen konnte, ist, dass im untersuchten Zeitraum

keine ausländischen Personen oder Frauen (japanische oder ausländische) in die Gremien berufen wurden. Auch dies entspricht „traditionellen“ Elementen bei der Unternehmensphilosophie. Ähnlich ambivalent wie für Mitsubishi Heavy Industries fällt das Fazit für Kawasaki Heavy Industries aus. Allein im Untersuchungszeitraum zwischen 2001 und 2011 wurde der Umfang des Geschäftsberichtes fast verdoppelt, die Seitenzahl stieg von 56 Seiten im Jahr 2001 auf 96 Seiten im Jahr 2011. In den ersten Jahren des Untersuchungszeitraums beherrschte dabei das reine Zahlenwerk die veröffentlichten Geschäftsberichte. So wurden in den Anfangsjahren kaum erläuternde Anhangsangaben oder Angaben zu den Corporate-Governance-Strukturen im Unternehmen gemacht. Allein die Namen der Mitglieder des Vorstands und der *kansayaku* wurden veröffentlicht. Genauere Angaben zu den Corporate-Governance-Strukturen im Unternehmen wurden zum ersten Mal im Geschäftsbericht 2005 veröffentlicht. Allerdings wurden diese Strukturen zu Beginn nur grob skizziert. Eine ausführliche Beschreibung und Erläuterung der Strukturen erfolgte erstmalig im Geschäftsbericht 2010. Interessanterweise saß im gesamten Untersuchungszeitraum kein unternehmensexternes Mitglied im Vorstand des Unternehmens. Nur bei den *kansayaku* wurden zwei Plätze durch externe Mitglieder besetzt. Darüber hinaus wurden zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands nach kurzer Zeit, nämlich direkt im Folgejahr nach dem Ausscheiden aus dem Vorstand, als *kansayaku* berufen. Hier zeigt das Unternehmen eindeutig Ansätze einer „traditionellen“ japanischen Unternehmensführung, was die öffentliche Transparenz angeht. Weiterhin werden die externen Mitglieder in der Aufstellung als extern bezeichnet, über ihre externe Tätigkeit findet man allerdings nur an einer Stelle im Fließtext Angaben und dies nicht direkt bei den Personen. In diesem Punkt ist die Transparenz der Informationen also auch gering.

Die Dividendenpolitik ist ebenfalls als wenig „shareholderfreundlich“ anzusehen. So ist die Ausschüttungsquote die zweithöchste der hier untersuchten Unternehmen, liegt aber, wie bei den restlichen Unternehmen, nur im Bereich der 20 Prozent (zwischen 2001 und 2011 lag sie im Durchschnitt bei 21,7 Prozent). Dieses Bild spiegelt sich auch in den absoluten Zahlen der Dividenden wider. Im Untersuchungszeitraum wurden im Schnitt nur 3,7 Yen pro Aktie an Dividende ausgeschüttet. Das ist der zweitniedrigste Wert von allen untersuchten Unternehmen. Die Eigenkapitalquote wurde hingegen in den diesen Jahren durch die geringe Ausschüttungspolitik nachhaltig verbessert und stieg von 14 Prozent im Jahr 2001 auf 22 Prozent im Jahr 2011 an. Die Anteilseigner wurden jedoch für die geringe Ausschüttungsquote über eine überdurchschnittliche Entwicklung des Aktienkurses entschädigt, wie ich empirischen Teil dieser Arbeit dargelegt habe. Des Weiteren nahm das

Unternehmen im Untersuchungszeitraum zwischen 2006 und 2008 mehrere Kapitalerhöhungen vor. Insgesamt wurden im Vergleich zwischen 2006 und 2008 die ausgegebenen Aktien um 28 Prozent erhöht. Dennoch hat Kawasaki Heavy Industries den zweithöchsten Streubesitz an Aktien von allen untersuchten Unternehmen. Bei den Kapitalmaßnahmen und dem hohen Anteil an Anleihen, welche am Kapitalmarkt zwischen 2001 und 2005 platziert wurden, zeigt sich eindeutig, dass das Unternehmen weniger auf die Kreditvergabe durch japanische Banken, sondern bei der Finanzierung seiner Investitionen in großem Maße auf die Möglichkeiten des Kapitalmarkts zurückgreift. Allerdings ging der Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung in den Jahren seit der Finanzkrise stark zurück. In diesen Jahren wurden aber als Kompensation die oben genannten Kapitalerhöhungen am Kapitalmarkt platziert.

Schaut man sich die Zusammensetzung der Anteilseigner am Unternehmen an, so wurden die Aktien im Untersuchungszeitraum vor allem von japanischen Banken und Versicherungen gehalten. Japanische oder ausländische Industrieunternehmen hielten keine größeren Anteile an dem Unternehmen. Erwähnenswert ist jedoch, dass der Anteil an ausländischen, insbesondere an US-amerikanischen Banken vor dem in dieser Arbeit definierten Untersuchungszeitraum beziehungsweise zu Beginn der Periode sehr hoch war und zwischen 1998 und 2000 dominierte. Kawasaki Heavy Industries nutzt also einerseits die Möglichkeiten des Kapitalmarkts, um die zu tätigen Investitionen zu finanzieren und erinnert dabei stark an ein europäisches oder US-amerikanisches Unternehmen. Denn bei der Dividendenpolitik und der Transparenz der im Geschäftsbericht veröffentlichten Zahlen und Informationen ist es eher zurückhaltend. Ebenso verzichtet Kawasaki Heavy Industries auf die Benennung von externen Mitgliedern im Vorstand. Außerdem werden ehemalige hochrangige Manager ohne zeitlichen Abstand zur vorherigen Tätigkeit in das Aufsichtsgremium berufen.

Auch bei Kawasaki Heavy Industries muss allerdings festgestellt werden, dass im obersten Management und bei den Aufsichts- und Kontrollgremien des Unternehmens keinerlei Ausländer oder Frauen angestellt sind. Anders als bei Mitsubishi Heavy Industries scheint es hingegen bei Kawasaki Heavy Industries keine offensichtlichen Querverbindungen und Einflussnahmen (formeller oder informeller Art) von anderen japanischen Industrieunternehmen oder Banken zu geben. Zusammenfassend kann man also auch bei Kawasaki Heavy Industries sagen, dass das Unternehmen „traditionelle“ Elemente der Unternehmenssteuerung und Finanzierung mit westlich geprägten Elementen verbindet.

Fuji Heavy Industries kann man nach der Analyse des vorhandenen Datenmaterials ähnlich wie Kawasaki Heavy Industries bewerten. Die Transparenz und Informationsfülle

beziehungsweise der Informationsgehalt der Geschäftsberichte nimmt im Zeitablauf deutlich zu. Aber genauso wie bei Kawasaki Heavy Industries sind aktuell keine unternehmensexternen Personen im Vorstand vertreten. Fuji Heavy Industries nimmt in der Untersuchung jedoch eine Sonderrolle ein. Zwischen den Jahren 2001 und 2005 respektive 2006 hielt General Motors ein großes Aktienpaket an Fuji Heavy Industries und zur Wahrung seiner Interessen wurde ein ständiger Vertreter von General Motors in den Vorstand entsandt. In diesen Zeitraum fällt auch eine Umstrukturierung des Managements, welche allerdings nur die Zuordnung der operativen Bereiche betraf. Dennoch wird im Geschäftsbericht des Jahres 2002 zum ersten Mal ein Flussdiagramm der Corporate-Governance-Strukturen veröffentlicht. Darüber hinaus wächst der Informationsumfang der Geschäftsberichte im Vergleich zu den Jahren vor der Beteiligung von General Motors deutlich an. So steigt allein die Seitenzahl um rund 20 Prozent und es gibt deutlich mehr erläuternde Teile zum reinen Zahlenwerk. Die Strategie des Unternehmens wird vorgestellt und im Geschäftsbericht 2002 wird explizit darauf hingewiesen, dass zukünftig die Corporate-Governance-Strukturen gestärkt werden sollen (FUJI HEAVY INDUSTRIES 2002: 3). Nachdem General Motors die Beteiligung am Unternehmen im Jahr 2006 wieder abgestoßen hatte, stagnierte die Entwicklung jedoch und erreichte den in dieser Arbeit geschilderten Status quo. In den letzten beiden Jahren der Untersuchung wurde die Anzahl der Mitglieder im Vorstand signifikant reduziert. Allerdings sind – wie oben beschrieben – nach dem Ausstieg von General Motors keine unternehmensexternen Personen mehr im Vorstand vertreten. Weiterhin werden bei Fuji Heavy Industries ebenfalls ehemalige Mitglieder des Vorstands ohne größeren zeitlichen Abstand zu ihrer vorherigen Tätigkeit als *kansayaku* eingesetzt. Hier mangelt es dem Unternehmen – wie den anderen untersuchten Unternehmen, die ebenfalls ohne größere zeitliche Abstände ehemalige hochrangige Manager in das Kontrollgremium berufen – an ausreichender Transparenz, und die Gefahr von unternehmensschädlichen Entscheidungen ist groß. Derartige Personalentscheidungen werden als „traditionell“ im Sinne der Definition in dieser Arbeit eingeordnet. Der Einfluss von General Motors spiegelt sich auch im Finanzierungsverhalten des Unternehmens wider. So wurden in den Jahren 2001 und 2004 Kapitalerhöhungen vorgenommen, die das eingezahlte Kapital im Vergleich zum Jahr 2000 um rund 75 Prozent erhöhten. Im gleichen Zeitraum wurde die Finanzierung des Unternehmens über am Kapitalmarkt platzierte Anleihen deutlich vorangetrieben. Wie im empirischen Teil dieser Arbeit ausgeführt wird, wurde die Finanzierung insbesondere über kurzfristige Kredite, aber auch über langfristige Kredite durch die Ausgabe von Anleihen substituiert. Nach dem Rückzug von General Motors und auch durch die Finanzkrise

schwenkte das Pendel in den letzten Jahren wieder zurück, und die Kreditaufnahme wurde wieder das wichtigste Finanzierungsinstrument. Weiterhin hat das Unternehmen im Untersuchungszeitraum relativ hohe absolute Ausschüttungsquoten, die sich ins Verhältnis gesetzt zu den übrigen Finanzkennzahlen und auch im Vergleich zu den anderen Unternehmen allerdings wieder relativieren. Fuji Heavy Industries hat die höchste durchschnittliche jährliche Dividendenzahlung aller untersuchten Unternehmen (7,7 Yen pro Aktie im Untersuchungszeitraum) und liegt damit weit über dem Durchschnitt von 4,8 Yen pro Aktie. Vergleicht man allerdings die Ausschüttungsquote des Unternehmens mit den Ratios der anderen hier untersuchten Unternehmen, so weist Fuji Heavy Industries die niedrigste Quote aus und liegt mit 19,8 Prozent auch weit unter dem Durchschnitt von 32,7 Prozent. Aber auch hier lässt sich ein eindeutiger Anstieg nach der Beteiligung von General Motors erkennen. So stieg die durchschnittliche Quote von 14,2 Prozent auf über das Doppelte an (28,6 Prozent) und sank in den letzten Jahren wieder auf 13,8 Prozent. Diese Maßnahmen sind auch in den Aktienkursen wiederzuerkennen, denn im Betrachtungszeitraum lässt sich im Aktienkurs eine Underperformance ausmachen. Aktuell handelt es sich bei den Hauptaktionären neben der Toyota Motor Corporation ausschließlich um japanische Banken und Versicherungen. Keinerlei ausländische Industrieunternehmen, Banken oder andere Finanzinstitute wie Hedgefonds oder Versicherungen halten Anteile am Unternehmen.

Wie einleitend bereits erläutert ist Fuji Heavy Industries mit dieser Entwicklung ein sehr interessantes Beispiel für die gesamte Untersuchung in meiner Arbeit. So tendierte das Unternehmen während der Einflussnahme von General Motors zu einem sehr deutlichen US-amerikanischen Finanzierungsverhalten und einer entsprechenden Unternehmensteuerung. Die Corporate-Governance-Strukturen wurden in diesem Zeitraum jedoch weniger stark verändert. Nach dem Ausstieg von General Motors und der teilweisen Übernahme der Anteile von der Toyota Motor Corporation mit einem aktuellen Anteil von rund 16 Prozent änderte sich auch das Finanzierungsverhalten wieder nachhaltig. Heute ist Fuji Heavy Industries als hybrides Unternehmen anzusehen, allerdings mit einigen traditionellen Zügen. Während der Zeit der Beteiligung von General Motors ist das Unternehmen ebenfalls als hybrides Unternehmen einzuordnen. Von den hier untersuchten Unternehmen hat es jedoch die am meisten ausgeprägten westlichen Züge.

ShinMaywa Industries ist laut Umsatz und Mitarbeiterzahlen das kleinste der untersuchten Unternehmen. Im Untersuchungszeitraum machen die Geschäftsberichte bezüglich der Transparenz, der Informationsmenge und des Informationsgehalts den größten Sprung von allen untersuchten Unternehmen. Wurde in den Geschäftsberichten zwischen 2000 und 2006

nur das reine Zahlenwerk des Jahresabschlusses dargestellt, so werden im Geschäftsbericht des Jahres 2007 erstmalig Angaben zu den Corporate-Governance-Strukturen des Unternehmens gemacht und diese in einer Grafik detailliert nachgezeichnet. Diese Angaben fehlen im letzten Untersuchungsjahr wieder. Im Geschäftsbericht 2011 werden ausschließlich die Mitglieder des Vorstands und der *kansayaku* namentlich genannt und die externen Mitglieder gesondert markiert. Nähere Angaben fehlen jedoch. Als einziges Unternehmen neben Ishikawajima-Harima Heavy Industries hat ShinMaywa Industries sogar drei unternehmensexterne Vertreter in das Gremium der *kansayaku* berufen. Darüber hinaus arbeiten noch zwei unternehmensexterne Mitglieder im Vorstand. Hier legt das Unternehmen in seiner Außendarstellung viel Wert auf genügend unabhängige Kontrollmechanismen. Allerdings wird auch bei ShinMaywa Industries im Untersuchungszeitraum ein Mitglied des Vorstands ohne zeitlichen Abstand zu seiner vorherigen Tätigkeit als *kansayaku* benannt. Darüber hinaus findet sich auch ShinMaywa Industries im gesamten Zeitraum keine ausländische Person oder Frau in den Gremien. Bei ShinMaywa Industries dominieren die „traditionellen“ Merkmale über westlich geprägte Strukturen. Hinsichtlich des Finanzierungsverhaltens ist das Unternehmen jedoch seit dem Jahr 2004 ebenfalls als ein „traditionelles“ japanisches Unternehmen einzuordnen. Seit 2004 wurden die Investitionen ausschließlich über die Aufnahme von Krediten und aus dem erwirtschafteten Cashflow finanziert. ShinMaywa Industries hat darüber hinaus von allen untersuchten Unternehmen die höchste Eigenkapitalquote (im Durchschnitt rund 54 Prozent), die seit 2009 sogar die 60-Prozent-Marke überschritten hat. Dennoch beträgt die Ausschüttungsquote durchschnittlich 21,7 Prozent und liegt damit im gleichen Bereich wie die der anderen Unternehmen (Mitsubishi Heavy Industries ist die einzige Ausnahme mit einer höheren Ausschüttungsquote). Im Untersuchungszeitraum wurde von dem Unternehmen keine Kapitalerhöhung vorgenommen. Allerdings gab es einen Paradigmawechsel bei der Unternehmensfinanzierung. Denn im Jahr 2000 betrug der Anteil der Anleihen an der Gesamtverschuldung noch mehr als 87 Prozent und wurde dann mit dem Auslaufen der Anleihen beziehungsweise über den Rückkauf der Anleihen in den Folgejahren vollständig reduziert. Anhand dieser Zusammenstellung kann man eindeutig sagen, dass ShinMaywa Industries von allen Unternehmen dasjenige ist, welches aktuell die ausgeprägtesten traditionellen Züge aufweist. In den Jahren vor 2004 zeigt das Unternehmen wiederum starke hybride Züge, sodass dieses Unternehmen nicht dem „traditionellen“ Sektor zuzuordnen ist, sondern in seiner Gesamtheit als hybrides Unternehmen angesehen werden muss. Für diese Einordnung sprechen auch die Berufung von drei externen Mitgliedern und die überaus

transparente Darstellung der Strukturen und Kontrollfunktionen. Weiteres Untersuchungspotenzial ergibt sich durch die weitere Entwicklung des Unternehmens. Werden sich die „traditionellen“ Merkmale noch weiter verstärken oder werden diese wieder zurückgehen?

Ishikawajima-Harima Heavy Industries weist die interessantesten Strukturen und Entwicklungen im Bereich der Entwicklung seiner Corporate-Governance-Strukturen von allen untersuchten Unternehmen auf. Schaut man sich die Entwicklung der veröffentlichten Geschäftsberichte zwischen 2000 und 2012 an, so ist auch hier eine Zunahme der veröffentlichten Informationen bezüglich des Aufbaus der Corporate-Governance-Strukturen und der Finanzinformationen zu verzeichnen. Dennoch wird bereits im ersten untersuchten Geschäftsbericht 2000 auf den Aufbau der internen Managementstrukturen eingegangen und die Mitglieder des Vorstands und der *kansayaku* werden genannt. Der Fokus des Berichts liegt auch in den folgenden Jahren jedoch eindeutig auf den Produkten, der Entwicklung neuer Produkte und den verschiedenen Segmenten des Unternehmens. Erstmals mit dem Geschäftsbericht 2004 werden jedoch auch die internen Strukturen und der Aufbau der Corporate-Governance-Strukturen sowie der Compliance-Strukturen ausführlich dargestellt. Von den untersuchten Firmen ist Ishikawajima-Harima Heavy Industries nach Mitsubishi Heavy Industries das Unternehmen, welches bereits sehr früh den Aufbau seiner Corporate-Governance-Strukturen veröffentlicht hat. Ishikawajima-Harima Heavy Industries hat genauso wie ShinMaywa Heavy Industries drei externe Personen als *kansayaku* ernannt. Diese externen Mitglieder werden im Geschäftsbericht allerdings nicht gesondert gekennzeichnet, und Informationen können nur indirekt aus dem Bericht abgeleitet werden. Des Weiteren ist im Unternehmen mit dem Management Committee ein weiteres Gremium gegründet worden, das dem Management beratend zur Seite steht. Es wurde also eine weitere informelle Ebene etabliert, die allerdings nicht in den eigentlichen Überwachungsprozess eingebunden ist. Außerdem haben einzelne *kansayaku* teilweise sehr hohe Verweildauern in dem Gremium. So ist Inokuchi Takeo seit 2003 ununterbrochen im Gremium vertreten. Man erkennt hier meiner Meinung nach sehr deutlich, dass sich das Unternehmen zwar um Transparenz bemüht ist, jedoch noch sehr starke traditionelle Strukturen vorhanden sind. Diese Vermutung wird auch durch die Tatsache gestützt, dass während des kompletten Untersuchungszeitraums kein Ausländer und keine Frau in die genannten Gremien berufen wurden. Im Bereich Finanzierung ergibt sich ebenfalls ein ambivalentes Bild aus traditionellen japanischen und europäischen beziehungsweise US-amerikanischen Elementen. So hat das Unternehmen die zweitniedrigste durchschnittliche Ausschüttungsquote und die niedrigste durchschnittliche

absolute Dividendenzahlung von allen untersuchten Unternehmen im Untersuchungszeitraum. Außerdem finanzierte es sich zum größten Teil über die Aufnahme langfristiger Kredite. Zu den größten Anteilseignern von Ishikawajima-Harima Heavy Industries gehören ausschließlich japanische Banken, Fonds und Versicherungen. Auf der anderen Seite hat die Aktie den zweithöchsten Streubesitz von allen untersuchten Firmen und im Jahr 2006 nahm das Unternehmen eine Kapitalerhöhung vor, welche das eingezahlte Kapital um fast 30 Prozent erhöhte. Daneben ist der Finanzierungsanteil über Anleihen beziehungsweise Schuldscheindarlehen mit durchschnittlich 27 Prozent der zweithöchste von allen untersuchten Unternehmen. Der Anteil stieg bis Mitte der 2000er-Jahre auf knapp 40 Prozent an und fiel dann mit dem Eintreten der Finanzkrise sehr schnell auf 16 Prozent ab, um dann wieder auf aktuell 20 Prozent anzusteigen.

Anhand der Analyse der in der Arbeit dargestellten Forschungsergebnisse lässt sich eindeutig sagen, dass die von mir untersuchten Unternehmen der japanischen Flugzeugbauindustrie nicht mehr als traditionelle Unternehmen eingeordnet werden können. Die Arbeit zeigt deutlich, dass die untersuchten Unternehmen im Bereich der Finanzierung nicht mehr allein auf die „traditionellen“ Instrumente, wie zum Beispiel die Finanzierung über langfristige Kredite und hier im Speziellen über die Mittelaufnahme über eine spezielle Hausbank, sondern vermehrt auf die Möglichkeiten und Instrumente des Kapitalmarkts, wie zum Beispiel die Emission von Anleihen oder Kapitalerhöhungen, zugreifen. Allerdings erkennt man insbesondere bei der Shareholderstruktur sehr deutlich, dass dort immer noch japanische Kapitalgeber vorherrschen und internationale Banken und andere Kapitalgeber nur in geringem Maße Einfluss nehmen. Hier muss man jedoch einschränkend hinzufügen, dass durch die Finanzkrise ein deutlicher Schnitt im Bereich der Unternehmensfinanzierung, aber auch im Bereich der Corporate-Governance-Strukturen passierte. Vor der Finanzkrise waren bei den größten Anteilseignern einzelner Unternehmen durchaus westliche und vor allem US-amerikanische Investmentbanken und ähnliche Institute zu finden, die ihre Anteile jedoch während beziehungsweise nach dem Höhepunkt der Finanzkrise wieder veräußerten. Diesen oben geschilderten Wandel und die Hinwendung zu kapitalmarktorientierten und transparenten Informationen erkennt man auch deutlich in den von mir untersuchten veröffentlichten Geschäftsberichten. So lässt sich allein in der untersuchten Periode ein reiner Anstieg in der Seitenzahl der Berichte beobachten. Ebenso versuchen die Unternehmen, neben dem reinen Zahlenwerk die Entscheidungsprozesse und Kontrollmechanismen im Detail vorzustellen und somit für mehr Transparenz auch für nicht-japanische Investoren und Analysten zu sorgen.

Im Bereich der Corporate-Governance-Strukturen lassen sich ebenfalls Schritte weg von den traditionellen Modellen und hin zu europäischen/US-amerikanischen Modellen ausmachen. Allerdings herrscht hier ein eigenes japanisches Mischmodell vor, auf welches die westlichen Modelle nicht eins zu eins übertragen werden können. Aus diesem Grund sind bei den Corporate-Governance-Strukturen noch die meisten traditionellen Elemente vorzufinden. In den veröffentlichten Geschäftsberichten wird jedoch versucht, die Modelle und Strukturen transparent darzustellen. Nichtsdestotrotz herrschen hier weiterhin traditionelle, informelle Elemente vor. Allerdings konnte in der Untersuchung festgestellt werden, dass diese Elemente in den verschiedenen Unternehmen unterschiedlich ausgeprägt sind. Hierbei herrscht eine große Divergenz zwischen den einzelnen Unternehmen und eine Verallgemeinerung ist an dieser Stelle nicht zulässig.

Zusammenfassend kann man also sagen, dass die untersuchten Unternehmen alle als hybride Unternehmen eingeordnet werden können und sich hierbei traditionelle mit westlichen Elementen mischen. Bei der Finanzierung wird hierbei vermehrt auf westliche Instrumente zurückgegriffen, bei der Corporate Governance vermehrt auf traditionelle japanische Elemente. Ein Unternehmen, welches bei der Finanzierung und den Corporate-Governance-Strukturen ausschließlich auf traditionelle japanische Elemente zurückgreift, ist genauso wenig zu finden wie ein Unternehmen, das ausschließlich westliche Instrumente und Strukturen bei seiner Unternehmensführung aufweist.

7 Anhang

7.1 Japanische Institutionen, Personen und Ortsnamen

Aisin Seiki Co. Ltd	Aishin Seiki kabushiki kaisha	アイシン精機株式会社
All Nippon Airways	Zen Nippon kûyu kabushiki gaisha	全日本空輸株式会社
Arima Toshio	Arima Toshio	有馬俊夫
Börse von Tôkyô	Tôkyô shôken torihikijo	東京証券取引所
Business Accounting Council	Kigyô kaikei shingi kai	企業会計審議会
Daiichi-Kangyô Bank	Kabushiki gaisha Dai-ichi Kangyô Ginkô	株式会社第一勧業銀行
Doi Kenzô	Doi Kenzô	土井健三
Fuji Electric Co., Ltd	Fuji denki	富士電機
Fuji Heavy Industries	Fuji jûkôgyô	富士重工業株式会社
Fuji Xerox Co. Ltd	Fuji zerrokusu kabushiki gaisha	富士ゼロックス株式会社
Fukuoka	Fukuoka	福岡
Hamaguchi Tomokazu	Hamaguchi Tomokazu	浜口智和
Hasegawa Satoshi	Hasegawa Satoshi	長谷川敏
Hashimoto Ichirô	Hashimoto Ichirô	橋本一郎
Hashimoto Ryûtarô	Hashimoto Ryûtarô	橋本 龍太郎
Hayashi Kyôzô	Hayashi Kyôzô	林郷造
Hazama	Hazama	ハザマ
Hiramatsu Kazuo	Hiramatsu Kazuo	平松和夫
Hitachi, Ltd	Hitachi seisakusjo	日立制作所
Inokuchi Takeo	Inokuchi Takeo	井口赳夫
Ishii Masaharu	Ishii Masaharu	石井匡治
Ishikawajima-Harima Heavy Industries	Ishikawajima Harima jûkôgyô	石川島播磨重工業株式会社
Japan Airlines	Kabushiki gaisha Nihon	株式会社日本航空

	Kôkû	
Japan Trustee Service Bank Nippon	Nippon Torasuti Sâbisu Shintaku Ginkô kabushiki gaisha	日本トラスティサービス信託 銀行株式会社
Japanese Federation of Labor	Nihon rodo sôdômei	日本労働總同
JFE Steel Corporation	JFE sutchiiru kabushiki gaisha	JFE スチール株式会
Kawanishi Seibei	Kawanishi Seibei	中島 知久平
Kawasaki Shôzô	Kawasaki Shôzô	川崎 正蔵
Kawasaki Heavy Industries	Kawasaki jûkôgyô	川崎重工業株式会社
Keihan Electric Railway Co. Ltd	Keihan Denki Tetsudô kabushiki gaisha	京阪電気鉄道株式会社
Keiô-Universität	Keiô gijuku Daigaku	慶応義塾大学
Keisei Electric Railway	Keisei densha	京成電車
Kirin Holding Company	Kirin Bîru kabushiki gaisha	麒麟麦酒株式会社
Kishi Satoru	Kishi Satoru	佐藤謙一
Kojima Yorihiro	Kojima Yorihiro	小島 順彦
Kuroyanagi Nobuo	Kuroyanagi Nobuo	畔柳 信雄
Kwansei-Gakuin-Universität	Kansei gakuin daigaku	関西学院大学
Masamoto Tazaki	Masamoto Tazaki	正 本田崎
Meiji	Meiji	明治
Meiji-Universität	Meiji daigaku	明治大学
Meiji Yasuda Life Insurance Company	Meiji Yasuda Seimei Hoken Sôgo kaisha	明治安田生命保険相互会社
Ministerium für Wirtschaft, Handel und Industrie	Keizai sangyô shô	経済産業省
Mitsubishi Heavy Industries, Ltd	Mitsubishi jûkôgyô	三菱重工業
Mitsubishi Aircraft Corporation	Mitsubishi Kôkuki kabushiki gaisha	三菱航空機株式会社

Mitsubishi Bank	Mitsubishi ginkô	三菱銀行
Mitsubishi Electric Corp	Mitsubishi denki	三菱電機
Mitsui zaibatsu	Mitsui zaibatsu	三井財閥
Mori Ikuo	Mori Ikuo	森郁夫
Nagoya	Nagoya	名古屋
Nakamura Fusayoshi	Nakamura Fusayoshi	中村房吉
Nakano Toyoshi	Nakano Toyoshi	中野豊士
National Space Development Agency of Japan	Uchû Kaihatsu Jigyôdan	宇宙開発事業団
Nihon Aircraft Manufacturing Corporation	Nihon Kôkûki seizô	日本航空機製造
Nikkei	Nikkei	日経
Nippon Telegraph & Telephone Corp	Nippon Denshin Denwa kabushiki gaisha	日本電信電話株式会社
Nissan Motor Company	Nissan Jidôsha kabushiki kaisha	日産自動車株式会社
Nobushige Imai	Nobushige Imai	信繁今井
Nomura Kichisaburo	Nomura Kichisaburo	野村 吉三郎
Nomura Trust and Banking Co., Ltd.	Nomura Shintaku Ginkô kabushiki gaisha	野村信託銀行株式会社
Ôhashi Tadaharu	Ôhashi Tadaharu	大橋忠春
Okamura Tadashi	Okamura Tadashi	岡村正
Omiya Hideaki	Omiya Hideaki	大宮 秀昭
Ônishi Yoshihiro	Ônishi Yoshihiro	大西嘉浩
Ôsaka	Ôsaka	大阪
Panasonic Corporation	Panasonikku kabushiki gaisha	パナソニック株式会社
Sapporo	Sapporo	札幌
Sasaki Mikio	Sasaki Mikio	佐々木 幹夫
Segawa Masashi	Segawa Masashi	瀬川政
ShinMaywa Industries	ShinMaywa jûkôgyô	新明和工業株式会社

Sompo Japan Insurance Inc.	Kabushiki-Kaisha Songai Hoken Japan	株式会社損害保険ジャパン
Sumitomo Electric Industries, Ltd.	Sumitomo Denki Kôgyô kabushiki gaisha	住友電気工業株式会社
Sumitomo zaibatsu	Sumitomo zaibatsu	住友財閥
Suzuki Motor Company	Suzuki kabushiki kaisha	スズキ株式会社
Tadokoro Shûichi	Tadokoro Shûichi	田所修一
Teramoto Tomoya	Teramoto Tomoya	寺本知弥
The Society of Japanese Aerospace Companies	Nihon Kôkûki Uchû kôgyô kai	日本航空宇宙工業会
Tokio Marine & Nichido Life Insurance Company	Tôkyô Kaijô Nichidô Kasai Hoken kabushiki kaisha	東京海上日動火災保険株式会 社
Tôkyô	Tôkyô	東京
Toshiba Corporation	Kabushiki gaisha Tôshiba	株式会社東芝
Toyota Motor Corporation	Toyota Jidôsha kabushiki gaisha	トヨタ自動車株式会社
Tsukuda Kazuo	Tsukuda Kazuo	佃 和夫
Uehara Haruya	Uehara Haruya	上原治也
Verband der japanischen Luftfahrtindustrie	Nihon kôkû uchû kôgyô-kai	日本航空宇宙工業会
Wirtschaftsrat	Keizai Dôyûkai	経済同友会
Yamamoto Nobutane	Yamamoto Nobutane	山本信種

7.2 Japanische Begriffe

beikokusei haiburiddo	米国型ハイブリッド	Hybride Unternehmen mit vermehrt US-amerikanischen Strukturen
daihyô torishimariyaku	大冢取締役	Geschäftsführende Direktoren
Edô jidai	江戸	Edô-Periode
fuku shachô	副社長	Vizepräsident
ginkô hô	銀行法	Gesetz zur Bankenregulierung
honsha	本社	Holding-Gesellschaft
houshuu iin-kai	報酬委員会	Vergütungsausschuss
jômukai	常務会	Geschäftsführender Ausschuss
kabushiki gaisha	株式会社	Aktiengesellschaften
kaisha keiri tôsei rei	会社経理統制令	Erlass zur Regulierung der Unternehmensführung
kanren gaisha	関連会社	Assoziiertes Unternehmen
kansa iin-kai	監査委員会	Prüfungsausschuss
kansayaku	監査役	Intern benannter Rechnungsprüfer
keirestu	系列	Unternehmensverbund
keizai shintaisei kakuritsu yôkô	経済新体制確立要綱	Konzept zur Etablierung eines neuen Wirtschaftssystems
kigyô saiken seibihô	企業再建整備法	Gesetz zum Wiederaufbau der Unternehmen
kigyô shûdan	企業集団	Unternehmensgruppe
Meiji Ishin	明治維新	Meiji-Reformen
Nihonsei haiburiddo	日本型ハイブリッド	Hybride Unternehmen mit vermehrt japanischen Strukturen
nenkô jorestu	年功序列	Senioritätsprinzip
ryôgaeya	両替屋	Geldwechsler
sanmu torishimariyaku	三無取締役	Manager

shachô	社長	Präsidenten
shachô-kai	社長会	Präsidentenversammlung
shimei iin-kai	指名委員会	Ernennungsausschuss
shôhō	商法	Handelsgesetz
shōken torihiki hō	証券取引法	Wertpapiergesetz
shūshin koyō	終身雇用	Lebenslange Beschäftigung
Tokugawa jidai	徳川家時代	Tokugawa-Periode
torishimariyaku	取締役	Direktor
torishimariyaku kai	取締役会	Verwaltungsrat
yūgen gaisha	有限会社	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
zaibatsu	財閥	Konzern in Familienbesitz

8 Literaturverzeichnis

ABEGGLEN, James C.; George STALK Jr. (1985): The Japanese corporation. In: *Journal of Economic Behavior & Organization* 8, 1, S. 156–158.

ABE, Masahiro; Takeo HOSHI (2007): Corporate Finance and Human Resource Management in Japan. In: AOKI, Masahiko; Gregory JACKSON; Hideaki MIYAJIMA (2007): *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*. New York: Oxford University Press, S. 257–281.

AEROSPACE AND DEFENSE INDUSTRIES ASSOCIATION OF EUROPE (2011): *Facts and Figures 2010 for the Aerospace and Defence Industry in Europa*. Brüssel.

AHMADJIAN, Christina (2007): Foreign Investors and Corporate Governance in Japan. In: AOKI, Masahiko; Gregory JACKSON; Hideaki MIYAJIMA (2007): *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*. New York: Oxford University Press, S. 125–150.

AOKI, Masahiko (1976): *Optimal Control and System Theory in Dynamic Economic Analysis*. Bd.1. Holland: Elsevier Science & Technology Books.

AOKI, Masahiko (1989): *Nihon kigyô no kumishiki to jôhô* [Informationen und das System der japanischen Wirtschaft]. Tôkyô: Toyo Keiza Shinposha.

AOKI, Masahiko (1995): *Keizai shisutemu no shinka to tagensei* [Die Entwicklung und die Vielfalt des Wirtschaftsystems]. Tôkyô: Toyo Keiza Shinposha.

AOKI, Masahiko (1996): The Japanese Firm as a System of Attributes. In: AOKI, Masahiko; Robert DORE (Hg.): *The Japanese Firm: Sources of Competitive Strength*. Oxford: Oxford University Press, S. 11–24.

AOKI, Masahiko (1997): Unintended Fit: Organizational Evolution and Government Design of Institutions in Japan. In: AOKI, Masahiko; Hyung-Ki KIM; Masahiro OKUNO-FUJIWARA (Hg.): *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*. Oxford: Clarendon Press, S. 233–253.

AOKI, Masahiko; Gregory JACKSON; Hideaki MIYAJIMA (2007): *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*. New York: Oxford University Press.

ARIKAWA, Yasuhiro; Hideaki MIYAJIMA (2007): Relationship Banking in Post Bubble Japan: Coexistence of Soft and Hard Budget Constraints. In: AOKI, Masahiko; Gregory JACKSON; Hideaki MIYAJIMA: *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*. New York: Oxford University Press, S. 51–78.

ASAKURA, Kokichi (1988): *Nihon kinyûshi* [Die Geschichte des japanischen Finanzwesens]. Tôkyô: Nihon Keizai Hyoronsha.

BISSON, Thomas Arthur (1954): *Zaibatsu dissolution in Japan*. Berkley: University of California Press.

BREALEY, Richard; Stewart MYERS (2003): *Principles of Corporate Finance*. Berkshire: Mcgraw Hill Book Co.

DEMES, Helmut (1991): Determinanten des Entgelts in Japan. In: DEUTSCHE INDUSTRIE- UND HANDELSKAMMER IN JAPAN (Hg.): *Personalwesen in Japan*. Tôkyô, S. 71–91.

DEMES, Helmut (1998): Arbeitsmarkt und Beschäftigung. In: Deutsches Institut für Japanstudien (Hg.): *Die Japanische Wirtschaft. Strukturen zwischen Kontinuität und Wandel*. Berlin: Springer Verlag, S. 135–164.

DIRKS, Daniel; Silke-Susan OTTO (1998): Das japanische Unternehmen. In: Deutsches Institut für Japanstudien (Hg.): *Die Japanische Wirtschaft. Strukturen zwischen Kontinuität und Wandel*. Berlin: Springer Verlag, S. 211–244.

DORE, Robert (1994): Equity-Efficiency Trade-offs: Japanese Perception and choices. In: AOKI, Masahiro; Robert DORE (Hg.): *The Japanese Firm: The Sources Competitive Strength*. Oxford: Oxford University Press, S. 379–392.

DORE, Robert (2000): *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany versus Anglo-Saxons*. Oxford: Oxford University Press.

ERICSON, Steven J. (1989): Railroad in Crisis: The Financing and Management of Japanese Railway Companies During the Panic of 1890. In: WRAY, William D. (Hg.): *Managing Industrial Enterprise Cases from Japan's Prewar Experience*. Cambridge, MA: Harvard University Press, S. 121–182.

EVARD, Christian (1999): *Rechnungslegung in Japan*. Berlin: dissertation.de.

FRUIN, Mark W. (1992): *The Japanese Enterprise System: Competitive Strategies and Cooperative Strategies*. Oxford: Clarendon Press.

FUKAO, Mitsuhiro; Hiroshi YOSHIKAWA (2000): *Zero kinri to nihon no keizai* [Der Nullzins und die japanische Wirtschaft]. Tôkyô: Nihon keizai shinbunsha.

GORDON, Robert J. (1988): Productivity, Wages, and Prices Inside and Outside of Manufacturing in the U.S., Japan, and Europe. In: *European Economic Review* 31, 3, S. 685–733.

GORDON, Bill (1997): *Japanese Aerospace Industry*. <http://www.bill-gordon.net/papers/aerosp.htm> (23.06.2012).

HANDELSBLATT (Hg.) (2010): *Wirtschaftslexikon*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

HAMADA, Kôichi; Akiyoshi HORIUCHI (1987): The political economy of the financial market. In: YAMAMURA, Kôzô; Yasukuchi YASUBA (Hg.): *The political economy of Japan. Vol. I*. Stanford: Stanford University Press.

HARADA, Yutaka; Yutaka KÔSEI (1987): *Nihon keizai hatten no biggu-geemu: rento-shiikingu katsudô wo koete* [Das Spiel der Wirtschaftsentwicklung in Japan: Rent-seeking Perspektive]. Tôkyô: Tôyô keizai shinpôsha.

HAZAMA, Hiroshi (1964): *Nihon romu kanrishi kenkyu* [Die Geschichte des Arbeitsmanagements in Japan]. Tôkyô: Daiyamondo-sha.

HEMMERT, Martin (1998): Struktur und Organisation der Industrie. In: Deutsches Institut für Japanstudien (Hg.): *Die Japanische Wirtschaft. Strukturen zwischen Kontinuität und Wandel*. Berlin: Springer Verlag, S. 165–181.

HIRATA, Mitsuhiro (1996): Die japanische torishimariyaku-kai. Eine rechtliche und betriebswirtschaftliche Analyse. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 3, S. 1–27.

HIRATA, Mitsuhiro (1998): *Waga kuni kabushiki gaisha no shihai* [Die Aufsicht über die Aktiengesellschaften in unserem Land]. Tôkyô: Chikura Shobo.

HIROTA, Shinichi (2001): Mainbanku no kankei no genjô to shôrai [Die aktuellen und zukünftigen wechselseitigen Verbindungen der Hauptbanken]. In: *Waseda University Working Papers*, 391, S. 69–103.

HORIUCHI, Akiyoshi (1980): *The economic return to tertiary education and educational subsidies: an empirical study on Japan*. Tôkyô: University Press.

HORIUCHI, Akiyoshi (1984): *Nihon no kinyû seisaku: kinyû mekanizumu no jisshô bunseki* [Die japanische Finanzpolitik: Eine Analyse des Finanzmechanismus]. Tôkyô: Tôyô keizai shinpôsha.

HORIUCHI, Akiyoshi (1987): *Relationship-banking in Japan: a hypothesis and interpretations*. Tôkyô: University Press.

HORIUCHI, Akiyoshi (1988): *What role has the “main bank” played in Japan?* Tôkyô: University Press.

HOSHI, Takeo (1995): Sengo nihon no kinyû kikan to kigyô no saiken seibi [Der Wiederaufbau und die Reorganisation der japanischen Unternehmen und Finanzinstituten nach dem 2. Weltkrieg]. In: *Keizai Kenkyu* 46, S. 31–42.

HOSHI, Takeo (2002): Nihon gata Corporate Governance [Die japanische Corporate Governance]. In: *Keizai Kenkyu* 53, S. 289–304.

HOSHI, Takeo (2006): *Nihon kinyu System shinka-ron* [Die Entwicklung des japanischen Finanzsystems]. Tôkyô: Nihon Keizai Shimbun.

HOSHI, Takeo (2009): Seido henkaku no keiki toshitenô kinyû kiki [Die Finanzkrise als Auslöser für einen institutionellen Wandel]. In: *The Keizai Seminar* 647, S. 59–64.

IMAI, Kenichi (1992): *Shihon shugi no shisutemu-kan kyôshô* [Der Wettbewerb zwischen den verschiedenen kapitalistischen Systemen]. Tôkyô: Chikuma Shobô.

ISHIDA, Haruhiro (1998): Wagakuni no kigyô kaikei seido to kansayaku kansa [Das japanische System des betrieblichen Rechnungswesens und die Überwachung durch die Wirtschaftsprüfer]. In: *Kansayaku kyôkai*, 401, S. 14–20.

ITÔ, Takatoshi; Takeo Hoshi (1992): Kigyô grûpu kessokudo no bunseki [Die Analyse des Unternehmenszusammenhalts auf Gruppenebene]. In: HORIUCHI, Akiyoshi; Yoshino NAOYUKI (Hg.): *Gendai Nihon no kinyû bunseki* [Finanzielle Analyse des gegenwärtigen Japans]. Tôkyô: University of Tokyo Press, S. 73–96.

IWATA, Kazumasa (1986): *Financial liberalisation and its impact on the Japanese economy*. Canberra: Research Committee, Australia-Japan Research Institute.

IWATA, Kazumasa (1992): *Gendai kinyûron* [Die moderne Geldwirtschaft]. Tôkyô: Nihon Hyôronsha.

IWATA, Kazumasa (1992): *Lessons from macroeconomic stabilization policy and price liberalization in postwar Japan (1945–1950)*. Tôkyô: Tôkyô Daigaku.

JACKSON, Gregory (2001): The Origins on Nonliberal Corporate Governance in Germany and Japan. In: STREECK, Wolfgang; Kozo YAMAMURA (Hg.): *The Origins of Nonliberal Capitalism: Germany and Japan*. Ithaca: Cornell University Press, S. 121–170.

JACKSON, Gregory (2002): *Organizing the Firm: Corporate Governance in Japan and Germany 1870-2000*. Columbia: University Press.

JACKSON, Gregory; Hideaki MIYAJIMA (2007): The Diversity and Change of Corporate Governance in Japan. In: AOKI, Masahiko; Gregory JACKSON; Hideaki MIYAJIMA: *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*. New York: Oxford University Press, S. 1–49.

JOHNSON, Chalmers et al. (Hg.) (1989): *Politics and productivity: the real story of why Japan works*. Cambridge: Ballinger.

JOHNSON, Chalmers (1995): *Japan: who governs? The rise of the developmental State*. New York: Norton.

KANDA, Hideki (1997): Trends in Japanese Corporate Governance. In: HOPT, Klaus J. (Hg.): *Comparative Corporate Governance*. Berlin und New York: Walter de Gruyter.

KANEBO, Akira (1999): Kaikei kakumei wa nihon kigyô o kokusaibutan de katsuyaku dekiru [Die Reformen des Rechnungswesens erlauben es den japanischen Unternehmen auf der internationalen Bühne erfolgreich zu sein]. In: *Ekonomisuto*, 99.11.1, S. 22–26.

KAPLAN, Steven N. (1997): Corporate Governance and Corporate Performance: A comparison of Germany, Japan and the U.S. In: HOPT, Klaus J. (Hg.): *Comparative Corporate Governance*. Berlin und New York: Walter de Gruyter.

KLIESOW, Olaf; Ursula EISELE, Moritz BÄLZ (2002): *Das japanische Handelsgesetz*. Köln: Carl Heymanns Verlag KG.

KOO, Richard (2003): *The Balance Sheet Recession*. Singapore: John Wiley.

KOMIYA, Ryûtarô (1966): *Postwar Economic Growth in Japan*. Berkely: University of California Press.

KOMIYA, Ryûtarô (1970): *Shihon jiyûka no keizaigaku* [Die Liberalisierung der Wirtschaftswissenschaften]. Tôkyô: Nihon Keizai Shinbun Sha.

KOMIYA, Ryûtarô und Akihiro AMANO (1972): *Kokusai keizaigaku* [Internationale Wirtschaftswissenschaften]. Tôkyô: Iwanami Shoten.

KÔSAI, Yutaka (1984): *The contemporary Japanese economy – Studies in the modern Japanese economy*. London: Macmillan Press.

KUMON, Shumpei (Hg.) (1992): *The political economy of Japan/3, Cultural and social dynamic*. Stanford: Stanford University Press.

KUROSAWA, Kiyoshi (1990): *Nihon kaikei seido hatten shi* [Die Entwicklungsgeschichte des japanischen Systems des Rechnungswesens]. Tôkyô: Zaikeishôhsha.

MATSUMOTO, Kôji (1991): *Kigyô shugi no kôryû* [Netzwerke im japanischen Korporatismus]. Tôkyô: Shinhyoron.

MCGUIRE, Steven (2006): The United States, Japan and the Aerospace Industry: technological change in the shaping of political relationship. In: *University of Bath School of Management Working Paper Series*, 2006, 5.

MIYAJIMA, Hideaki; Kenji HARAMURA und Yoshinari ENAMI (2003): Ownership Structure of Postwar Japanese Firms: The Emergence and Dissolution of Stabilized Shareholder. In: Ministry of Finance (Hg): *Policy Research Institute Financial Review*, 68. https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_review/fr68e.htm (08.06.2013).

MIYAJIMA, Hideaki (2006): *Gendai Nihon keizai* [Die moderne japanische Wirtschaft]. Tôkyô: Yuhikaku Publishing.

MIYAJIMA, Hideaki; Fumiaki KURODA (2007): The Unwinding of Cross Shareholding in Japan: Causes, Effects and Implications. In: AOKI, Masahiko; Gregory JACKSON; Hideaki MIYAJIMA: *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*. New York: Oxford University Press, S. 79–124.

MIYAMOTO, Matao (1984): The Position and Role of Family Business in the Development of the Japanese Company System. In: OKOCHI, Akio; YASUOKA, Shigeaki (Hg.): *Family Business in the Era of Industrial Growth: Its Ownership and Management: Proceedings of the Fuji Conference*. Tôkyô: University of Tôkyô Press, S. 39–91.

MIYAZAKI, Yoshikazu (1972): *Kasen: Gendai no keizai kikô* [Oligopole: Das moderne Wirtschaftskonzept]. Tôkyô: Iwanami Shinsho.

MIYAZAKI, Yoshikazu (1980): Excessive concentration and the formatation of keirestu. In: SATO, Kazuo (Hg.) (1980): *INDUSTRY AND BUSINESS IN JAPAN*. New York: M.E. Sharpe and Croom Helm.

MORIGUCHI, Chiaki (2000): The Evolution of Employment Systems in the U.S. and Japan, 1900-1960. In: *Journal of Economic History* 60, S. 515–519.

MORIKAWA, Hidemasa (1992): *Zaibatsu: The Rise and Fall of Family Enterprise Group in Japan*. Tôkyô: University of Tôkyô Press.

MORIKAWA, Hidemasa; Seiichiro YONEKURA (1996): *Sengo nihonkeizai to keizaidôyûkai keieishakigyô no jidai* [Das Finanzsystem in Japan nach dem Krieg]. Tôkyô: Iwanami Shoten.

MORRIS-SUZUKI, Tessa (1989): *A History of Japanese Economic Thought*. London: Routledge: Japanese Studies series.

MURASE, Hideaki (2009): Kiyô tôji no makuro keizaigaku – tôshika kara mitta unshinarata jû nen [Die Makroökonomie einer schwachen Corporate Governance – eine alternative Erklärung für das verlorene Jahrzehnt aus der Perspektive der Investoren]. In: *Economic Review*, 60, 3, S. 228–240.

NAKAMURA, Takafusa (1994): *Lectures on Modern Japanese History 1926–1994*. Tôkyô: LTCB International Library Foundation.

NAKAMURA, Takafusa (1995): *The postwar Japanese economy: Its Development and Structure 1937–1994*. Tôkyô: University of Tôkyô Press.

NAKAMOTO, Daisuku (2009): Korporeto gabanansu no seido to keiei [Das Corporate-Governance-System und seine Handhabung]. In: *Keiron* 60, 6, 4, S. 57–80.

New York Times (10.04.2013): Japan reemerges in the aerospace arena with a new jet.
<http://www.nytimes.com/2013/04/10/business/global/japan-re-emerges-in-the-aerospace-arena-with-a-new-jet.html?pagewanted=all> (15.04.2013).

NOGUCHI, Yukio (1977): Dissecting the Finance Ministry – Bank of Japan Dynasty. In: *Japan Echo*, 2, S. 4–25.

NORO, Eitarô (1983): *Nihon shishonshugi hattatsu shi* [Die Entstehungsgeschichte des kapitalistischen Systems in Japan]. Tôkyô: Iwanami Bunko.

NIHON KÔKÛ UCHÛ KÔGYÔ-KAI (1985): *Nihon no kôkû uchû kôgyo sengo no ayumi* [Die Geschichte der japanischen Luft- und Raumfahrtindustrie nach dem 2. Weltkrieg]. Tôkyô: Nihon Kôkû Uchû Kôgyô-kai.

NISHIYAMA, Tadanori (1981): *Nihon wa shihon shugi de wa nai* [In Japan gibt es keinen Kapitalismus]. Tôkyô: Mikasa Shobô.

ODAGIRI, Hiroyuki (1992): *Nihon no kigyô senryaku to soshiki – seichô to kyôsô* [Die japanische Unternehmensstrategie und Unternehmensorganisation: Wachstum und Wettbewerb]. Tôkyô: Tôyô keizai shinpôsha.

OKAZAKI, Tetsuji; Takeo HOSHI; Masahiro OKUNO- FUJIWARA (1999): *The Japanese Economic System and its Historical Origins*. New York: Oxford University Press.

OKAZAKI, Tetsuji (1999): *Mochikabu kaisha no keizaishi: Zaibatsu to kigyo toshi* [Die ökonomische Geschichte der Holdinggesellschaft: Zaibatsu und Corporate Governance]. Tôkyô: Chikuma Shobo.

OKAZAKI, Tetsuji (2001): Role of Holding Companies in Prewar Japanese Economic Development: Rethinking Zaibatsu in Perspectives of Corporate Governance. In: *Social Science Japan Journal* 4, 2, S. 242–268.

OKAZAKI, Tetsuji; Takeo HOSHI, Yasushi HAMAO (2005): Senzen nihon ni okeru shihon shijô no seisei to hatten [Die Ursprünge und die Entwicklung des Vorkriegsaktienmarktes]. In: *Keizai Kenkyu*, 56, S. 15–29.

OKADA, Eri (1997): *Nihon no kaikei to kaikei kankyô* [Das japanische Rechnungswesen und dessen Rahmenbedingungen]. Tôkyô: Dôbunkan Shuppan.

OKUNO-FUJIWARA, Masahiro (1997) (Hg.): *Nippon no sangyô seisaku* [Die japanische Industriepolitik]. Tôkyô: University of Tôkyô Press.

OMURA, Keiichi; Megumi SUTO und Makoto MASUKO (2001): Role of Institutional Investors in Japanese Corporate Governance – A Questionnaire Research of the Changing Attitudes of Institutional Investors. In: Ministry of Finance (Hg): *Policy Research Institute Financial Review*, 60.

https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_review/fr60e.htm (18.09.2013).

ÔNO, Yoshihiko (1963): *Sengo nihon shihonshugi ronsô* [Debatte über den Kapitalismus in Japan nach dem 2. Weltkrieg]. Tôkyô: Aoki Shoten.

OSANO, Hiroshi und Mami KOBAYASHI (2003): Corporate Governance and Industrial Relations . In: Ministry of Finance (Hg): *Policy Research Institute Financial Review*, 68.
https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_review/fr68e.htm (18.09.2013).

ÔSHIMA, Kiyoshi und Masatoshi ENOMOTO (1968): *Sengo nihon no keizai katei* [Hypothesen zur japanischen Nachkriegswirtschaft]. Tôkyô: Tôkyô Daigaku Shuppankai.

OTT, David (1961): The financial development of Japan. In: *Journal of Political Economy* 69, 2, S. 122–141.

ÔUCHI, Hyôe (1970): Sengo kaikaku e no futatsu no apurôchi [Die zwei Betrachtungsweisen der Nachkriegsplanung]. In: *Shakai Kagaku Kenkyû*, 21, S. 177–189.

PEKKANEN, Saadia (2003): *Picking Winners? From Technology Catch-up to the Space Race in Japan*. Stanford: Stanford University Press.

PEMPEL, T.J. (1998): *Regime shift: Comparative dynamics of the Japanese political economy*. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press.

POLICY RESEARCH INSTITUTE (2003): *Waga kuni kigyô no kôporêto gabanansu ni kansuru ankêto chôsa* [Umfrage zur Corporate Governance in japanischen Unternehmen]. Tôkyô: Zaimu Sôgô Seisaku Kenkyûjo.

POLICY RESEARCH INSTITUTE (2003): *Shinten suru kôporêto gabanansu kaikaku to nihon kigyô no saisei* [Die Fortschritte der Corporate Governance Reformen in Japan und die Revitalisierung der japanischen Unternehmen]. Tôkyô: Zaimu Sôgô Seisaku Kenkyûjo.

POLICY RESEARCH INSTITUTE (2006): *Jittaikeizai no henka to hôseika no taiô ni kansuru no kenkyûkai* [Aktuelle Lage der Wirtschaft und der Vereinheitlichung des Gesetzgebungssystems]. Tôkyo: Zaimu Sôgô Seisaku Kenkyûjo.

POLICY RESEARCH INSTITUTE (2010): *Kokuzaiteki na shihon no nagare to nihon keizai – zaisei tonô kakawari* [Der Fluss des internationalen Kapitals und der gegenseitige Einfluss der japanischen Wirtschaft und Finanzen]. Tôkyô: Zaimu Sôgô Seisaku Kenkyûjo.

RIETI (2013): *Transforming Japan's Aerospace and Defense Industry for the 21st Century*. http://www.rieti.go.jp/en/special/p_a_w/026.html (19.07.2013).

RÔDÔSHÔ (1972) (Hg.): *OECD tai nichî rôdô hôkokushô* [OECD-Bericht über den japanischen Arbeitsmarkt]. Tôkyô: Nihon Rôdô Kyôkai.

SAEKI, Naomi und Kazui SHIBAGAKI (1972): *Nihon keizai kenkyû nyûmon* [Das neue Modell der japanischen Wirtschaftsforschung]. Tôkyô: Tôkyô Daigaku Shuppankai.

SANDHOLTZ, Wayne und William LOVE (2001): Dogfight over Asia: Airbus vs. Boeing. In: *Business and Politics* 3, 2, S. 135–156.

SCHAEDE, Ulrike (1994): *The old boy-network and government business relationships in Japan: A case study of consultative capitalism*. Vancouver: Association of Japanese Business Studies.

SCHAEDE, Ulrike und William GRIMES (Hg.) (2003): *Japan's managed globalization: Adapting to the twenty-first century*. London: M. E. Sharpe.

SHINOHARA, Miyohei (1961): *Nihon Keizai no seichô to junkan* [Das Wachstum und die Wirtschaftszyklen der japanischen Wirtschaft]. Tôkyô: Sôbun Sha.

SHINOHARA, Miyohei (1964): *Keizai seichô to kôzô* [Das Wirtschaftswachstum und die Wirtschaftsstrukturen]. Tôkyô: Sôbun Sha.

SHIRAI, Sayuri (2009): Evaluating the Present State of Japan as an International Financial Center. In: *MPRA Paper*, 14720.

SHISHIDO, Zenichi (1994): Institutional Investors and Corporate Governance in Japan. In: BAUMS, Theodor; Richard M. BUXBAUM, Klaus HOPT (Hg.): *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlin: Walter de Gruyter, S. 665–687.

SHISHIDO, Zenichi (2003): The Significance of the Board of Directors in Corporate Governance. In: Ministry of Finance (Hg): *Policy Research Institute Financial Review*, 68. https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_review/fr68e.htm (23.08.2013).

SHISHIDO, Zenichi (2007): The Turnaround of 1997: Changes in Japanese Corporate Law and Governance. In: AOKI, Masahiko; Gregory JACKSON; Hideaki MIYAJIMA (2007): *Corporate Governance in Japan – Institutional Change and Organizational Diversity*. New York: Oxford University Press, S. 310–329.

SPIEGEL, Mark M.; Jose A. LOPEZ (2009): Foreign entry into underwriting services: evidence from Japan’s “Big Bang” deregulation. In: *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2009, 14.

SUZUKI, Kenji (2001): Competition Policy in the Japanese Banking Sector: Support Big Bang? In: *The European Institute of Japanese Studies Working Paper*, 113.

SUZUKI, Yoshio (1997): *Bikku ban no jirenma* [Das Dilemma des Big Bang]. Tôkyô: Keizai shinpôsha.

TAKEDA, Hiruhito (1997): *Zaibatsu no jidai* [Das Zeitalter der zaibatsu]. Tôkyô: Shinyosha.

TATEWAKI, Kazuo (1991): *Banking and Finance in Japan: An introduction to the Tôkyô market*. London: Routledge.

TERANISHI, Jûro (1982): *Nihon no keizai hatten to kinyû* [Die Entwicklung der Wirtschaft und des Finanzwesens in Japan]. Tôkyô: Iwanami Shôten.

TERANISHI, Jûro (1984): *Nihon no keizai hatten to kinyû* [Die Entwicklung der japanischen Wirtschaft und des japanischen Finanzwesens]. Tôkyô: Iwanami Shôten.

TERANISHI, Jûro (2003): *Nihon Keizai no shisutemu* [Das japanische Wirtschaftssystem]. Tôkyo: Iwanami Shôten.

THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES (2012): *Aerospace Industry in Japan 2012*. Tôkyô.

THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES (2011): *Aerospace Industry in Japan 2011*. Tôkyô.

THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES (2010): *Aerospace Industry in Japan 2010*. Tôkyô.

THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES (2013): *Japanese Aerospace Industry 2013*. Tôkyô.

THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES (2012): *Japanese Aerospace Industry 2012*. Tôkyô.

THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES (2011): *Japanese Aerospace Industry 2011*. Tôkyô.

THE SOCIETY OF JAPANESE AEROSPACE COMPANIES (2010): *Japanese Aerospace Industry 2010*. Tôkyô.

TSUCHIYA, Takao (1937): *Nihon shihonshugi ronshû* [Debatte über das japanische kapitalistische System]. Tôkyô: Ikusei Sha.

TSUCHIYA, Takao (1977): *An economic history of Japan*. Philadelphia: Porcupine Press.

UCHINO, Tatsurô (1983): *Japan's Postwar Economy*. Tôkyo, New York, San Francisco: Kôdansha International.

UNO, Kôzô (1964²): *Keizai genron* [Wirtschaftstheorie]. Tôkyô: Iwanami Zensho.

UNO, Kôzô (1969): *Shihonron no keizaigaku* [Die Wirtschaftswissenschaft des "Kapitals"]. Tôkyô: Iwanami Zensho.

USAMI, Seijirô (1957): *Jûzoku keizai to dokusen shihon* [Die Verbindung von Wirtschaft und monopolistischer Kapitalismus]. Tôkyô: Iwanami Shoten.

VITOLS, Sigurd (2001): The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States. In: STREECK, Wolfgang; Kozo YAMAMURA (Hg.): *The Origins of Nonliberal Capitalism: Germany and Japan*. Ithaca: Cornell University Press, S. 171–199.

WALDENBERGER, Franz (1998): Finanzsystem. In: Deutsches Institut für Japanstudien (Hg.): *Die Japanische Wirtschaft. Strukturen zwischen Kontinuität und Wandel*. Berlin: Springer Verlag, S. 107–133.

WAKASUGI, Tak (2001): New Corporate Governance in Japan. In: Ministry of Finance (Hg): *Policy Research Institute Financial Review*, 60.

https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_review/fr60e.htm (10.10.2013).

WATANABE, Yoshitsugu und Naoyuki YOSHINO (2008): The Changes in the Capital Structure of Japanese Firms. In: Ministry of Finance (Hg): *Policy Research Institute Financial Review*, 88.

https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/financial_review/fr88e.htm (18.09.2013).

YAMADA, Moritarô (1934): *Nihon shihonshugi bunseki* [Untersuchung des Kapitalismus in Japan]. Tôkyô: Iwanami Shoten.

YAMAMOTO, Masahiro (1999): Nihonteki keiei wo kôkusaikaikaikijun ni tekigôsasaseru ni wa dôshitara yoi ka [Warum ist es gut, dass sich das japanische Management an die internationalen Bilanzierungsstandards anpasst?]. In: *Ekonomisuto*, 99.11.1, S. 10–13.

YAMAMURA, Kozo (1997): *The Economic Emergence of Modern Japan*. Cambridge, MA: Cambridge University Press.

YASU, Yoshitoshi (2000): *Kigyôkaikai no shikumi* [Die Organisation des betrieblichen Rechnungslegungssystems]. Tôkyô: Nihon Jitsugyô Shuppansha.

YASUOKA, Shigeaki (1970): *Zaibatsu keisei shi no kenkyû* [Forschungen zur Geschichte der Unternehmensführung der zaibatsu]. Kyôto: Minerva shobô.

YASUOKA, Shigeaki (1976): *Nihon no zaibatsu* [Die japanischen zaibatsu]. Tôkyô: Nihon keizai shinbunsha.

YOSHINO, Naoyuki; Akira FURUKAWA (1991): *Kinyû jiyûka to kôteki kinyû* [Liberalisierung des Finanzwesens und die öffentlichen Finanzen]. Tôkyô: Nihon hyôronsha.

YUI, Tsunehiko (1984): The Development of the Organizational Structure of Top-Management in Meiji Japan. In: *Japanese Yearbook of Business History*. Bd. 1, S. 1–23.

ZANTOW, Roger (2007²): *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. München: Addison-Wesley Verlag.

Verwendete Geschäftsberichte und weitere Quellen für die empirische Untersuchung:

BLOOMBERG (Hg.): <http://www.bloomberg.com> (letzter Abruf: 15.08.2013).

NIKKEI225 (Hg.): <http://nikkei225jp.com> (letzter Abruf: 15.08.2013).

REUTERS (Hg.): <http://www.reuters.com> (letzter Abruf: 15.08.2013).

Mitsubishi Heavy Industries:

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2012): *Annual Report 2012*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2012.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2011): *Annual Report 2011*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2011.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2010): *Annual Report 2010*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2010.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2009): *Annual Report 2009*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2009.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2008): *Annual Report 2008*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2008.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2007): *Annual Report 2007*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2007.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2006): *Annual Report 2006*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2006.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2005): *Annual Report 2005*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2005.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2004): *Annual Report 2004*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2004.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2003): *Annual Report 2003*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2003.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2002): *Annual Report 2002*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2002.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2001): *Annual Report 2001*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2001.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES (2000): *Annual Report 2000*. Tôkyô,
http://www.mhi.co.jp/finance/library/annual/pdf/annual_2000.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

Kawasaki Heavy Industries:

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2012): *Annual Report 2012*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2012.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2011): *Annual Report 2011*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2011.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2010): *Annual Report 2010*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2010.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2009): *Annual Report 2009*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2009.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2008): *Annual Report 2008*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2008.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2007): *Annual Report 2007*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2007.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2006): *Annual Report 2006*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2006.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2005): *Annual Report 2005*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2005.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2004): *Annual Report 2004*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2004.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2003): *Annual Report 2003*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2003.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013)..

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2002): *Annual Report 2002*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2002.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2001): *Annual Report 2001*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2001.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (2000): *Annual Report 2000*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_2000.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (1999): *Annual Report 1999 I*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_1999_01.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (1999): *Annual Report 1999 II*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_1999_02.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (1998): *Annual Report 1998 I*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_1998_01.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

KAWASAKI HEAVY INDUSTRIES (1998): *Annual Report 1998 II*. Tôkyô,
http://www.khi.co.jp/ir/pdf/ar_1998_02.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

Fuji Heavy Industries:

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2012): *Annual Report 2012*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2012j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2011): *Annual Report 2011*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2011j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2010): *Annual Report 2010*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2010j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2009): *Annual Report 2009*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2009j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2008): *Annual Report 2008*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2008j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2007): *Annual Report 2007*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2007j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2006): *Annual Report 2006*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2006j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2005): *Annual Report 2005*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2005j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2004): *Annual Report 2004*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2004j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2003): *Annual Report 2003*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2003j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2002): *Annual Report 2002*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2002j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2001): *Annual Report 2001*. Tôkyô,
http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2001j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (2000): *Annual Report 2000*. Tôkyô,

http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_2000j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (1999): *Annual Report 1999*. Tôkyô,

http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_1999j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

FUJI HEAVY INDUSTRIES (1998): *Annual Report 1998*. Tôkyô,

http://www.fhi.co.jp/ir/report/pdf/ar/ar_1998j.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

Ishikawajima-Harima Heavy Industries:

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2012): *Annual Report 2012*. Tôkyô,

http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/73faa4cf6d2a617dd10a061e7b633442.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2011): *Annual Report 2011*. Tôkyô,

http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/72b450573c46148ca7b91cbf4fb7ce40.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2010): *Annual Report 2010*. Tôkyô,

http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/3dcc650d3f8f3a866cf72840e5c49f77.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2009): *Annual Report 2009*. Tôkyô,

http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/46da6ce7a6420c2e5cbb30dc896f3907.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2008): *Annual Report 2008*. Tôkyô,

http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/490ad8e749d08b509e5e5be550c0c2f4.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2007): *Annual Report 2007*. Tôkyô,

http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/6c15112ecdb73b5993e92ff24cb91c35.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2006): *Annual Report 2006*. Tôkyô,

http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/9d09610bdb8be3e13f92bd1ae8765d53.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2005): *Annual Report 2005*. Tôkyô, http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/af7626d17b3228df5bac73ef97dde607.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2004): *Annual Report 2004*. Tôkyô, http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/4aa4f489a927221cab4dbe733facbd2b.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2003): *Annual Report 2003*. Tôkyô, http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/78ac6f9898922211c00613dc1a72ae5e.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2002): *Annual Report 2002*. Tôkyô, http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/296b0222d3b386299a0c45c3c9b1d224.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ISHIKAWAJIMA-HARIMA HEAVY INDUSTRIES (2001): *Annual Report 2001*. Tôkyô, http://www.ihl.co.jp/var/ezwebin_site/storage/original/application/ae7032a1a5cfe7dd2305fb637a401378.pdf (letzter Abruf: 16.07.2013).

ShinMaywa Industries:

SHINMAYWA INDUSTRIES (2012): *Annual Report 2012*. Takarazuka, <http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2012.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2011): *Annual Report 2011*. Takarazuka, <http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2011.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2010): *Annual Report 2010*. Takarazuka, <http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2010.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2009): *Annual Report 2009*. Takarazuka,

<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2009.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2008): *Annual Report 2008*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2008.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2007): *Annual Report 2007*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2007.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2006): *Annual Report 2006*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2006.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2005): *Annual Report 2005*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2005.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2004): *Annual Report 2004*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2004.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2003): *Annual Report 2003*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2003.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2002): *Annual Report 2002*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2002.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2001): *Annual Report 2001*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2001.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).

SHINMAYWA INDUSTRIES (2000): *Annual Report 2000*. Takarazuka,
<http://www.shinmaywa.co.jp/ir/pdf/AnnualReport2000.pdf> (letzter Abruf: 16.07.2013).