

2 Veränderungen der Corporate Governance

Der Begriff der Corporate Governance umfasst die Art der Leitung und Überwachung von Unternehmen, und beschreibt in diesem Zusammenhang das Zusammenspiel von Anteilseignern, Managern, Überwachungsgremien, Kreditgebern und Beschäftigten.¹ Dieses Zusammenspiel wird zum einen stark von der Struktur der Märkte determiniert. Zum anderen wird es aber auch maßgeblich durch nationale Regeln, Gesetze und Institutionen geprägt.

In den letzten Jahren hat sich eine intensive internationale Diskussion darüber entwickelt, inwiefern unterschiedliche Corporate Governance Strukturen zum Erfolg und Wachstum von Volkswirtschaften beitragen.² Die intensive Suche nach international "Best Practices" hat wiederum Auswirkungen auf die Unternehmen und deren Politik, nicht zuletzt, weil sich in den letzten Jahren zahlreiche gesetzliche Rahmenbedingungen in schneller Abfolge geändert haben. Grund für den Handlungsbedarf des Gesetzgebers ergab und ergibt sich insbesondere aus dem im internationalen Vergleich dünnen Markt für Eigenkapital. Aber auch die fortschreitende Internationalisierung der Eigenkapitalmärkte hat die Frage aufgeworfen, inwiefern das deutsche Gesellschaftsrecht kapitalmarkttauglich ist (z.B. Schiessl 1999, Moellers 1999).

Im ersten Teil des Kapitels werden die Grundprobleme der Corporate Governance erläutert, wie sie sich insbesondere aus der Trennung von Eigentum und Management ergeben. Der zweite Teil diskutiert die Rahmenbedingungen der Corporate Governance und deren Dimensionen. Der dritte Abschnitt beschreibt wichtige Entwicklungen in Deutschland und konfrontiert sie mit dem internationalen Vergleich. Ergänzend bietet danach das vierte Unterkapitel einen Überblick der umfangreichen deutschen Rechtsreformen. Um die Bedeutung der sich ändernden Corporate Governance Strukturen für die Unternehmenspolitik einzuschätzen, greifen die Abschnitte 5 und 6 auf die inzwischen umfangreiche empirische Literatur zur Corporate-Governance-Diskussion zurück. Abschnitt 7 diskutiert speziell Probleme der Unternehmensnachfolge, wie sie sich in inhabergeführten Familienbetrieben stellt. Die Schlußfolgerungen im achten Teil fassen die wichtigsten Entwicklungstendenzen zusammen und geben einen Ausblick auf mögliche weitere Reformschritte.

¹ Vgl. Hopt et al. (1998, S. v) oder Grundmann/Mülbert (2001, S. 1).

² Für eine Dokumentation dieser Diskussion in den angelsächsischen Ländern vgl. Edwards und Fischer (1994, Kap. 1).

2.1 Grundprobleme der Corporate Governance

2.1.1 Die Trennung von Eigentum und Management

Um Wachstumschancen wahrzunehmen, ist für Unternehmen ein ergiebiger und effizienter Kapitalmarkt essentiell. Erst durch den Kapitalmarkt wird es Unternehmen möglich, Investitionschancen wahrzunehmen, die das Vermögen und die Risikobereitschaft eines einzelnen Besitzers übersteigen. Erforderliche Mindestunternehmensgrößen werden durch das externe Kapital erreichbar.

Mit der Einschaltung des Kapitalmarktes erfolgt vielmals eine Trennung von Anteilsbesitz und Unternehmensführung, wie sie von den großen Publikumsgesellschaften her bekannt ist.¹ Eine solche Trennung erfolgt insbesondere, wenn der Unternehmensgründer entlastet werden soll, indem ein Teil des Risikos auf den Kapitalmarkt übertragen wird.

Während die Trennung von Besitz und Unternehmensführung das Wachstum von Unternehmen ermöglicht, hat sie auch potentiell gravierende Nachteile. So wird in der Literatur zur Unternehmensfinanzierung seit langer Zeit (vgl. Berle und Means 1932) befürchtet, dass die Delegation der Unternehmensführung an eine Gruppe von Managern zu einer Unternehmenspolitik führt, die sich nur in begrenztem Maße an den Zielen der Anteilseignern ausrichtet und die statt dessen die Eigeninteressen der leitenden Manager in den Vordergrund stellt.²

Während die Aktionäre vornehmlich die Maximierung des Unternehmenswertes zum Ziel haben werden, kann sich die Zielvorstellung der Unternehmensführung – gerade wenn diese nur in geringem Umfang am Erfolg des im Unternehmen eingesetzten Kapitals beteiligt ist – stark unterscheiden. Top-Manager dürften, im Vergleich zu Aktionären mit diversifizierten Portfolios, mehr Angst vor einem Konkurs haben, weil durch einen Konkurs der eigene Arbeitsplatz sowie firmenspezifisches Humankapital bedroht sind. Dies kann zu einer aus Aktionärssicht exzessiven Diversifikation der Geschäftsfelder führen (Gedajlovic und Shapiro 1998). Aber natürlich sind die unterschiedlich-

¹ Eine (teilweise) Trennung von Eigentum und Management liegt aber auch dann bereits vor, wenn ein familiengeführtes Unternehmen Minderheitsaktionäre besitzt.

² Ähnliches vermutet bereits Adam Smith (1776, Buch V, Kap. 1, § V.1.107): "The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. [...] Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company."

ten privaten Vorteile denkbar, die die Führungspersonen von Unternehmen auf Kosten der Anteilseigner anstreben können. Firmeneigene Flugdienste sind hier nur ein Beispiel, wenngleich ein besonders augenfälliges.

Vieles spricht dafür, dass die Möglichkeiten, solche Vorteile auf Kosten der Anteilseigner zu erlangen, besonders ausgeprägt sind, falls der Anteilsbesitz weit gestreut ist. Kleinaktionäre haben nur einen geringen Vorteil davon, wenn sie versuchen, sich über die Angemessenheit der Unternehmenspolitik zu informieren und auf diese Einfluss zu nehmen. Die Vorteile einer solchen Aktivität käme allen Aktionären gleichermaßen zu gute. Die Kosten, um die Informationsasymmetrie zwischen Management und Aktionär zu reduzieren, sind voll vom tätig werdenden Aktionär zu tragen. Jeder einzelne Kleinaktionär hat aufgrund der Asymmetrie von Kosten und Nutzen einen starken Anreiz, sich in Hinsicht auf die Kontrolle des Managements in eine Trittbrettfahrerposition zu begeben.

Sehen sich die potentiellen Anteilseigner von Unternehmen einem hohen Risiko gegenüber, dass ihrem Interesse an einer hohen Kapitalrendite nur unzureichend Rechnung getragen wird, verringert sich die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes.¹ Die Bildung von Publikumsgesellschaften mit ihren oben genannten Vorteilen wird behindert (La Porta et al. 1998, 2000b). Zugleich werden die Wachstumsmöglichkeiten von Unternehmen eingeschränkt, weil Eigenkapitalmärkte ausdünnen.

Interessenkonflikte beschränken sich nicht nur auf solche zwischen Management und Anteilseignern. Auch zwischen Aktionären sind sie denkbar. So kann der Einfluss eines dominierenden Hauptaktionärs dazu verwendet werden, Vorteile auf Kosten von Kleinaktionären zu erlangen.² Auch das Risiko der Ausbeutung der Aktionäre durch Großak-

¹ Die subjektiven Kosten, die Anlegern bei schlechter Corporate Governance entstehen, sind dabei nicht zu vernachlässigen. Bei einer Befragung institutioneller Anleger (McKinsey & Company 2000, S. 16) bekundeten diese eine klare Bereitschaft, für die Aktien von Unternehmen mit guter Corporate Governance einen höheren Preis zu zahlen. Die für deutsche Unternehmen genannte Durchschnittsprämie betrug ca. 20 %.

² Ein Extremfall ist beispielsweise im Zusammenhang mit dem Beinahe-Zusammenbruch der Harpener AG dokumentiert. Die Krise des Unternehmens Anfang der neunziger Jahre war dadurch ausgelöst worden, dass ein Großaktionär das Unternehmen veranlasste, große Anteilspakete, die sich im Besitz anderer Unternehmen des Aktionärs befanden, zu zweifelhaften Kursen aufzukaufen (vgl. FAZ vom 6.8.91, S. 16). Sonderprüfer bemängelten auch die leichtfertige Vergabe von Darlehen durch die Harpener AG an andere Unternehmen, die sich im Besitz des Großaktionärs befanden. Private Vorteile werden aber in aller Regel sehr viel subtilerer Natur sein. Vgl. hierzu auch die Erläuterungen auf Seite 68.

tionäre kann zu einer empfindlichen Reduktion der Effizienz des Kapitalmarkts führen, wenn dadurch Kleinaktionäre veranlasst werden, Eigenkapitalanteile zu meiden.¹

Die oben diskutierten Interessenkonflikte und Informationsasymmetrien können dazu führen, dass auf die Ausgabe von Eigenkapitalanteilen verzichtet wird und als Ausweg das Heil in einer verstärkten Fremdfinanzierung gesucht wird.

2.1.2 Informationsasymmetrien bei der Kreditvergabe

Ähnlich wie die Trennung von Eigentum und Management geht auch die Kreditvergabe mit Informationsproblemen einher. In vielen Fällen wird der Kreditnehmer eine bessere Information über die Wahrscheinlichkeit haben, mit der der Kredit aus dem Cash-Flow des Unternehmens bedient werden kann, als der Kreditgeber. Vor diesem Hintergrund ist klar, dass für einen florierenden Markt für Unternehmenskredite Institutionen und Rahmenbedingungen wichtig sind, die diese Asymmetrie verringern und die Eigentumsrechte der Kreditgeber schützen. Während die Asymmetrie aus der Trennung von Eigentum und Management vornehmlich für Aktiengesellschaften relevant ist, sind asymmetrische Informationen bei Kreditbeziehungen für alle Unternehmen von potentieller Bedeutung.

2.1.3 Die Mitwirkungsrechte anderer Stakeholder

Die Unternehmenspolitik ist nicht nur für Anteilseigner und Management von Interesse, sondern auch für andere "Stakeholder" wie die Zulieferer und Kunden und insbesondere die Beschäftigten. Wichtige Rahmenbedingungen der Corporate Governance leiten sich u.a. daraus ab, wie diese Stakeholder in die Unternehmensführung und –kontrolle eingebunden sind. Gerade die rechtliche Stellung der Beschäftigten im Rahmen der betrieblichen Mitbestimmung ist hier von Bedeutung für die Unternehmensführung und den Unternehmenserfolg.² Dieser Themenbereich kann aber aufgrund seiner Vielschichtigkeit im Rahmen des vorliegenden Berichts nicht im Vordergrund stehen, zumal von diesem Bereich in naher Zukunft keine neuen Impulse auf deutsche Kapitalgesellschaften ausgehen dürften.

¹ Man könnte argumentieren, dass die Ausbeutung von Kleinaktionären noch nicht hinreichend ist für einen schlecht funktionierenden Kapitalmarkt. Wenn die Aktionäre die Ausbeutung korrekt antizipieren, werden sie nur bereit sein, einen entsprechend niedrigeren Preis für die Anteile zu bezahlen und die Ausbeutung wird somit vermieden. Dem ist entgegenzuhalten, dass die private Aneignung von Ressourcen durch einen Hauptaktionär die Effizienz von Unternehmen reduziert, weil der Prozess der Aneignung selbst Ressourcen verschlingt.

² Die Arbeiten zur Wirkung der Mitbestimmung auf die Unternehmenspolitik füllen Bände. Für eine sorgfältige jüngere Untersuchung siehe Gorton und Schmidt (2000a).

2.2 Institutionen und Merkmale der Corporate Governance

Eine Corporate Governance Struktur kann und wird überwiegend daran gemessen werden, inwieweit sie die Probleme löst, die aus den Interessenkonflikten und Informationsasymmetrien zwischen Eigentümern, Unternehmensleitung und Kreditgebern herühren, und damit zu einer effizienten Unternehmenspolitik beiträgt. Im folgenden werden kurz die wichtigsten Einflussfaktoren vorgestellt, die in diesem Zusammenhang aus theoretischer Sicht relevant sind. Eine konkrete Bewertung für Deutschland erfolgt in den späteren Abschnitten.

2.2.1 Aktionärsstruktur

Wie bereits angemerkt, birgt insbesondere eine sehr breite Streuung des Unternehmensbesitzes die Gefahr, dass der einzelne Aktionär sich passiv verhält und die Unternehmenspolitik die Interessen der Aktionäre nur rudimentär berücksichtigt. Die Aktionärsstruktur und die rechtlichen Regelungen, die auf diese Struktur Einfluss nehmen, sind daher wichtige Charakteristika der Corporate Governance.

Während eine hohe Aktionärskonzentration eine ökonomisch wünschenswerte Reaktion auf eine starke Position des Managements sein kann, ergeben sich daraus jedoch potentiell die oben genannten Konflikte zwischen Klein- und Großaktionären. Dabei ist neben der Konzentration des Anteilsbesitzes auch die Identität der Anteilseigner (Familien, Unternehmen, Banken) von Interesse, weil sich aus unterschiedlichen Besitzern unterschiedliche Interessenkonflikte ergeben.

2.2.2 Offenlegungspflichten

Aktionäre, die sich ein Bild von ihrem Unternehmen machen und auf die Unternehmensführung Einfluss nehmen wollen, bedürfen verlässlicher und möglichst umfangreicher Informationen über die Unternehmenspolitik und den laufenden Unternehmenserfolg. Börsenregeln und Gesetzesnormen, die falsche Informationen hart sanktionieren und dazu klare Standards für die Informationspolitik setzen, sind daher essentiell.

Einen wichtigen Teilaspekt effizienter Informationspolitik stellen die Standards für die Rechnungslegung dar. Einerseits führen zu große Wahlrechte der Unternehmen hier zu Problemen, weil sie finanziell bedrängten Unternehmen Möglichkeiten eröffnen, sich gesund zu rechnen. Andererseits kann auch der Zwang zu konservativen Wertansätzen die wahren Vermögensverhältnisse verschleiern. Gerade aus diesem Grund werden das strikte deutsche Vorsichtsprinzip und das daraus resultierende Niederstwertprinzip von

den internationalen Eigenkapitalmärkten kritisch betrachtet.¹ Um den gegenläufigen Ansprüchen besser gerecht zu werden, können Unternehmen freiwillig eine Rechnungslegung z.B. nach den International Accounting Standards (IAS) veröffentlichen.² In der Tat ist dies bei deutschen Großunternehmen in den letzten Jahren zunehmend der Fall, auch weil rechtliche Änderungen dies in den neunziger Jahren erleichtert haben (vgl. Abschnitt 2.4.4).³

Während das einzelne Unternehmen es noch selbst in der Hand hat, welche Erfolgszahlen es veröffentlichen möchte, ist dies bei Angaben über die eigene Besitzerstruktur u.U. nicht der Fall. Zumindest dann, wenn eine Unternehmung nur Inhaberaktien emittiert, weiß sie nicht automatisch, in wessen Händen sich ihre Aktien befinden. Um die Transparenz des Kapitalmarktes zu erhöhen, werden daher verbindliche Regeln nötig, die die Anteilseigner zu Offenlegung verpflichten (vgl. Abschnitt 2.4.3). Diese Transparenz ist für Portfolioanleger wichtig. Sie verhindert, dass einflussreiche Anteilseigner ihre Anteile heimlich verkaufen können und erschwert somit die Ausbeutung von Minderheitsaktionäre.

2.2.3 Aktionärsrechte

Der Einfluss, den die Aktionäre auf die Unternehmensführung ausüben können, wird in hohem Maße von ihren verbrieften Rechten abhängen. Zahlreiche Aspekte der verbrieften Rechte sind in diesem Zusammenhang denkbar. Beispielsweise können die folgenden Fragen in unterschiedlicher Weise geregelt werden.

- Ist es für Minderheitsaktionäre möglich, durch ein proportionales oder kumulatives Wahlverfahren ebenfalls Aufsichtsräte zu bestimmen, oder kann ein Mehrheitsaktionäre alle Vertreter des Aktienkapitals bestimmen?

¹ Illustrativ ist der Fall Daimler-Benz. Das Unternehmen stellte Mitte der neunziger Jahre zum ersten Mal seine Bilanz sowohl nach US *General Agreed Accounting Practice* (GAAP) als auch nach den deutschen HGB-Regeln auf. Die Reduktion der Rückstellungen und die marktnähere Bewertung des Vermögens führte nach GAAP zu einer Erhöhung des Eigenkapitals um 23,6 % verglichen mit den HGB-Regeln (Pilhofer 1997, S. 168-9).

² Für Unternehmen des Neuen Marktes ist die Bilanzierung nach international anerkannten Maßstäben ohnehin Pflicht.

³ Achleitner und Bassen (2000, S. 7) berichten von einer Befragung der DAX-100 Unternehmen. Danach bilanzierten bereits 1997 (also vor Inkrafttreten des Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetzes, "KapAEG") ca. 16 % der Unternehmen auch nach US-GAAP bzw. IAS. Die überwiegende Mehrheit der befragten Unternehmen rechnete mit einer steigenden Relevanz dieser Abschlüsse. Das KapAEG (§ 292a HGB) befreit inzwischen börsennotierte AGs davon, eine Konzernbilanz nach HGB vorzulegen, wenn ein IAS oder GAAP-Abschluss publiziert wird.

- Unter welchen Bedingungen hat ein Aktionär das Recht eine Schadensersatzklage gegen die Unternehmensführung einreichen bzw. Unternehmensentscheidungen anzufechten? In welchem Umfang haften Vorstände und Aufsichträte?
- Hat der Aktionär ein automatisches Bezugsrecht, wenn das Unternehmen neue Aktien ausgibt?
- Welche Kosten entstehen durch die Stimmausübung für den Aktionär? Darf er zu Hauptversammlungsbeschlüssen per Post abstimmen? Muss er zur Stimmabgabe seine Aktien hinterlegen und wird dadurch deren Liquidität reduziert?
- Ab welchem Beteiligungsanteil kann eine Minderheit eine außerordentliche Hauptversammlung verlangen?
- Schreibt das Aktienrecht vor, dass jede Aktie das gleiche Stimmrecht beinhaltet?

2.2.4 Erfolgsorientierte Bezahlung des Management

Ein allfälliger Ansatz zur Lösung des Corporate Governance Problems besteht in der erfolgsorientierten Bezahlung des Top-Managements (vgl. z.B. Fama 1980). In der Tat sind hier in Deutschland einige Veränderungen festzustellen. In zunehmendem Maße werden Vorstände deutscher Unternehmen erfolgsabhängig entlohnt (vgl. Schwalbach 1999). Trotzdem dominieren nicht nur in Deutschland zum Großteil jene Gehaltskomponenten, die unabhängig vom Unternehmenserfolg sind. Dies ist erklärlich, da die erfolgsorientierte Belohnung den Vorstandsmitgliedern ein hohes Risiko aufbürdet, weil eine variable Entlohnung auch auf solche Entwicklungen reagiert, die der Vorstand nicht kontrollieren kann (vgl. z.B. Graßhoff und Schwalbach 1999). Aufgrund dieser Risikokosten kann die Entlohnungspolitik nur einen begrenzten Beitrag leisten, sie kann die Grundproblematik der Corporate Governance, die aus einer Interessendivergenz von Anteilseignern und Managern resultiert, nicht lösen.

2.2.5 Beschränkungen des Marktes für Takeover

Ein potentiell Mittel, um die Unternehmensführung trotz breit gestreuten Anteilsbesitzes zu einer aktionärsfreundlichen Politik zu bewegen, ist ein reger Markt für Unternehmensübernahmen. Ein Management, das durch seine eigennützige Unternehmenspolitik eine aus Aktionärsicht schlechte Performance aufweist, ist durch den damit einhergehenden geringen Börsenwert der Gefahr ausgesetzt, dass ein Investor das Unternehmen aufkauft. Nach dem Kauf kann der Investor versuchen, das Management auszutauschen und durch ein effizienteres zu ersetzen. Die Ernte aus einem verbesserten Unternehmenserfolg fließt ihm (partiell) als Gewinn aus der feindlichen Übernahme zu. Da das ursprüngliche Management durch den Verlust des Arbeitsplatzes einen Verlust

erleidet und die Übernahme durch eine aktionärsorientierte Unternehmenspolitik vermieden werden kann, kann die potentielle Übernahme als Disziplinierungsinstrument gesehen werden.

Eine Beschränkung feindlicher Übernahmen, wie sie im Zuge der Mannesmann Übernahme von Vodafone öffentlich diskutiert wurde, birgt daher aus Sicht der Kleinaktionäre deutliche Gefahren. Die Erfahrungen in den USA bestätigen dies. Nachdem vor einigen Jahren die Übernahme von Unternehmen in verschiedenen Bundesstaaten erschwert wurde, ließ sich statistisch nachweisen, dass dadurch die Gehälter an Top-Manager signifikant gestiegen sind (Bertrand und Mullainathan 2000). Unternehmen mit stark gestreuter Besitzstruktur waren zudem von dieser Entwicklung stärker betroffen. Es gibt also gute Gründe zu vermuten, dass die Beschränkung von Übernahmemöglichkeiten zu einer Umverteilung von den (Klein-) Aktionären hin zum Top-Management von Unternehmen führt.

2.2.6 Wettbewerbsparameter

Auch der Wettbewerb zwischen Unternehmen dürfte disziplinierend auf die Unternehmensführung wirken (Fama 1980, Hart 1983). Manager, die mit ihrem Unternehmen im harten Produktwettbewerb stehen, können es sich nur in geringem Umfang leisten, das Gewinnziel zu vernachlässigen, da ansonsten das Überleben des Unternehmens gefährdet ist. Demgegenüber können Manager von Firmen mit monopolähnlicher Stellung größere private Vorteile abzweigen, ohne dass dies den Fortbestand der Unternehmung und damit die eigenen Arbeitsplätze gefährdet.

Somit lässt die internationale Integration der Märkte zwei positive Effekte erwarten. Die Integration der Kapitalmärkte führt zu einem verstärkten Anpassungsdruck für Nationalstaaten mit schlechten Corporate Governance Regeln, weil Anleger auf dem internationalen Kapitalmarkt ihre Anlagen leichter aus solchen Ländern zurückziehen können. Die Integration der Produktmärkte hingegen setzt auch die Unternehmen in laxen Strukturen verstärkt unter Druck und verbessert die Effizienz selbst ohne Veränderungen der sonstigen Rahmenbedingungen.

2.2.7 Finanzierungsstruktur

Der Druck, der aus dem Produktwettbewerb heraus auf das Management wirkt, ist insbesondere dann hoch, wenn das Unternehmen stark fremdfinanziert ist. Ein unterdurchschnittlich agierendes Unternehmen, das mit großzügiger Eigenkapitaldecke ausgestat-

tet ist, wird solange nicht in seiner Existenz bedroht sein, solange die Kapitalrendite noch schwach positiv ist. Eine schwach positive Gesamtkapitalrendite reicht hingegen nicht aus, um das Überleben eines stark fremdfinanzierten Unternehmens zu sichern. Für ein solches Unternehmen muss die Rendite mindestens sicherstellen, dass die Zinsen auf das Fremdkapital bezahlt werden können.¹

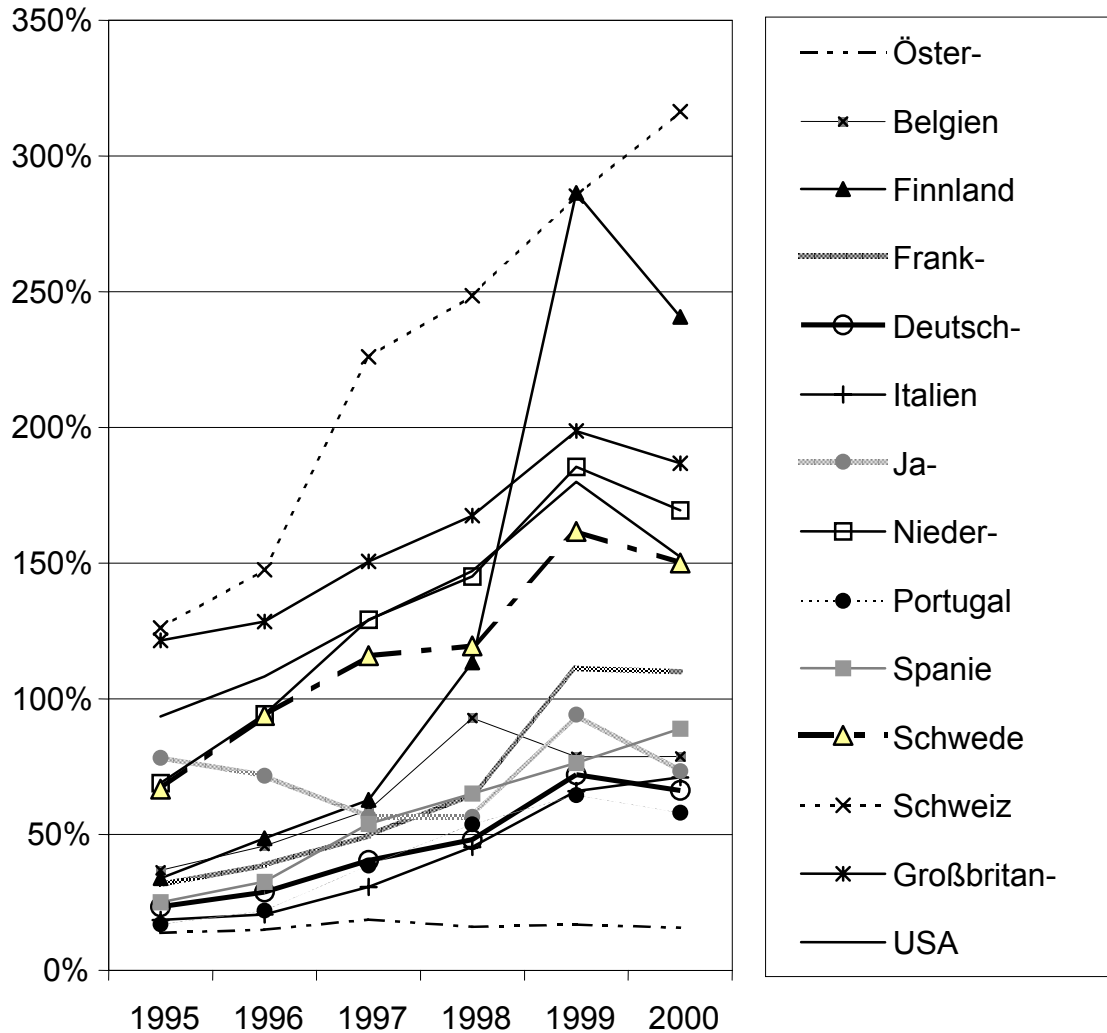
2.3 Das deutsche System der Corporate Governance im internationalen Vergleich

2.3.1 Die unterschiedliche Bedeutung der Aktienmärkte

Abbildung 2.1 verdeutlicht die unterschiedliche relative Bedeutung der Aktienmärkte in verschiedenen OECD-Ländern anhand des gesamten Marktwerts aller börsennotierten inländischen Unternehmen im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt. Im internationalen Vergleich zeigt sich, dass trotz des Börsenbooms der neunziger Jahre der deutsche Aktienmarkt in Relation zum Sozialprodukt klein ist.

¹ Vgl. in diesem Zusammenhang auch das einflussreiche Papier von Jensen (1986).

Abbildung 2.1: Börsenkapitalisierung der Aktienmärkte im internationalen Vergleich

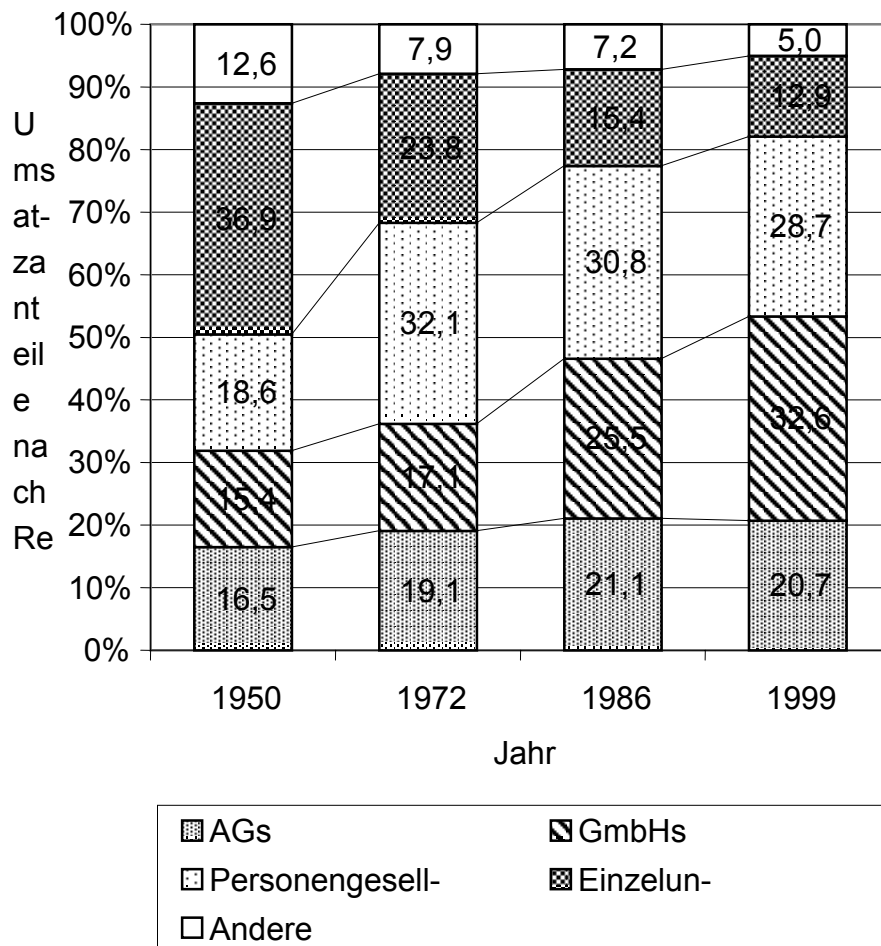


Anmerkungen: Abgetragen wird der Wert der aggregierten Börsenkapitalisierung der heimischen Unternehmen eines Landes jeweils zu Jahresende in Prozent des laufenden Brutto sozialprodukts. Weil in Deutschland das Ausmaß der Verflechtungen zwischen den börsennotierten Unternehmen höher ist als in anderen Ländern, überzeichnet Abbildung 2.1 die Bedeutung des deutschen Aktienmarktes sogar noch, weil es zu Doppelzählungen kommt. Vgl. z.B. Dietl (1998, S. 121) für eine Bereinigung dieses Effektes.

Quellen: OECD Statistical Compendium, CD #1/2001, FIBV (Fédération International des Bourses de Valeurs).

Der Börsenboom der neunziger Jahre darf auch nicht darüber hinweg täuschen, dass sich der Anteil der ökonomischen Aktivität, die sich in deutschen Aktiengesellschaften abspielt, gegenüber den vorangegangenen Jahrzehnten noch keinesfalls dramatisch erhöht hat. Abbildung 2.2 illustriert dies anhand der Umsätze, die in Aktiengesellschaften und anderen Unternehmen über die Jahre erzielt wurden. Gemessen an den Umsatzanteilen war in den letzten 15 Jahren die GmbH und nicht die AG die erfolgreichste und expandierendste Rechtsform.

Abbildung 2.2: Umsätze nach Rechtsform



Quelle: Edwards und Fischer (1994, S. 75) und Statistisches Bundesamt, Finanzen und Steuern, Fachserie 14, Reihe 8, 1998, Tabelle 1.8 sowie Email-Auskunft des Statistischen Bundesamtes vom Januar 2002.

2.3.2 Die unterschiedliche Rolle der Bankkredite

Die relativ geringe Bedeutung des Aktienmarktes für die Finanzierung von deutschen Unternehmen lässt vermuten, dass Bankkredite eine relativ größere Rolle spielen als in anderen Ländern. In der Tat wird das deutsche System der Corporate Governance ja vielfach als "bank-based" bezeichnet.

In der Tat zeigt der Vergleich von Bilanzdaten die im internationalen Vergleich relativ große Bedeutung der deutschen Bankenfinanzierung (Tabelle 2.1). Zwar resultiert der überwiegende Anteil der Verbindlichkeiten in deutschen Unternehmensbilanzen (im Mittel ca. 71 %) keineswegs aus Bankschulden. Hier ist zu berücksichtigen, dass in Deutschland Rückstellungen einfließen (Pensionsrückstellungen, andere Rückstellungen), die in anderen Ländern nicht möglich sind. Trotz dieser umfangreichen anderen Verbindlichkeiten sind von der Bilanzstruktur her gesehen deutsche Unternehmen etwas stärker von Bankkrediten abhängig als in den angelsächsischen Ländern (siehe auch Kapitel 1.1).¹

Allerdings sollte man betonen, dass der Vergleich für die größten Unternehmen der verschiedenen Länder gerade anders herum ausfällt. Betrachtet man die Finanzierungsverhältnisse der jeweils größten 100 Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes, so zeigt sich sogar, dass deutsche Unternehmen per Saldo mehr Finanzansprüche an die Banken haben, als diese umgekehrt an die Unternehmen (Audretsch und Elston 1997, Tabelle 2).²

¹ Zu den Problemen des internationalen Vergleichs von Bilanzdaten vgl. aber Rajan und Zingales (1995).

² Dies erklärt auch, warum Rajan und Zingales (1995, S. 1427ff.), die sich in ihrer Analyse hauptsächlich auf börsennotierte Unternehmen beschränken, kaum Unterschiede in der Finanzierungsstruktur zwischen den Ländern ermitteln. Eine mögliche Erklärung der geringen Verbindlichkeiten von großen deutschen Unternehmen liegt im Außensteuerrecht begründet (vgl. Weichenrieder 1994). Seit 1977 werden Ausschüttungen von deutschen Konzernmüttern, die aus Gewinnen von Auslandstöchtern gespeist werden, steuerlich diskriminiert. Diese Diskriminierung setzte nach der Körperschaftsteuerreform 1977 Anreize, Auslandsgewinne möglichst zu reinvestieren oder zum Schuldenabbau einzusetzen. Diese Anreiz wurde durch die Steuerreform 2000 beseitigt (Eggert und Weichenrieder 2001). Es ist also nicht unplausibel, dass sich die großzügige Liquidität deutscher Konzerne in den nächsten Jahren verringern wird.

Tabelle 2.1: Finanzierungsstrukturen im internationalen Vergleich (in Prozent)

	USA	Kanada	GB	Deutschland	Japan
	<i>Kapitalstruktur</i>				
Anteil der Verbindlichkeiten an der Bilanzsumme	38,6	48,0	51,9	71,3	18,0
	<i>Anteil der Bankkredite</i>				
Anteil der Bankkredite an den gesamten Aktiva	7,5	17,9	12,6	19,8	39,0
Anteil der Bankkredite an den Verbindlichkeiten	19,5	43,3	24,3	28,1	47,7
Anmerkungen: Wiedergegeben sind langjährige Durchschnitte der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors auf der Basis von Bilanzdaten der Jahre 1978 bis 1990.					

Quelle: Schwiete und Weigand (1997, S. 7).

Box 2.1: Alternative Berechnung der Finanzierungsmuster.

Mitunter wird argumentiert, der Anteil der Bankenfinanzierung in Deutschland unterscheide sich nicht merklich von den Vergleichswerten der angelsächsischen Länder (vgl. z.B. Corbett und Jenkinson 1998). Den entsprechenden Berechnungen liegt eine spezielle Saldierung von Stromgrößen zugrunde. Danach wird der Finanzierungsanteil der Banken an den Bruttoinvestitionen der Unternehmen berechnet als die Kredite der Banken an den Unternehmenssektor abzüglich der Verbindlichkeiten der Banken gegenüber den Unternehmen und abzüglich der Tilgungen, die die Unternehmen an die Banken leisten. Das Problem dieser Berechnungsweise besteht darin, die Tilgung von Bankschulden herauszurechnen. Dadurch kann es z.B. in einer stationären Wirtschaft, in der die Anteile der verschiedenen Finanzierungsquellen konstant bleiben, vorkommen, dass dieser Ansatz ein extrem niedriges Niveau der Bankenfinanzierung anzeigt, obwohl Bankkredite die Unternehmensbilanzen dominieren.

Die Zahlen, die Schmidt (1999, Tabelle 1) und Hackethal/Schmidt (2000) unter Verwendung vergleichbarer Rohdaten für die USA und Deutschland berechnen, verzichten unter Zuhilfenahme von Annahmen über die Fristigkeitsstruktur der Kredite darauf, die Tilgung von Bankkrediten abzuziehen. Die entsprechenden Ergebnisse zeigen in der Tat für die USA einen niedrigeren Finanzierungsanteil der Banken als im Falle Deutschlands und decken sich somit von der Aussage her mit den Zahlen in Tabelle 2.1.

2.3.3 Die institutionellen Rahmenbedingungen

2.3.3.1 Aktionärsschutz und Aktionärsstruktur

Aufgrund der Diskussion in Abschnitt 2.1 liegt es nahe, die Gründe für die im internationalen Vergleich stark divergierende Bedeutung der Aktienmärkte in den unterschiedlichen Rechtspositionen der Aktionäre zu suchen. In mehreren einflussreichen Aufsätzen (La Porta et al. 1998, 2000a, 2000b) wurde vor kurzem der Versuch unternommen, diese Beziehung empirisch zu überprüfen. Als Kriterien für den Aktionärsschutz in den verschiedenen Ländern dienten dabei die auf Seite 47 genannten Punkte. Zusätzlich wurde erfasst, ob es eine gesetzliche Mindestdividende gibt.

Tabelle 2.2 gibt die institutionellen Rahmenbedingungen wieder, wie sie von La Porta et al. (1998) dokumentiert werden. Es zeigt sich, dass – zumindest für die OECD-Länder – Mindestdividenden die Ausnahme darstellen.¹ Wenig Varianz ergibt sich auch bei der Frage, ob alle Aktien verpflichtend das gleiche Stimmrecht besitzen. Nur in Griechenland ist dies der Fall. Wesentlich geringere Homogenität ergibt sich bei der Frage, ob die Aktionäre persönlich oder durch einen Vertreter auf Hauptversammlungen vertreten sein müssen bzw. ob auch eine Stimmabgabe per Post möglich ist. Hier gehört Deutschland zu der Gruppe von Ländern, welche eine tendenziell etwas weniger aktionärsfreundliche Regelung haben. Ein Hauptversammlungsrecht, das eine proportionale bzw. kumulative Wahl bei den Aktionärsvertretern ermöglicht, kann nach La Porta et al. Minderheitsaktionären dazu verhelfen, ihre Rechte gegenüber einem Großaktionär besser zu verteidigen. Auch hier ist Deutschland in der Gruppe der tendenziell weniger aktionärsfreundlichen Länder zu finden.

¹ Mindestdividenden können als Instrument interpretiert werden, dem Management Geld zu entziehen und den Kapitalbedarf der Unternehmung in der Folge dem Markttest auszusetzen.

Tabelle 2.2: Aktionärsrechte in OECD-Ländern

	Alle Aktien haben gleiches Stimmrecht	Mindestdividende	Aktionäre können per Post stimmen	Aktionäre müssen vor HV hinterlegt werden	Kumulative bzw. proportionale Wahl	Anfechtung ab 10 %?	Standardmäßiges Bezugsrecht
Australien	nein	0%	ja	nein	nein	ja	nein
Belgien	nein	0%	nein	ja	nein	nein	nein
Dänemark	nein	0%	nein	nein	nein	nein	nein
Deutschland	nein	0%	nein	ja	nein	nein	ja ^{a)}
Finnland	nein	0%	nein	nein	nein	nein	ja
Frankreich	nein	0%	ja	ja	nein	nein	ja
Griechenland	ja	35%	nein	ja	nein	nein	ja
Großbritannien	nein	0%	ja	nein	nein	ja	ja
Irland	nein	0%	nein	nein	nein	ja	ja
Italien	nein	0%	nein	ja	nein	nein	ja
Japan	ja	0%	nein	nein	ja	ja	nein
Kanada	nein	0%	ja	nein	ja	ja	nein
Niederlande	nein	0%	nein	ja	nein	nein	ja
Norwegen	nein	0%	ja	nein	nein	nein	ja
Österreich	nein	0%	nein	ja	nein	nein	ja
Portugal	nein	0%	nein	nein	nein	nein	ja
Schweden	nein	0%	nein	nein	nein	nein	ja
Schweiz	nein	0%	nein	ja	nein	nein	ja
Spanien	nein	0%	nein	ja	ja	ja	ja
USA	nein	0%	ja	nein	ja	ja	nein

Anmerkungen:
^{a)}La Porta et al. verzeichnen für Deutschland kein gesetzliches Bezugsrecht. Angesichts der Regelungen in § 186 AktG muss dies als Fehler angesehen werden und wurde hier berichtigt.

Quelle: La Porta et al. (1998, Tabelle 2).

Die von La Porta et al. zusammengestellten Daten zur rechtlichen Struktur der Corporate Governance haben sich – für ein erweitertes Sample von 49 Ländern, das neben den OECD-Ländern auch Schwellenländer etc. umfasst – in zahlreichen empirischen Untersuchungen als signifikante Einflussgrößen gezeigt. So argumentieren die Autoren, dass die Größe der Aktienmärkte positiv mit den Aktionärsrechten korrelieren (La Porta et al. 1997). Insbesondere Länder, die auf der angelsächsischen Rechtstradition aufbauen, scheinen nach den empirischen Befunden der Autoren Vorteile für Aktiengesellschaften zu bieten.

Daneben gibt es statistische Belege (vgl. La Porta 1998, Tabelle 8), dass gute Aktionärsrechte mit der Aktionärsstruktur invers korrelieren. Die Interpretation dieses Zusammenhangs lautet: In den Ländern, in denen Aktionäre gegenüber dem Management in einer schlechten rechtlichen Ausgangsposition sind, lohnt sich ein Engagement für Investoren nur dann, wenn das betreffende Unternehmen starke Aktionäre besitzt, die aufgrund ihrer geballten Kontrollrechte ihre Interessen trotz der rechtlichen Situation durchsetzen können.

Beim Vergleich der OECD-Länder (Tabelle 2.3) fällt die besondere Position der angelsächsischen Länder Großbritannien und USA hinsichtlich der Besitzstruktur deutlich ins Auge.

Tabelle 2.3: Stimmrechtskonzentration im internationalen Vergleich

Quelle	Becht und Mayers (2000)				La Porta et al. (1999)	
	untersuchte Unternehmen	größter Investor (Median, in Prozent)	zweitgrößter Investor (Median, in Prozent)	drittgrößter Investor (Median, in Prozent)	untersuchte Unternehmen	Anteil der 3 größten Aktionäre (Mittel, in Prozent)
Österreich	50	52	2,5	^a	10	63
Belgien	140	56	6,3	4,7	10	57
Deutschland	372	57	^a	^a	10	42
Spanien	193	34,5	8,9	1,8	10	43
Frankreich ^b	40	20	5,9	3,4	10	33
Italien	214	54,5	5	2,7	10	58
Niederlande	137	43,5	7,7	^a	10	43
Schweden	304	34,9	8,7	4,8	10	28
Großbritannien ^c	207	9,9	6,6	5,2	10	22
USA (NYSE)	13.09	5,4	^a	^a	10	20
USA (NASDAQ)	28.31	8,6	^a	^a	10	

Anmerkungen: La Porta et al. untersuchen für jedes Land die 10 jeweils größten Unternehmen außerhalb des Finanzsektors. Becht und Mayer versuchen flächendeckend die im offiziellen Segment der Börse gehandelten Unternehmen zu erfassen. Auch hier werden nur Unternehmen außerhalb des Finanzsektors betrachtet. Der Median bezeichnet die Ausprägung, die den Schwerpunkt einer Verteilung definiert. Er gleicht dem statistischen Mittel für symmetrische Verteilungen.

^a Median liegt unter der Grenze für die Veröffentlichungspflicht.

^b Nur die Firmen des Aktienindex CAC werden untersucht.

^c Zufallsauswahl aus der Grundgesamtheit der gehandelten Unternehmen.

Nicht nur die Konzentration des Anteilsbesitzes differiert im internationalen Kontext, sondern, wie Tabelle 2.4 zeigt, auch die Struktur der Aktionäre. In Ländern mit großen Aktienmärkten fällt die geringe Verflechtung zwischen den Unternehmen des nicht-finanziellen Sektors auf. In Großbritannien befinden sich nur 4,1 % der Aktien selbst

wieder in Unternehmensbesitz. In den USA sind es 15,0 %. Frankreich und Deutschland mit ihren relativ kleinen Aktienmärkten haben im Vergleich hierzu extrem hohe Verflechtungen. In Deutschland befanden sich Ende 1995 ca. 42 % des Aktienbesitzes im Besitz von Unternehmen des nicht-finanziellen Sektors. In Frankreich waren es gar 58 %.

Ein Grund für den hohen Aktienbesitz der Unternehmen ist, dass andere Aktionäre fehlen. Insbesondere der geringe Anteil von Versicherungen und Pensionsfonds in Frankreich und Deutschland fällt auf und ist mitverursacht durch die starken gesetzlichen Rentenversicherungssysteme, die privates Sparen in Pensionsfonds in der Vergangenheit weitgehend entbehrlich gemacht haben.

Tabelle 2.4: Aktienbesitz im internationalen Vergleich (in Prozent des jeweiligen Gesamtumsatzes an Aktien)

	Deutschland	USA	Japan	Frankreich	Großbritannien
Finanzieller Sektor	30,3	44,5	35,8	8,0	52,4
Banken	10,3	0,2	13,3	4	2,3
Versicherungen, Pensionsfonds	12,4	31,3	10,8	1,9	39,7
Investmentfonds u.a.	7,6	13,0	11,7	2,0	10,4
Nicht-finanzieller Sektor	61,0	51,4	53,9	80,8	33,9
Unternehmen	42,1	15,0	31,2	58,0	4,1
Private Haushalte	14,6	36,4	22,2	19,4	29,6
Öffentliche Haushalte	4,3	0,0	0,5	6,4	0,2
Ausland	8,7	4,2	10,3	11,2	13,7
Anmerkungen: Stand Ende 1995.					

Quelle: Hopt/Baum (1997, S. 293).

2.3.3.2 Schutz der Fremdkapitalgeber

Die institutionellen Regelungen, wie sie in Tabelle 2.2 gegenübergestellt werden, stellen jeweils nur einen Teil eines nationalen Gesamtsystems der Corporate Governance dar. So stellt sich neben der Frage, wie das Unternehmensrecht (Minderheits-) Aktionäre schützt, die Frage nach der rechtlichen Stellung der Fremdkapitalgeber. Ein internationaler Vergleich der Konkursregeln zeigt (La Porta et al. 1998, S. 1134ff.), dass die relative Position deutscher Fremdkapitalgeber im internationalen Vergleich recht gut ist. Zusammen mit der deutschen Rechnungslegung, die mit ihrem starken Gewicht auf

dem Vorsichtsprinzip traditionell ebenfalls eher auf die Bedürfnisse von Fremdkapitalgebern denn auf die von Eigenkapitalgebern abgestimmt ist, ergibt sich ein komparativer Vorteil der Bankenfinanzierung gegenüber der börsenorientierten Eigenkapitalfinanzierung.

2.3.3.3 Kritische Beteiligungsgrenzen

Die rechtlichen Positionen von Fremdkapitalgebern und Anteilseignern sind ein wichtiger Erklärungsansatz für die Aktionärskonzentration. Eine andere, direktere Erklärung resultiert aus bestimmten kritischen Grenzen für den Anteilsbesitz (vgl. Becht 1997 und Becht/Mayer 2000). Empirisch auffallende Muster ergeben sich beispielsweise für Großbritannien, Deutschland und die USA.

- *Großbritannien.* Ein Anteilseigner, der mehr als 30 % der Aktien erwirbt, muss – wie dies erst seit kurzem in Deutschland der Fall ist¹ – eine Übernahmeangebot für alle ausstehenden Aktien aussprechen. Weil dies von vielen Investoren vermieden wird, liegen überproportional viele Anteile knapp unter der 30 %-Schwelle. Nur ca. 5 % der britischen Unternehmen haben einen Aktionär mit mehr als 30 % der Stimmrechte (vgl. Becht und Mayer 2000, Abbildung 9).
- *Deutschland.* Kritische Stimmrechtsgrenzen sind 25 %, 50 % und 75 %. Diese Stimmanteile sind notwendig, um Satzungsänderungen zu blockieren, Mehrheitsentscheidungen zu erwirken bzw. Satzungsänderungen zu bewerkstelligen. Viele Anteilseigner halten gerade so viele Aktien, wie nötig sind, um diese Grenzen zu erreichen.
- *USA.* Anteilseigner ab 10 % werden von der US Börsenaufsicht (SEC) als "Insider" angesehen. Dabei spielt es für die SEC keine Rolle, ob tatsächlich Insiderinformationen vorliegen. Sobald die 10 %-Grenze überschritten ist, wird die Liquidität der Aktien eingeschränkt, da alle Transaktionen der strengen Kontrolle seitens der Börsenaufsicht unterliegen. Dies wird vielfach als Grund für die große Häufigkeit von Aktienpaketen zwischen 5 und 10 % und die geringe Häufigkeit größerer Aktienpakete angesehen (vgl. Becht 1997, Becht und Mayers 2000).²

¹ Vgl. Abschnitt 2.4.7.

² Roe (1994) führt die Hindernisse beim Aufbau von Stimmrechtsblöcken in den USA auf politische Bestrebungen der Unternehmensmanager zurück, sich der Kontrolle einflussreicher Aktionäre zu entziehen.

2.4 Neue gesetzliche Regelungen

In den letzten Jahren gab es in Deutschland und auf europäischer Ebene eine Fülle von gesetzlichen Neuregelungen und Entwürfen, welche die Rahmenbedingung der Corporate Governance spürbar verändert haben bzw. verändern werden. Dabei hat insbesondere das Ziel, in Europa einen freien Kapitalverkehr und Chancengleichheit der Unternehmen zu gewährleisten, zu einer Reihe von Bestrebungen bei der Harmonisierung des Unternehmensrechtes geführt. Ohne Zweifel hat die EU im Bereich des Unternehmensrechts wichtige Impulse gesetzt.

2.4.1 Erstes und Zweites Finanzmarktförderungsgesetz

Die Reformen der neunziger Jahre begannen mit dem Gesetz zur Verbesserung der Finanzmärkte (Finanzmarktförderungsgesetz) vom 22.02.1990, das u.a. eine Aufhebung der Börsenumsatzsteuer, der Gesellschaftsteuer und der Wechselsteuer gebracht hat.

Das "Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften" (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26. Juli 1994, mit dem das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel gegründet wurde, hat stringente Insiderregeln implementiert und erweiterte Offenlegungspflichten der Stimmrechte an börsennotierten Unternehmen festgelegt. Beides war durch Richtlinien auf der europäischen Ebene notwendig geworden, nämlich durch die Richtlinie zum Insider-Handel (89/592/EEC) sowie die Transparenz-Richtlinie (88/627/EEC).

2.4.2 Gesetz für kleine Aktiengesellschaften

Das Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts vom 2.8.1994 erleichtert die Gründung von Aktiengesellschaften und macht diese Rechtsform auch für kleinere Unternehmen attraktiver.

- Zur Gründung bedarf es nur mehr einer Person (anstatt mindestens fünf).
- AGs mit weniger als 500 Beschäftigten wurden im Hinblick auf die Mitbestimmungsregeln stets den gleich großen GmbHs gleich gestellt und brauchen in den Aufsichtsrat keine Arbeitnehmervertreter aufzunehmen.
- Die Einberufung der Hauptversammlung kann seither auch per eingeschriebenem Brief erfolgen, wenn alle Aktionäre namentlich bekannt sind.
- Sofern keine Beschlüsse gefasst werden, für die das Aktiengesetz qualifizierte Mehrheiten verlangt, kann auf eine notariell beurkundete Niederschrift der Hauptversammlung verzichtet werden.

2.4.3 KonTraG

Einen ganz wesentlichen Baustein für die Reform des deutschen Kapitalmarkts stellt das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27. April 1998 dar. Die wichtigsten Änderungen sind:

- Mehrstimmrechte erlöschen am 1.6.2003, außer die Hauptversammlung billigt ihre Beibehaltung mit Dreiviertelmehrheit. Besitzer von Mehrstimmrechten sind dabei ausgeschlossen (EGAktG § 5).
- Falls die Unternehmenssatzung Höchststimmrechte für Aktionäre oder Aktionärsgruppen vorsah, sind diese bei börsennotierten Gesellschaften zum 1.6. 2000 erloschen (EGAktG § 5).
- Für Aktiengesellschaften wird der Rückkauf von Aktien liberalisiert, sofern der Rückkauf nicht mehr als 10 % des Grundkapitals umfasst (AktG § 71 Abs. 1).
- Der Vorstand wird verpflichtet, Überwachungs- bzw. Frühwarnsysteme im Hinblick auf den Fortbestand der Unternehmung zu installieren (§ 91 AktG).
- Die Überlastung von Aufsichtsräten soll vermieden werden. Zwar bleibt die Höchstzahl der Mandate bei 10, dabei zählt aber seit dem KonTraG der Aufsichtsratsvorsitz doppelt, d.h., es können von einer Person maximal fünf Aufsichtsratsvorsitze ausgeübt werden (AktG § 100 Abs. 2).
- Die Anzahl der vorgeschriebenen Aufsichtsratssitzungen wurde erhöht (AktG 100 Abs. 3).
- Die Aufgaben des Aufsichtsrates umfassen nach AktG § 111 Abs. 2 nun auch die Bestellung des Abschlußprüfers für den Jahres- und Konzernabschluss nach § 290 HGB.
- Das KonTraG versucht den Einfluss der Banken zurückzuführen.
 - Sofern eine Bank in der Hauptversammlung eines Unternehmens eigene Stimmrechte (bei einem eigenen Anteilsbesitz von mehr als 5 %) ausübt, darf sie Stimmvertretungen für andere Aktionäre nur dann übernehmen, wenn der Aktionär ausdrückliche Weisungen zu den einzelnen Gegenständen der Tagesordnung gegeben hat (AktG §135 Abs. 1).
 - Banken, die Aktionären ein Angebot der Stimmvertretung machen, haben auch auf andere Möglichkeiten der Vertretung hinzuweisen (AktG § 135 Abs. 2).
 - Banken müssen alle Aufsichtsratsmandate in großen Kapitalgesellschaften offen legen (HGB § 340 Abs. 4) sowie alle Beteiligungen an großen Kapitalgesellschaften, wenn der Stimmenanteil 5 % übersteigt.
- Sonderprüfungen bei verbundenen Unternehmen, die untersuchen sollen, ob eine beherrschende Unternehmung ihre Position zum Nachteil der beherrschten Unter-

nehmung ausgeübt hat, können aufgrund des KonTraG bereits von einer geringeren Kapitalminderheit (5 % bzw. 500.000 €) als bislang initiiert werden (AktG § 315).

- Wechselseitig beteiligten Unternehmen wird die jeweilige Stimmrechtsausübung bei der Wahl des Aufsichtsrates verboten (AktG § 328 Abs. 3).
- Börsennotierte Unternehmen müssen ihre Beteiligungen an allen großen Kapitalgesellschaften offen legen, sofern die betreffenden Stimmrechte 5 % übersteigen (HGB 285 Ziff. 11).

2.4.4 Das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz (KapAEG)

Das KapAEG vom 20. April 1998 erlaubt deutschen börsennotierten Unternehmen auf den Konzernabschluss nach HGB zu verzichten, wenn statt dessen ein Abschluss nach international anerkannten Standards aufgestellt wird (HGB § 292a). Damit wird eine Entwicklung unterstützt, die sich bereits am Markt abgezeichnet hatte. Bereits vor der Verabschiedung waren alle Unternehmen des Neuen Marktes aufgrund der Börsenregeln gezwungen, einen international anerkannten Abschluss vorzulegen. Auch zahlreiche Großunternehmen legten bereits vor dem Gesetz internationale Abschlüsse vor (vgl. Fußnote, Seite 46), mussten allerdings zusätzlich einen HGB Abschluss erstellen.

2.4.5 Die Steuerreform 2000

Auch die Steuerreform 2000 (Gesetz zur Senkung der Steuersätze und zur Reform der Unternehmensbesteuerung; StSenkG) hält wichtige Änderungen für die Rahmenbedingungen der Corporate Governance bereit. Der geänderte § 8b KStG sieht vor, dass Veräußerungserlöse, die Kapitalgesellschaften aus Anteilen an anderen Körperschaften oder Personenvereinigungen erzielen, seit dem Jahr 2002 von der Körperschaftsteuer befreit werden.

Damit wird es für Kapitalgesellschaften möglich, ihre Beteiligungen steuerneutral zu veräußern und der Entflechtung und Umstrukturierung der deutschen Unternehmenslandschaft stehen zumindest steuerlich keine Hindernisse mehr im Weg.

2.4.6 Namensaktiengesetz

Anfang 2001 trat das neue Namensaktiengesetz in Kraft, das es Unternehmen erlaubt, die bisherigen Aktionärsbücher durch elektronische Register zu ersetzen. Das Gesetz impliziert mit seiner Stärkung der Namensaktie eine gewisse Annäherung an angelsächsische Gepflogenheiten, da diese in den USA und Großbritannien den Standard darstel-

len. In Deutschland hingegen sind Namensaktien außerhalb der Versicherungsindustrie immer noch die Ausnahme.

Die Verwendung der Namensaktie ermöglicht in den USA und in Großbritannien nicht nur die direkte Kommunikation des Unternehmens mit seinen Aktionären. In den USA können die Verteilerlisten auch zur Kommunikation zwischen Aktionären verwendet werden, etwa um Mitteilungen an die Mitaktionäre verschicken zu lassen und um dabei Stellung zur Unternehmenspolitik zu nehmen und Koalitionen zu bilden.

Die Kommunikation der Aktiengesellschaft mit seinen Aktionären ist in Deutschland aufgrund der Dominanz der Inhaberaktie stark auf die Zuleitung von Unternehmensinformationen über die Depotbanken abhängig. Die Kommunikation zwischen den Aktionären wird nicht unterstützt.

2.4.7 Die EU-Übernehmerichtlinie und das deutsche Übernahmegesetz

Nach mehr als zehn Jahren des Tauziehens um eine Europäische Übernehmerichtlinie hat der Europäische Rat mit seiner gemeinsamen Position vom 19. Juni 2000 (Common Position (EC) No. 1/2001) dem Prozess ein neues Momentum verliehen. Kernpunkt der geplanten Richtlinie ist die Gleichbehandlung der Aktionäre eines Übernahmeziels,¹ sowie die verbindliche Notwendigkeit eines Übernahmeangebots an die anderen Anteilseigner, falls ein Aktionär durch seine Zukäufe einen bestimmten Stimmenanteil überschreitet. Die Bestimmung des Stimmenanteils, bei dem ein Übernahmeangebot gemacht werden muss, verbliebe im Ermessen des Mitgliedstaats, der den Übernahmekandidaten beheimatet. Um die näheren Regeln hinsichtlich der Übernahmeangebote einschließlich der Schwelle für ein obligatorisches Angebot festzulegen, sind die Mitgliedstaaten nach dem Richtlinien-Entwurf gehalten, nationale Regeln zu entwerfen. Trotz der gemeinsamen Position konnte die Richtlinie noch nicht verabschiedet werden. Das Europäische Parlament hat am 13. Dezember 2000 die Zustimmung verweigert.² Einer revidierten Fassung des Vermittlungsausschusses wurde vom Europäischen Parlament am 4. Juli 2001 wiederum die Unterstützung versagt. Eine neue Initiative für

¹ Sofern diese Aktionäre Aktien der gleichen Klasse besitzen.

² Das Europäische Parlament hatte gleichzeitig eine eigenen Position mit zahlreichen Nachbesserungen beschlossen, die insbesondere die Rechte der Arbeitnehmer im Übernahmeprozess betont und es dem Management erlaubt, Gegenmaßnahmen hinsichtlich den Übernahmebestrebungen zu ergreifen. Für eine ausgezeichnete Diskussion der Für und Wider der Neutralitätspflicht für das Management eines Übernahmekandidaten vgl. Mülbart und Birke (2000).

eine neuerlich revidierte Fassung wird auf der Basis der Gutachtens erwartet, das von einer Expertengruppe im Auftrag der EU-Kommission im Januar vorgelegt wurde.¹

Ungeachtet der Blockade auf EU-Ebene hat Deutschland am 15. November 2001 das Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und Unternehmensübernahmen beschlossen. Nach britischem Vorbild wird die Schwelle, ab der ein Hauptaktionär ein Übernahmeangebot unterbreiten muss, auf 30 % der Stimmrechte festgelegt. Anders als im Richtlinien-Entwurf wird es dabei dem Vorstand des Übernahmeziels erlaubt, Gegenmaßnahmen zu ergreifen, wenn entweder der Aufsichtsrat zustimmt oder falls ein bis zu 18 Monate alter Hauptversammlungsbeschluss (Vorratsbeschluss) vorliegt, der solche Gegenmaßnahmen zulässt.

Mit dem Übernahmegesetz ergibt sich eine neue gesetzliche Grundlage für die Abfindung von Minderheitsaktionären auch ohne deren Zustimmung („Squeeze Out“), falls ein Mehrheitsaktionär mit mindestens 95 % der Aktien das Ausscheiden der Minderheitsaktionäre verlangt.² Damit wird die zwangsweise Abfindung von Minderheitsaktionäre auch außerhalb einer Konzerneingliederung (AktG §§ 319–327) möglich. Das von der High Level Group of Company Law Experts (2002) für eine EU-Richtlinie geforderte Recht der Minderheitsaktionäre auf ein Ausscheiden („Sell Out“) gegen Abfindung, sofern der Hauptaktionär mehr als 90 bzw. 95% der Aktien besitzt, wird indes durch das deutsche Übernahmegesetz nicht implementiert.

2.4.8 Das Transparenz-und Publizitätsgesetz

Auf der Basis einer vom Bundeskanzler initiierten Expertenkommission und deren Ergebnisse³ hat das Justizministerium im November 2001 den Entwurf eines Transparenz- und Publizitätsgesetz vorgelegt, der am 6. Februar 2002 von der Bundesregierung gebilligt wurde. Kernstück des Entwurfes ist die Pflicht börsennotierter Gesellschaften eine jährliche „Entsprechenserklärung“ abzugeben, die Auskunft gibt, ob und inwieweit sich die jeweilige Gesellschaft an einen Deutschen Corporate Governance Kodex hält. Der Entwurf eines solchen Kodex liegt ebenfalls bereits vor.⁴

¹ High Level Group of Company Law Experts (2002).

² Eine solche Regelung wird auch von der genannten Expertengruppe für die EU-Richtlinie empfohlen.

³ Regierungskommission Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts (2001).

⁴ Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2001).

Über diese reine Erklärspflicht hinaus werden aber auch gesetzliche Publizitätsvorschriften erweitert. So sollen die im Anhang des Jahresabschlusses veröffentlichten Bezüge der Leitungsgremien in Zukunft nicht nur die laufenden Barbezüge umfassen, sondern auch die aktienbasierten Vergütungen, wie sie sich aus Aktienoptionsprogrammen ergeben.

Zahlreiche Regelungen des Entwurfes dienen dazu, die deutsche Konzernrechnungslegung an internationale Standards anzugleichen. So soll beispielsweise durch die Änderung des § 308 Abs. 3 HGB die umgekehrte Maßgeblichkeit der Steuerbilanz für den Konzernabschluss aufgegeben werden.

2.4.9 Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz

Die Bundesregierung hat am 14. November 2001 den umfangreichen Entwurf des Finanzministeriums zu einem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz gebilligt. Es sieht u.a. eine Flexibilisierung des Börsenrechts und eine Überarbeitung zahlreicher Bestimmungen des Wertpapierhandelsgesetz vor. Aus der Sicht der Corporate Governance Problematik ist die geplante Anspruchsgrundlage (WPHG §§ 37 b und 37 c) herauszustellen. Sie begründet für Anleger einen möglichen Anspruch auf Schadensersatz, falls eine Aktiengesellschaft unwahre kursbeeinflussende Tatsachen veröffentlicht bzw. wesentlich oder grob fahrlässig kursbeeinflussende Tatsachen nicht veröffentlicht.

2.4.10 Die Europäische Aktiengesellschaft

Ab dem Jahr 2004 soll es für Unternehmen in der EU möglich werden, sich in eine Europäische Aktiengesellschaft („Societas Europaea“ – SE) umzuwandeln bzw. sich zu einer solchen zu fusionieren.¹ Das Institut der Europäischen Aktiengesellschaft soll sicherstellen, dass die rechtliche Gliederung von Unternehmen sich nicht nach nationalen Grenzen innerhalb der EU richten muss, sondern ganz auf ökonomische Zweckmäßigkeiten abgestellt werden kann.

Für die Rechtsform der SE geben die Bestimmungen auf EU-Ebene nur einen groben Rahmen. Viele der für die Corporate Governance wichtigen Details können und werden durch nationale Bestimmungen ergänzt werden. Maßgeblich ist dabei jeweils das Land, in dem die SE ihren einheitlichen Unternehmenssitz hat. Weil der Unternehmenssitz innerhalb der EU durch die Gesellschaft unter Wahrung der Interessen von Minder-

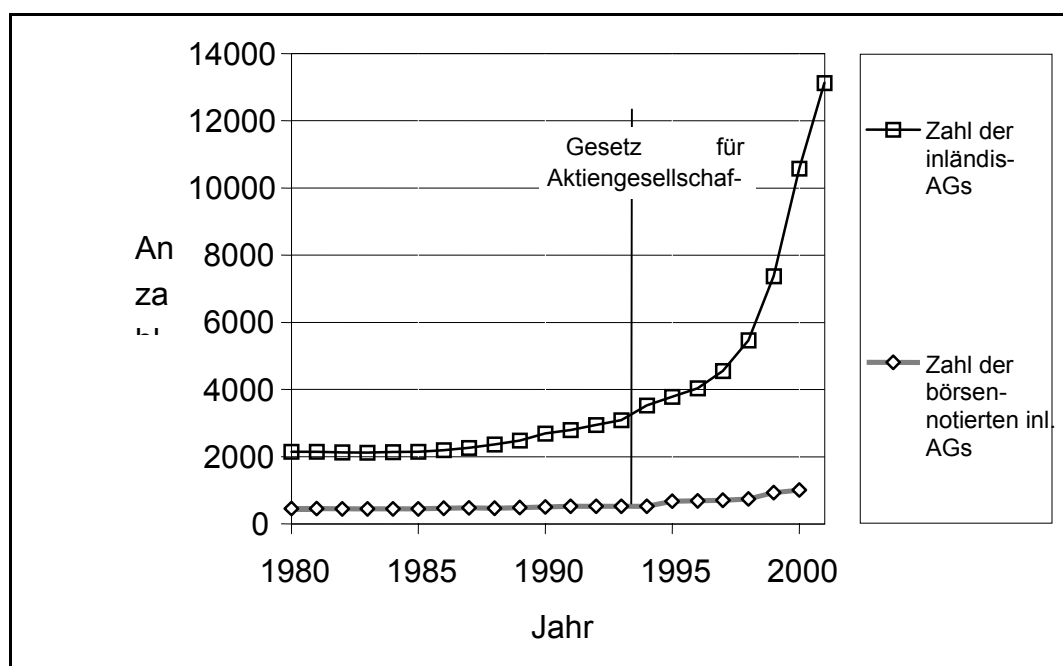
¹ Verordnung des Europäischen Rates 2157/2001 und Richtlinie 2001/86/EG vom 8. Oktober 2001.

heitsaktionären frei gewählt und verlegt werden kann, entsteht ein erhöhter Wettbewerb zwischen den Corporate-Governance-Systemen der Nationalstaaten.¹

2.4.11 Entwicklungstendenzen auf der Basis der Gesetzesnovellierungen

Die Gesetzesänderungen haben zum Ziel, zahlreiche Aspekte des angelsächsischen Modells zu imitieren, das sich erfolgreich in der Schaffung ergiebiger Eigenkapitalmärkte erwiesen hat. Es ist zu erwarten, dass viele der neuen Regelungen tatsächlich zu einer Stärkung des Kapitalmarktes beitragen. Die neue Transparenz erhöht das Vertrauen von Minderheitsaktionären und senkt dadurch die Kapitalkosten der Unternehmen. Das KonTraG hat darüber hinaus die Verantwortung des Aufsichtsrates gegenüber den Aktionären deutlich gestärkt. So verzeichnet die Versicherungsindustrie derzeit eine spürbare Belebung der Nachfrage nach entsprechenden Haftpflichtversicherungen, auch wenn quantitative Statistiken in diesem kleinen Segment der Versicherungsindustrie bislang fehlen.

Abbildung 2.3: Die Zahl der inländischen AGs



Anmerkung: Zahl der AGs zum jeweiligen Jahresende.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Beihefte zu den Monatsberichten, Kapitalmarktstatistik, Februar 2001, S. 46 und Dezember 2001, S. 46, Deutsche Börse, Fact Book 1999, Edwards/Fischer (1994, S. 77).

¹ Die Auswirkungen einer Verlagerung des Unternehmenssitzes auf die Mitbestimmungsregelungen werden indes durch die Richtlinie 2001/86/EG beschränkt.

Ein Erfolg war insbesondere die Einführung der kleinen AG. Abbildung 2.3 verdeutlicht die Entwicklung hin zur AG, die sich insbesondere nach der Reform deutlich beschleunigt hat. Zwar drängen beileibe nicht alle neugegründeten AGs direkt an die Börse. In der Tat werden die meisten AGs nicht in Hinblick auf einen Börsengang gegründet. Oft steht in der Praxis der Aspekt im Vordergrund, dass die AG gute Möglichkeiten bietet, um (leitende) Mitarbeiter am Unternehmen zu beteiligen und damit zu motivieren. Trotzdem bildet der Strom neuer Aktiengesellschaften über die Zeit einen weiten Pool zukünftiger Börsenkandidaten.

Wie angeführt könnte das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft zu einem verstärkten Systemwettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten führen, weil es den in dieser Organisationsform arbeitenden Unternehmen relativ leicht gemacht wird, das Sitzland zu wechseln. Die Situation könnte damit vergleichbar werden mit der in den USA. Auch dort findet ein Wettbewerb zwischen Bundesstaaten mit differierenden Rechtsrahmen für Aktiengesellschaften um den Unternehmenssitz statt. Dieser Wettbewerb hat dazu geführt, dass mehr als die Hälfte aller gelisteten U.S.-Unternehmen ihren Sitz in Delaware gewählt haben, einem kleinen Bundesstaat, der für die realen Operationen der meisten Unternehmen kaum eine Rolle spielt.¹ Zahlreiche Ökonomen haben die Befürchtung geäußert, dass die Wahl des Unternehmenssitzes eher den Interessen der Top-Manager entspricht als den Interessen der Aktionäre. Vor diesem Hintergrund steht Delaware seit geraumer Zeit im Verdacht, seine Attraktivität vornehmlich aus laxen Anforderungen an Transparenz- und Sorgfaltsniveaus des Managements zu beziehen (vgl. Cary 1974). Diese Sichtweise ist allerdings aus empirischer Sicht mehr als fraglich. Eine großangelegte empirische Studie, die die Performance von Unternehmen mit Sitz in Delaware mit anderen U.S.-Firmen untersucht (Daines 2001), kommt zu dem Ergebnis, dass Aktionäre vom Bundesstaat Delaware profitieren. Die Unternehmensperformance von Unternehmen, die ihren Sitz in Delaware haben, ist eher besser denn schlechter als bei Unternehmen mit einem anderen Unternehmenssitz. Dies deutet darauf hin, dass die große Erfahrung der Gerichte in Delaware aber auch eine sinnvolle Gesetzgebung zu einer eher überdurchschnittlich guten Corporate Governance führen. Das amerikanische Beispiel lässt hoffen, dass aus Aktionärssicht der Wettbewerb zwischen den Systemen auch in Europa positive Folgen haben wird.

¹ Im Staat New York sind dem gegenüber nicht einmal 5% der gelisteten Unternehmen registriert.

2.5 Die Rolle dominanter Anteilseigner und die Bedeutung des Engagements der Eigentümer

Der internationale Vergleich hat die hohe deutsche Konzentration der Besitzanteile verdeutlicht. In den letzten Jahren wurde vielfach der Frage nachgegangen, ob eine konzentrierte Eigentümerstruktur für die Unternehmensperformance eher förderlich oder abträglich ist. Wie oben dargestellt, ist die Antwort aus theoretischer Sicht nicht eindeutig. Durch die Konzentration erhöht sich zwar vermutlich die Kontrollintensität, der sich das Management ausgesetzt sieht. Gleichzeitig ergeben sich jedoch potentiell Konflikte zwischen den Aktionären mit unterschiedlichem Anteilsbesitz. Auch die Risiko-diversifikation der Anteilseigner wird aufgrund der Konzentration vernachlässigt.

Eine Mehrzahl der empirischen Studien, die sich mit deutschen Aktiengesellschaften beschäftigen, kommen zu einem tendenziell positiven Effekt der Konzentration auf die Unternehmensperformance (Cable 1985, Gedajlovic und Shapiro 1998, Nibler 1998, Edwards/Nibler 2000, Gorton und Schmid 2000b, Edwards/Weichenrieder 2000).¹ Allerdings zeigt sich ein positiver Effekt nicht in allen Fällen, sondern er hängt stark vom Typ des Investors ab. Eher negative denn positive Effekte großer Aktienpakete lassen sich dann erwarten, wenn der Hauptaktionär eine staatliche Institution ist.² In diesem Fall gilt das umgekehrte: je größer der Hauptaktionär, desto schlechter die Unternehmensperformance. Unternehmen, deren Hauptaktionär eine Bank oder eine Familie ist, scheinen aber nach den meisten Studien von dessen Dominanz zu profitieren. Demgegenüber sind Hauptaktionäre, die selbst wiederum Unternehmen sind, weder im positiven noch im negativen Sinn auffällig (Edwards/Weichenrieder 2000).

Die empirische Beobachtung einer erhöhten Profitabilität von Unternehmen mit starken Hauptaktionären legt für deren Einflussnahme auf das Management eine positive Rolle nahe. Sie impliziert indes noch nicht, dass sich diese Hauptaktionäre nicht zusätzlich private Vorteile auf Kosten von Minderheitsaktionären verschaffen können (vgl. Abschnitt 2.1.1). Die empirische Analyse zeigt für Unternehmen, in denen der Kontroll-

¹ Ein Teil der Studien verwendet als Maß der Unternehmensperformance Daten aus der Rechnungslegung (Return on Equity, Return on Assets) ein Teil verwendet Börsendaten (Marktkapitalisierung als Maß für erwartete Dividendenerträge der Unternehmen). Keinen signifikanten Effekt der Aktionärsstruktur konstatieren Chirinko und Elston (2000, Tabelle 5.1), die als erklärende Variable auch nur eine einzige Dummy-Variable verwenden, die den Wert eins annimmt, wenn ein Hauptaktionär mehr als 50 % hält bzw. eine Gruppe von Aktionären mehr als 75 %. Gegenläufige Effekte finden sich in der Studie von Lehman/Weigand (2001).

² Vgl. auch Picot und Kaulmann (1989), die Ähnliches für ein internationales Sample von Unternehmen feststellen.

einfluss (Stimmrechte) von Hauptaktionären in Relation zu ihren Dividendenrechten (die im wesentlichen den Kapitalanteilen entsprechen) hoch ist, eine – gemessen am Shareholder Value – Verschlechterung der Unternehmensperformance (Edwards/Weichenrieder 2000).¹ Dies ist ein Indiz dafür, dass die Kontroll- bzw. Stimmrechte *auch* zur Nutzung privater Vorteile des Hauptaktionärs eingesetzt werden, wenngleich dieser Effekt in der Gesamtbetrachtung nicht dominiert. Aus theoretischer Sicht lässt sich der positive Gesamteffekt dadurch erklären, dass im Normalfall mit starken Kontrollrechten auch bedeutsame Dividendenansprüche einhergehen. Diese Dividendenansprüche zügeln den Appetit an privaten Vorteilen und lenken die Ausübung der Kontrollrechte in Bahnen, die auch aus der Sicht von Minderheitsaktionären willkommen sind.²

Der in der Finanzierungsliteratur gebräuchliche Begriff der privaten Vorteile ("private benefits") ist in diesem Zusammenhang weit zu interpretieren. Ein privater Vorteil des Hauptaktionärs könnte z.B. die Durchführung eines besonders prestigeträchtigen Investitionsprojekts sein, das aber zu Lasten der Dividendenerwartungen geht. An Betrug grenzende Aktivitäten, wie sie auf in der Fußnote auf Seite 44 beschrieben werden, dürften eher die Ausnahme bilden.

Eine Möglichkeit, den Zusammenhang zwischen Aktionärsstruktur und Corporate Governance dingfest zu machen, ist es – wie dies in den oben zitierten Studien getan wurde – einen Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Aktionärsstruktur herzustellen. Eine Alternative besteht darin, Unterschiede in der Unternehmenspolitik und Führungsstruktur zu analysieren. Auch hierzu kann im folgenden auf mehrere Studien zurückgegriffen werden.

2.5.1 Eigentümerstruktur, Diversifizierung und Dividendenpolitik

Deutsche Aktiengesellschaften mit konzentrierten Eigentümerstrukturen sind tendenziell weniger diversifiziert in ihren Geschäftsfeldern (Gedajlovic und Shapiro 1998) und schütten einen höheren Anteil ihrer Gewinne als Dividenden aus (Gugler und Yurtoglu 2000). Vor dem Hintergrund theoretischer Studien, die die Managementinteressen vornehmlich im Bereich Unternehmenswachstum und -sicherheit sehen, deuten diese Beobachtungen auf eine verbesserte Kontrolle des Managements in solchen Unternehmen hin.

¹ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Claessens et al. (1999) für asiatische Unternehmen.

² Vgl. Jensen/Meckling (1976) und Edwards/Weichenrieder (2000).

2.5.2 Eigentümerstruktur und Managerentlohnung

Ein Indiz dafür, dass konzentrierter Aktienbesitz, insbesondere wenn er sich in Familienbesitz befindet, zu einer verbesserten Corporate Governance führt, resultiert aus der Betrachtung der Vorstandsentslohnung.¹ Wenger und Kaserer (1998) analysieren hierzu die Optionsprogramme, die zwischen Januar 1995 und August 1997 von börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften eingeführt wurden. Programme in solchen Unternehmen, die sich zu einem Großteil im Familienbesitz befanden, erwiesen sich dabei in besonderem Maße als geeignet, die Interessen des Unternehmens auf den Shareholder Value abzustimmen.

Dagegen waren Optionsprogramme von Unternehmen, die sich im Besitz anderer Unternehmen bzw. in Streubesitz befanden, wenig hilfreich, dieses Ziel zu erreichen. Oftmals ergeben sich aus diesen Programmen auch dann massive Vorteile für das Management, wenn die Performance der eigenen Aktie weit unter dem Branchen- oder Gesamtindex verbleibt. Eine Ausrichtung auf den Shareholder Value kann damit kaum oder aus der Sicht der Aktionäre nur extrem teuer erkaufte werden.²

2.5.3 Eigentümerstruktur und Vorstandswechsel

Ein möglicher Grund für eine insgesamt positive Wirkung starker Hauptaktionäre kann in deren aktivem Kontrollverhalten gegenüber dem Vorstand und Aufsichtsrat begründet liegen. Kaplan (1994) wie auch Franks und Mayer (2000) gehen in diesem Zusammenhang der Frage nach, welchen Einfluss die Aktionärsstruktur auf die Häufigkeit von Wechseln in Vorstand und Aufsichtsrat etwa in Verlustjahren hat. Die empirischen Analysen für Deutschland zeigen indes keinen signifikanten Unterschied zwischen Unternehmen mit konzentrierter und diversifizierter Aktionärsstruktur.

Allerdings ist es aus theoretischer Sicht auch unklar, welcher Effekt zu erwarten ist. Eine kontrollintensive Struktur erhöht zwar einerseits die Wahrscheinlichkeit, dass ein eigennützig agierendes Management von den Anteilseignern identifiziert und mit der Abbestellung bedroht wird. Andererseits kann der Disziplinierungseffekt der Kontrolle sowie der erhöhte Informationsfluss in Unternehmen mit konzentriertem Anteilsbesitz die Notwendigkeit solcher Sanktionen auch reduzieren.

¹ Für eine jüngere Untersuchungen zur Erfolgsabhängigkeit von deutschen Vorstandsgehältern vgl. Schwalbach (1999).

² Die Studie von Wenger und Kaserer leidet darunter, dass nur eine eng begrenzte Anzahl von Unternehmen untersucht wurde. Ähnliche Effekte konzentrierten Aktienbesitzes wurden jedoch für die USA kürzlich auf der Basis umfangreicherer Daten bestätigt (Bertrand und Mullainathan 2000).

2.5.4 Banken als Anteilseigner und Kreditgeber von Unternehmen

Die Rolle der Banken im deutschen System der Corporate Governance wird seit Jahrzehnten heiß diskutiert, und die Einschätzungen über diese Rolle gehen weit auseinander. Kritiker vermuten, dass deutsche Universalbanken aus der gleichzeitigen Stellung als Anteilseigner, Ausübende von Depotstimmrechten, Inhaber von Aufsichtsratsmandaten und Kreditgeber in Interessenskonflikte zu Lasten anderer Aktionäre verwickelt sind.¹ Im Gegensatz zu anderen Aktionären könnte man vermuten (vgl. Mülbert 1998, S. 478),

- dass Banken ein höheres Interesse am Wachstum der abhängigen Unternehmung haben, damit die Kreditvergabe mitwachsen kann,
- dass Banken sichere Geschäftsstrategien bevorzugen, damit vergebene Kredite auch zurückgezahlt werden können,
- dass der Bankeneinfluss zu einer erhöhten Kreditquote führt,
- und dass Banken versuchen, Unternehmen vom Börsengang abzuhalten, um eine u.U. dominante Position als Kapitalgeber zu behalten.

Demgegenüber sehen manche angelsächsische Beobachter (z.B. Porter 1992) in den deutschen Banken kundige, engagierte und langfristige Anteilseigner, die in den USA und Großbritannien kaum existierten.

Diese konträren Meinungen wurden erst in den letzten Jahren durch zahlreiche empirische Studien konfrontiert, die versuchen, den Einfluss deutscher Banken quantitativ festzumachen. Wenngleich keineswegs alle Studien in ihren Resultaten übereinstimmen, so sind die meisten Befunde, wie oben bereits angemerkt, neutral bis positiv: Die Beteiligung von Banken an Unternehmen fördert eher die Unternehmensperformance als dass sie ihr schadet.² Während die von Banken selbst gehaltenen Anteile eine tendenziell positive Rolle für die Unternehmensperformance zu spielen scheinen, erweisen sich die von den Banken ausgeübten Depotstimmrechte dagegen als nicht statistisch signifikant (Gorton und Schmid 2000).

¹ Für eine detaillierte Auflistung der verschiedenen Argumente siehe auch Studienkommission Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft (1979, S. 74ff.).

² Eine Ausnahme ist die Studie von Wenger und Kaserer (1998), die zu dem entgegengesetzten Ergebnis kommt. Allerdings kontrollieren Wenger und Kaserer nicht für die Größe des Hauptaktionärs. Dies ist deshalb potentiell wichtig, als Banken meist Anteile an solchen Unternehmen halten, in denen die Aktionärskonzentration gering ist. Ebenfalls nur eine einfache Dummy-Variable für Bankbesitz verwenden Chirinko und Elston (2000), die weder einen negativen noch positiven Einfluss von Banken als Anteilseigner feststellen.

Nutzen Banken ihren Einfluss, um mehr Kredite zu verkaufen? Nach dem aktuellen Stand der Forschung muss eher von dem Gegenteil ausgegangen werden. Chirinko und Elston (2000) untersuchen den Bankeneinfluss, gemessen durch deren Anteilsbesitz und Aufsichtsratsvorsitze, auf 91 deutsche Unternehmen über die Periode 1966-1988. Es zeigt sich, dass der Bankeneinfluss sich tendenziell negativ auf die Bankkredite auswirkt. Ebenfalls einen negativen empirischen Zusammenhang konstatieren Schwiete und Weigand (1997).

Die Rolle der Banken als Anteilseigner von Großunternehmen wird voraussichtlich dem Trend der letzten Jahre folgen und sich weiter verringern. So verringerte z.B. die Deutsche Bank wichtige Beteiligungen wie im Falle Holzmann, Karstadt, Südzucker und Horten (Schröder und Schrader 1998, S. 30). Die Steuerreform 2001 dürfte hier zu diesem Trend zusätzlich beitragen.¹ Angesichts der vorliegenden empirischen Befunde kann nicht davon ausgegangen werden, dass dies direkt zu einer Verbesserung der Corporate Governance führt.

Während die Steuerreform und die erschwerte Ausübung von Depotstimmrechten (AktG §135 Abs. 1 und 2)² zu einer Minderung des Bankeneinflusses auf deutsche Unternehmen führen dürften, ergibt sich in naher Zukunft u.U. ein gegenläufiger Effekt aus der privaten Altersvorsorge (Riester-Rente). Die Förderung der privaten Altersvorsorge durch staatliche Zuschüsse verlangt eine Zertifizierung der Sparpläne. U.a. muss beispielsweise garantiert sein, dass die Auszahlung an den Sparer mindestens dem Nominalwert der Einzahlungen entspricht. Damit dürften zahlreiche international übliche Fondsmodelle der Altersversorgung (z.B. Indexfonds) ausscheiden und verstärkt Sparpläne des Banken- und Versicherungssektors das Angebot bestimmen. Soweit die dabei durch die Banken angelegten Gelder in deutsche Aktienwerte fließen, erhöhen sie die von Banken auszuübenden Stimmrechte.

2.5.4.1 Die Entwicklung der Hausbankfunktion

Abseits der Großunternehmen existiert keine Doppelfunktion der Banken. Die Rolle der Finanzinstitute beschränkt sich dort auf die Rolle des Kreditgebers.³ In diesem Segment

¹ Weil die Zahl der Aufsichtsratsmandate von Banken wesentlich durch die gehaltenen Eigenkapitalanteile erklärt wird (Edwards und Nibler 2000), wird sich im gleichen Zuge auch die Zahl dieser Mandate reduzieren.

² Zum KonTraG vgl. Abschnitt 2.4.3.

³ Ausnahmen bilden spezielle Capital Venture Töchter der Banken.

ist die Beziehung zwischen Banken und Unternehmen traditionell durch ihre Langfristigkeit geprägt. Dominierende Beziehung der Unternehmen mit ihrer Hausbank sind jedoch schon seit längerem in der Auflösung begriffen (vgl. Edwards und Fischer 1994, S. 136ff.).¹ Gerade die Unternehmen, die gute Risiken darstellen, versuchen die Chancen der Kreditmärkte zu nutzen, indem sie Kreditbeziehungen zu mehreren Unternehmen unterhalten. Die Abhängigkeit von einer Hausbank wird, ab einer signifikanten Unternehmensgröße, eher als Signal für ein schlechtes Kreditrisiko eingestuft und Banken scheinen es deshalb aus diesem Grund eher zu vermeiden, in die Rolle einer alleinigen Hausbank hineinzuwachsen (Edwards und Fischer 1994, S. 145), insbesondere auch deshalb, weil diese Position es Banken offensichtlich nicht erlaubt, höhere Zinsen zu verlangen (Elsas und Krahen 1998).

2.6 Investitionspolitik und Kapitalmarktorientierung

Die Fortentwicklung des deutschen Kapitalmarktrechts wird durch die verbesserte Transparenz die Bedeutung des deutschen Aktienmarktes weiter stärken. Hinzu kommt die steigende Bedeutung der kapitalgedeckten Alterssicherung, die dem Kapitalmarkt mittel- und langfristig weitere Finanzierungsmittel zuführen dürfte. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob diese Entwicklung hin zu einem marktkontrollierten Corporate Governance System zu einer verstärkten Kurzsichtigkeit der unternehmerischen Investitionspläne führen wird.

Insbesondere in amerikanischen Managerkreisen ist es eine oft geäußerte Klage, dass der Aktienmarkt mit einer zu starken Orientierung an kurzfristiger Profitabilität und Vierteljahreszahlen die Unternehmen zu einem kurzfristigen Denken anhält und dadurch die langfristige Performance von Unternehmen gefährdet (vgl. Porter 1992).

Investitionen wie z.B. Werbeaufwendungen, F&E-Ausgaben, Fortbildungen für Mitarbeiter dürfen meist nicht aktiviert werden und reduzieren den laufenden Bilanzgewinn. Auf der einen Seite erschwert dies die „Bilanzkosmetik“ von Unternehmen. Auf der anderen Seite besteht aber die Gefahr, dass investitionsbedingte Gewinneinbrüche von den Investoren als schlechtes Signal mißverstanden werden und den Aktienkurs unter

¹ Die Tatsache, dass Unternehmen Kontakte zu mehreren Banken suchen, bedeutet allerdings noch nicht, dass nicht mit einer Bank besondere, langfristige Beziehungen unterhalten werden (Elsas/Krahen 1998).

Druck setzen.¹ Damit dieses Ergebnis vermieden wird, müssen Investoren Informationen über das Ausmaß der (nicht-aktivierten) Investitionen besitzen.

Aber auch wenn alle Investitionen von ihrer Größenordnung transparent sind, wird trotzdem das Informationsproblem zwischen Unternehmen und Investoren noch nicht gelöst. In diesem Falle besteht allerdings paradoxerweise eher die Gefahr, dass sogar zu viele langfristige Investitionen resultieren. Unter Umständen lohnt es sich für das Management, zu hohe Investitionen zu tätigen, um nicht in den Verdacht schlechter Gewinnaussichten zu geraten (Bebchuk und Stole 1993, S. 725).

Die umfangreichen empirischen Befunde zum amerikanischen und britischen Aktienmarkt zeigen kaum einen Anhaltspunkt dafür, dass Unternehmen, die umfangreiche langfristige Investitionen, etwa in Forschung und Entwicklung, verzeichnen, durch einen geringeren Aktienkurs bestraft werden. Das Gegenteil trifft tendenziell zu. Der Markt unterbewertet solche Unternehmen, die hohe laufende Gewinne ausweisen und überbewertet Unternehmen mit geringen aktuellen Gewinnen aber hohen Gewinnerwartungen.² Gerade wenn man sich die (zumindest bis vor kurzem) euphorische Bewertung von Technologieunternehmen mit jahrelangen Verlusten ins Gedächtnis ruft, wird dieser Befund nicht unplausibel erscheinen.

Obwohl vom Kapitalmarkt kein spezieller Druck auf langfristig agierende Unternehmen zu erwarten ist, so scheint doch die Hinwendung zu Shareholder Value Ansätzen durch das Management mitunter mit Überreaktionen einher zu gehen. Dazu zählt insbesondere, dass deutsche Vorstände vermehrt sehr hohe interne Mindestrenditen für die einzelnen Geschäftsbereiche fordern.

2.7 Familienunternehmen und die Rahmenbedingungen für Nachfolgeregelungen

Von den deutschen Unternehmen mit einem Umsatz von mehr als 100.000 DM dürften mehr als 90 % inhabergeführt sein (Schröder und Freund 1999, S. 13). Für die Mehrzahl der deutschen Unternehmen treffen die klassischen Corporate Governance Probleme –

¹ Für eine formale Argumentation, wie unter diesen Annahmen Kurzsicht resultiert, vgl. Stein (1989) oder Bebchuk und Stole (1993). Ein anderer Grund für kurzsichtiges Verhalten kann resultieren, wenn es aufgrund von Informationsasymmetrien für das Unternehmen dienlich ist, möglichst schnelle Erfolge vorzuweisen (Narayanan 1985, Webb 1993).

² Z.B. Hall und Hall (1993). Einen ausführlichen Überblick der empirischen Literatur bietet Marsh (1992).

resultierend aus einer Trennung von Eigentum und Kontrolle – folglich kaum zu. Im Gegenzug ergibt sich jedoch das oft drängende Problem der Unternehmensnachfolge bei altersbedingtem oder sonstigem Ausscheiden des bisherigen Inhabers.

Da es auf dem Gebiet der Unternehmensnachfolge keine offiziellen Statistiken gibt, basieren die meisten Prognosen auf einer relativ begrenzten Stichprobe befragter Unternehmen, die dann für Hochrechnungen verwendet wird.¹ Danach dürften in Deutschland derzeit jährlich über 70.000 Unternehmen einen Nachfolger suchen. Tabelle 2.5 zeigt eine quantitative Prognose über die verschiedenen Lösungen. Positiv fällt auf, dass die Stilllegung (mit einem eventuell damit einhergehenden Verlust an Arbeitsplätzen) selten zu sein scheint.²

Tabelle 2.5: Prognose der Nachfolgelösungen (in Prozent)

Umsatzklasse des Unternehmens (in DM)	Nachfolge aus der Eigentümerfamilie	Nachfolger aus dem Unternehmen	Nichtfamilienmitglieder von außerhalb	Verkauf	Stilllegung
100.000 bis 500.000	35	13	17	25	10
500.000 bis 1 Mio.	50	15	15	15	5
1 Mio. bis 5 Mio.	55	10	10	22	3
5 Mio. bis 25 Mio.	60	15	12	10	3
über 25 Mio.	48	15	23	12	2

Anmerkungen: Prognosezeitraum ist 1999 bis 2003. Aufgrund der Datenlage ist eine Überprüfung der Prognose für die bereits abgelaufenen Jahre 1999-2001 nicht möglich.

Quelle: Schröder und Freund (1999, S. 22).

2.7.1 Beratungsangebot und Internetmärkte

Die Suche nach externen Nachfolgern wird zunehmend durch Internet-Börsen erleichtert.³ Auch der Markt für Fortbildungs- und Beratungsleistungen findet sich im starken Aufwind (Gruhler 1998, S. 15 ff.). Unternehmensberater sehen ihre Aufgabe vorwie-

¹ Vgl. Albach (2000), Schröder und Freund (1999), Freund (1999).

² Entsprechende frühere Schätzungen der Prozentsätze haben sich deutlich nach unten korrigiert. Vgl. Gruhler (1998, S. 7). Eine gesetzliche Erleichterung bei der Fortführung beinhaltet das Handelsrechtsreformgesetz (HRefG) vom 1. Juli 1998. Danach führt der Tod, die Kündigung und der Konkurs eines Gesellschafters gemäß § 131 Abs. 2 HGB nun nicht mehr zur Auflösung der Gesellschaft, sondern nur noch zum Ausscheiden des Gesellschafters. Die praktische Relevanz ist jedoch gering, weil Fortführungsklauseln im Gesellschaftervertrag bereits vor der Novellierung das Problem die Regel waren.

³ Vgl. z.B. www.change-online.de, www.unternehmensboerse.com und die Angebote der einzelnen IHKS.

gend (a) in dem Herstellen eines Kontakts zum Nachfolger, (b) als neutraler Moderator, (c) und als Begleiter im Nachfolgeprozess. Darüber hinaus spielt das Übernahmekonzept, die Ermittlung von Unternehmenspotentialen, die Unternehmensbewertung und die Prüfung alternativer Nachfolgevarianten eine große Rolle. Unternehmensberater werden vorzugsweise bei Unternehmen mit mehr als 5 Mio. DM Umsatz eingeschaltet. (Schröer und Freund 1998, S. 53).

2.7.2 Unternehmensnachfolge und kleine AG

Eine potentielle Erleichterung der Unternehmensnachfolge bietet die kleine Aktiengesellschaft, wie sie seit 1994 möglich ist (vgl. Abschnitt 2.4.2). Die Rechtsform der Aktiengesellschaft ermöglicht die Trennung von Geschäftsführung und Leitung und erlaubt es, sukzessive Anteile an die Nachfolger zu übertragen (vgl. Schröer und Freund 1999, S.86ff.) und gegebenenfalls eine zeitliche Lücke zwischen Ausscheiden und möglicher familieninterner Nachfolge zu schließen (Gruhler 1998, S. 23).

Die Einführung der kleinen AG dürfte einen maßgeblichen Anteil daran gehabt haben, dass die Zahl der Aktiengesellschaften seit 1994 explodiert ist (vgl. Abbildung 2.3). Bislang fällt der (kleinen) Aktiengesellschaft in der Nachfolgepraxis jedoch eine noch sehr untergeordnete Rolle zu. Unternehmensberater haben (noch) Schwierigkeiten, abtretende Inhaber zu einer Rechtsform zu überzeugen, die lange Jahre vorwiegend Großkonzernen vorbehalten war. Der attraktivste Grund für einen Rechtsformwechsel zur AG liegt für viele Unternehmen in der Möglichkeit, die Mitarbeiter und Führungskräfte sukzessive am Unternehmen zu beteiligen und dadurch zu motivieren. Gerade unter den Dienstleistungsunternehmen und Beratungsgesellschaften ist diese Rechtsform daher in den letzten Jahren gewählt worden und bildet eine Alternative zu den traditionellen Partnerschaften.¹

2.7.3 Unternehmensnachfolge und HGB-Rechnungslegung

Bei der externen Finanzierung sind inhabergeführte Familienunternehmen vorwiegend auf Bankkredite angewiesen. Aus diesem Blickwinkel betrachtet sind die deutschen

¹ Die Entwicklung der AG könnte sich in der Zukunft durch die Steuerreform 2000 etwas abschwächen. Der Grund liegt in der verschärften Steuerpflicht für Veräußerungsgewinne an Kapitalgesellschaften. Dies könnte die Anreize reduzieren, Aktienanteile an Mitarbeiter zu vergeben. Veräußerungsgewinne sind in Zukunft bereits ab einem Besitzanteil von einem Prozent zu versteuern, während vor 1999 ein Anteil von 25 % und ab 1999 von 10 % notwendig war. Werden Aktien nur an die Führungsebene vergeben, so werden bei kleinen Dienstleistungsunternehmen Anteile von einem Prozent schnell erreicht. Wächst die Zahl der Führungskräfte unterproportional mit der Unternehmensgröße, so ist bei Großunternehmen weniger schnell der Fall und stellt die kleineren Unternehmen schlechter.

Rechnungslegungsvorschriften, die dem Vorsichtsprinzip traditionell eine starke Stellung einräumen, unproblematisch. Sie stellen für den Fremdkapitalgeber i.d.R. relativ zuverlässige Informationen zur Solidität des Unternehmens zur Verfügung.

Im Hinblick auf die Informationsbedürfnisse des Markts für Eigenkapital wird jedoch häufig Kritik an der HGB-Rechnungslegung und der Dominanz des Vorsichtsprinzips geäußert. Diese Kritik hat viele Großunternehmen bereits vor dem Kapitalaufnahmeleichterungsgesetz veranlasst, eine Bilanz nach IAS bzw. US-GAAP vorzulegen.¹ Aber auch für Familienunternehmen wird das Problem, das aus dem strengen deutschen Vorsichtsprinzip resultiert, relevant. Dies geschieht nämlich dann, wenn das Unternehmen (z.B. aus Altersgründen) verkauft werden soll. Spätestens dann ist es nicht mehr nur von Interesse, wie solide das Unternehmen ist, sondern auch welche Vermögensreserven es besitzt. Einem Käufer ist es dann nur unter hohem Aufwand klar zu machen, dass die moderaten Renditen der Vergangenheit von Zuwächsen bei den stillen Reserven überlagert werden.

Die fehlende Transparenz kann hier zu einem "Lemons-Markt" führen, auf dem es Unternehmenseigner tendenziell vorziehen, nur die schlechten Unternehmen zu veräußern und die profitablen Unternehmen lieber im Familienbesitz zu halten. Am Markt werden im Endeffekt nur die schlechten Qualitäten gehandelt, und der Markt für Unternehmensverkäufe verliert das obere Segment. Aufgrund der Schwierigkeiten, für ein gutes Unternehmen auch einen guten Preis zu erlangen, besteht ein Anreiz, das Unternehmen familienintern weiterzuführen, auch wenn die Unternehmenschancen mit einem Eigentümerwechsel u.U. höher sind. Vor dem Hintergrund der Nachfolgeproblematik wäre daher eine Rechnungslegung wünschenswert, die – ähnlich den bei börsennotierten Gesellschaften inzwischen üblichen internationalen Standards – eine marktnähere Bewertung erlaubt. Eine stärkere Entkoppelung von Steuer- und Handelsbilanz, wie sie beispielsweise in der Konzernrechnungslegung durch den Entwurf des Transparenz- und Publizitätsgesetzes geplant ist (vgl. Abschnitt 2.4.8), könnte daher generell angedacht werden.

2.8 Schlussfolgerungen und Ausblick

Wie werden die deutschen Unternehmen in Zukunft auf die sich verändernden Corporate Governance Strukturen mit ihren Unternehmensstrategien und -politiken reagieren? Die Frage lässt sich für die börsennotierten Gesellschaften in zwei Teile zerlegen. Zum

¹ Vgl. Abschnitt 2.4.4.

einen kann man fragen, ob sich die Corporate Governance verbessert. Inwieweit wird es eine verstärkte Ausrichtung auf die Interessen der Anteilseigner geben? In einem zweiten Schritt kann dann der Frage nachgegangen werden, welche potentiellen Auswirkungen dies auf die Unternehmen und ihre Geschäftspolitiken haben kann.

Wenn es um die Qualität der Corporate Governance geht, die in Zukunft in Deutschland zu erwarten ist, gibt es gegenläufige Effekte. Die neuen Aktionärsgruppen, die sich dem Aktienmarkt zuwenden, führen tendenziell zu einer Verringerung der Aktionärskonzentration. Hinzu kommt der Effekt der neuen Übernahmeregeln. Die Erfahrung aus Großbritannien (vgl. Abschnitt 2.3.3.3) legt auch hier eine sich verringernde Aktionärskonzentration nahe. Weil die Aktionärskonzentration sich in Deutschland bislang tendenziell als positiver Einflussfaktor dargestellt hat, ergeben sich daraus gewisse Gefahren für die Qualität der Corporate Governance.

Diesen Erwägungen steht jedoch gegenüber, dass das Kapitalmarktrecht in zahlreicher Aspekten in den letzten Jahren verbessert wurde. Darüber hinaus wird der internationale Wettbewerb auf den Eigenkapitalmärkten aber auch auf den Produktmärkten die Ausrichtung auf Aktionärsinteressen weiter intensivieren. Der Trend hin zum Shareholder-Value-Gedanken ist nicht mehr zu stoppen. Die Notwendigkeit einer hohen Aktionärskonzentration schwindet.

Mit der verstärkten Ausrichtung auf Aktionärsinteressen werden sich auch Unternehmensstrategien ändern. Tendenziell dürfte die Diversifizierung der Unternehmen in verschiedene Geschäftsbereiche abnehmen und die Stärkung der Kernkompetenzen zunehmen. Die in den neunziger Jahren zu beobachtende Entwicklung setzt sich fort. Der Strukturwandel hin zu den technologieintensiven Branchen wird sich beschleunigen, weil Aktienmärkte den entsprechenden Unternehmen empirisch etwas niedrigere Kapitalkosten abverlangen, als Unternehmen in technologiearmen Branchen. Gerade für solche Branchen dürfte auch keinerlei Gefahr bestehen, dass der Kapitalmarkt sie zu einer zu kurzfristigen Unternehmenspolitik zwingt.

Der internationale Druck wird es auch in Zukunft geboten erscheinen lassen, eine weitere Annäherung des deutschen Aktienrechts an angelsächsische Gepflogenheiten zu prüfen. Zur Stärkung der Interessen von Minderheitsaktionären wäre hier insbesondere an die Veränderung des Wahlrechts der Aktionäre zu denken. Ein Übergang vom Mehrheitswahlrecht zum Verhältniswahlrecht, wie es in Großbritannien und in den USA üblich ist, könnte beispielsweise verhindern, dass ein Hauptaktionär mit nur 51 % der

Stimmen 100 % der Kapitalvertreter in den Aufsichtsrat entsenden kann. Zwar kann auf der Basis des aktuellen Forschungsstandes vermutet werden, dass Großaktionäre in Deutschland eine tendenziell positive Rolle für die Corporate Governance spielen. Dies ist aber nur dann zu erwarten, wenn diese Aktionäre neben ihren Kontrollrechten auch umfangreiche Dividendenrechte besitzen, so dass sie nicht nur an der Kontrolle der Unternehmung beteiligt sind, sondern gleichzeitig auch ein vitales Interesse am finanziellen Erfolg haben. Die in den USA und Großbritannien üblichen Wahlverfahren könnten daher ein geeignetes Instrument sein, um die negativen Teilaspekte konzentrierten Aktienbesitzes zu verringern, ohne die positiven Aspekte zu opfern.

Einer erweiterten Aktionärsdemokratie steht jedoch in Deutschland u.U. die geringere Verbreitung von Namensaktien und die schlechteren Kommunikationsmöglichkeiten zwischen den Minderheitsaktionären gegenüber.

Für kleinere und mittlere Unternehmen stellt das Aktienrecht seit 1994 die Möglichkeit bereit, unter relativ geringen Kosten zur Rechtsform der AG zu wechseln. Die langjährige Diskussion, ob man nicht ein Handelssegment für GmbH-Anteile eröffnen sollte, wird damit obsolet, weil für die Fungibilität des Anteilsbesitzes die AG gewichtige Vorteile besitzen dürfte.

Die Nachfolgeproblematik bei inhabergeführten Familienbetrieben wird weiter aktuell bleiben. Allerdings stellt sich diese Problematik vorwiegend als ein betriebswirtschaftliches und nicht als ein wirtschaftspolitisches Problem dar. Eine bislang übersehene Ausnahme liegt möglicherweise in den Rechnungslegungsvorschriften begründet. Es ist zu überdenken, ob nur börsennotierte Unternehmen, die statt des HGB-Abschlusses einen Konzernabschluss nach internationalen Standards vorlegen dürfen, eine Abkehr vom strikten Vorsichtsprinzip erlaubt werden soll.

Literatur zu Kapitel 2

- Achleitner, A.K. und A. Bassen (2000), "Entwicklungsstand des Shareholder Value-Ansatzes in Deutschland – Empirische Befunde", erscheint in: H. Siegart und J. Mahari (Hrsg.), Meilensteine des Management, Band IX: Corporate Governance, Shareholder Value & Finance. Zürich.
- Albach, H. (2000), "Nachfolgeregelung im Mittelstand: Ein Praxistest", Betriebsberater 55, 781-786.
- Audretsch, D. und J. Elston (1997), "Financing the German Mittelstand", Small Business Economics Journal 9, 97-110.
- Bebchuk, L.A. und L.A. Stole (1993), "Do short-term objectives lead to under-or overinvestment in long-term projects?", Journal of Finance 48, 719-729.
- Becht, M. (1997), Strong blockholders, weak owners and the need for European mandatory disclosure, European Government network, Executive Report.
- Becht, M. und C. Mayer (2000), Corporate control in Europe, Arbeitspapier ECARES und Said Business School.
- Berglöf, E. (1997), "Reforming corporate governance: Redirecting the European agenda", Economic Policy 24, 93-123.
- Berle, A. und G. Means (1932), The modern corporation and private property. New York: Commerce Clearing House.
- Bertrand, M. und S. Mullainathan (2000), „Agents with and without principals“, American Economic Review, Papers and Proceedings, 90, 203-208.
- Bundesverband deutscher Banken (2000), Banken 2000.
- Cable, J. (1985), "Capital market information and industrial performance: The role of West German Banks", Economic Journal 95, 118-132.
- Cary, W. (1974) "Federalism and corporate law: Reflections upon Delaware", Yale Law Journal 83, 663-705.
- Chirinko, R.S. und J.A. Elston (2000), Finance, control, and profitability: The influence of German banks. Arbeitspapier Emory University.
- Claessens, S., S. Djankov, J.P.H. Fan und L.H.P. Lang (1999), Expropriation of minority shareholders: Evidence from East Asia, International Bank for Reconstruction and Development, Policy Research Working Paper 2088.
- Conyon, M.J. und J. Schwalbach (2000), "European differences in executive pay and corporate governance", Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 1/2000, 97-114.
- Corbett, J. und T. Jenkinson (1998), "German investment financing: An international comparison", in: S.W. Black und M. Moersch (Hrsg.), Competition and convergence in financial markets. The German and Anglo-American Models. Amsterdam: North-Holland, 101-124.
- Daines, R. (2001), "Does Delaware law improve firm value?", Journal of Financial Economics 62, 525-558.
- Dietl, H. (1998), Capital markets and corporate governance in Japan, Germany and the United States. London: Routledge.
- Edwards, J. und M. Nibler (2000), "Corporate governance in Germany: The role of banks and ownership concentration", Economic Policy 31, 237-260.
- Edwards, J.S.S. und K. Fischer (1994), Banks, Finance and Investment in Germany. Cambridge UK: Cambridge University Press.
- Edwards, J.S.S. und A.J. Weichenrieder (2000), Private benefits versus better monitoring: Disentangling the effects of concentrated ownership on share valuation, Discussion Paper, CES, Universität München.
- Eggert, W. und A.J. Weichenrieder (2001), Steuerreform und Unternehmensfinanzierung, unveröffentlichtes Manuskript, Universität München und Universität Konstanz.

- Elsas, R. und J.P. Krahen (1998), Is relationship banking special? Evidence from credit-file data in Germany, Arbeitspapier, Institut für Kapitalmarktforschung, Universität, Frankfurt a.M.
- Fama, E.F. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy* 88, 134-145.
- Franks, J. and C.P. Mayer (2000), Ownership and control of German corporations, mimeo, London Business School and Said Business School.
- Freund, W. (2000), Familieninterne Unternehmensnachfolge. Erfolgs- und Risikofaktoren. Wiesbaden: Gabler.
- Gedajlovic, E.R. und D.M. Shapiro (1998), „Management and ownership effects: Evidence from five countries“, *Strategic Management Journal* 19, 533-553.
- Gorton, G. und F.A. Schmid (2000a), Class struggle insider the firm. A study of German code-termination. NBER Discussion Paper 7945.
- Gorton, G. und F.A. Schmid (2000b), "Universal banking and the performance of German firms", *Journal of Financial Economics* 58, 29-80.
- Graßhoff, U. und J. Schwalbach (1999), "Agency-Theorie, Informationskosten und Managervergütung", *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche forschung* 52, 437-453.
- Gruhler, W. (1998), Unternehmensnachfolge im Mittelstand. Gesamt- und einzelwirtschaftliche Bedeutung, Probleme und Lösungsansätze. Beiträge zur Wirtschafts- und Sozialpolitik Bd. 244. Köln: Deutscher Instituts Verlag.
- Grundman, S. und P.O. Mülbert (2001), "Corporate Governance – Europäische Perspektiven", erscheint in S. Grundmann (Hrsg.) Festschrift zum 60. Geburtstag von Klaus J. Hopt.
- Gugler, K. und B.B. Yurtoglu (2000), Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. Arbeitspapier, Universität Wien.
- Hackethal, A. und R.H. Schmidt (2000), Financing patterns: Measurement concepts and empirical results, Universität Frankfurt a.M., Arbeitspapier.
- Hall, B.H. und R.E. Hall (1993), "The value and performance of U.S. corporations", *Brookings Papers on Economic Activity* 3, 1-34.
- Hart, O.D. (1983), "The market mechanism as an incentive scheme", *Bell Journal of Economics* 14, 366-382.
- High Level Group of Company Law Experts (2002), Report of The High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids. Brüssel.
- Hopt K.J., H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch und S. Prigge, Hrsg., (1998), Comparative corporate governance – The state of the art and emerging research. Oxford: Clarendon Press.
- Hopt, K. (1997), Company law in the European Union, Vortrag beim Centro di studi e ricerche di diritto comparato e straniero.
- Hopt, K.J. und H. Baum (1997), "Börsenrechtsreform in Deutschland", in: K.J. Hopt, B. Rudolph und H. Baum (Hrsg.), Börsenreform. Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 287-467.
- Jensen M. C. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *American Economic Review* 76, 323–329.
- Kaplan, S.N. (1994), "Top executives, turnover, and firm performance in Germany", *Journal of Law, Economics and Organization* 10, 142-159.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. W. Vishny (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52, 1131-1150.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny (2000a), „Agency problems and dividend policies around the world“, *Journal of Finance* 55, 1-33.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny (2000b), „Investor protection and corporate governance“, *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (1999), „Corporate ownership around the world“, *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Lehman, E. und J. Weigand (2001), „Does the governed corporation perform better? governance structures and corporate performance in Germany“, erscheint in: *European Finance Review*.
- Marsh, P. (1992), "Short-termism", in P. Newman, M. Milgate und J. Eatwell (Hrsg.), *The new Palgrave dictionary of money and finance*. Vol. 3, London: Macmillan, 446-453.
- McKinsey & Company (2000), *Investor opinion Survey*, June 2000, www.mckinsey.com.
- Modigliani, F. und M.H. Miller (1958), "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review* 48, 261-297.
- Moellers, T.M.J. (1999), "Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts", *Die Aktiengesellschaft* 44, 433-442.
- Mülbert, P.O. (1998), "Bank equity holdings in non-financial firms and corporate governance. The case of German universal banks", in K.J Hopt et al. (Hrsg.), *Comparative corporate governance – The state of the art and emerging research*. Oxford: Clarendon Press, 445-497.
- Mülbert, P.O. und M. Birke (2000), "In defense of passivity - on the proper role of a target's management in response to a hostile tender offer", *European Business Organization Law Review* 1, 445-478.
- Narayanan, M.P. (1985), "Managerial incentives for short-term results," *Journal of Finance* 40, 1469-1484.
- Nibler, Marcus F. (1998), *Bank Control and Corporate Performance in Germany: The Evidence*. Unpublished PhD Thesis, University of Cambridge.
- Picot A. und T. Kaulmann (1989), "Comparative performance of government-owned and privately-owned industrial corporations: Empirical results from six countries", *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145, 298-316.
- Pilhofer, Jochen (1997), *Rückstellungen im internationalen Vergleich: Bilanzierung und Bewertung nach HGB, US-GAAP und IAS*. Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Porter, M.E. (1992), "Capital disadvantage: America's failing capital investment system", *Harvard Business Review*, Sept./Okt., 65-82.
- Rajan, R.G. und L. Zingales (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Regierungskommission Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts (2001), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2001). *Entwurf Deutscher Corporate Governance – Kodex*, <http://www.corporate-governance-code.de/index.html>.
- Roe, M.J. (1994). *Strong managers, weak owners. The political roots of American corporate finance*. Princeton: Princeton University Press.
- Schiessl, M. (1999), "Ist das deutsche Aktienrecht kapitalmarkttauglich?", *Die Aktiengesellschaft* 44, 442-452.
- Schmidt, R.H. (1999), *Differences between financial systems in European Countries*, paper prepared for the conference on "The monetary transmission process", Deutsche Bundesbank, Frankfurt, March 26/27.
- Schröder, U. und A. Schrader (1998), "The changing role of banks and corporate governance in Germany: Evolution toward the market?", in: S.W. Black und M. Moersch (Hrsg.),

- Competition and convergence in financial markets. The German and Anglo-American Models. Amsterdam: North-Holland, 17-34.
- Schröder, E. und W. Freund (1999), Neue Entwicklungen auf dem Markt für die Übertragung mittelständischer Unternehmen. Bonn: Institut für Mittelstandsforschung.
- Schwalbach, J. (1999), "Entwicklung der Managervergütung", Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis 51, 592-602.
- Schwiete, M. und J. Weigand (1997), "Der Einfluß von bankbeteiligungen Bankbeteiligungen auf das Verschuldungsverhalten deutscher Unternehmen", Kredit und Kapital 30, 1-34.
- Smith, A. (1776), An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations. (zitiert nach der fünften Auflage, www.econlib.org).
- Stein, J.C. (1989), "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior," Quarterly Journal of Economics 104, 655-670.
- Studienkommission Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft (1979), Bericht der Studienkommission "Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft". Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen, Heft 28. Bonn: Stollfuss.
- Webb, D.C. (1993), "The trade-off between cash flow and net present value", Scandinavian Journal of Economics 95, 65-75.
- Weichenrieder, A.J. (1994), "Freistellungsverfahren und Nachholeffekt: Eine Studie zum Siemens-Effekt", Finanzarchiv 51, 172-195.
- Wenger, E. und C. Kaserer (1998), "German banks and corporate governance: A critical view", in K.J Hopt et al. (Hrsg.), Comparative corporate governance – The state of the art and emerging research. Oxford: Clarendon Press, 499-536.