

**Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen  
Analyse des Rechts**

---

**Band 46**

# **Corporate Governance Systeme**

**Funktion und Entwicklung am Beispiel von  
Deutschland und Großbritannien**

**Von**

**Alexander Mann**



**Duncker & Humblot · Berlin**

ALEXANDER MANN

Corporate Governance Systeme

# **Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts**

herausgegeben von

**Heinz Grossekettler, Münster · Bernhard Großfeld, Münster**

**Klaus J. Hopt, Hamburg · Christian Kirchner, Berlin**

**Dieter Rückle, Trier · Reinhard H. Schmidt, Frankfurt/Main**

**Band 46**

# Corporate Governance Systeme

Funktion und Entwicklung am Beispiel von  
Deutschland und Großbritannien

Von

Alexander Mann



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Wirtschaftswissenschaften  
der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main  
hat diese Arbeit im Jahre 2000/2001 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in  
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische  
Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

D 30

Alle Rechte vorbehalten  
© 2003 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin  
Druck: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin  
Printed in Germany

ISSN 0935-5065  
ISBN 3-428-10664-4

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

## Geleitwort

Die Arbeit von Herrn Dr. Mann ist im Rahmen eines Forschungsprojekts über die Angleichung der Finanzsysteme in Europa entstanden. Das Corporate Governance System bildet einen integralen Bestandteil des Finanzsystems eines Landes. In früheren Arbeiten hatten wir die Thesen aufgestellt, daß sich die nationalen Corporate Governance Systeme in Europa deutlich unterscheiden, daß die Unterschiede zwischen den Systemen von Deutschland und Großbritannien – ähnlich wie Unterschiede hinsichtlich anderer Teile der Finanzsysteme dieser Länder – im Zeitablauf erstaunlich stabil sind und daß diese Corporate Governance Systeme nicht nur in sich weitgehend stimmige Arrangements darstellen, sondern daß sie auch mit anderen Teilen der jeweiligen Finanzsysteme kompatibel sind. All dies waren aber nur spekulative Hypothesen, für die wir rudimentäre Belege beibringen konnten. Es war uns immer klar: Hier fehlte noch eine profunde theoretische und empirische Analyse.

In seiner Dissertation hat es sich Herr Mann zur Aufgabe gemacht, die zitierten Thesen zu überprüfen, auszubauen und zu modifizieren. Das ist ein anspruchsvolles Vorhaben, denn die mit dem Thema aufgeworfenen Fragen und Zusammenhänge sind trotz der umfangreichen einschlägigen Literatur der letzten Jahre noch kaum systematisch erfaßt.

Das erste der drei Hauptkapitel ist der Theorie der Corporate Governance Systeme gewidmet, d.h. der Methodik der Beschreibung von Corporate Governance Systemen und der Erklärung ihrer Funktionsweisen. Die in diesem Kapitel geforderte und nachgewiesene wissenschaftliche Innovationsleistung besteht darin, ein gedankliches Raster zu entwickeln, das sowohl eine Beschreibung und eine Funktionsanalyse ermöglicht, als auch beides, d.h. den Beschreibungsmodus und die Funktionsanalyse, miteinander verbindet, das zu gehaltvollen Aussagen führt und das sich bewähren kann. Eine Bewährung ist dann gegeben, wenn es die entwickelte Systematik erlaubt, konkrete Corporate Governance Systeme zu beschreiben und dabei zu prüfen, ob sie „wirkliche Systeme“ sind.

Was macht ein Corporate Governance System aus? Es gibt verschiedene Interessen- oder Stakeholdergruppen mit spezifischen „Modi der Teilnahme“ an der Corporate Governance. Innerhalb und zwischen den Stakeholdergruppen gibt es, soweit Corporate Governance Fragen betroffen sind, konfliktäre und unterstützende Beziehungen. Eine bestimmte Konstellation von Teilnahme und Durchsetzungsmöglichkeiten der verschiedenen Stakeholdergruppen nennt Herr Mann dann ein Corporate Governance Regime, wenn sie mit-

einander vereinbar sind. Mit dem Regime ist ein Corporate Governance System aber noch nicht ausreichend beschrieben. Als zweiter Baustein ist ein Set von Mechanismen in die Betrachtung einzubeziehen. Die Mechanismen haben dafür zu sorgen, daß die Verfolgung der Eigeninteressen der Gruppen eine Kontrolle und Disziplinierung des Managements bewirkt. Auch bei den Mechanismen kommt es darauf an, wie sie zusammenwirken und zusammenpassen. Ein „System“ der Corporate Governance liegt dann vor, wenn es zusammenpassende Antworten auf die Fragen: „Wer und wie?“, „Mit welchen Mechanismen?“ und „Mit welchen Wirkungen?“ gibt. Die Aufgabe einer allgemeinen Theorie der Corporate Governance besteht darin, so verstandene Corporate Governance Systeme zu identifizieren und zu erklären.

In den beiden folgenden Kapiteln wird für Deutschland und für Großbritannien der Nachweis geführt, daß die Corporate Governance Systeme dieser beiden Länder weitgehend den beiden im vorangegangenen Kapitel herausgearbeiteten Idealtypen von Corporate Governance Systemen entsprechen – das heißt, sie unterscheiden sich „wesentlich“. Beide Systeme sind konsistent und weitgehend stabil. Das deutsche System ist ein interessenpluralistisches oder stakeholder-orientiertes Insider Control System, das britische ein interessenmonistisches shareholder-orientiertes Outsider Control System – aber beides mit deutlich herausgearbeiteten Unterschieden zu den beiden korrespondierenden Idealtypen.

Für beide Länder sind die bisherigen Befunde zwar im großen und ganzen erwartungsbestätigend, Herr Mann betrachtet die Corporate Governance Systeme aber nicht nur als statische Gebilde. Große Aufmerksamkeit erfahren die Veränderungen in den Systemen in den letzten Jahren. In beiden Systemen erkennt Herr Mann Tendenzen zur Auflösung der konsistenten Konfiguration und damit auch zur Destabilisierung. Diese Tendenzen erscheinen ihm im Falle Deutschlands aber stärker. Die Inkonsistenzen, die sich seiner Meinung nach hier einschleichen, sind Folgen der Globalisierung und der in allen nationalen Finanzsystemen erfolgenden Modernisierung. Nicht sicher, aber möglich erscheint Herrn Mann eine zukünftige Entwicklung, die das ehemals einheitliche deutsche Corporate Governance System in zwei Teile zerfallen läßt: den traditionell deutschen Teil mit Stakeholder-Orientierung, starker Rolle von Banken und Arbeitnehmern und fast ausschließlich internen Kontrollmechanismen und einen Teil mit den etwa zwanzig größten deutschen Unternehmen, für die mehr und mehr das angelsächsische System relevant wird. Es freut mich als „Doktorvater“ sehr, daß die originelle Arbeit von Herrn Mann mit einer überzeugend begründeten These endet, die meiner eigenen These zur Entwicklung des deutschen Corporate Governance Systems so entschieden widerspricht. Nur durch Widerspruch entsteht Erkenntnisfortschritt.

## Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand in den Jahren 1998 und 1999 während meiner Zeit als freier Doktorand und als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Wilhelm-Merton-Professur (Lehrstuhl für internationales Bank- und Finanzwesen) der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main. Sie stellt eine (unvollständige) Verbindung meiner persönlichen Forschungsinteressen mit dem damaligen Forschungsprojekt über die Angleichung von Finanzsystemen an der genannten Professur dar.

Ich bedauere die durch längere Bearbeitungszeiten seitens der Universität und insbesondere durch meine Berufstätigkeit entstandene Verzögerung bei der Veröffentlichung der Dissertation. Trotzdem hoffe ich, mit dem Vergleich unterschiedlicher Corporate Governance Systeme und deren Entwicklung auch zu der aktuellen Debatte über Corporate Governance einen Beitrag zu leisten.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt. Seine Fähigkeit zur kritischen Betrachtung von Sachverhalten hat mich schon während meines Studiums geprägt. Mein Dank gilt zudem Herrn Prof. Dr. Mark Wahrenburg für die Übernahme des Zweitgutachtens und der Morgan Stanley Bank AG für die Unterstützung bei der Veröffentlichung der Arbeit.

Von Herzen dankbar bin ich meinen Freunden, insbesondere Max A. Baum, Michael Giatas, Dr. Sofia Harrschar-Ehrnborg und Karin Himmelreich, für ihre Unterstützung und vor allem Dr. Marcel Tyrell für so viele fruchtbare Diskussionen und Hinweise.

Ich widme diese Arbeit meinen Eltern.

Frankfurt am Main, im Juli 2002

*Alexander Mann*



# Inhaltsverzeichnis

## *Teil 1*

### **Einleitung und Zusammenfassung**

I.	Thematische Einführung .....	23
II.	Problemstellung .....	26
	1. Gegenstand und Ziel der Untersuchung .....	26
	2. Inhaltliche Abgrenzung .....	28
III.	Begriffliche Definitionen, Annahmerahmen und Gang der Untersuchung ..	30
	1. Definitionen der zentralen Begriffe .....	30
	2. Corporate Governance als konsistentes System .....	32
	3. Gang der Untersuchung .....	33
IV.	Zusammenfassung .....	33

## *Teil 2*

### **Theoretische Grundlagen zu Corporate Governance Systemen**

I.	Interessengruppen in der Corporate Governance .....	41
1.	Interessengruppen und ihre Teilnahme am Unternehmen .....	41
	a) Die Interessengruppen am Unternehmen .....	41
	b) Die Teilnahme am Unternehmen .....	43
2.	Modi der Teilnahme der Interessengruppen am Unternehmen .....	45
	a) Prinzipielle Modi der Teilnahme: Exit vs. Voice .....	45
	b) Modi der Eigenkapitalgeber: Liquidität vs. Kontrolle .....	47
	c) Modi der Arbeitnehmer: Generelles vs. firmenspezifisches Human- kapital .....	49
	d) Modi der Manager: „outside opportunities“ vs. „entrenchment“ ..	50
	e) Modi der Fremdkapitalgeber: Marktkredite vs. Beziehungskredite ..	51
	f) Ähnlichkeit der Modi aller Interessengruppen .....	53
3.	Konflikte zwischen den Interessengruppen in der Corporate Gover- nance .....	53
	a) Die Entstehung von Interessenkonflikten und der Wert von Kon- trolle .....	53
	b) Konflikte zwischen Eigenkapitalgebern und Arbeitnehmern .....	56

c) Konflikte zwischen Eigenkapitalgebern und Managern .....	58
d) Konflikte zwischen Eigenkapitalgebern und Fremdkapitalgebern ..	60
e) Konflikte zwischen Arbeitnehmern, Managern und Fremdkapital- gebern .....	61
f) Die zentrale Rolle des Managements im Unternehmen und die zen- trale Rolle der Anteilseigner in der Unternehmenskontrolle: Ein Tradeoff .....	62
4. Konflikte innerhalb der Interessengruppen in der Corporate Governance	65
a) Die Entstehung von Interessenkonflikten innerhalb der Interessen- gruppen .....	65
b) Konflikte zwischen Anteilseignern .....	65
c) Konflikte zwischen Arbeitnehmern .....	69
d) Konflikte zwischen Managern .....	70
e) Konflikte zwischen Fremdkapitalgebern .....	70
f) Die zentrale Rolle privater Kosten und Erträge für die Struktur des Anteilsbesitzes .....	70
5. Regime der Corporate Governance .....	71
a) Komplementaritäten zwischen den Modi der Interessengruppen ...	71
b) Komplementaritäten aufgrund von technologischen Zusammen- hängen .....	72
c) Komplementaritäten aufgrund von Anreizen .....	73
d) Das Stakeholder Regime der Corporate Governance .....	74
e) Das Shareholder Regime der Corporate Governance .....	75
f) Die Diskussion um Shareholder und Stakeholder Value und die moderne Theorie der Unternehmung .....	76
II. Mechanismen der Corporate Governance .....	78
1. Kategorien von Mechanismen der Corporate Governance .....	78
2. Interne Mechanismen der Corporate Governance .....	79
a) Die Gesellschafterversammlung .....	79
b) Das Kontrollgremium .....	80
c) Haftungsregeln und Klagemöglichkeiten .....	81
d) Kontrolle durch Großanleger .....	82
e) Kontrolle durch Arbeitnehmer .....	84
f) Kontrolle durch Banken .....	84
g) Erfolgsabhängige Entlohnung .....	86
h) Einschätzung der Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	88
3. Externe Mechanismen der Corporate Governance .....	89
a) Der primäre Kapitalmarkt .....	89
b) Der sekundäre Kapitalmarkt .....	91
c) Der Arbeitsmarkt für Manager und Kontrolleure .....	95

Inhaltsverzeichnis	11
d) Die Öffentliche Meinung .....	96
e) Einschätzung der Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	97
4. Formen der Überwachung .....	98
a) Unterschiedliche Überwachung seitens der Anteilseigner .....	98
b) Aktive und passive Überwachung .....	98
c) Großanleger und der Markt für Unternehmenskontrolle .....	99
5. Mechanismenketten der Corporate Governance .....	100
a) Komplementarität und Konfiguration von Mechanismenketten .....	100
b) Die primär interne Mechanismenkette .....	101
c) Die primär externe Mechanismenkette .....	102
d) Mögliche Kombinationen von Regimen und Mechanismenketten ..	103
III. Systeme der Corporate Governance .....	105
1. Stakeholder Regime und Markt für Unternehmenskontrolle .....	105
a) Unternehmensspezifisches Humankapital und Übernahmen .....	105
b) Einführung in das Modell von Chemla .....	106
c) Anreize für unternehmensspezifische Investitionen in Humankapital	108
d) Übernahmen und Verfügungsrechte von Arbeitnehmern .....	109
e) Diskussion des Modells .....	111
2. Stakeholder Regime und Großanleger .....	113
a) Unternehmensspezifisches Humankapital und Großanleger .....	113
b) Reputation von Großanlegern und unternehmensspezifisches Hu- mankapital .....	113
c) Aufteilung der Verfügungsrechte der Großanleger .....	115
d) Ansatz für ein Modell der Stakeholder Koalition .....	116
e) Diskussion des Modellansatzes .....	117
3. Systeme der Corporate Governance .....	118
a) Das Insidersystem der Corporate Governance .....	118
b) Das Outsidersystem der Corporate Governance .....	120
4. Flexibilität vs. Stabilität als Eigenschaften der Systeme der Corporate Governance .....	121
5. Entwicklung von Corporate Governance Systemen .....	122
a) Pfadabhängigkeiten .....	122
b) Wettbewerb zwischen Systemen .....	124
c) Das Zusammenspiel von Pfadabhängigkeiten und Wettbewerb .....	125
IV. Zusammenfassung .....	126
1. Die Konsistenz von Corporate Governance Systemen .....	126
2. Schwerpunkte für die empirische Untersuchung .....	129

*Teil 3***Das Corporate Governance System in Deutschland  
und dessen Entwicklung**

I.	Die Interessengruppen in der Corporate Governance .....	131
1.	Unternehmenslandschaft, Rechts- und Finanzsystem als Umsysteme für die Interessengruppen .....	131
2.	a) Unternehmenslandschaft und Großunternehmen .....	131
3.	b) Rechtssystem und Unternehmensverfassung der Aktiengesellschaft ..	132
4.	c) Finanzsystem und Unternehmensfinanzierung .....	134
5.	d) Einschätzung der Umsysteme und neuere Entwicklungen .....	135
2.	Die Eigenkapitalgeber .....	137
3.	a) Anteilsbesitz an börsennotierten Aktiengesellschaften nach Sektoren ..	137
4.	b) Die Konzentration des Anteilsbesitzes .....	138
5.	c) Typen und Verhalten von Großanlegern .....	143
6.	d) Einschätzung der Rolle der Eigenkapitalgeber .....	148
3.	Die Arbeitnehmer .....	149
4.	a) Die Organisation der Arbeitnehmer .....	149
5.	b) Der Arbeitsmarkt .....	150
6.	c) Das Humankapital der Arbeitnehmer .....	152
7.	d) Einschätzung der Rolle der Arbeitnehmer .....	154
4.	Die Manager .....	156
5.	a) Die Organisation der Manager .....	156
6.	b) Der Arbeitsmarkt .....	158
7.	c) Das Humankapital der Manager .....	158
8.	d) Einschätzung der Rolle der Manager .....	159
5.	Die Banken .....	160
6.	a) Die Universalbanken in Deutschland .....	160
7.	b) Die Großbanken in der Unternehmensfinanzierung .....	161
8.	c) Die Großbanken in der Corporate Governance .....	162
9.	d) Einschätzung der Rolle der Großbanken .....	163
6.	Das Stakeholder Regime der Corporate Governance in Deutschland ..	164
II.	Die internen Mechanismen der Corporate Governance .....	166
1.	1. Die Hauptversammlung .....	166
2.	a) Grundlagen .....	166
3.	b) Empirische Erkenntnisse .....	167
4.	c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	169
2.	2. Der Aufsichtsrat .....	170
3.	a) Grundlagen .....	170
4.	b) Empirische Erkenntnisse .....	172
5.	c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	176

3. Haftungsregeln und Klagemöglichkeiten .....	177
a) Grundlagen .....	177
b) Empirische Erkenntnisse .....	179
c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	180
4. Kontrolle durch Großanleger .....	180
a) Grundlagen .....	180
b) Empirische Erkenntnisse .....	180
c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	183
5. Mitbestimmung durch Arbeitnehmer .....	184
a) Grundlagen .....	184
b) Empirische Erkenntnisse .....	186
c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	189
6. Kontrolle durch Banken .....	189
a) Grundlagen .....	189
b) Empirische Erkenntnisse .....	190
c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	192
7. Erfolgsabhängige Entlohnung .....	193
a) Grundlagen .....	193
b) Empirische Erkenntnisse .....	194
c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	195
8. Die Unternehmensverflechtung .....	195
a) Grundlagen .....	195
b) Kapitalverflechtung und Personenverflechtung der 100 größten Konzerne .....	198
c) Personenverflechtung von Großunternehmen .....	200
d) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	204
<b>III. Die externen Mechanismen der Corporate Governance .....</b>	<b>207</b>
1. Der primäre Kapitalmarkt .....	207
a) Grundlagen .....	207
b) Empirische Erkenntnisse .....	208
c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	208
2. Der sekundäre Kapitalmarkt .....	208
a) Grundlagen .....	208
b) Unternehmenskontrolle durch öffentliche Übernahmeangebote .....	211
c) Unternehmenskontrolle durch Käufe von Anteilspaketen .....	212
d) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	213
<b>IV. Zusammenfassung .....</b>	<b>215</b>
1. Das Insidersystem der Corporate Governance in Deutschland .....	215
2. Die Entwicklungen im deutschen Corporate Governance System .....	217
3. Offene Fragen .....	218

*Teil 4***Das Corporate Governance System in Großbritannien  
und dessen Entwicklung**

I.	Die Interessengruppen in der Corporate Governance .....	220
1.	Unternehmenslandschaft, Rechts- und Finanzsystem als Umsysteme für die Interessengruppen .....	220
2.	a) Unternehmenslandschaft und Großunternehmen .....	220
3.	b) Rechtssystem und Unternehmensverfassung der PLC .....	221
4.	c) Finanzsystem und Unternehmensfinanzierung .....	223
5.	d) Selbstregulierung und institutionelle Investoren .....	224
6.	e) Einschätzung der Umsysteme und neuere Entwicklungen .....	227
2.	Die Eigenkapitalgeber .....	228
3.	a) Anteilsbesitz an börsennotierten PLCs nach Sektoren .....	228
4.	b) Die Konzentration des Anteilsbesitzes .....	230
5.	c) Typen und Verhalten von Großanlegern .....	232
6.	d) Einschätzung der Rolle der Eigenkapitalgeber .....	235
3.	Die Arbeitnehmer .....	236
4.	a) Die Organisation der Arbeitnehmer .....	236
5.	b) Der Arbeitsmarkt .....	237
6.	c) Das Humankapital der Arbeitnehmer .....	238
7.	d) Einschätzung der Rolle der Arbeitnehmer .....	239
4.	Die Manager .....	240
5.	a) Die Organisation der Manager .....	240
6.	b) Der Arbeitsmarkt .....	240
7.	c) Das Humankapital der Manager .....	241
8.	d) Einschätzung der Rolle der Manager .....	242
5.	Die Banken .....	242
6.	a) Die Banken in Großbritannien .....	242
7.	b) Banken und Unternehmensfinanzierung .....	242
8.	c) Banken und Unternehmenskontrolle .....	243
9.	d) Einschätzung der Rolle der Banken .....	244
6.	Das Shareholder Regime der Corporate Governance in Großbritannien	244
II.	Die internen Mechanismen der Corporate Governance .....	246
1.	Das Annual General Meeting .....	246
2.	a) Grundlagen .....	246
3.	b) Empirische Erkenntnisse .....	247
4.	c) Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	250
5.	2. Das Board .....	251
6.	a) Grundlagen .....	251

b)	Empirische Erkenntnisse .....	252
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	254
3.	Haftungsregeln und Klagemöglichkeiten .....	255
a)	Grundlagen .....	255
b)	Empirische Erkenntnisse .....	256
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	257
4.	Kontrolle durch Großanleger .....	257
a)	Grundlagen .....	257
b)	Empirische Erkenntnisse .....	259
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	261
5.	Erfolgsabhängige Entlohnung .....	263
a)	Grundlagen .....	263
b)	Empirische Erkenntnisse .....	264
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	266
6.	Die Unternehmensverflechtung .....	267
a)	Grundlagen .....	267
b)	Empirische Erkenntnisse .....	267
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	269
III.	Die externen Mechanismen der Corporate Governance .....	270
1.	Der primäre Kapitalmarkt .....	270
a)	Grundlagen .....	270
b)	Empirische Erkenntnisse .....	271
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	272
2.	Der sekundäre Kapitalmarkt .....	273
a)	Grundlagen .....	273
b)	Unternehmenskontrolle durch Übernahmen von Unternehmen .....	275
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	281
d)	Unternehmenskontrolle durch Käufe von Anteilspaketen .....	283
e)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle .....	284
IV.	Zusammenfassung .....	285
1.	Das Outsidersystem der Corporate Governance in Großbritannien .....	285
2.	Die Entwicklungen im britischen Corporate Governance System .....	286
3.	Offene Fragen .....	288

*Teil 5***Synopse**

I.	Theoretische Grundlagen und empirische Erkenntnisse im Vergleich .....	290
1.	Das Insidersystem der Corporate Governance in Deutschland .....	290

2. Das Outsidersystem der Corporate Governance in Großbritannien . . . . .	291
3. Fazit: Die Bedeutung der Modi der Interessengruppen . . . . .	292
<b>II. Einschätzungen der Entwicklungen im Vergleich . . . . .</b>	<b>294</b>
1. Einschätzung der Entwicklungen im deutschen Corporate Governance System . . . . .	294
2. Einschätzung der Entwicklungen im britischen Corporate Governance System . . . . .	296
3. Fazit: Der Einfluß der Unternehmensgröße auf die Corporate Governance . . . . .	296
<b>III. Schlußwort . . . . .</b>	<b>298</b>
<b>Anhang . . . . .</b>	<b>300</b>
<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	<b>320</b>

## Tabellenverzeichnis

Tab. 1: Anteilsbesitz an börsennotierten Unternehmen in führenden Industrieländern nach Sektoren Anfang der 80er Jahre .....	300
Tab. 2: Anteilsbesitz an börsennotierten Unternehmen in führenden Industrieländern nach Sektoren Anfang der 90er Jahre .....	300
Tab. 3: Anlagevermögen institutioneller Investoren in führenden Industrieländern 1995 .....	301
Tab. 4: Börsenkapitalisierung in führenden Industrieländern in % des BSP bzw. BIP .....	301
Tab. 5: Aktienemissionen in führenden Industrieländern im Zeitverlauf .....	301
Tab. 6: Anzahl der Börseneinführungen inländischer Unternehmen in führenden Industrieländern im Zeitverlauf .....	302
Tab. 7: Kapitalerhöhungen in führenden Industrieländern im Zeitverlauf .....	302
Tab. 8: Dividendenrenditen in Deutschland und Großbritannien .....	302
Tab. 9: Anstellungsdauer von Mitarbeitern in führenden Industrieländern .....	303
Tab. 10: Qualifikation der Erwerbspersonen in Deutschland und Großbritannien .....	303
Tab. 11: Mobilität der Manager von Großunternehmen in führenden Industrieländern .....	304
Tab. 12: Anteil am zu versteuernden Umsatz nach Rechtsformen .....	304
Tab. 13: Anzahl der Unternehmen nach Umsatzklassen .....	305
Tab. 14: Entwicklung der Aktiengesellschaften in Deutschland .....	305
Tab. 15: Kennzahlen zur Kapitalstruktur von Unternehmen in Deutschland .....	306
Tab. 16: Finanzierung von Unternehmen in Deutschland .....	306
Tab. 17: Kennzahlen zur Vermögensstruktur von Unternehmen in Deutschland .....	306
Tab. 18: Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der 100 größten Unternehmen im Zeitverlauf .....	307
Tab. 19: Rechtsformen der 100 größten Unternehmen im Zeitverlauf .....	307
Tab. 20: Mehrheitsbesitz an den 100 größten Unternehmen nach Gruppen .....	307
Tab. 21: Aktienbesitz in Deutschland nach Sektoren im Zeitverlauf .....	308
Tab. 22: Verteilung der Stimmrechtsblöcke an 430 Aktiengesellschaften nach Größenklassen .....	309

Tab. 23: 430 Aktiengesellschaften nach Anzahl der bestehenden Stimmrechtsblöcke .....	310
Tab. 24: Anteil großer Anteils- bzw. Stimmrechtspakete an den im amtlichen Handel notierten Unternehmen im Zeitverlauf .....	310
Tab. 25: Verteilung der Stimmrechtsblöcke an 430 Aktiengesellschaften nach Anteilseignertyp .....	311
Tab. 26: Mitbestimmung in Unternehmen und Betrieben: Vertretungsquoten im privaten Sektor .....	311
Tab. 27: Stimmrechtsanteile in den Hauptversammlungen der 24 größten Aktiengesellschaften in mehrheitlichem Streubesitz 1992 .....	312
Tab. 28: Aufsichtsräte der 492 größten Gesellschaften 1989 nach Zahl der Mitglieder .....	313
Tab. 29: Gruppenzugehörigkeit der Aufsichtsratsmitglieder der 281 großen deutschen Aktiengesellschaften 1979 .....	313
Tab. 30: Gruppenzugehörigkeit der Aufsichtsratsmitglieder der 30 DAX-Unternehmen 1993/1999 .....	314
Tab. 31: Häufigkeit der Kapitalverflechtungen über Gemeinschaftsunternehmen zwischen den 100 größten Unternehmen 1992 .....	314
Tab. 32: Häufigkeit der ungerichteten Personenverflechtungen zwischen den 100 größten Unternehmen im Zeitverlauf .....	315
Tab. 33: Mandatsverteilung und Personenverflechtungen der 330 größten Unternehmen in Deutschland 1981 .....	315
Tab. 34: Mandatsverteilung und Personenverflechtungen der 492 größten Unternehmen in Deutschland 1989 .....	315
Tab. 35: Aktienbesitz in Großbritannien nach Sektoren im Zeitverlauf .....	316
Tab. 36: Verteilung der Anteilspakete nach Anteilseignertyp .....	316
Tab. 37: Anteilspakete über 5% nach Anteilseignertyp im Zeitverlauf .....	317
Tab. 38: Beschlüsse auf den AGM von ausgewählten Unternehmen 1996 nach Inhalt .....	317
Tab. 39: Politik institutioneller Investoren zur Stimmrechtsausübung .....	318
Tab. 40: Durchschnittliche Anzahl der Direktoren nach Umsatzklasse .....	318
Tab. 41: Zusammensetzung der Boards großer börsennotierter Unternehmen ..	318
Tab. 42: Zusammensetzung der Boards börsennotierter Nicht-Finanzunternehmen .....	319
Tab. 43: Zusammensetzung der Boards börsennotierter Unternehmen .....	319
Tab. 44: Unternehmen mit NED in folgenden Ausschüssen .....	319

## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Die typischen Interessengruppen an Unternehmen .....	41
Abb. 2: Interdependenzen zwischen den Konflikten der Interessengruppen in der Corporate Governance .....	64
Abb. 3: Interne und externe Mechanismen der Corporate Governance .....	79
Abb. 4: Die primär interne Mechanismenkette der Unternehmenskontrolle seitens der Anteilseigner .....	101
Abb. 5: Die primär externe Mechanismenkette der Unternehmenskontrolle seitens der Anteilseigner .....	103
Abb. 6: Verteilung der jeweils größten Anteilspakete an den im amtlichen Handel notierten deutschen Unternehmen 1995/96 .....	140
Abb. 7: Anteil der Anteilspakete über 25% an der Gesamtzahl der jeweils größten Anteilspakete an den im amtlichen Handel notierten deutschen Unternehmen im Zeitverlauf .....	142
Abb. 8: Verteilung der Anteilspakete an den im amtlichen Handel notierten deutschen Unternehmen 1995/96 nach Sektorenzugehörigkeit der „ultimate owner“ .....	144
Abb. 9: Verteilung der Anteilspakete an den im amtlichen Handel notierten deutschen Unternehmen 1995/96 nach Anteilseignertypen der „ultimate owner“ .....	145
Abb. 10: Verteilung und Größe der Anteilspakete an den im amtlichen Handel notierten deutschen Unternehmen 1995/96 nach Anteilseignertypen ..	146
Abb. 11: „Kettenartige Verstärkerprozesse der Internalisierung von Arbeitskraft in den Betrieb“ .....	155
Abb. 12: Grundformen der Kapitalverflechtung von 694 Unternehmen im Jahr 1992 .....	203
Abb. 13: Grundformen der Personenverflechtung von 616 Unternehmen im Jahr 1992 .....	203
Abb. 14: Verteilung der jeweils größten Anteilspakete an 200 börsennotierten britischen Unternehmen 1992 .....	231
Abb. 15: Verteilung der jeweils drei größten Anteilspakete an 200 börsennotierten britischen Großunternehmen 1992 .....	232
Abb. 16: Die jeweils größten Anteilspakete an 200 börsennotierten britischen Unternehmen 1991 nach Anteilseignertyp .....	233
Abb. 17: Typen institutioneller Investoren .....	258

## Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Aufl.	Auflage
bes.	besonders
bzw.	beziehungsweise
CA	Companies Act
CEO	Chief Executive Officer
c. p.	ceteris paribus
d. h.	das heißt
DM	Deutsche Mark
ED	Executive Director
et al.	und andere
FK	Fremdkapital
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HGB	Handelsgesetzbuch
hrsg.	herausgegeben
Jg.	Jahrgang
k. A.	keine Angaben
Kap.	Kapitel
KapAEG	Kapitalaufnahmeverleichterungsgesetz
KI	Kreditinstitut
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
LSE	London Stock Exchange
MD	Managing Director
m. E.	meines Erachtens
NED	Non-Executive Director
Nr.	Nummer
S.	Seite
SEC	Securities and Exchange Commission
SFA	Securities and Futures Authority
sog.	sogenannt
Sp.	Spalte
Tab.	Tabelle
u. a.	unter anderem
usw.	und so weiter

u. U.	unter Umständen
v.	von
vgl.	vergleiche
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z. B.	zum Beispiel



## Teil 1

# Einleitung und Zusammenfassung

## I. Thematische Einführung

Viele Ökonomen beschäftigten sich seit *Adam Smith* mit dem Problem, daß angestellte Manager nicht die gleichen Ziele verfolgen wie die Eigentümer von Unternehmen.<sup>1</sup> In kleineren Unternehmen mit wenigen Eigenkapitalgebern können diese die angestellten Manager kontrollieren und so das aus der Trennung von Eigentum und Management resultierende Agency-Problem minimieren. In börsennotierten Großunternehmen, die aufgrund von Technologien mit hohen Skalenerträgen, der Entwicklung der Kapitalmärkte und der Fusionswellen anfangs des 20. Jahrhunderts in den führenden Industrieländern entstanden, beeinträchtigt die große Zahl der Eigenkapitalgeber eine Koordination der Kontrolle der Manager. *Berle/Means* stellten deshalb die bekannte These auf, wonach es in den als Publikumsgesellschaften bezeichneten Großunternehmen im Streubesitz zur „Trennung von Eigentum und Kontrolle“ kommt,<sup>2</sup> die das Agency-Problem entscheidend verschärft.

In einigen angelsächsischen Ländern waren und sind eine Vielzahl der Großunternehmen Publikumsgesellschaften.<sup>3</sup> Kein Anteilseigner dieser Unternehmen hält einen Anteil, der ihm genug Verfügungsrechte zur Überwachung des Managements sichert. Zudem will kein Anteilseigner die Kosten einer solchen Überwachung tragen, da die Erträge nicht nur ihm, sondern allen Anteilseignern zugute kommen. Angesichts der daraus resultierenden Trennung von Eigentum und Kontrolle in Publikumsgesellschaften kamen führende Ökonomen zu dem Schluß, daß das Management solcher Unternehmen keiner Kontrolle unterliegt, und sagten deshalb den Untergang der Publikumsgesellschaft voraus.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. Smith, Adam: „The Wealth of Nations“, 1776, S. 304, zitiert nach Bolton/Scharfstein (1998).

<sup>2</sup> Vgl. Berle/Means (1932).

<sup>3</sup> Vgl. zu empirischen Grundmustern im folgenden Becht (1997).

<sup>4</sup> Vgl. als bekannte Beispiele Berle/Means (1932) und Jensen (1989) und kritisch dazu Franke (1997).

Im Gegensatz zur Situation in angelsächsischen Ländern war und ist der Anteilsbesitz an vielen börsennotierten Großunternehmen in Kontinentaleuropa stärker konzentriert. Anteilseigner mit Anteilspaketen kontrollieren das Management, so daß das Problem der fehlenden Kontrolle von Managern in Europa weniger ausgeprägt ist. Auch hier kommt es allerdings zu einem Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle, da die Besitzer von Anteilspaketen die Kontrolle zu ihren Gunsten und damit möglicherweise auf Kosten der Minderheitsaktionäre ausüben, die nicht an der Kontrolle teilnehmen.<sup>5</sup> Zudem sollen Großunternehmen in Kontinentaleuropa traditionell nicht nur den Interessen der Eigenkapitalgeber, sondern auch denen anderer Interessengruppen dienen, wie Arbeitnehmern, Kunden oder Lieferanten.<sup>6</sup> Dieser Anspruch und daraus resultierendes Einflußpotential solcher Interessengruppen kann deren Anreize zur Investition in Unternehmen stärken, bringt aber auch weitere Probleme bei der Kontrolle von Managern mit sich.

Trotz der bisher genannten Probleme dominieren jedoch börsennotierte Großunternehmen in allen führenden Industrieländern eine Vielzahl von Branchen.<sup>7</sup> Die anhaltende Welle von Fusionen und Übernahmen führt eher dazu, daß noch größere Unternehmen entstehen. Nicht zuletzt deshalb ist der Erkenntnisgewinn bezüglich der Auswirkungen der Trennung von Eigentum und Kontrolle seit einiger Zeit eines der zentralen Ziele der Theorie der Unternehmensfinanzierung.<sup>8</sup> Die für die Kontrolle von Unternehmen wichtigen Sachverhalte werden unter dem Begriff Corporate Governance<sup>9</sup> diskutiert und sind als Teil des Finanzsystems eines Landes anzusehen.

Wie die Finanzsysteme einzelner Länder sind vor allem auch die Formen der Corporate Governance in diesen Ländern verschieden.<sup>10</sup> Die Untersuchung dieser Unterschiede ist angesichts der „allgegenwärtigen“ Globalisierung von besonderer Bedeutung: Durch die Internationalisierung der Unternehmensaktivitäten und der Kapitalmärkte kommt es zu einem Wettbewerb der das wirtschaftliche Geschehen in den einzelnen Ländern prägenden Institutionen und damit auch zu einem Wettbewerb der unterschiedlichen Formen der Corporate Governance: „Leistungskonkurrenz im Sinne von Produktionskosten entwickelt sich zur Normenkonkurrenz im Sinne wirtschaftlich gleichwertiger Verfügungsrechtsstrukturen.“<sup>11</sup>

---

<sup>5</sup> Vgl. Mayer (1998).

<sup>6</sup> Vgl. Schmidt (1997a).

<sup>7</sup> Vgl. Becht (1997), S. 15.

<sup>8</sup> Vgl. Bolton/Scharfstein (1998), S. 95.

<sup>9</sup> Eine Definition und ausführliche Diskussion dieses und weiterer Begriffe findet sich in Teil 1, III.1.

<sup>10</sup> Vgl. Schmidt/Tyrell (1997).

<sup>11</sup> Picot (1981), S. 191.

Diese Feststellung motiviert die vergleichende Corporate Governance Forschung,<sup>12</sup> denn die Ineffizienz der Corporate Governance in einem Land hätte negative Auswirkungen nicht nur auf einzelne Unternehmen, sondern auch auf die ganze Volkswirtschaft. Ein besseres Verständnis ist deshalb für jede Volkswirtschaft und insbesondere im Rahmen der geplanten europäischen Harmonisierung erstrebenswert.<sup>13</sup> In der Folge entstanden eine Vielzahl von Beiträgen zur international vergleichenden Analyse von Corporate Governance,<sup>14</sup> die wie die vorliegende Untersuchung meist auf die Kontrolle von börsennotierten Unternehmen beschränkt sind.<sup>15</sup>

Wie zwischen der Corporate Governance in den verschiedenen Ländern bestehen auch Unterschiede zwischen den von Ökonomen in den jeweiligen Ländern als relevant erachteten Interessen und Interessenkonflikten in der Corporate Governance. In den angelsächsischen Ländern werden ausschließlich die Interessen der Anteilseigner und die Konflikte zwischen Managern und Anteilseignern und innerhalb der Gruppe der Anteilseigner als relevant erachtet.<sup>16</sup> Diese enge Problemstellung dominierte die Literatur zur Corporate Governance in den letzten Jahren.<sup>17</sup> In Deutschland wurden seit jeher auch die Interessen anderer Gruppen einbezogen, was jedoch selten theoretisch begründet wurde.<sup>18</sup>

Angesichts neuerer Erkenntnisse in der Theorie der Unternehmung wird inzwischen eine breitere Problemstellung gefordert.<sup>19</sup> Dies erfordert die Einbeziehung verschiedener Interessengruppen, wie Anteilseigner, Fremdkapitalgeber und Mitarbeiter, und deren Einfluß in Unternehmen. Zwischen diesen Interessengruppen und ihrer Einflußnahme bestehen Wechselwirkungen; sie beeinflussen sich in ihren Interessen und ihrer Einflußnahme gegenseitig. Vor diesem Hintergrund ist das Verständnis der Corporate Governance in den Wirtschaftswissenschaften bisher sehr begrenzt.<sup>20</sup> Mittlerweile hat sich deshalb der Schwerpunkt von der Analyse der Unterschiede zwischen der Corporate Governance in führenden Industrieländern auf die Un-

<sup>12</sup> Vgl. Roe (1998a).

<sup>13</sup> Vgl. Berglöf (1997), S. 115, und Becht (1997), S. 6.

<sup>14</sup> Vgl. neben vielen anderen besonders Franks/Mayer (1992) und Franks/Mayer (1994a), Berglöf (1990), Kaplan (1994a), Prowse (1995) und Roe (1993a).

<sup>15</sup> Vgl. für einen Überblick Mayer (1997).

<sup>16</sup> Vgl. Easterbrook/Fischel (1989) und Jensen (1993) und kritisch Blair (1995).

<sup>17</sup> Vgl. den Überblick von Shleifer/Vishny (1997).

<sup>18</sup> Vgl. dazu ausführlich und teilweise kritisch Albach (1981), Chmielewitz (1981) und Gerum (1988).

<sup>19</sup> Vgl. Schmidt (1997a), Tirole (1999) und Berglöf/von Thadden (1999). Diese breitere Problemstellung bietet auch ein theoretisches Fundament für die in Deutschland bisher heftig geführte Debatte um das Shareholder Value Prinzip. Vgl. Schmidt/Spindler (1997).

<sup>20</sup> Vgl. Tirole (1999), S. 4.