

**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 Grosseckttler, 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 Harschar-Ehrnborg und Karin Himmelfreich, 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 Fremdkapitalgebern	61
f)	Die zentrale Rolle des Managements im Unternehmen und die zentrale 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 Interessengruppen	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 Zusammenhängen	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

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-	113
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	121
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
a)	Unternehmenslandschaft und Großunternehmen	131
b)	Rechtssystem und Unternehmensverfassung der Aktiengesellschaft ..	132
c)	Finanzsystem und Unternehmensfinanzierung	134
d)	Einschätzung der Umsysteme und neuere Entwicklungen	135
2.	Die Eigenkapitalgeber	137
a)	Anteilsbesitz an börsennotierten Aktiengesellschaften nach Sektoren	137
b)	Die Konzentration des Anteilsbesitzes	138
c)	Typen und Verhalten von Großanlegern	143
d)	Einschätzung der Rolle der Eigenkapitalgeber	148
3.	Die Arbeitnehmer	149
a)	Die Organisation der Arbeitnehmer	149
b)	Der Arbeitsmarkt	150
c)	Das Humankapital der Arbeitnehmer	152
d)	Einschätzung der Rolle der Arbeitnehmer	154
4.	Die Manager	156
a)	Die Organisation der Manager	156
b)	Der Arbeitsmarkt	158
c)	Das Humankapital der Manager	158
d)	Einschätzung der Rolle der Manager	159
5.	Die Banken	160
a)	Die Universalbanken in Deutschland	160
b)	Die Großbanken in der Unternehmensfinanzierung	161
c)	Die Großbanken in der Corporate Governance	162
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.	Die Hauptversammlung	166
a)	Grundlagen	166
b)	Empirische Erkenntnisse	167
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle	169
2.	Der Aufsichtsrat	170
a)	Grundlagen	170
b)	Empirische Erkenntnisse	172
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
III. Die externen Mechanismen der Corporate Governance	207
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
IV. Zusammenfassung	215
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
a)	Unternehmenslandschaft und Großunternehmen	220
b)	Rechtssystem und Unternehmensverfassung der PLC	221
c)	Finanzsystem und Unternehmensfinanzierung	223
d)	Selbstregulierung und institutionelle Investoren	224
e)	Einschätzung der Umsysteme und neuere Entwicklungen	227
2.	Die Eigenkapitalgeber	228
a)	Anteilsbesitz an börsennotierten PLCs nach Sektoren	228
b)	Die Konzentration des Anteilsbesitzes	230
c)	Typen und Verhalten von Großanlegern	232
d)	Einschätzung der Rolle der Eigenkapitalgeber	235
3.	Die Arbeitnehmer	236
a)	Die Organisation der Arbeitnehmer	236
b)	Der Arbeitsmarkt	237
c)	Das Humankapital der Arbeitnehmer	238
d)	Einschätzung der Rolle der Arbeitnehmer	239
4.	Die Manager	240
a)	Die Organisation der Manager	240
b)	Der Arbeitsmarkt	240
c)	Das Humankapital der Manager	241
d)	Einschätzung der Rolle der Manager	242
5.	Die Banken	242
a)	Die Banken in Großbritannien	242
b)	Banken und Unternehmensfinanzierung	242
c)	Banken und Unternehmenskontrolle	243
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
a)	Grundlagen	246
b)	Empirische Erkenntnisse	247
c)	Wirkung in der Unternehmenskontrolle	250
2.	Das Board	251
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
II. Einschätzungen der Entwicklungen im Vergleich	294
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
III. Schlußwort	298
Anhang	300
Literaturverzeichnis	320

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	Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz
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.¹ 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,² die das Agency-Problem entscheidend verschärft.

In einigen angelsächsischen Ländern waren und sind eine Vielzahl der Großunternehmen Publikumsgesellschaften.³ 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.⁴

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

² Vgl. Berle/Means (1932).

³ Vgl. zu empirischen Grundmustern im folgenden Becht (1997).

⁴ 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.⁵ Zudem sollen Großunternehmen in Kontinentaleuropa traditionell nicht nur den Interessen der Eigenkapitalgeber, sondern auch denen anderer Interessengruppen dienen, wie Arbeitnehmern, Kunden oder Lieferanten.⁶ 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.⁷ 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.⁸ Die für die Kontrolle von Unternehmen wichtigen Sachverhalte werden unter dem Begriff Corporate Governance⁹ 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.¹⁰ 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.“¹¹

⁵ Vgl. Mayer (1998).

⁶ Vgl. Schmidt (1997a).

⁷ Vgl. Becht (1997), S. 15.

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

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

¹⁰ Vgl. Schmidt/Tyrell (1997).

¹¹ Picot (1981), S. 191.

Diese Feststellung motiviert die vergleichende Corporate Governance Forschung,¹² 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.¹³ In der Folge entstanden eine Vielzahl von Beiträgen zur international vergleichenden Analyse von Corporate Governance,¹⁴ die wie die vorliegende Untersuchung meist auf die Kontrolle von börsennotierten Unternehmen beschränkt sind.¹⁵

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.¹⁶ Diese enge Problemstellung dominierte die Literatur zur Corporate Governance in den letzten Jahren.¹⁷ In Deutschland wurden seit jeher auch die Interessen anderer Gruppen einbezogen, was jedoch selten theoretisch begründet wurde.¹⁸

Angesichts neuerer Erkenntnisse in der Theorie der Unternehmung wird inzwischen eine breitere Problemstellung gefordert.¹⁹ 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.²⁰ Mittlerweile hat sich deshalb der Schwerpunkt von der Analyse der Unterschiede zwischen der Corporate Governance in führenden Industrieländern auf die Un-

¹² Vgl. Roe (1998a).

¹³ Vgl. Berglöf (1997), S. 115, und Becht (1997), S. 6.

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

¹⁵ Vgl. für einen Überblick Mayer (1997).

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

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

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

¹⁹ 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).

²⁰ Vgl. Tirole (1999), S. 4.