

# Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	15
Abbildungsverzeichnis	23
Tabellenverzeichnis	24
Abkürzungsverzeichnis	25
Teil 1: Einführung	33
A. Problemaufriss und Anlass der Untersuchung	33
B. Ziele der Untersuchung	44
C. Ein- und Abgrenzung der Untersuchungsgegenstände	46
D. Gang der Untersuchung	53
Teil 2: Theoretische Grundlagen der Steuerungswirkung und Preiseffizienz des Kapitalmarkts	57
§ 1: Kapitalmarktdisziplin vor dem Hintergrund der ökonomischen Analyse des Rechts	57
A. Grundüberlegungen der ökonomischen Analyse des Rechts	57
B. Ökonomische Analyse des Kapitalgesellschaftsrechts	64
C. Anwendung auf die börsennotierte Publikumsaktiengesellschaft	70
D. Theorie der externen Corporate Governance	74
§ 2: Einführung in das Kontrollmarktkonzept	81
A. Ideengeschichtlicher Ursprung: das Werk von <i>Manne</i>	81
B. Konzeptionelle Grundlagen	83
C. Ein- und Abgrenzungen	93
§ 3: Die Hypothese preiseffizienter Kapitalmärkte ( <i>ECMH</i> )	97
A. Grundzüge der <i>ECMH</i> nach <i>Fama</i>	97
B. Abgrenzung von der Kapitalmarkttransparenz	104
C. Abgrenzung von anderen Kategorien der Kapitalmarkteffizienz	106
§ 4: Bedeutung der <i>ECMH</i> für die kapitalmarktliche Verhaltenssteuerung	108
A. Preiseffizienz als Grundvoraussetzung	108

B. Nähere Betrachtung	109
C. Zusammenfassung	115
Teil 3: Analyse der Steuerungswirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle	116
§ 1: Empirischer Nachweis der Verhaltenssteuerung	116
A. Untersuchungsansätze zur Erfassung der Steuerungswirkung	116
B. Erste Gruppe: Studien zum Nachweis der Verhaltenssteuerung <i>ex ante</i>	117
C. Zweite Gruppe: Studien zur <i>ex post</i> -Sanktionierung	123
D. Gesamtwischenergebnis zum empirischen Nachweis	131
E. Methodik und Aussagekraft der ökonomischen Forschung	132
F. Vorläufiges Gesamtergebnis zum empirischen Nachweis	140
§ 2: Theoretische Plausibilität umfassender Verhaltenssteuerung	142
A. Haupteinwand: Steuerung nur bei grobem Fehlverhalten	144
B. Weiterer Einwand: keine Steuerungswirkung bei zu grobem Fehlverhalten	163
C. Negative Effekte der Verhaltenssteuerung	164
§ 3: Vorläufiges Gesamtergebnis der Analyse	169
Teil 4: Zweifel an der Preiseffizienz des Kapitalmarkts unter dem Eindruck der Finanzmarktkrise	171
§ 1: Grundlagen der Kritik an der <i>ECMH</i>	171
A. Keine Gültigkeit der strengen Form	172
B. Rationalität der Preisbildung und <i>Behavioral Finance</i>	173
C. Kernfrage der Kontroverse: Preiseffizienz trotz <i>Noise         Trading?</i>	177
§ 2: Stand der finanzökonomischen Forschung vor der Krise	186
A. Überprüfbarkeit und Methoden der Überprüfung der <i>ECMH</i>	186
B. Abriss der historischen Entwicklung	194
C. Ausblick auf die Untersuchung zur Finanzmarktkrise	204
§ 3: Analyse des relevanten Marktgeschehens	207
A. Blasenbildung auf dem U.S.-amerikanischen Immobilienmarkt	207

B. Der Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere	221
§ 4: Abschließende Bewertung der Kritik an der <i>ECMH</i> im Allgemeinen	279
A. Finanzmarktkrise als Ausnahme?	279
B. Mangelnde Alternativen zur <i>ECMH</i> ?	280
§ 5: Bedeutung der Kritik für die externe Corporate Governance im Besonderen	283
A. Grundsätzliches	283
B. Preiseffizienz auf der Makro- und Mikroebene	284
C. Ergebnis	286
Zusammenfassung	288
Literatur- und Quellenverzeichnis	293

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	23
Tabellenverzeichnis	24
Abkürzungsverzeichnis	25
Teil 1: Einführung	33
A. Problemaufriss und Anlass der Untersuchung	33
I. Corporate Governance: Unternehmens(leiter)kontrolle	33
II. Interne und externe Corporate Governance	35
1. Interne Unternehmens(leiter)kontrolle	35
2. Externe Unternehmens(leiter)kontrolle	36
3. Ergänzung oder Substitution?	37
III. Anlass der Untersuchung	39
1. Die Finanzmarktkrise	39
2. Die Kontroverse um die Hypothese preiseffizienter Kapitalmärkte ( <i>ECMH</i> )	40
B. Ziele der Untersuchung	44
C. Ein- und Abgrenzung der Untersuchungsgegenstände	46
I. Dimensionen der (externen) Corporate Governance	46
II. Mechanismus: Kapitalmarktdisziplin und Markt für Unternehmenskontrolle	46
III. Zielrichtung: Schutz der Aktionärsinteressen	48
IV. Organisationsform: Publikumsaktiengesellschaften	49
1. Charakteristika	49
2. Aktionärstyp	50
3. Ausklammerung von Kreditinstituten	51
D. Gang der Untersuchung	53
I. Teil 2	53
II. Teil 3	54
III. Teil 4	55
Teil 2: Theoretische Grundlagen der Steuerungswirkung und Preiseffizienz des Kapitalmarkts	57
§ 1: Kapitalmarktdisziplin vor dem Hintergrund der ökonomischen Analyse des Rechts	57

A.	Grundüberlegungen der ökonomischen Analyse des Rechts	57
I.	Das wohlfahrtsökonomische Effizienzziel	58
II.	Leistungsfähigkeit und Grenzen von Marktprozessen	60
1.	Potenziell selbständige Erreichung des Effizienzziels	60
2.	Gefahr des Marktversagens	61
III.	Rechtspolitisches Programm	63
B.	Ökonomische Analyse des Kapitalgesellschaftsrechts	64
I.	Unternehmen als Bündel vertraglicher Beziehungen	64
II.	Aufgabe des Unternehmensrechts	65
III.	Aufgabe des Kapitalgesellschaftsrechts	66
IV.	Die Problemlage der Beziehung von Kapitalgebern und Unternehmensleitern	66
1.	Konfliktpotenzial	67
2.	Unvollständige Lösung <i>ex ante</i>	68
3.	Unvollständige Lösung <i>ex post</i>	69
4.	Corporate-Governance-Verständnis	69
C.	Anwendung auf die börsennotierte Publikumsaktiengesellschaft	70
I.	Extreme Spezialisierungsvorteile	70
II.	Verschärfung des <i>principal-agent</i> -Konflikts	72
III.	Historischer Einschub: Das <i>Berle/Means</i> -Paradigma	73
D.	Theorie der externen Corporate Governance	74
I.	Informationsfunktion der Aktienkurse	74
II.	Vermittlung der Steuerungswirkung durch den <i>Market for Corporate Control</i>	76
III.	Rechtspolitische Schlussfolgerungen	78
IV.	Zusammenfassung	80
§ 2:	Einführung in das Kontrollmarktkonzept	81
A.	Ideengeschichtlicher Ursprung: das Werk von <i>Manne</i>	81
B.	Konzeptionelle Grundlagen	83
I.	Funktionsweise	83
II.	Verbindungslinien der betroffenen Märkte	84
1.	Eigenständigkeit des <i>Market for Corporate Control</i>	85
a)	Das gehandelte Gut	85
b)	Anbieter und Nachfrager	86
c)	Eigener Preis	88
2.	Verbindung mit dem Aktien- und Übernahmemarkt	89
3.	Verbindung mit dem Arbeitsmarkt für Manager	91
III.	Spektrum Effizienz steigender Maßnahmen	92
C.	Ein- und Abgrenzungen	93
I.	Steuerungs- und Allokationsfunktion	93

II. Regulierung von Unternehmensübernahmen	95
III. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen für die weitere Untersuchung	96
§ 3: Die Hypothese preiseffizienter Kapitalmärkte ( <i>ECMH</i> )	97
A. Grundzüge der <i>ECMH</i> nach <i>Fama</i>	97
I. Ausprägungen der Preiseffizienz	97
1. Informationseffizienz	97
a) Mechanismus der Informationsverarbeitung	98
b) Schwache, halbstarke und starke Form	99
c) Relevanz für die externe Corporate Governance	100
2. Bewertungseffizienz	101
II. Wertimplikation preiseffizienter Aktienkurse	103
B. Abgrenzung von der Kapitalmarkttransparenz	104
I. Kapitalmarkttransparenz: Informationsverfügbarkeit	104
II. Kapitalmarkt(preis)effizienz: Informationsverarbeitung	105
C. Abgrenzung von anderen Kategorien der Kapitalmarkteffizienz	106
§ 4: Bedeutung der <i>ECMH</i> für die kapitalmarktliche Verhaltenssteuerung	108
A. Preiseffizienz als Grundvoraussetzung	108
B. Nähere Betrachtung	109
I. Keine hinreichende Bedingung	109
II. Irrelevanz der <i>ECMH</i> ?	110
III. Schädlichkeit hoher Preiseffizienz?	110
IV. Notwendige Bedingung	111
V. Mögliche Einschränkungen	113
VI. Fazit	114
C. Zusammenfassung	115
Teil 3: Analyse der Steuerungswirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle	116
§ 1: Empirischer Nachweis der Verhaltenssteuerung	116
A. Untersuchungsansätze zur Erfassung der Steuerungswirkung	116
I. Grundlegende Schwierigkeiten des empirischen Nachweises	116
II. Typologie der Untersuchungsansätze	117
B. Erste Gruppe: Studien zum Nachweis der Verhaltenssteuerung <i>ex ante</i>	117

I.	Beeinflussung des Managementverhaltens durch sinkende Aktienkurse	117
II.	Studien zu gesetzlichen Übernahmehindernissen	119
III.	Studien zu privatautonomem Übernahmehindernissen	121
IV.	Zwischenergebnis zu der Steuerungswirkung <i>ex ante</i>	123
C.	Zweite Gruppe: Studien zur <i>ex post</i> -Sanktionierung	123
I.	Auswechslung des Managements ( <i>Management Turnover</i> )	124
1.	Durchgeführte Übernahmen	124
2.	Versuchte Übernahmen	125
3.	Allgemeine Korrelation von Übernahmeaktivität und Auswechslungsrate ( <i>Turnover Rate</i> )	127
4.	Leistungssensibilität der Auswechslungsrate ( <i>Sensitivity of Turnover to Performance</i> )	128
5.	Die Studie von <i>Hungenberg, Wulf</i> und <i>Stein</i> für deutsche Zielgesellschaften	129
II.	Weitere Sanktionsformen	129
III.	Zwischenergebnis zur <i>ex post</i> -Sanktionierung	130
D.	Gesamtzwischenergebnis zum empirischen Nachweis	131
E.	Methodik und Aussagekraft der ökonometrischen Forschung	132
I.	Übertragbarkeit der Forschungsergebnisse auf Deutschland	132
II.	Kontrollmarktkonzeptspezifische Schwierigkeiten: Angemessenheit der Realität als Maßstab	132
1.	Kritik am geltenden Recht	133
2.	Fazit	136
III.	Untersuchungsansatzspezifische Schwierigkeiten: Studien zur <i>ex post</i> -Sanktionierung	136
IV.	Methodenspezifische Schwierigkeiten	137
1.	Abhängigkeit der Aktienkursstudien von der <i>ECMH</i>	137
2.	Nachteile der Studien zu Finanzpublikationen	139
F.	Vorläufiges Gesamtergebnis zum empirischen Nachweis	140
§ 2:	Theoretische Plausibilität umfassender Verhaltenssteuerung	142
A.	Haupteinwand: Steuerung nur bei grobem Fehlverhalten	144
I.	Hauptargument: mangelnde Kapitalmarktpreiseffizienz	144
II.	Die Nebenargumente im Überblick	145
III.	Kritische Auseinandersetzung mit den Nebenargumenten	148
1.	Abhängigkeitsargument	148
2.	Behinderungsargument	148

3. Verspätungsargument	150
4. Subsidiaritätsargument	150
5. Motivargument	151
a) Vermengung von Verhaltenssteuerungs- und Allokationsfunktion	151
b) Mangelnde Aussagekraft der herangezogenen Empirie	152
c) Ergebnis	155
6. Aktivitätsargument	155
a) Grundsätzliche Entkräftigung	155
b) Zur Unterscheidung von „freundlichen“ und „feindlichen“ Übernahmen	156
7. Transaktionskostenargument	158
a) Quantifizierung	158
b) Ergebnis	159
8. Risikoargument	160
IV. Ergebnis zu den Nebenargumenten	162
B. Weiterer Einwand: keine Steuerungswirkung bei zu grobem Fehlverhalten	163
C. Negative Effekte der Verhaltenssteuerung	164
I. Kurzsichtigkeit	165
II. Bewertung	165
1. Schutzargument	165
2. Eigennutzargument	166
III. Ablenkung durch „Überdisziplinierung“	167
IV. Ergebnis	168
§ 3: Vorläufiges Gesamtergebnis der Analyse	169
 Teil 4: Zweifel an der Preiseffizienz des Kapitalmarkts unter dem Eindruck der Finanzmarktkrise	 171
§ 1: Grundlagen der Kritik an der <i>ECMH</i>	171
A. Keine Gültigkeit der strengen Form	172
B. Rationalität der Preisbildung und <i>Behavioral Finance</i>	173
I. Frühe Skepsis: <i>Keynes' Beauty Contest</i>	174
II. <i>Noise Trading</i>	175
III. <i>Noise</i> unter der Lupe der Verhaltenspsychologie	176
C. Kernfrage der Kontroverse: Preiseffizienz trotz <i>Noise Trading</i> ?	177
I. Aggregation	178
II. Arbitrage	180



III. Grenzen ( <i>Limits to Arbitrage</i> )	182
IV. Stellenwert der Argumentation	184
§ 2: Stand der finanzökonomischen Forschung vor der Krise	186
A. Überprüfbarkeit und Methoden der Überprüfung der <i>ECMH</i>	186
I. Wertimplikation und Rationalität der Marktpreise (Bewertungseffizienz)	186
1. Das Fehlen eines Vergleichswerts	187
2. Das Problem der verbundenen Hypothesen ( <i>Joint-Hypothesis Problem</i> )	188
II. Geschwindigkeit der Informationsverarbeitung (Informationseffizienz)	189
1. Ereignisstudien	189
2. Überprüfung anhand investitionspraktischer Implikationen	190
a) Ausgangspunkt: Zufallspfadhypothese ( <i>Random Walk</i> )	190
b) „Zero Profit Condition“ und „Beating the Market“	191
c) Kein Aussagegehalt für die Wertimplikation	193
B. Abriss der historischen Entwicklung	194
I. Der frühe Siegeszug der <i>ECMH</i>	194
II. Zunehmende Zweifel	195
III. Die Internetblase	200
IV. Zwischenstand	202
C. Ausblick auf die Untersuchung zur Finanzmarktkrise	204
§ 3: Analyse des relevanten Marktgeschehens	207
A. Blasenbildung auf dem U.S.-amerikanischen Immobilienmarkt	207
I. Die Preisentwicklung	208
II. Relevanz für die Diskussion um die <i>ECMH</i>	210
1. Preisineffizienzen	210
2. Relevanz	212
a) Grundsätzliche Übertragbarkeit des Konzepts der Preiseffizienz	212
b) Keine Hypothese preiseffizienter Immobilienmärkte	213
c) Zwischenergebnis	216
3. Psychologische Erklärungsansätze	216
a) Langfristige Preissteigerungserwartungen als Grundlage von Kaufentscheidungen	217

b) (Ir)Rationalität der Erwartungshaltung: kognitive Entscheidungsanomalien	218
c) Auswirkungen im Kollektiv: <i>Feedback Trading</i> und Blasenbildung	219
4. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	220
B. Der Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere	221
I. Grundlagen im Überblick	222
1. <i>Mortgage-Backed Securities (MBS)</i>	223
2. Historischer Hintergrund	226
3. Entstehung des Marktes für (private) <i>Subprime-MBS</i>	227
4. Die blasenartige Entwicklung der 2000er Jahre und <i>Collateralized Debt Obligations (CDO)</i>	229
II. Preisineffizienzen	233
1. Risikoprämien	234
2. Informationslage	235
a) Wertpapierinformationen	235
b) Immobilienpreise	237
3. Emissions- und Investitionsvolumina	239
III. Relevanz für die Diskussion um die <i>ECMH</i>	239
IV. Eingeschränkte Bedeutung des Marktes für hypothekenbesicherte Wertpapiere	240
1. Primärmarktcharakter	240
2. Marktspezifische institutionelle Grenzen der Arbitrage	241
V. Übertragbare Bestätigung der Grenzen rationaler Preisbildung	242
1. Das zweifelhafte Investorenverhalten	244
2. Rationaler Erklärungsversuch ( <i>Posner</i> )	245
3. Möglichkeiten der Arbitrage	246
a) Fallbeispiele	246
b) Instrumente	248
c) Würdigung	249
d) Grenzen	250
e) Fazit	251
4. Verhaltenspsychologische Erklärungsansätze	252
a) Überextrapolation	252
(1) Bedeutung steigender Immobilienpreise	253
(2) Anekdotische Evidenz	254
b) Kognitive Dissonanz	257
(1) Finanzmarktkrise	258
(2) Anekdotische Evidenz	258

c) Übersteigertes Selbstvertrauen und übermäßiger Optimismus	260
d) Herdenverhalten ( <i>Herd Behavior</i> )	261
(1) Finanzmarktkrise	262
(2) Fallbeispiel	263
5. Defizite in der Informationsverarbeitung bei hoher Komplexität	265
a) Finanzmarktkrise	265
b) Besondere Relevanz für die externe Corporate Governance	266
c) Empirische Evidenz für den Aktienmarkt	267
6. Unzulänglichkeit der rationalen Erklärung für das Investorenverhalten von <i>Posner</i>	269
a) Vermeintlich rationales Investorenkalkül	269
b) Mangelhaftigkeit der Annahmen	270
7. Ausbruch der Krise: panische Überreaktion	270
a) Fehlende Marktliquidität	272
b) Verhaltenspsychologischer Hintergrund	273
(1) Verlustaversion	273
(2) Abneigung gegen Ungewissheit (Ambiguitätsaversion)	273
c) Übertragung auf den Aktienmarkt	274
VI. Mögliche Bestätigung der <i>ECMH</i> ?	275
1. <i>Random Walk</i> und <i>Zero Profit Condition</i>	275
2. Preissturz als Effizienz bringende Korrektur	276
VII. Zusammenfassung zum Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere	277
§ 4: Abschließende Bewertung der Kritik an der <i>ECMH</i> im Allgemeinen	279
A. Finanzmarktkrise als Ausnahme?	279
B. Mangelnde Alternativen zur <i>ECMH</i> ?	280
§ 5: Bedeutung der Kritik für die externe Corporate Governance im Besonderen	283
A. Grundsätzliches	283
B. Preiseffizienz auf der Makro- und Mikroebene	284
C. Ergebnis	286
Zusammenfassung	288
Literatur- und Quellenverzeichnis	293