ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Iber, Bernhard

Working Paper — Digitized Version

Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland von 1963 bis 1983

Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 156

Provided in Cooperation with:
Christian-Albrechts-University of Kiel, Institute of Business Administration

Suggested Citation: Iber, Bernhard (1984) : Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland von 1963 bis 1983, Manuskripte aus den Instituten für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, No. 156, Universität Kiel, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Kiel

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/168605

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

MANUSKRIPTE AUS DEM INSTITUT FÜR BETRIEBSWIRTSCHAFTSLEHRE
DER UNIVERSITÄT KIEL

Nr. 156

Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland von 1963 bis 1983

Bernhard Iber*

November 1984

*Dipl.-Kfm. Bernhard Iber
Institut für Betriebswirtschaftslehre
Lehrstuhl für Finanzwirtschaft
Direktor: Prof. Dr. Reinhart Schmidt

GLIEDERUNG

	Seite
1.Die aktuelle Problematik der Aktie	1
2.Zur Bedeutug der Aktionärsstruktur	5
2.1.Aktionärsrechte und Aktionärseinfluß	5
2.2.Aktionärsinteressen	8
3.Empirische Untersuchung der Aktionärsstruktur	11
3.1.Die Entwicklung der Aktionärsstruktur nach Art der Beteiligungsverhältnisse	11
3.2.Die Entwicklung der Aktionärsstruktur nach Höhe des Anteilsbesitzes	16
4.Zusammenfassung	25
Anmerkungen	26
Literaturverzeichnis	29

1.Die aktuelle Problematik der Aktie

In zahlreichen Publikationen wurde in den vergangenen Jahren das Schattendasein der deutschen Aktienmärkte beklagt und nach Neuemissionen börsenreifer Unternehmen gerufen.[1] Die seit 1983 erfreulicherweise steigende Zahl inländischer Börsenneuzulassungen scheint den seit 1956 rückläufigen Trend der Anzahl börsennotierter Aktiengesellschaften in diesem Jahr gestoppt und vielleicht sogar umgekehrt zu haben.[2] Diese in der Wirtschaftspresse stürmisch angekündigten Neuemissionen und die Hausse an den deutschen Börsen sollten jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, daß der Aktie sowohl als Finanzierungs- als auch als Anlageinstrument weiterhin zahlreiche Hindernisse im Wege stehen.

In ihrem Monatsbericht von April 1984[3] hat die Deutsche Bundesbank erneut auf die noch bestehenden Hürden der Aktienfinanzierung hingewiesen: ungünstige Umfeldbedingungen, steuerliche Benachteiligung von Kapitalgesellschaften, inflexible Organisationsstruktur, Mitbestimmungsregelungen, Publizitätspflicht und Vorzug der Kreditfinanzierung bei der Beratung durch die Hausbanken. Bei Neuemission stehen zusätzlich die damit verbundenen, neuerdings steuerlich abzugsfähigen Kosten der Börseneinführung, die bislang oft mangelnde Unterstützung der Kreditinstitute sowie die bei mittleren Unternehmen häufig anzutreffende Unterkapitalisierung im Wege. Dieses weite, von dem Finanzierungscharakter der Aktie her betrachtete Problemfeld soll an dieser Stelle nicht weiter beleuchtet werden; im Mittelpunkt der Analyse steht im folgenden die Aktie als Anlageinstrument.

Auch die geringe Attraktivität von Aktie bzw. Aktienmarkt aus dem Blickwinkel des Anlegers ist Gegenstand zahlreicher Veröffentlichungen gewesen. Immerhin ist der Anteil der Aktien am gesamten Geldvermögen in den letzten zwanzig Jahren von 13.9% in 1963 auf 6.96% in 1983 gesunken und

hat sich damit genau halbiert.[4] Es gilt zu erläutern, welche Gründe für die mangelnde und von 1979 bis 1981 bei den privaten Haushalten sogar negative Vermögensbildung in Aktien[5] der deutschen Volkswirtschaft verantwortlich sind.

In der Unternehmenstheorie wird nach den empirischen Forschungen von Berle und Means[6] für die USA schon seit fünfzig Jahren die **Trennung von Eigentum und Kontrolle** in der Aktiengesellschaft diskutiert. Während die Vertreter des "Managerkapitalismus" auf die zunehmende Handlungsautonomie des Managements in Publikumsaktiengesellschaften und auf deren zunehmenden Anteil an der Gesamtzahl der Unternehmen verweisen, halten die Vertreter der "Property-Rights-Schule" die externe Kontrolle der Verwaltung über die Kursbildung an den Aktienmärkten und über den Markt für Manager für effizient.[7] Bei den angestellten Untersuchungen wird jedoch vielfach übersehen, daß von der Aktionärsstruktur nicht ohne weiteres auf den realisierten Einfluß geschlossen werden kann.[8] Neuere Arbeiten für die Bundesrepublik kommen ebenso wie die amerikanischen Beiträge zu divergierenden Aussagen über die Entwicklung der Managerkontrolle. Bei Anwendung verschiedener Kontrollkategorien und Analyse unterschiedlicher Grundgesamtheiten und Zeiträume stellen Steinmann/Schreyögg/Ditthorn einen deutlichen Anstieg und Thonet/Poensgen eine Abnahme der managerkontrollierten Unternehmen fest. Eine Klarstellung des Sachverhalts wird gegebenenfalls die Auswertung der eigenen empirischen Untersuchung für die Zeit von 1963 bis 1983 erbringen.[9] Der Theorienstreit soll aufgrund dieser Erkenntnisse hier nicht weiter vertieft werden.

Der **Einfluß des Aktionärs** mit kleinem Anteilsbesitz ist überwiegend auf die Mitverwaltungsrechte in der Hauptversammlung beschränkt. Wie Frizen[10] aber in einer Untersuchung über den Einfluß der Hauptversammlung in der Publikumsaktiengesellschaft festgestellt hat, erachtet die Mehrheit der befragten Verwaltungen diesen Einfluß für

gering. Die Funktion der Hauptversammlung wird überwiegend in der Information der Aktionäre gesehen; diese aber verfolgen das Geschehen, sofern sie überhaupt persönlich anwesend sind, nur passiv. Eine Einflußnahme auf Vorstandsentscheidungen bleibt dementsprechend im wesentlichen den Großaktionären und den kreditgebenden Banken vorbehalten und ist für Kleinaktionäre sehr gering.[11] Überspitzt formuliert hat Lutter geschrieben:"...Wozu eigentlich braucht man diesen Aktionär, dieses Subjekt vielfältiger Vorschriften, minuziöser Überlegungen und großer gesetzgeberischer Bemühungen, wenn seine Funktionen in den großen und wichtigen Unternehmen gegen null tendieren."[12]

Verschwiegen werden darf natürlich in diesem Zusammenhang nicht, daß der Grund für diese Tatsache nicht nur in mangelhaften Aktionärsrechten gesehen werden darf, sondern die Ausübung dieser Rechte vor allem an die Bereitschaft zur eigenen Interessenwahrung und ein gewisses Maß an **Sachverstand** gebunden ist. Diese Voraussetzungen zur Wahrung der eigenen Rechte können von vielen Aktionären nicht erwartet werden.[13]

Ein weiteres Manko der Aktie liegt in der häufig fehlerhaften Information der Medien über die angeblich zu niedrige **Rendite** im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren. Oft wird eine Eigenkapitalrendite nach Steuern mit der Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere (vor Steuern) verglichen. Wird die steuerliche Belastung gleichermaßen berücksichtigt, so kann der Vergleich je nach individueller Besteuerung für die Aktie schon wesentlich besser ausfallen. Bei der Ertragsrechnung dürfen ebenfalls die anderen Renditequellen der Aktie neben der Dividende nicht vergessen werden: die zumeist steuerbefreiten Kursgewinne und die Bezugsrechte.[14]

Die **starre Ausschüttungspolitik** vieler Unternehmen muß in diesem Zusammenhang ebenfalls kritisiert werden. Eine mit der Ertragslage variierende Dividende steigert insbeson-

dere für den risikobewußten Anleger die Attraktivität der Aktie.[15)]

Neben der bereits angeführten, bis 1983 rückläufigen Zahl der börsennotierten Aktiengesellschaften trägt aber ein anderer Tatbestand mitentscheidend zur Marktenge der deutschen Börse bei. "Kennzeichnend für das geringe Interesse privater Sparer an Dividendenpapieren ist auch die, an internationalen Maßstäben gemessen, ungewöhnliche Besitzstruktur am deutschen Aktienmarkt."[16)] Die **Entwicklung der Aktionärsstruktur** in der Bundesrepublik Deutschland ist daher der Gegenstand der Betrachtung.

Deshalb sollen im folgenden zunächst Aktionärsrechte sowie das durch die Höhe des Aktienbesitzes legitimierte Einflußpotential der Aktionäre erörtert werden. Aufbauend können dann die unterschiedlichen Interessen der Aktionäre und die sich daraus ergebenden Konfliktpotentiale in der Aktiengesellschaft angesprochen werden. Die Entwicklung der Beteiligungsverhältnisse deutscher Aktiengesellschaften nach Art der Anteilseigener und nach Höhe des Anteilsbesitzes sind Gegenstand der umfangreichen empirischen Untersuchung, deren erste Ergebnisse hier dargestellt werden. Zum Abschluß werden dann Auswirkungen aus festgestellten Veränderungen in der Aktionärsstruktur auf die zuvor erläuterten Zusammenhänge sowie die Konsequenzen für die Attraktivität der Aktie und der Börsen in der Bundesrepublik diskutiert.

2.Zur Bedeutung der Aktionärsstruktur

Zweifelsohne wird die Annahme, unterschiedliche Eigentümerstrukturen bedingten notwendigerweise unterschiedliche Managemententscheidungen, zurecht kritisiert.[17] So konnte in Wittes empirischen Forschungen auch kein Zusammenhang zwischen Einflußpotential und Einflußerfolg für die Anteilseigner festgestellt werden; gleichzeitig weisen jedoch die Ergebnisse einer Befragung aus, daß der Zusammenhang zwischen starker Konzentration der Anteile und hohem Einfluß der Anteilseigner grundsätzlich besteht.[18] Daher wird im folgenden Abschnitt erläutert, inwieweit die Höhe des Anteilsbesitzes den Einfluß der Aktionäre in der Aktiengesellschaft legitimiert.

2.1.Aktionärsrechte und Aktionärseinfluß

Grundsätzlich lassen sich verschiedene Aktionärstypen sowohl nach der "Art" des Anteilseigeners als auch nach der Höhe des jeweiligen Anteilsbesitzes unterscheiden, wenn man einmal von der soziologischen Schichtung des Streubesitzes absieht. Die Rechte und die entsprechende Einflußmöglichkeit der Aktionäre leiten sich aus der Größenordnung des Aktienbesitzes ab.

Im Aktiengesetz (AktG) betragen die relevanten Grenzen 5% (oder 1 Mio. DM), 10% (oder 2Mio. DM) und 25% für die Minderheitsrechte sowie 50% (einfache Mehrheit) und 75% (qualifizierte Mehrheit) für die Mehrheitsrechte. Aber auch die Rechte des Anteilseigners mit nur einer Aktie sind gesetzlich geschützt.[19]

Im gewissen Rahmen wird es den Satzungen der einzelnen Aktiengesellschaften überlassen, die gesetzlichen Bestimmungen auszufüllen oder anderweitige Regelungen zu treffen. Gerade die Abweichung der Satzung von der generell vorgesehenen Bestimmung des Aktiengesetzes vermag aber einen potentiellen Aktionärseinfluß erheblich zu verän-

dern; man denke nur an die nach Gesetz erforderliche qualifizierte Mehrheit des auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals bei Satzungsänderung (§§ 119 Abs.1, 179 Abs.1 u. 2 AktG), die anhand von Satzungsbestimmungen auf eine einfache Mehrheit des vertretenen Grundkapitals herabgesetzt werden kann. Auf diese Weise kann eine eventuelle Sperrminorität ihren Einfluß völlig verlieren, da mit einer geringeren Prozentmehrheit entsprechende Hauptversammlungsbeschlüsse gefaßt werden können. Wie Wittes Untersuchungen zeigen, werden in einer Vielzahl deutscher Aktiengesellschaften die gesetzlichen Mehrheitserfordernisse erleichtert und somit die Einflußmöglichkeiten der Minderheitsaktionäre eingeschränkt.[20)]

In diesem Zusammenhang kann nur auf die einschlägige Literatur zu den Aktionärsrechten verwiesen werden[21)]; eine detaillierte Abhandlung der einzelnen Rechte stellt nicht das Ziel dieser Arbeit dar. Die Aktionäre werden hier folgendermaßen klassifiziert:

1. Mehrheitsaktionäre mit qualifizierter Mehrheit,
2. Mehrheitsaktionäre mit einfacher Mehrheit,
3. Minderheitsaktionäre mit einem Stimmanteil von mehr als 25 %,
4. Kleinaktionäre.

Ein **Mehrheitsaktionär** kann aufgrund des herrschenden Mehrheitsprinzips in der Hauptversammlung generell seinen Willen gegen andere Aktieneigentümer behaupten, wenn sein Stimmrecht nicht auf eine bestimmte Höhe beschränkt ist (§ 134 Abs. 1 AktG.). Die Möglichkeit einer Stimmrechtsbeschränkung hat in den letzten Jahren zunehmende Beachtung gefunden; insgesamt gesehen aber scheint die Anzahl der Aktiengesellschaften mit einer derartigen Satzungsregelung noch relativ gering zu sein. Daher kann der Mehrheitsaktionär in der Regel mit seiner Stimmacht die Anteilseignervertreter im Aufsichtsrat benennen und seine eigenen Repräsentanten damit zu denen aller Aktionäre machen. So

wächst ihm zusätzlich zur generellen Verfügungsmacht der Hauptversammlung über den Aufsichtsrat der bestimmende Einfluß auf Besetzung und Kontrolle des Vorstands und damit auf die Geschäftsführung der Aktiengesellschaft zu.[22)]

Verfügt ein Mehrheitsaktionär zusätzlich über eine qualifizierte Mehrheit, stehen ihm weitere Möglichkeiten zur Einflußnahme wie Satzungsgestaltung, Veränderung der Aktiengattungen und des Stimmrechts offen. Er besitzt die weitgehendste Verfügungsmacht und entscheidet ohne größere Einschränkung über das Vermögen des Unternehmens. Für die von einem Mehrheitsaktionär beherrschte Aktiengesellschaft gilt also auch heute noch die klassische Einheit von Eigentum und Verfügungsmacht.

Der **Minderheitsaktionär** kann sich dem "einfachen" Mehrheitsaktionär bei allen Entscheidungen in der Hauptversammlung widersetzen, für die eine qualifizierte Mehrheit erforderlich ist. In diesen Fällen wird der Minderheitsaktionär zu einem attraktiven Koalitionspartner, dessen Interessen zu berücksichtigen sind. Bei einer Beteiligung mehrerer Minderheitsaktionäre spielt die Koalitionsbereitschaft hinsichtlich zu treffenden Mehrheitsentscheidungen eine erhebliche Rolle und bestimmt den jeweiligen Einfluß mit. Liegt der Rest des Kapitals in Streubesitz, kommt dem Minderheitsaktionär in der Praxis häufig ein seinen Stimmenanteil übersteigendes Einflußpotential in der Aktiengesellschaft zu. In der Regel wird er auch durch Vertretung im Aufsichtsrat auf Vorstandsentscheidungen einwirken können.

Die wichtigsten Rechte des **Kleinaktionärs** stellen die Mitverwaltungsrechte in der Hauptversammlung dar; damit verfügt er nur über einen marginalen Einfluß auf die Verwaltung. Sein bedeutendstes Recht ist der Anspruch auf Auskunftserteilung. Doch nutzen nur wenige Kleinaktionäre die ihnen gesetzlich zustehende Auskunftsmöglichkeit durch persönliche Präsenz in der Hauptversammlung. Sie ziehen es

vor, das Depotstimmrecht (§ 135 AktG.) zu nutzen und ihre Rechte über Bankenvertreter wahrnehmen zu lassen.[23] Ansonsten stellt die Aktie für den Kleinaktionär nur einen Anspruch auf die Verzinsung seines eingebrachten Geldvermögens und den Liquidationserlös dar.[24]

Es wird deutlich, daß die Aktionärsstruktur die Legitimationsbasis für die Einflußmöglichkeit der Anteilseigner darstellt. Sie bestimmt zusammen mit der Aktionärspräsenz in der Hauptversammlung, mit der Anteilseignervertretung im Aufsichtsrat oder sogar im Vorstand und mit der Qualifikation dieser Vertretung überwiegend den möglichen Einfluß der Aktionäre in der Aktiengesellschaft.[25] Die Eigentümerstruktur ist aber nicht nur eine dieser Dimensionen des Einflußpotentials, sondern determiniert neben anderen Faktoren maßgeblich die Anteilseignervertretung im Aufsichtsrat und wird somit zur entscheidenden Determinante. Der oben bereits angesprochene Zusammenhang zwischen Anteilskonzentration und realisiertem Einfluß bestätigt diese These.[26]

Die Aktionärsstruktur bestimmt damit nicht nur entscheidend die aktuelle Machtverteilung und die Möglichkeit der Interessendurchsetzung, sondern neben einer Vielzahl anderer Faktoren auch die Attraktivität des Unternehmens für potentielle Aktionäre, denen selbst an einem Einfluß auf die Unternehmenspolitik gelegen ist. Es gilt nun die unterschiedlichen Aktionärsinteressen zu analysieren.

2.2.Aktionärsinteressen

Wie bereits erwähnt, reicht es bei der Zuordnung von Aktionärsinteressen nicht aus, die Klassifizierung nur nach der Höhe des Anteilsbesitzes vorzunehmen. "Mehrheits- und Minderheitsinteresse haben doch das gemeinsam, daß beide das Wohlergehen der Gesellschaft selbst zur Voraussetzung haben, und sind in der Hauptsache doch nur darin

entgegengesetzt, daß jeder seinen Einfluß durchzusetzen bestrebt ist, um die Gesellschaft auf dem ihm richtig erscheinenden Wege zu Erfolg und Gewinn zu führen."[27] Eine unterschiedliche Vorstellung über die Dividendenpolitik des Unternehmens führt jedoch zu einem Interessenkonflikt der Aktionäre, deren individuellen Ziele von der eigenen Stellung in der Volkswirtschaft und den Beteiligungsabsichten abhängen.

Theoretisch würde es sich deshalb anbieten, die Typisierung entsprechend den volkswirtschaftlichen Sektoren vorzunehmen: Private Haushalte, Unternehmen, öffentliche Hand, Ausland und finanzieller Sektor mit Banken und Versicherungen. In Kombination mit dem Kriterium der Höhe des Anteilsbesitzes würden so 24 Aktionärstypen entstehen; die detaillierte Analyse der jeweiligen Interessen würde den Rahmen der Arbeit sprengen. Deshalb beschränkt sich die Typisierung hier auf die übliche Unterteilung in natürliche und juristische Personen.

Die **Kleinaktionäre**, in ihrer überwiegenden Zahl durch natürliche Personen repräsentiert, sehen ihre Geldvermögensbildung in Aktien im wesentlichen als Finanz- oder Spekulationsanlage. Der Unterschied zu anderen Wertpapieren liegt vor allem in der ex ante nicht fixierbaren Rendite. Die erzielbaren Erträge können aus drei Quellen stammen, denen neben der Substanzerhaltung das Interesse des Kleinaktionärs gilt: der Dividende, dem Bezugsrecht und den Kursgewinnen. Je nach steuerlicher Belastung, individueller Risikoneigung und anderen persönlichen Motiven werden diese Ziele bewertet.[28] Die juristische Person als Kleinaktionär (vor allem institutionelle Anleger in Form von Kreditinstituten, Investmentfonds oder Versicherungen) wird aufgrund fehlenden Einflußpotentials in der Regel die gleichen Ziele verfolgen.[29]

Ab einer bestimmten Höhe ihres Anteilsbesitzes wird die natürliche Person als Aktionär diesen im allgemeinen nicht nur als Finanzanlage betrachten, sondern zu möglichst

weitgehender Einflußnahme auf die Gesamtverfügung der Aktiengesellschaft nutzen wollen. Er wird so vom "Anlageaktionär" ohne persönliche Bindung an das Unternehmen zum "Unternehmeraktionär".[30] Die **natürliche Person als Großaktionär** wird in der Regel darauf bedacht sein, ihren Einfluß in der Aktiengesellschaft zu sichern bzw. zu erhöhen. Die Aktien in ihrem Eigentum werden zu Dauerbesitz und verlieren teilweise ihren fungiblen Charakter. Diese Aktien gehen dem Börsenhandel verloren und mindern auf diese Weise dessen Attraktivität. Das Interesse des Großaktionärs gilt außerdem (besonders auch bei hoher Einkommensteuerbelastung) einer vergleichsweise niedrigeren Dividende, denn der nicht ausgeschüttete Teil des Jahresüberschusses verbleibt zur Konsolidierung im Unternehmen und somit unter eigenem Einfluß. Es entsteht der so häufig zitierte Interessenkonflikt bei der Gewinnverwendung.[31] Darüberhinaus stehen dem Großaktionär oft zusätzliche Einnahmequellen in Gestalt von Aufsichtsratsbezügen und Tantiemen zur Verfügung; hier liegt ebenfalls aufgrund des geschmälerten Gewinnausweises ein Interessengegensatz zum Kleinaktionär vor.

Die **juristische Person als Großaktionär**[32] verfolgt über die angeführten Ziele hinaus häufig eine Vielzahl von ökonomischen Interessen, zu deren Realisierung das eigene Aktienpaket als Mittel dienen soll. Dieser Aktionärstyp wird vor allem daran interessiert sein, seine Einflußmöglichkeit zur Kontrolle seiner Marktbeziehungen, zur Verbesserung seiner Wettbewerbsstellung und auch zur überschaubaren, flexiblen Konzernorganisation zu nutzen. In empirischen Untersuchungen zeigt sich ebenfalls deutlich, daß zur Verfolgung dieser Zielsetzungen lebhaft von dem Mittel der Personalverflechtung zwischen Vorständen und Aufsichträten Gebrauch gemacht wird.[33] Handelt es sich bei dem juristischen Großaktionär um die öffentliche Hand, so gilt es gegebenenfalls auch öffentliche Interessen zu berücksichtigen.

Es zeigt sich also, daß die in einer Aktiengesellschaft vertretenen Interessen von vielfältiger und sehr unterschiedlicher Natur sein können. Neben der Personalverflechtung beeinflußt die Eigentümerstruktur auch in diesem Fall die Ausprägung und die Durchsetzungsfähigkeit dieser teilweise konfliktären Ziele.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, daß eine Veränderung der Beteiligungsverhältnisse eine Veränderung des Einflußpotentials und der Interessenlage in der Aktiengesellschaft bewirken kann. Dies hat zur Folge, wie in verschiedenen Untersuchungen empirisch nachgewiesen wurde, daß die Aktionärsstruktur ebenfalls Dividendenpolitik, Art der Kapitalerhöhungen und Kursentwicklung der Aktie und damit die drei angeführten Ertragskomponenten beeinflußt.[34] Trifft diese Aussage für das einzelne Unternehmen zu, so können aus der Betrachtung des gesamtwirtschaftlichen Aktienbesitzes Schlußfolgerungen für die Gesamtheit der Aktiengesellschaft und damit für einen bedeutenden Teil der deutschen Wirtschaft gezogen werden.

3. Empirische Untersuchung der Aktionärsstruktur

3.1. Die Entwicklung der Aktionärsstruktur nach Art der Beteiligungsverhältnisse

Die Aktionärsstruktur deutscher Aktiengesellschaften wurde im allgemeinen nur statisch erforscht;[35] meist handelt es sich um Untersuchungen mit einer anderen Zielsetzung wie zum Beispiel der gesellschaftlichen Machtverteilung in der Bundesrepublik.[36] Allein die Forschungsarbeiten von Steinmann u.a. sowie von Thonet/Poensgen[37] analysieren die Entwicklung der Managerkontrolle im Zeitablauf, sind aber aufgrund der Unterschiede im Forschungsdesign in den Ergebnissen nicht vergleichbar.

So bleibt im wesentlichen nur der Rückgriff auf die gene-

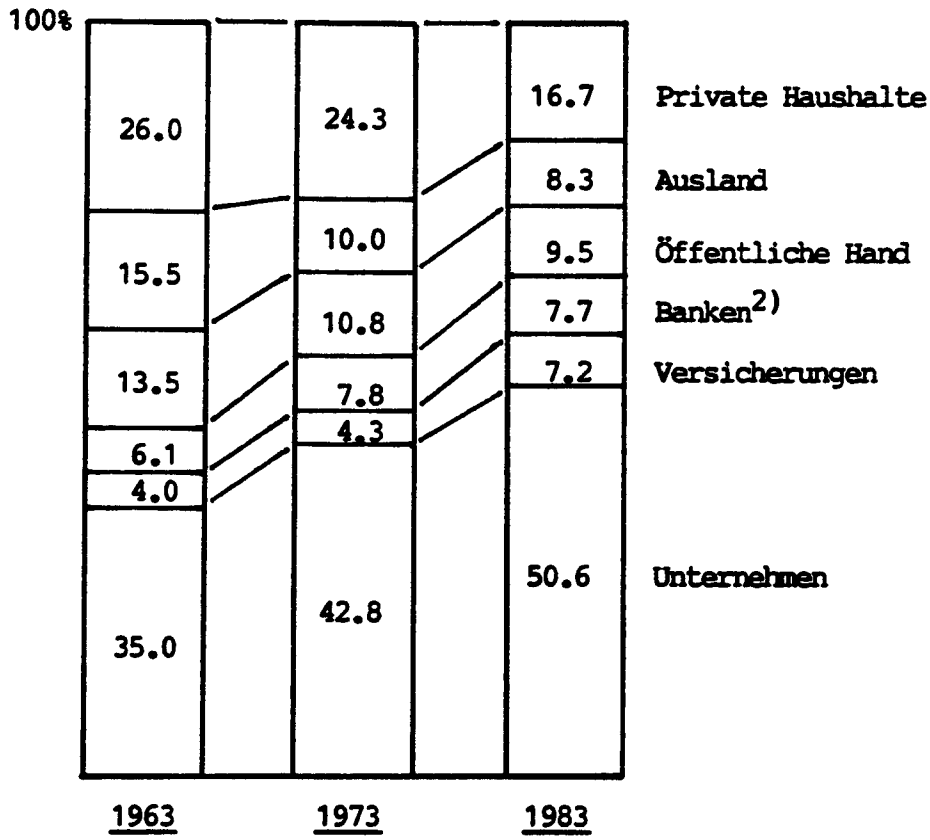
rellen Untersuchungen zur Vermögensentwicklung und die Depotstatistik der Deutschen Bundesbank, denn diese decken die Zeit nach 1950 bzw. nach 1962 lückenlos ab. Doch erfaßt die Depotstatistik nur die sogenannten fremdverwahrten Wertpapiere; ein hoher, nicht aufgliederbarer Rest von über 40% des gesamten Aktienumlaufs bleibt bis heute unberücksichtigt.[38] Deshalb soll dieses Zahlenwerk hier nur begleitend für zusätzliche Erkenntnisse genutzt werden.

Die Entwicklung des Aktienbesitzes in der Bundesrepublik kann unter Beachtung gewisser Einschränkungen bei der Datenerhebung aus der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung ersehen werden. Dort werden inländische Aktien nur erfaßt, wenn sie gegen Bareinzahlung oder anhand des Umtauschs von Wandelschuldverschreibungen erworben werden. Der Aktienbesitz der privaten Haushalte kann nur als Rest ermittelt werden, in den Wert- und sonstige Diskrepanzen eingehen.[39] Der betrachtete Zeitraum von 1963 bis 1983 wurde analog zu der eigenen, in Abschnitt 3.2. vorgestellten Untersuchung festgelegt, um die Ergebnisse vergleichen zu können. Bei der Bewertung der Wertpapiere wird nicht auf die in der Statistik zumeist herangezogene Basis zu Emissionskursen, sondern zur Beurteilung der tatsächlichen Wertentwicklung auf die Basis zu Tageskursen zurückgegriffen.

Beim ersten Blick auf die Abbildung 1 erkennt man den starken Rückgang des Anteils der **privaten Haushalte** am Aktienbesitz und den genau gegenläufigen Trend im Unternehmenssektor. Der Anteil der privaten Haushalte ist vor allem zwischen 1973 und 1983 um über 30% gesunken. Entsprach deren Aktienanteil am gesamten Geldvermögen 1963 noch dem Durchschnitt aller Sektoren, so lag er 1973 leicht und 1983 ganz erheblich darunter (siehe Tabelle 1). Während die durchschnittliche Sparquote von 13.2% der Jahre 1963-1973 auf 14.3% der Jahre 1973-1983 stieg, sank die durchschnittliche Geldvermögensbildung der privaten

A B B I L D U N G 1

Struktur des Aktienbesitzes[1] (in %)



Haushalte in Aktien für die gleichen Zeiträume von 2.6% um über 73% auf 0.7%. Erfreulicherweise hat aber die Geldvermögensbildung in Aktien 1983 mit einem Anteil von 3.2% eine positive Entwicklung genommen und es bleibt abzuwarten, ob diese Trendwende anhält.[40)]

Die Mehrheit der Aktien ruhte 1983 in **Unternehmensbesitz** (1963 nur etwas mehr als ein Drittel), während die anderen

---

1 Quelle:-Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank 1960 - 1982, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr.4. 3.Aufl., Frankfurt a.M. 1978, S. 147 f. und 4.Aufl., Frankfurt a.M. 1983, S. 60 ff.
-Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Jg. 36, Nr.5, Mai 1984, S. 55. Basis Tageskurse.

2 einschl. Bausparkassen

Sektoren heute nur eine vergleichbar geringe Rolle spielen. "Offensichtlich dient der Aktienmarkt in der Bundesrepublik in bemerkenswertem Maße der Eigentumsverflechtung zwischen den einzelnen Unternehmen."[41] Eine Beurteilung der Kapitalverflechtung wird aber erst durch Einbeziehung der Höhe des jeweiligen Anteilsbesitzes möglich.

Der Anteil des Aktienbesitzes in **öffentlichen Händen** ist von 1963 auf 1983 ebenfalls um 4 Punkte zurückgefallen; den stärksten Rückgang von 15.5% um 46.5% auf 8.3% aber hat der **Auslandsanteils** im gleichen Zeitraum zu verzeichnen. Die deutschen Börsen scheinen international erheblich an Attraktivität eingebüßt zu haben, was auch der 1983 nur noch unbedeutende Anteil der Aktien am ausländischen Geldvermögen in der Bundesrepublik von 6.9% verdeutlicht. 1963 hat dieser Anteil noch fast ein Drittel betragen. (Siehe Tabelle 1)

Der **finanzielle Sektor** (Banken und Versicherungen) hat

T A B E L L E 1

Anteil der Aktien am gesamten Geldvermögen der Sektoren[1]

Anteile in Prozent

Sektor	1963	1973	1983
Private Haushalte	13.9	7.6	4.2
Unternehmen	40.5	27.3	26.5
Öffentliche Hand	12.3	10.0	12.0
Ausland	32.2	11.6	6.9
Banken[2]	2.3	1.8	1.5
Versicherungen	13.0	7.9	8.1
Alle Sektoren	13.9	8.4	7.0

1 Quelle: siehe Anm. 1, S. 13. Basis Tageskurse.
2 einschl. Bausparkassen

seinen Anteil am Aktienbesitz von 10.1% in 1963 auf fast 15% in 1983 steigern können. Erhöhte sich der Anteil der Kreditinstitute von 1963 bis 1973 und blieb seitdem nahezu konstant, so konnten die Versicherungen einen deutlichen Zuwachs erst in der zweiten Dekade verbuchen. Der Aktienanteil an ihrem gesamten Geldvermögen stieg dementsprechend in dem betrachteten Zeitraum leicht an, liegt aber erheblich unter dem von 1963. Leider ist der Anteil der Investmentfonds in der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung nicht getrennt ausgewiesen. Zieht man hier zur Beurteilung die Depotstatistik heran, so zeigt sich nach dem Aufschwung in den sechziger Jahren ein Verharren des Anteils unter 3%.[42] Die Bedeutung der Investmentfonds ist also generell relativ gering, in Einzelfällen können sie aber durch ihre Dispositionen an den Börsen einen gewissen Einfluß auf die Kursentwicklung einzelner Aktien ausüben.[43]

Neben dem allgemeinen Rückgang der Vermögensbildung in Aktien in dem betrachteten Zeitraum zeigen sich also auch bei den Beteiligungsverhältnissen erhebliche Verschiebungen. Vor allem der Unternehmenssektor spielt heute eine überragende Rolle für die deutschen Aktienmärkte, während die privaten Haushalte und der Auslandsbesitz generell erheblich an Bedeutung verloren haben. Die Vielfalt der deutschen Börsen scheint sich also nicht nur durch die sinkende Zahl börsennotierter Aktiengesellschaften,[44] sondern auch durch die fortschreitende Konzentration des Aktienumlaufs in Unternehmensbesitz reduziert zu haben. Grundsätzlich lassen aber die angeführten Zahlen noch keinen Aufschluß über die Veränderung von Einflußpotentialen zu, da diese von der jeweiligen Größenordnung des Aktienbesitzes abhängen.[45]

3.2.Die Entwicklung der Aktionärsstruktur nach Höhe des Anteilsbesitzes

In der eigenen **Erhebung** wurde nun versucht, den Stimmanteil der Aktionäre möglichst genau zu erfassen. Die Grundgesamtheit (siehe Tabelle 2) umschließt alle inländischen Aktiengesellschaften mit einem Grundkapital von 10 Mio. DM und mehr, deren Aktien am Jahresende 1983 an deutschen Börsen amtlich oder im geregelten Freiverkehr notiert waren. Um vergleichbare Samples für die Jahre 1973 und 1963 zu erhalten, wurde die Kapitalgröße als Auswahlkriterium mit dem Preisindex für industrielle Erzeugerpreise zurückgerechnet, was ungefähr 6 Mio. DM in 1973 und 4.75 Mio. DM in 1963 entspricht.

Die Anzahl der ausgewählten Unternehmen repräsentiert 1963 ca. 59% und für die beiden späteren Zeitpunkte 68% aller börsennotierten Aktiengesellschaften. Der höhere Repräsentationsgrad für 1973 und 1983 erklärt sich aus der Tatsache, daß in der Zwischenzeit mehrheitlich Gesellschaften mit niedrigerem Grundkapital ihre Börsennotierung einstellten. Für die drei betrachteten Jahre vertreten die erfaßten Aktiengesellschaften aber mehr als 95% des gesamten Grundkapitals der börsennotierten Aktiengesellschaften.[46)]

T A B E L L E 2

Grundgesamtheit der erfaßten Aktiengesellschaften

Jahr	Zahl	Kapital in Mio.DM	Kurswert in Mio.DM
1963	375[1)]	20854.0	88319.4
1973	341	35167.7	121188.5
1983	301	50362.3	257572.9

1 375 von 377 börsennotierten Aktiengesellschaften mit einem Grundkapital ≥4.75 Mio. DM. Angaben über die Aktionäre der Duerrwerke AG und der Düsseldorfer Kammgarn-Spinnerei waren nicht erhältlich.

Von diesen Aktiengesellschaften wurden neben der Branchenzugehörigkeit, der Höhe des Grundkapitals und des Kurses je Aktie (Nominalwert 50 DM) namentlich alle Aktionäre mit einem Anteil am stimmberechtigten Kapital von mehr als 1% und der Streubesitzanteil erfaßt. Stichtag der Erhebung aller Daten war das jeweilige Jahresende. Bei den Angaben zur Aktionärsstruktur mußte teilweise von diesen Stichtagen abgewichen werden, was aber die Aussagekraft dieser Untersuchung aufgrund der lang gewählten Zeiträume und der kaum täglich wechselnden Besitzanteile nicht einschränkt.

Die Beteiligungsverhältnisse wurden aus den folgenden, unabhängigen Quellen so exakt wie möglich ermittelt:

-Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank: Wegweiser durch deutsche Unternehmen. Darmstadt, jeweiliger Jahrgang.

-Commerzbank AG: Rund um die Börse. Frankfurt a.M., jeweiliger Jahrgang.

-Commerzbank AG: Wer gehört zu wem, Mutter- und Tochtergesellschaften von A-Z. Frankfurt a.M., jeweiliger Jahrgang.

-Hoppenstedt Verlag: Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften, Das Spezial-Archiv der deutschen Wirtschaft. Darmstadt, jeweiliger Jahrgang.

-Hoppenstedt Verlag: Konzerne in Schaubildern. Darmstadt, Loseblattsammlung.

-Hoppenstedt Verlag: Saling Aktienführer. Darmstadt, jeweiliger Jahrgang.

-Informationsdienst der Sparkassen und Girozentralen: Besitz- und Beteiligungsverhältnisse deutscher Unternehmen. Stuttgart, jeweiliger Jahrgang.

-Institut für Bilanzanalyse: Bilanzanalyse deutscher Aktiengesellschaften. Heusenstamm, Loseblattsammlung.

-Societe de Documentation et d' Analyses Financières: DAFSA - Kompass, Informations Internationales. Paris, Loseblattsammlung.

-Presseartikel aus den Unternehmensarchiven der Bayerischen Vereinsbank AG in München und der Commerzbank AG in Frankfurt a.M.

Die Auswertung der Daten beschränkt sich auf die Anteilsgrenzen von 25, 50 und 75%, da vor allem für die früheren Zeitpunkte häufig ganz genaue Zahlen nicht greifbar waren. Da die 1965 im Zuge der Aktienrechtsreform eingeführte Meldepflicht für Beteiligungsverhältnisse keine Mitteilung der genauen Anteilshöhe erfordert, ist die Ermittlung der Beteiligungshöhe von der Publizitätsfreudigkeit der Gesellschaft und ihrer Aktionäre abhängig. Die Publizität verbesserte sich im Ablauf des betrachteten Zeitraums; nur bei den Angaben für 1963 traten deshalb und wegen der noch nicht bestehenden Meldepflicht Erhebungsschwierigkeiten auf, die aber mit Hilfe der sehr ergiebigen Unternehmensarchive der Bayerischen Vereinsbank und der Commerzbank gelöst werden konnten.[47)]

Die **Auswertung** der Daten erfolgte in vier Schritten und wurde jeweils nach Anzahl der Aktiengesellschaften sowie dem repräsentierten Kapital und Kurswert durchgeführt. Grundsätzlich wurde das gesamte Grundkapital und nicht nur das börsennotierte Kapital der Gesellschaften erfaßt. Der hieraus durch Multiplikation mit dem jeweiligen Einheitskurs des Jahresultimo ermittelte Kurswert bezieht sich folglich ebenso auf das gesamte Grundkapital. Auch die abweichenden Kurse für stimmrechtslose Vorzugsaktien wurden nicht getrennt ermittelt und festgehalten; das gesamte Grundkapital wurde nur mit einem Kurs bewertet. Die Ergebnisse sind aus den Tabellen 3 - 6 ersichtlich und werden im folgenden erläutert.

In den Tabellen 3a und b werden die Ergebnisse nach dem **Anteil des größten Aktionärs** ausgewiesen. Hierzu muß ange-

merkt werden, daß Aktienpakete in Familienbesitz und damit nicht selten in der Hand mehrerer Familienmitglieder als Anteil eines einzelnen Aktionärs gezählt werden. Dieses Verfahren ist aber in den meisten Untersuchungen zu dieser Thematik üblich und verfälscht nicht das übrige Bild. Zur Verbesserung der Aussagefähigkeit wird eine weitere Bereinigung der Beteiligungsverhältnisse bei dieser Auswertung vorgenommen: Ist an einer Aktiengesellschaft eine Gesellschaft als juristischer Aktionär beteiligt und befindet sich selbst mehrheitlich im Besitz eines anderen Aktionärs derselben Aktiengesellschaft, so werden wegen dieser Verflechtung und des damit vergrößerten Einflußpotentials beide Pakete dem letzteren zugerechnet.

Die Ergebnisse zeigen: Insbesondere der Anteil der Gesellschaften mit einem "qualifizierten Mehrheitsaktionär" ist sowohl nach Anzahl als auch nach Kapital erheblich gestiegen. Nur der entsprechende Kurswert sank 1983 auf einen mittleren Wert zwischen 1963 und 1973. Da der Wert des

T A B E L L E N 3 a und b

Börsennotierte Aktiengesellschaften nach Anteil des größten Aktionärs[1)]

a) in Einzelprozentsätzen

Anteil des größten Aktionärs	Anzahl			Kapital			Kurswert		
	'63	'73	'83	'63	'73	'83	'63	'73	'83
≥75%	22.1	32.3	38.9	13.6	17.4	17.7	13.1	24.3	17.9
≥50 u.<75%	33.6	31.1	26.6	26.0	21.2	20.3	22.7	19.3	16.9
≥25 u.<50%	29.1	29.3	22.9	21.6	28.7	25.1	24.7	28.5	32.2
≥ 1 u.<25%	3.2	2.3	5.0	9.3	9.5	15.4	11.2	9.2	16.5
< 1%	12.0	5.0	6.6	29.5	23.3	21.5	28.3	18.7	16.6
Summe	100	100	100	100	100.1	100	100	100	100.1

1 Hier wie im folgenden: Anteil am stimmberechtigten Kapital

3b) in kumulierten Prozentsätzen

Anteil des größten Aktionärs	Anzahl			Kapital			Kurswert		
	'63	'73	'83	'63	'73	'83	'63	'73	'83
≥75%	22.1	32.3	38.9	13.6	17.4	17.7	13.1	24.3	17.9
≥50%	55.7	63.4	65.5	39.6	38.6	38.0	35.8	43.6	34.8
≥25%	84.8	92.7	88.4	61.2	67.3	63.1	60.5	72.1	67.0
≥ 1%	88.0	95.0	93.4	70.5	76.8	78.5	71.7	81.3	83.5

repräsentierten Kapitals deutlich unter dem zahlenmäßigen Anteil liegt, bestätigt dies die höhere Konzentration in kleineren Unternehmen. Diese Aussage und der Umkehrschluß auf den hohen Kapitalanteil der Publikumsaktiengesellschaften wird durch alle Daten bestätigt. Der Anteilsverlust der Gesellschaften mit einem Aktionär, dessen Anteil zwischen 50 und 75% liegt, konnte die ansteigende Tendenz aller in Mehrheitsbesitz eines einzigen Aktionärs befindlichen Gesellschaften nicht aufhalten. In Tabelle 3b sind, wie auch bei den unten angeführten Tabellen 5b und 6b, die kumulierten Anteile ausgewiesen, um die hohe Konzentration bzw. den niedrigen Anteil des Streubesitzes zu veranschaulichen. 1983 befanden sich 65.5% der untersuchten Unternehmen in der Hand eines Mehrheitsaktionärs und vertraten 38% des Kapitals. Demgegenüber betrug der Anteil der Unternehmen ohne Mehr- oder Minderheitsaktionär nur noch 11.6%, die allerdings fast 37% des Kapitals repräsentierten.

Im nächsten Schritt der Auswertung wurden die erfaßten Aktionäre entsprechend der folgenden Einteilung in Abbildung 2 / Tabellen 4a und b typisiert. Handelte es sich bei dem Aktionär um eine juristische Person, so wurden dessen Beteiligungsverhältnisse zur Basis der Typisierung. Entscheidungskriterium für die Typisierung juristischer Aktionäre war (sofern vorhanden) deren Mehrheitsaktionär. Befand sich zum Beispiel eine Versicherung als Aktionär zu mehr als 50% in Besitz eines Kreditinstituts, so wurde

T A B E L L E N 4 a und b

Börsennotierte Aktiengesellschaften in Besitz von Mehrheitsakionären[1]
nach Art der Anteilseigner

a) in % der Mehrheitsaktionäre

Art der Mehrheits-aktionäre	Anzahl			Kapital			Kurswert		
	'63	'73	'83	'63	'73	'83	'63	'73	'83
Familien[2]	47.8	37.5	34.5	37.9	23.0	18.1	28.5	17.5	18.3
Unternehmen	12.4	17.6	17.3	13.9	20.5	18.7	8.5	16.4	15.2
Öffentl. Hand	14.4	13.4	14.2	26.0	29.2	33.9	31.9	20.0	25.6
Ausland	13.9	15.3	17.3	16.7	19.4	19.8	25.3	33.3	26.3
Banken	7.6	13.4	12.2	4.0	6.1	6.7	3.3	10.2	9.4
Versicherungen	2.9	1.4	2.5	0.7	0.4	1.3	1.0	0.8	3.3
Sonstige[3]	1.0	1.4	2.0	0.8	1.4	1.5	1.4	1.8	1.9
Summe	100	100	100	100	100	100	99.9	100	100

b) in % aller Aktionäre

Art der Mehrheits-aktionäre	Anzahl			Kapital			Kurswert		
	'63	'73	'83	'63	'73	'83	'63	'73	'83
Familien[2]	26.7	23.8	22.6	15.0	8.9	6.9	10.2	7.6	6.4
Unternehmen	6.9	11.1	11.3	5.5	7.9	7.1	3.0	7.2	5.3
Öffentl. Hand	8.0	8.5	9.3	10.3	11.3	12.9	11.4	8.7	8.9
Ausland	7.7	9.7	11.3	6.6	7.5	7.5	9.1	14.5	9.2
Banken	4.3	8.5	8.0	1.6	2.3	2.5	1.2	4.5	3.3
Versicherungen	1.6	0.9	1.7	0.3	0.2	0.5	0.4	0.3	1.1
Sonstige[3]	0.5	0.9	1.3	0.3	0.5	0.6	0.5	0.8	0.6
Summe[4]	55.7	63.4	65.5	39.6	38.6	38.0	35.8	43.6	34.8

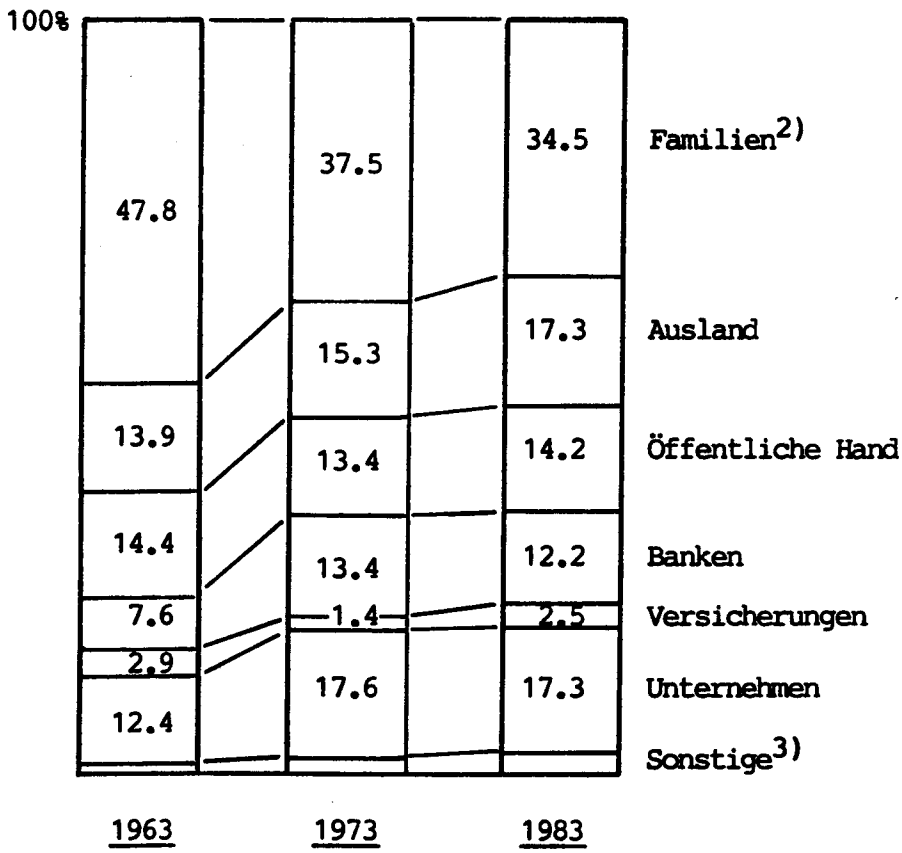
1 Einbeziehung direkter und indirekter Beteiligungen.
2 Besitz von Einzelpersonen, Familien und Stiftungen.
3 Holdinggesellschaften im Besitz von verschiedenen Arten von Anteilseignern.
4 vgl. S. 20, Tabelle 3b, Zeile 2

diese als "Holding einer Bank" typisiert. Die Besitzverhältnisse juristischer Aktionäre wurden bis zur letzten Stufe und endgültigen Klärung verfolgt.

Im folgenden soll die Struktur der Mehrheitsaktionäre der untersuchten Aktiengesellschaften beleuchtet werden. Abbildung 2 verdeutlicht, daß hauptsächlich die Anteile der Unternehmens-, Banken- und Auslandssektoren bei den Mehrheitsaktionären gestiegen sind, während die Bedeutung von Familien innerhalb der Mehrheitsbesitzer erheblich gesun-

A B B I L D U N G 2

Struktur der Mehrheitsaktionäre[1] (in %)



1 Einbeziehung direkter und indirekter Beteiligungen. Basis: Anzahl der Mehrheitsaktionäre.
2 Besitz von Einzelpersonen, Familien und Stiftungen.
3 Holdinggesellschaften im Besitz von verschiedenen Arten von Anteilseignern. Genaue Anteile siehe Tabelle 4a, S. 21.

ken ist. Deshalb müssen diese drei Bereiche für den Anstieg der in Mehrheitsbesitz befindlichen Gesellschaften verantwortlich gemacht werden; bei den Kreditinstituten scheint die Entwicklung allerdings wieder rückläufig zu sein. Die anderen Anteile der Aktionärstypen an den Mehrheitsaktionären zeigen keine großen Verschiebungen.[48] Der Vergleich mit den Erkenntnissen aus Abbildung 1,[49] d.h. der Entwicklung des Aktienbesitzes ohne Berücksichtigung der Anteilshöhe, zeigt, daß die Veränderungen im Unternehmens- und Bankenbereich ähnlich ausgewiesen werden. Erstaunlicherweise aber hat sich die Bedeutung der ausländischen Mehrheitsaktionäre deutlich erhöht, während der Anteil der Ausländer am gesamten Aktienbesitz stark zurückging. Daraus kann die Schlußfolgerung gezogen werden, daß ausländische Großaktionäre ihr Einflußpotential in deutschen Aktiengesellschaften vergrößern konnten, während gleichzeitig die Attraktivität der deutschen Börsen für den ausländischen Kleinanleger abnahm.

In den **Tabellen 5 und 6** (Seite 24 f.) wird die Konzentrationsentwicklung nochmals verdeutlicht.[50] Während der Anteil der Aktiengesellschaften, deren Kapital zu mehr als 75% bei Großaktionären liegt, durchgehend bis 1983 auf 58.8% mit einem Kapitalanteil von 34.7% der untersuchten Unternehmen gestiegen ist (Tabelle 5a), zeigt der von 1963 bis 1973 auf 82.4% gewachsene Anteil der Gesellschaften in "festem" Mehrheitsbesitz von 1973 auf 1983 eine leicht rückläufige Tendenz (Tabelle 5b). Immerhin befanden sich Ende 1983 noch 81.4% bzw. 76.8% (Tabelle 6b) der erfaßten Unternehmen mit über 50% des Kapitals und Kurswerts in Besitz von Großaktionären.

Der verbalen Interpretation der abgebildeten Tabellen sei an dieser Stelle genüge getan. Detailliertere Erkenntnisse können dem Zahlenwerk entnommen werden. Eine weitere Auswertung nach Branchenzugehörigkeit, Umsatzgröße etc. sowie eine Untersuchung betriebswirtschaftlicher Beteiligungsstrategien bleibt weiteren Forschungen überlassen.[51]

T A B E L L E N 5 a und b

Börsennotierte Aktiengesellschaften nach Anteil aller Großaktionäre (Kapitalanteil ≥ 1%)

a) in Einzelprozentsätzen

Anteil der Großaktionäre	Anzahl '63	Anzahl '73	Anzahl '83	Kapital '63	Kapital '73	Kapital '83	Kurswert '63	Kurswert '73	Kurswert '83
≥ 75%	36.3	56.3	58.8	21.0	32.8	34.7	18.9	42.4	39.0
≥ 50 u. <75%	35.7	26.1	22.6	27.5	20.8	19.5	30.3	19.4	18.5
≥ 25 u. <50%	14.1	10.9	9.3	15.9	16.3	12.3	15.8	12.1	12.8
< 25%	13.9	6.7	9.3	35.6	30.1	33.5	35.0	26.1	29.7
Summe	100	100	100	100	100	100	100	100	100

5b) in kumulierten Prozentsätzen

Anteil der Großaktionäre	Anzahl '63	Anzahl '73	Anzahl '83	Kapital '63	Kapital '73	Kapital '83	Kurswert '63	Kurswert '73	Kurswert '83
≥ 75%	36.3	56.3	58.8	21.0	32.8	34.7	18.9	42.4	39.0
≥ 50%	72.0	82.4	81.4	48.5	53.6	54.2	49.2	61.8	57.5
≥ 25%	85.9	93.3	90.7	64.4	69.9	66.5	65.0	73.9	70.3

T A B E L L E N 6 a und b

Börsennotierte Aktiengesellschaften nach Anteil des "Schachtelbesitzes" (Kapitalanteil ≥ 25%)

a) in Einzelprozentsätzen

Anteil des Schachtelbesitzes	Anzahl '63	Anzahl '73	Anzahl '83	Kapital '63	Kapital '73	Kapital '83	Kurswert '63	Kurswert '73	Kurswert '83
≥ 75%	33.9	50.1	54.2	18.6	23.6	24.6	17.0	33.0	26.4
≥ 50 u. <75%	34.7	29.6	22.6	26.3	28.7	25.0	26.3	27.1	26.8
≥ 25 u. <50%	16.2	12.9	11.6	16.3	14.9	13.6	17.2	12.0	13.7
kein Anteil	15.2	7.3	11.6	38.9	32.8	36.8	39.5	27.9	33.1
Summe	100	99.9	100	100.1	100	100	100	100	100

6b) in kumulierten Prozentsätzen

Anteil des Schachtel-besitzes	Anzahl			Kapital			Kurswert		
	'63	'73	'83	'63	'73	'83	'63	'73	'83
≥ 75%	33.9	50.1	54.2	18.6	23.6	24.6	17.0	33.0	26.4
≥ 50%	68.6	79.7	76.8	44.9	52.3	49.6	43.3	60.1	53.2
≥ 25%	84.8	92.6	88.4	61.2	67.2	63.2	60.5	72.1	66.9

4. Zusammenfassung

Die Konzentration in der deutschen Wirtschaft hat sich an den deutschen Börsen deutlich mitvollzogen, scheint sich aber in der letzten Dekade des untersuchten Zeitraums verlangsamt zu haben. Die Attraktivität der inländischen Aktienmärkte hat sich deswegen zumindest für den Kleinaktionär und für institutionelle Anleger[52] vermindert, denn die Börsenvielfalt hat sowohl unter der abnehmenden Zahl der notierten Gesellschaften als auch unter dem zunehmenden Festbesitz gelitten.

Mit der stark gestiegenen Bedeutung juristischer Personen als Mehrheitsaktionäre hat sich ebenfalls ihr Einflußpotential in deutschen Aktiengesellschaften erhöht und damit ihre Möglichkeit, als "Unternehmeraktionäre" eigene, gegenüber Kleinaktionären oft konfliktäre Interessen durchzusetzen. Gerade Unternehmen nutzen offensichtlich auch die deutschen Börsen zur Verfolgung ihrer Beteiligungsstrategien. Dabei wurden an dieser Stelle personelle Verflechtungen noch nicht einmal berücksichtigt.[53]

Es bleibt abzuwarten, ob die erfreuliche Belebung der Börsen seit 1983 die festgestellten Entwicklungen zu korrigieren vermag. Die Schaffung von Belegschaftsaktien und sonstiger Aktienanlagen im Rahmen der Vermögensbildung der Arbeitnehmer, das sich in Vorbereitung befindliche Unternehmensbeteiligungsgesetz und die wohl geänderten politischen Rahmenbedingungen scheinen erste Schritte auf dem richtigen Weg zu sein.

ANMERKUNGEN

1 vgl. Bierich (1980), S. 300 ff.; Christians (1983), S. 177; Fritsch (1978), S. 24 ff.

2 vgl. Deutsche Bundesbank (1984c), S. 15, Deutsche Bundesbank (1976), S.306.

3 vgl. im folgenden Deutsche Bundesbank (1984a), S. 14 ff.

4 vgl. Deutsche Bundesbank (1984b), S.55; Deutsche Bundesbank (1978), S. 147. Das Geldvermögen in Aktien und festverzinslichen Wertpapieren wurde zu Tageskursen bewertet.

5 vgl. Fritsch (1983), S. 45.

6 vgl. Berle/Means (1932).

7 vgl. zu der Theoriediskussion Ridder-Aab (1980), S. 18 ff.; Ryll (1982), S. 5 ff. sowie die dort zahlreich gegebenen Literaturhinweise.

8 vgl. Blume (1976), S. 423; Pross (1965), S. 102; Witte (1981), S. 735.

9 vgl. Schreyögg (1983), S. 157 ff.; Steinmann/Schreyögg/Ditthorn (1983), S. 8 ff.; Thonet/Poensgen (1979), S. 26 ff.

10 vgl. Frizen (1981), S. 281.

11 vgl. Henn (1982), S. 1185; Ratjen (1980), S. 69.

12 Lutter (1973), S. 25.

13 vgl. Immenga (1971), S. 7f.; Kloppenburg (1982), S. 198.

14 vgl. Bierich (1980), S. 307; Schmidt (1984b), S. 1006.

15 vgl. Claussen (1982), S. 869; Schmidt (1984a), S. B2.

16 Deutsche Bundesbank (1984a), S. 17.

17 vgl. de Alessi (1973), S. 849; Schmidt (1974), S. 1 f.

18 vgl. Witte (1981), S. 773 ff.

19 vgl. zu den relevanten Grenzen im Aktiengesetz:
§ 111 AktG. Aufgaben und Rechte des Aufsichtsrats,
§ 117 AktG. Schadenersatzpflicht,
§§ 118 - 147 AktG. Hauptversammlung.

20 vgl. Witte (1981), S. 743 f. Bei den dort untersuchten, 82 Aktiengesellschaften werden in 55% der Fälle die Anforderungen an die gesetzlichen Mehrheiten in der Hauptversammlung erleichtert.

21 vgl. Henn (1982), S. 1185 ff.; Kloppenburg (1982), S. 40 ff. sowie die dort gegebenen Literaturhinweise.

22 vgl. hierzu und im folgenden Ryll (1982), S. 76 ff.; Ulrich (1976), S. 334.

23 vgl. Henn (1982), S. 1192; Kloppenburg (1982), S. 60 ff.; Meyer (1978), S. 9.

24 siehe auch oben S. 2 f.

25 vgl. Witte (1981), S. 734 ff.

26 siehe oben S. 5.

27 Nell-Breuning (1930), S. 6.

28 Die besondere Interessenlage von Belegschaftsaktionären wird hier nicht berücksichtigt.

29 Im mediatisierten Aktienbesitz bei Investmentfonds sehen einige Autoren die theoretische Möglichkeit, das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle in der Aktiengesellschaft zukünftig teilweise zu lösen. vgl. Immenga (1982), S. 8 ff.; Stephan (1977), S. 57 ff.

30 vgl. Weisser (1962), S. 31 ff.

31 vgl. Chmelik (1972), S. 105 ff.; Hönik-Schreiner (1983), S. 187 ff.

32 vgl. im folgenden Ryll (1982), S. 75 ff., Hönik-Schreiner S. 72 ff.

33 vgl. zur Personalverflechtung in deutschen Unternehmen: Schmidt (1974), Hauptgutachten der Monopolkommission seit 1976, später dann Albach (1982), Biehler (1982), Ziegler (1983) sowie die dort in Anmerkung 6, S.189 angeführten, an der Universität Saarbrücken entstandenen Arbeiten.

34 vgl. Girgensohn/Calmbach (1980), S. 426 ff.; Kaack (1983), S. 75 ff.; Kretschmann (1976), S. 79 ff.

35 vgl. Cassier (1962); Pross (1965).

36 vgl. Höhnen/Koubek/Scheibe-Lange (1971); Jaeggi (1969); Witte (1981) sowie Anm. 32.

37 siehe Anm. 9.

38 vgl. Deutsche Bundesbank (1984b), S. 23 ff.

39 vgl. Deutsche Bundesbank (1983), S. 14 f.

40 vgl. Deutsche Bundesbank (1983), S. 24 f.; Deutsche Bundesbank (1984b), S. 48; Schmidt (1984a), S. 1001 f.

41 Deutsche Bundesbank (1984a), S. 17.

42 vgl. die jährliche Beilage "Die Entwicklung der Wertpapierdepots im Jahre ..." zu den Statistischen Beiheften zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Bankenstatistik nach Bankengruppen.

43 vgl. Martin (1983).

44 Die Zahl der börsennnotierten Aktiengesellschaften ist von 636 in 1963 auf 442 Ende 1983 gesunken. Das entspricht einem Rückgang von über 30%. Vgl. Deutsche Bundesbank (1976), S. 306; ders. (1984c), S. 41.

45 vgl. Ulrich (1976), S. 333 ff.

46 Das hier ausgewiesene Grundkapital der börsennotierten Aktiengesellschaften ist höher als der entsprechende, von der Deutschen Bundesbank ausgewiesene Wert, da hier jeweils das gesamte Grundkapital und nicht nur das börsennotierte Kapital erfaßt wurde.

47 vgl. zu den Meldepflichten Bernhardt (1966), S. 678 ff.

48 Vergleichbare Daten der Monopolkommission für den Zeitraum von 1972 bis 1982 über die Art des Mehrheitsbesitzes bei den "100 Größten" zeigen teilweise erhebliche Differenzen zu den eigenen Ergebnissen. Diese Unterschiede bedürfen noch der Klärung.
vgl. Monopolkommission (1984), S. 119; Monopolkommission (1980), S. 119.

49 siehe Abbildung 1, S. 13.

50 Die Darstellung der Ergebnisse erfolgt in den Tabellen 6a und b nur unter Berücksichtigung der Beteiligungen von mehr als 25%, damit nicht eine eventuell bei den weiter zurückliegenden Zeitpunkten unterlassene Erfassung kleinerer Anteile (wie sie in den Tabellen 5a und b erfolgte) aufgrund der damals geringeren Publizität der Gesellschaften die Aussage beeinträchtigen können.

51 Die weitere Auswertung der empirischen Erhebung wird am Institut für Betriebswirtschaftslehre der Christian-Albrechts-Universität Kiel am Lehrstuhl für Finanzwirtschaft von Prof. Dr. Reinhart Schmidt erfolgen.

52 vgl. Frenz (1984), S. B11.
53 Zur Personalverflechtung siehe Anm. 33.

LITERATATURVERZEICHNIS

Albach, H.; Kless, H.-P. (1982): Personelle Verflechtungen bei deutschen Industrieaktiengesellschaften. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 52, 1982, Nr. 10, S. 959 - 977.

de Alessi, L. (1973): Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations. In: Journal of Finance, Jg. 28, 1973, S. 839 - 851.

Berle, A.A.; Means, G.C. (1932): The Modern Corporation and Private Property. Revised ed., New York 1967.

Bernhardt, W. (1966): Mitteilungs-, Bekanntmachungs- und Berichtspflichten über Beteiligungen nach neuem Aktienrecht. In: Der Betriebs-Berater, 1966, Nr. 17, S. 678 - 683.

Biehler, H. (1982): Personen- und Kapitalverflechtungen zwischen Unternehmen, Eine Paaranalyse der Verbindungen zwischen den größten deutschen Unternehmen mit besonderer Berücksichtigung von Konkurrenzbeziehungen. München 1982.

Bierich, M. (1980): Die Aktie und ihre Umwelt. In: Die Bank, 1980, Nr. 7, S. 300 - 308.

Blume, M.E. (1976): Changes in the Structure of Share-Holders and Their Impact on Decision Making Within the Firm. In: Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung in Unternehmen, hrsg. v. H. Albach u. D. Sadowski, Berlin 1976, S.423 - 434.

Cassier, S. (1962): Wer bestimmt die Geschäftspolitik der Großunternehmen? Frankfurt a.M. 1962.

Chmelik, G. (1972): Die Gewinnpolitik der Aktiengesellschaft. Diss., München 1972.

Christians, F.W. (1983): Die Heranführung von Familienunternehmen an die Börse - Vorbereitende Analysen in einer Universalbank. In: Die Betriebswirtschaft, Jg. 43, 1983, Nr. 2, S. 177 - 182.

Claussen, C.P. (1982): Eigenkapitallücke aus der Sicht der Aktie. In: Das Wertpapier, 1982, Nr. 18, S. 865 - 869.

Deutsche Bundesbank (1976): Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876 - 1975. Frankfurt a.M. 1976.

Deutsche Bundesbank (1978): Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank 1960 bis 1977 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr.4). 3. Aufl., Frankfurt a.M. 1978

Deutsche Bundesbank (1983): Zahlenübersichten und methodische Erläuterungen zur gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank 1960 bis 1982 (Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr.4). 4. Aufl., Frankfurt a.M. 1983

Deutsche Bundesbank (1984a): Der Aktienmarkt in der Bundesrepublik Deutschland und seine Entwicklungsmöglichkeiten. In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 36.Jg., Nr. 4, April 1984, S. 12-21.

Deutsche Bundesbank (1984b): Finanzierungsströme sowie Bestände an Forderungen und Verpflichtungen in der Bundesrepublik Deutschland im Jahr 1983. In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 36.Jg., Nr. 5, Mai 1984, S.13 -22 u. 46 - 55.

Deutsche Bundesbank (1984c): Kapital der börsennnotierten Aktiengesellschaften, Kurs, Dividende und Rendite der Aktien. In: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Wertpapierstatistik, Oktober 1984, Nr. 10, S. 41.

Frenz, R. (1984): Vernachlässigung der Aktie als Vermögensanlage hat seine Ursache auch in den engen deutschen Börsen, Risikokapital und Versicherungen. In: Handelsblatt, Nr. 69 v. 5.4.1984, S. B11.

Fritsch, U. (1978): Mehr Unternehmen an die Börse. Köln 1978.

Fritsch, U. (1983): Aktienförderung International. Köln 1983.

Frizen, J.K. (1981): Der Einfluß der Hauptversammlung in der Publikums-Aktiengesellschaft, Ein Meinungsbild der Verwaltung. In: Der Betrieb, Jg. 34, 1981, Nr. 6, S. 277 - 281.

Girgensohn, T.; Calmbach, J. (1980): Der Einfluß der Aktionärsstrukturen auf die Kapitalerhöhungen deutscher Industrieaktiengesellschaften, Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 50, 1980, Nr. 4, S. 426 - 440.

Henn, G. (1982): Die Wahrung der Interessen der Aktionäre innerhalb und außerhalb der Hauptversammlung. In: Der Betriebs-Berater, 1982, Nr. 20, S. 1185 - 1194.

Höhnen, W,; Koubek, N.; Scheibe-Lange, J. (1971): Quantitative und qualitative Aspekte der ökonomischen Konzentration und gesellschaftlichen Machtverteilung in der Bundesrepublik Deutschland. In: WWI-Mitteilungen, Jg. 24, 1971, Nr. 8/9.

Hönik-Schreiner, R. (1983): Kapitalstrukturentscheidungen und Gewinnverwendungspolitik der Aktiengesellschaft nach der Körperschaftssteuerreform. Diss., München 1983.

Immenga, U. (1971): Aktiengesellschaft, Aktionärsinteressen und institutionelle Anleger. Tübingen 1971.

Immenga, U. (1982): Ordnungspolitische Möglichkeiten des Investmentprinzips. Tübingen 1982.

Jaeggi, U. (1969): Macht und Herrschaft in der Bundesrepublik. Frankfurt a.M. 1969

Kaack, K.H. (1983): Ausschüttungspolitik und Aktionärsstruktur. Diplomarbeit, Kiel 1983.

Kloppenburg, G. (1982): Mitverwaltungsrechte der Aktionäre, Darstellung der gesetzlichen Regelung und Verbesserungsvorschläge. Thun, Frankfurt a.M. 1982.

Kretschmann, A. (1976): Der Einfluß der Aktionärsstruktur auf die Kursbildung. Diss., Mainz 1976.

Lutter, M. (1973): Der Aktionär in der Marktwirtschaft. In: Schriftenreihe der Juristischen Gesellschaft e.V., H. 46, Berlin 1973.

Meyer, H. (1978): Auftragsstimmrecht - Im Namen des Aktionärs. Köln 1978.

Monopolkommission (1980): Fusionskontrolle bleibt vorrangig, Hauptgutachten 1978/79. Baden-Baden 1980.

Monopolkommission (1984): Ökonomische Kriterien für die Rechtsanwendung, Hauptgutachten 1982/83. Baden-Baden 1984.

Martin, P. (1983): Die institutionellen Anleger bestimmen vor allem in Wall Street die Aktienkurse. In: Handelsblatt v. 10.1. 1983.

Nell-Breuning, O. (1930): Aktienreform und Moral, Die sittliche Seite der Aktienrechtsreform. Berlin 1930.

Pross, H. (1965): Manager und Aktionäre in Deutschland, Untersuchungen zum Verhältnis von Eigentum und Verfügungsmacht. Frankfurt a.M. 1965.

Ratjen, K.G. (1980): Die externe Eigenfinanzierung bei Kapitalgesellschaften. In: Finanzierungshandbuch, hrsg. v. F.W. Christians, Wiesbaden 1980, S. 67 - 98.

Ridder-Aab, C.-M. (1980): Die moderne Aktiengesellschaft im Lichte der Theorie der Eigentumsrechte. Frankfurt a.M., New York 1980.

Ryll, S. (1982): Kapitalgesellschaft und Kapitalverbund, Untersuchungen zum Strukturwandel von Eigentum und Verfügung in der Entwicklung der deutschen Kapitalgesellschaften, Frankfurt a.M. 1982.

Schmidt, R. (1974): Interorganizational Relations between Management and Control in Large German Companies: A Matrix Approach. In: Manuskripte aus dem Seminar für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, Nr. 15, Kiel 1974.

Schmidt, R. (1984a): Rendite und Mitspracherecht müssen stimmen, Debatte um das Risikokapital. In: Handelsblatt, Nr. 69 v. 5.4.1984, S. B1 - B2.

Schmidt, R. (1984b): Mehr Aktienkapital in Arbeitnehmerhand! In: Das Wertpapier, 1984, Nr. 21, S. 1001 - 1006.

Schreyögg, G. (1983): Managerkontrolle als Problem der Unternehmensverfassung, Empirische Befunde zur Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt und ihre Implikationen. In: Unternehmensverfassung - Recht und Betriebswirtschaftslehre, hrsg. v. O. Kießler, M. Kittner, B. Nagel, Köln u.a. 1983, S. 153 - 166.

Steinmann, H.; Schreyögg, G.; Dütthorn, C.; (1983): Managerkontrolle in deutschen Großunternehmen - 1972 und 1979 im Vergleich. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 53, 1983, Nr. 1, S. 4 - 25.

Stephan, R. (1977): Organisationsrechtliche Probleme bei mediatisiertem Aktienbesitz. Diss., Frankfurt a.M., Zürich 1977

Thonet, P.J.; Poensgen, O.H.; (1979): Managerial Control and Economic Performance in Western Germany. In: Journal of Industrial Economics, Vol. 28, Nr. 1, September 1979, S. 23 - 37.

Ulrich, F.H. (1976): Die Bedeutung von Veränderungen in der gesellschaftlichen Kapitalbildung für die Willensbildung im Unternehmen. In: Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung in Unternehmen, hrsg. v. H. Albach u. D. Sadowski, Berlin 1976, S. 325 - 339.

Weisser, K.F. (1962): Der Gewinn der Aktiengesellschaft im Spannungsfeld zwischen Gesellschaft und Aktionären. Berlin 1962.

Witte, E. (1981): Der Einfluß der Anteilseigner auf die Unternehmenspolitik. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 51, 1981, Nr. 8, S. 733 - 779.

Ziegler, R. (1983): Das Netzwerk der Personen- und Kapitalverflechtungen deutscher und österreichischer Wirtschaftsunternehmen. München 1983.