

Kliewe, Martina

Working Paper

Die Entwicklung der Corporate Finance Strukturen deutscher Unternehmen und deren Auswirkungen auf die Arbeitsbeziehungen

Arbeitspapiere für Staatswissenschaft, No. 26

Provided in Cooperation with:

University of Hamburg, Department of Socioeconomics

Suggested Citation: Kliewe, Martina (2007) : Die Entwicklung der Corporate Finance Strukturen deutscher Unternehmen und deren Auswirkungen auf die Arbeitsbeziehungen, Arbeitspapiere für Staatswissenschaft, No. 26, Universität Hamburg, Department Wirtschaft und Politik, Hamburg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/41341>

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.

Nr. 26

**Die Entwicklung der Corporate Finance Strukturen
deutscher Unternehmen und deren Auswirkungen
auf die Arbeitsbeziehungen**

Martina Kliewe

Juli 2007

ISSN: 1613-7000

Die Arbeitspapiere für STAATSWISSENSCHAFT/ Working Papers on ECONOMIC GOVERNANCE werden in unregelmäßiger Folge von der Professur Wirtschaftspolitik/ Economic Governance am Department Wirtschaft und Politik der UNIVERSITÄT HAMBURG ausschließlich in elektronischer Form herausgegeben:

Prof. Dr. Arne Heise
Universität Hamburg
Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Department Wirtschaft und Politik
Von-Melle-Park 9

D-20146 Hamburg

Tel.: -49 40 42838 2209
e-mail: Arne.Heise@wiso.uni-hamburg.de

Das Verzeichnis aller Arbeitspapiere und anderer Veröffentlichungen/ List of all working papers and other publications:
www.hwp-hamburg.de/fach/fg_vwl/DozentInnen/heise/Materials/heise-downlds.htm

Zitierweise:

Autor (Jahr), Titel, *Arbeitspapiere für Staatswissenschaften* Nr. X, Department für Wirtschaft und Politik der Universität Hamburg

Citation:

Author (Year), Title, *Working Papers on Economic Governance* No. X, Department of Economic s and Political Science at Hamburg University

Bei der Arbeit handelt es sich um eine Masterthesis, eingereicht im Masterstudiengang ‚Human Ressource Management / Personalpolitik‘ des Departments Wirtschaft und Politik der Universität Hamburg

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis

| | | |
|---|--|----|
| 1 | Einleitung..... | 5 |
| 2 | Corporate Governance Strukturen deutscher Großunternehmen und das Shareholder-Value Phänomen..... | 7 |
| | 2.1 Begriff Corporate Governance | 7 |
| | 2.2 Corporate Governance System in Deutschland vor den 1990er Jahren | 8 |
| | 2.3 Shareholder-Value Ansatz | 10 |
| 3 | Finanz- und Kapitalmarkt | 14 |
| 4 | Entwicklung der Finanzierungsstruktur deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren | 15 |
| | 4.1 Theorie der Finanzstruktur von Unternehmen | 15 |
| | 4.2 Finanzierungsverhältnisse deutscher Großunternehmen nach Kapitalherkunft | 18 |
| | 4.3 Eigentümerstruktur der 100 größten deutschen Unternehmen..... | 21 |
| 5 | Bedeutung der Kapitalmarktakteure innerhalb des deutschen Corporate Governance Systems seit den 1990er Jahren | 24 |
| | 5.1 Interessen und Verhaltensprofile..... | 24 |
| | 5.2 Rolle der Kleinaktionäre | 27 |
| | 5.3 Rolle der Großaktionäre..... | 30 |
| | 5.3.1 Unternehmen..... | 31 |
| | 5.3.2 Banken..... | 34 |
| | 5.3.3 Staat | 37 |
| 6 | Principal-Agency Theorie..... | 39 |
| 7 | Mitbestimmung in Aufsichtsräten..... | 43 |
| | 7.1 Entwicklung und rechtliche Grundlagen | 44 |
| | 7.2 Ökonomische Wirkung | 49 |
| | 7.2.1 Property Rights- versus Partizipationstheorie | 50 |

| | | |
|-------|--|----|
| 7.2.2 | Produktivität versus Profitabilität: Empirische Befunde..... | 56 |
| 7.2.3 | Aufsichtsratsmitbestimmung als Standortfaktor..... | 62 |
| 7.3 | Unternehmensmitbestimmung in der Praxis | 65 |
| 7.4 | Aufsichtsratspraxis im Wandel | 67 |
| 8 | Resümee..... | 70 |

Literaturverzeichnis

Abbildungsverzeichnis

Abbildung I: Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen von 1990-2003.

Abbildung II: Eigentümerstrukturen der 100 größten deutschen Unternehmen nach Gruppen, Durchschnittswerte für die Jahre 1984 bis 2004.

1 Einleitung

Im Laufe der 1990er Jahre fand in Deutschland ein Wandel in der Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance) von Großunternehmen statt. Ausgangspunkt ist die Beobachtung, dass sich die Unternehmenspolitik in einigen deutschen Großunternehmen immer stärker am Aktienkurs orientiert. In der öffentlichen und wissenschaftlichen Diskussion wird diese Orientierung der Unternehmenspolitik an den Interessen der Aktionäre mit dem Schlagwort „Shareholder-Value“ bezeichnet. Als eine der wesentlichen Ursachen für diese Entwicklung gilt die wachsende Bedeutung der Finanz- und Kapitalmärkte und die damit einhergehenden neuen Bedingungen für die Corporate Finance Struktur deutscher Unternehmen. Die Corporate Finance Struktur wird hier im weitesten Sinne als die Finanzierung von Unternehmen, die eingebettet ist in ein spezifisches Finanzsystem, definiert. Eine wichtige Rolle spielt hierbei, welche Interessen außerhalb oder innerhalb des Unternehmens von einer finanzwirtschaftlichen Entscheidung berührt werden. Deutsche Großunternehmen begegnen dem gewachsenen Druck des Kapitalmarktes durch die Ausrichtung strategischer Entscheidungen nach den gestiegenen Ansprüchen ihrer Anteilseigner. Das deutsche Corporate Governance System wird als Stakeholder-System charakterisiert, bei dem der Einfluss der Aktionäre durch zahlreiche Mitgestalter und Gegenkräfte eingeschränkt wird. Wenn Manager die Finanzinteressen der Anteilseigner verstärkt in den Vordergrund rücken, liegt die Vermutung nahe, dass sich in den zugrundeliegenden Spielregeln und Kräfteverhältnissen, unter den am Unternehmensgeschehen beteiligten Gruppen, etwas verändert hat. Die Herausbildung des Shareholder-Value Ansatzes als Grundsatz der Unternehmensführung weist auf eine veränderte Beziehung zwischen Unternehmen und Kapitalgebern hin, die von einer zunehmenden Dominanz des Finanz- und Kapitalmarktes geprägt wird. Es stellt sich die Frage, inwieweit der kapitalmarktorientierte Umbau der Unternehmen, der unter anderem auf veränderte Kapitalbeziehungen der Unternehmen zurückzuführen ist, kompatibel ist mit dem deutschen System der Arbeitsbeziehungen, das sich in den Großunternehmen unter anderem in der Mitbestimmung von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat (Unternehmensmitbestimmung) zeigt. Aus diesem Grund ist es nicht überraschend, dass seit Ende der neunziger Jahre in der wissenschaftlichen und politischen Diskussion eine neue Debatte über die Mitbestimmung in Deutschland entfacht ist, die in besonderem Maße auf die Unternehmensmitbestimmung abzielt. Die Vereinbarkeit von verstärkter Orientierung der Unternehmenspolitik an den Interessen der Anteilseigner und institutionalisierter Arbeitnehmermitsprache erscheint manchen Beobachtern fragwürdig. Die Befürworter postulieren die Mitbestimmung als Standort-

vorteil und vertreten das Argument, dass Mitbestimmung durch eine Verbesserung des Informationsflusses die Kooperations- und Kompromissbereitschaft der Beschäftigten erhöht, die Kanalisierung innerbetrieblicher Konflikte erleichtert und damit die Qualität der Arbeitsbeziehungen verbessert. Die Kritiker hingegen bezeichnen die Mitbestimmung in Aufsichtsräten als das Grundübel deutscher Unternehmenskontrolle¹ und weisen auf eine erhebliche Benachteiligung deutscher Großunternehmen auf den Kapitalmärkten, die ursächlich auf die Unternehmensmitbestimmung zurückzuführen ist, hin.

Die Motivation dieser Arbeit ist es einerseits, die Ursachen des Wandels in den Corporate Governance Strukturen deutscher börsennotierter Unternehmen anhand der wachsenden Bedeutung des Finanz- und Kapitalmarktes und den damit einhergehenden neuen Bedingungen der Finanzierung von Unternehmen in Deutschland darzustellen. Andererseits wird die Wirkung der Aufsichtsratsmitbestimmung anhand von theoretischen Überlegungen und empirischen Studien auf die Profitabilität und Kapitalmarktperformance deutscher Unternehmen betrachtet. Ziel ist es, die oben genannte neu entfachte Debatte über die Mitbestimmung in Aufsichtsräten und die damit einhergehenden Forderungen nach Reformen auf ihre wissenschaftliche Fundiertheit zu überprüfen, dabei soll nicht zuletzt die Frage beantwortet werden, inwieweit sich die kapitalmarktorientierte Unternehmenspolitik und die Mitbestimmung von Arbeitnehmern in deutschen Aufsichtsräten miteinander vereinbaren lässt, bzw. eine entsprechende Reform sinnvoll und notwendig erscheint.

Um die vorangestellte Fragestellung zu beantworten, wird zunächst der zentrale Begriff Corporate Governance für diese Arbeit definiert und die wesentlichen Charakteristika des deutschen Corporate Governance Systems vor den 1990er Jahren dargestellt. Desweiteren wird der Shareholder-Value Ansatz und dessen Konsequenzen für die Unternehmenspolitik sowie dessen Verbreitung betrachtet. Im zweiten Schritt geht es um die Analyse der Ursachen für den oben beschriebenen Wandel aus Sicht der Unternehmensfinanzierung. Dabei wird zunächst auf die zunehmende Bedeutung der globalen Finanz- und Kapitalmärkte eingegangen und die Finanzstruktur deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren dargestellt. Im folgenden Kapitel wird die Bedeutung und Entwicklung der Kapitalmarktakteure, die im deutschen Corporate Governance System eine wesentliche Rolle spielen, anhand ihrer Verhaltensprofile und strategischen Interessen analysiert. Desweiteren erfolgt eine Einordnung der Durchsetzung von Aktionärsinteressen auf das Management von Unternehmen anhand der Principal-Agency Theorie. Im nächsten Schritt werden sowohl die Entwicklung als auch die gesetzlichen Grundlagen der Aufsichtsratsmitbestimmung in

¹ Vgl. Wieczorek, B. J.: Schädlich und überholt, in: manager magazin, Heft 1/2004, S. 94.

Deutschland skizziert. Die Analyse der Auswirkung der Partizipation von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat auf die Performance von Unternehmen erfolgt durch die Darstellung theoretischer Überlegungen und empirischer Studien aus Wissenschaft und Wirtschaft. Weiterhin wird auf die Funktion des Aufsichtsrates in Form der effektiven Kontrolle des Vorstandes von Unternehmen eingegangen, bevor ein abschließendes Resümee erfolgt.

2 Corporate Governance Strukturen deutscher Großunternehmen und das Shareholder-Value Phänomen

2.1 Begriff Corporate Governance

Der Begriff Corporate Governance gehört zu jenen Begriffen, die sich nur schlecht ins Deutsche übersetzen lassen und in der Literatur in vielfältiger Weise definiert werden. Im Wesentlichen bezeichnet er die Strukturen, die bestimmen, in welcher Weise und durch welche Einflüsse Unternehmen geleitet und kontrolliert werden.² Diese Definition reicht aber nicht aus, um das komplexe System Corporate Governance, welches im Wesentlichen auch die Machtverhältnisse zwischen Kapital, Management, Arbeit und Staat widerspiegelt, darzustellen. Grundsätzlich herrschen zwei Verständnisweisen vor: Einerseits wird eine rechtliche Interpretation vorgenommen, bei der im wesentlichen die Aufbau- und Ablauforganisation innerhalb des Unternehmens in den Vordergrund gestellt wird (rechtlich-institutionelle Interpretation). Andererseits wird aus kapitalmarktorientierten sowie koalitionstheoretischen Sichtweisen auf die Außenbeziehungen des Unternehmens abgestellt, wobei die Interessenwahrung, der angelsächsischen bzw. kontinental-europäischen Tradition folgend, von Shareholder bzw. Stakeholdern in den Vordergrund gestellt wird (ökonomisch-interaktive Interpretation).³ Da es in dieser Arbeit im Wesentlichen um den Einfluss der veränderten Kapitalbeziehungen auf die institutionellen Arbeitsbeziehungen in Deutschland geht, die sich in der deutschen Corporate Governance Struktur widerspiegeln, wird folgende Definition für diese Arbeit als sinnvoll erachtet: „Corporate governance is about the relationship between three sets of actors or stakeholders - capital, management, and labour. It is concerned with who owns and controls the firm, in whose interest the firm governed, and the various ways (direct or indirect) whereby control is exercised.“⁴ Die Definition bezieht

² Vgl. von Rosen, R.: Corporate Governance - Neue Denkansätze in Deutschland, in: Siegwart, H. und J. Mahari (Hrsg.): Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel 2002, S. 592.

³ Vgl. Dörner, D. und C. Orth: Bedeutung der Corporate Governance für Unternehmen und Kapitalmärkte, in: Pfitzer, N. und P. Oser (Hrsg.): Deutscher Corporate Governance Kodex, Stuttgart 2003, S. 6.

⁴ Gospel, H. und A. Pendleton: Corporate Governance and Labour Management, An International Comparison,

explizit die Arbeitnehmer der Unternehmen ein und unterscheidet sich dadurch von den in der amerikanischen Literatur üblichen Definitionen, denen zufolge Corporate Governance die Regeln und Mechanismen bezeichnet, durch die die Ausrichtung des Management auf die Aktionärsinteressen sichergestellt werden soll.⁵ Die Strukturen und Konstellationen von Corporate Governance haben sich in den unterschiedlichen Ländern - je nach Rolle und Einfluss der Akteure - sehr verschiedenartig herausgebildet. Im weiteren Verlauf der Arbeit zeigt sich, dass sich Corporate Governance Strukturen in einem engen Verhältnis zur Finanzierung von Unternehmen entwickeln und im weitesten Sinne als ein Teil der Corporate Finance Strukturen betrachtet werden können.⁶ Entscheidend ist hierbei vor allem die Art der Finanzierung und deren Herkunft, die Interessen der daran beteiligten Kapitalgeber sowie die gesetzlichen Rahmenbedingungen und Finanzierungspraktiken. Je nach Art und Weise der Finanzierung eines Unternehmens ergeben sich Zwänge und Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Unternehmensführung von Seiten der Kapitalgeber.

2.2 Corporate Governance System in Deutschland vor den 1990er Jahren

Das deutsche Corporate Governance Modell gilt im Vergleich zur angelsächsischen Variante als Stakeholder-Modell, in dem zum Teil sehr divergierende Interessen zusammentreffen.⁷ Es zeichnet sich im internationalen Vergleich vor allem durch eine konzentrierte Eigentümerstruktur aus. Die Aktienhalter der hundert größten deutschen Unternehmen waren im Jahre 1998 nur zu rund einem Drittel Streubesitzaktionäre, denen kein über das Finanzinteresse hinausgehendes strategisches Interesse an den Unternehmen unterstellt werden konnte.⁸ Allen anderen Aktionärsgruppen der deutschen Aktiengesellschaften konnten strategische Ziele zugeordnet werden: Beschäftigungsziele (Staat, Länder und Kommunen), die Stabilisierung von Lieferanten- und anderen Kooperationsbeziehungen (Unternehmen), die Sicherung von Krediten (Banken) oder der Erhalt traditioneller Eigentümerstrukturen (Familienbesitz). Auch die Gewerkschaften traten bis 1990 als Eigentümer von Großunternehmen auf und betrachteten ihr Engagement als Mischung aus Geldanlage und Verfolgung „gemeinwirtschaftlicher“

in: Gospel, H. und A. Pendleton (Hrsg.): Corporate Governance and Labour Management, Oxford University Press 2005, S. 3.

⁵ Vgl. ebenda, S. 4.

⁶ Vgl. Hackethal, A. und R. H. Schmidt: Finanzsystem und Komplementarität, Frankfurt am Main 2000, S. 4.

⁷ Vgl. Jackson, G., Höpner, M. und A. Kurdelbusch: Corporate Governance and Employees in Germany: Changing Linkages, Complementarities, and Tensions, in: Gospel, H. und A. Pendleton (Hrsg.): Corporate Governance and Labour Management, Oxford University Press 2005, S. 84.

⁸ Vgl. Streeck, W. und M. Höpner: Alle Macht dem Markt?, in: Streeck, W. und M. Höpner (Hrsg.): Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, Frankfurt am Main 2003, S. 23.

Ziele.⁹ Durch Kooperationen zwischen dem Staat und den Großbanken gelang es, öffentlichen Interessen Gehör zu verschaffen. Die Landesbanken, die ebenso wie die „Großen Drei“ (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank) als Aktienhalter auftraten, waren selbst in öffentlichem Eigentum und wurden für strukturpolitische Aufgaben eingesetzt. In den staatsnahen Sektoren Energie, Transport und Telekommunikation trat der Staat selbst als Eigentümer auf. Durch die Regelungen der Unternehmenskontrolle waren dem Einfluss finanzorientierter Investoren enge Grenzen gesetzt.¹⁰ Der in angloamerikanischen Ländern geltende Grundsatz, dass jede Aktie auf der Hauptversammlung eine Stimme haben soll, war durch Höchst- und Mehrfachstimmrechte außer Kraft gesetzt. Die Bilanzierungsvorschriften des Handelsgesetzbuches (HGB) erlaubten den Bilanzstellern mehr als bei den internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen, freie Mittel durch Bildung stiller Reserven vor den Augen der Investoren zu verbergen. Dies verschaffte nicht nur Insidern, die eine enge Verbindung zu den Unternehmen hatten, Informationsvorsprünge vor den Kapitalmarktteilnehmern, sondern schützte die Unternehmen gleichzeitig vor dem Zugriff des Kapitalmarktes. Über eine handlungsfähige Börsenaufsichtsbehörde, die nach US-Vorbild Kapitalmarktteilnehmer vor einer Übervorteilung durch Insider hätte schützen können, verfügte Deutschland nicht. Die Eigentümerstrukturen, die Macht der Banken und enge personelle und kapitalbezogene Unternehmensverflechtungen bildeten Schutzmauern gegen feindliche Übernahmen. Ein Markt für Unternehmenskontrolle, in dem bspw. Unternehmensentscheidungen, die zu einer geringeren als der möglichen Profitabilität führten, durch die Kapitalmarktteilnehmer abgestraft wurden, existierte nicht.¹¹ Bis in die 1990er Jahre hinein galt zudem der gesellschaftliche Konsens, dass feindliche Übernahmen nicht zur sozialen Marktwirtschaft passen würden.¹² Nicht zuletzt eröffnete dies die Möglichkeit, die Finanzinteressen der Aktionäre mit anderen Interessen auszubalancieren. Es galt: Den Aktionären gehörten die Aktien, das Unternehmen einer Vielzahl von Interessenten.¹³ Zu einer weiteren Besonderheit des deutschen Corporate Governance Modells gehört die Beteiligung der Arbeitnehmer an der Unternehmensaufsicht. Arbeitnehmervertreter sind neben der Mitbestimmung in sozialen, personellen und wirtschaftlichen Belangen auf Betriebsebene an den Aufsichtsräten und damit an der Einsetzung und Kontrolle der Vorstände beteiligt. Je nach Ausgestaltung der Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte müssen besonders wichtige Unternehmensentscheidungen

⁹ Vgl. ebenda, S. 23.

¹⁰ Vgl. La Porta, R. u.a.: Investor Protection: Origins, Consequences, Reform, NBER Working Paper 7428, Cambridge 1999, S. 13ff.

¹¹ Vgl. de Jong, H. W.: The Governance Structure and Performance of Large European Corporations, in: The Journal of Management and Governance, 1/1997, S. 8.

¹² Vgl. Streeck/Höpner, a.a.O., S. 24.

¹³ Vgl. de Jong, a.a.O., S. 9.

wie Abspaltungen, Großinvestitionen oder andere umfangreiche Finanzierungsvorhaben durch den Aufsichtsrat, unter Beteiligung der Arbeitnehmer, genehmigt werden.¹⁴ Um sicherzustellen, dass die Mitbestimmung über den Tellerrand der Einzelwirtschaft hinausgeht und auch gesamtgesellschaftliche Interessen vertreten werden, sind nicht nur interne Arbeitnehmervertreter an der Unternehmensmitbestimmung beteiligt, sondern auch externe Gewerkschaftsfunktionäre. Als ein weiteres besonderes Merkmal galt die personelle Zusammensetzung der Unternehmensleitung. Während in den angloamerikanischen Ländern schon seit längerem ein externer Arbeitsmarkt für Manager existierte, wurden deutsche Führungskräfte traditionell über die Belegschaft des eigenen Unternehmens rekrutiert. Typisch für deutsche Vorstandsvorsitzende war eine über mehrere Jahrzehnte andauernde Unternehmenszugehörigkeit.¹⁵ Insgesamt konnte das Corporate Governance System, in dem Abstriche an betriebswirtschaftlichen Zielen hingenommen wurden, um für gesamtwirtschaftliche wie bspw. beschäftigungspolitische Ziele einzustehen, als nach innen machverteilend und nach außen nur begrenzt konkurrierend bezeichnet werden.¹⁶ Basis des Verflechtungsnetzwerkes der deutschen Unternehmen waren die Finanzunternehmen, die strukturpolitische Handlungsfähigkeit nach innen und die Bereitschaft und Fähigkeit zur Verteidigung gegen Angriffe von außen aufwiesen. Diese Beobachtungen setzten einen großen Einfluss von Haltern größerer Aktienblöcke, von Unternehmensnetzwerken, Banken, der öffentlichen Hand, Arbeitnehmervertretern und Gewerkschaften auf die Unternehmen und auf einen im internationalen Vergleich nur begrenzten Einfluss der Kapitalmarktteilnehmer voraus. Vor diesem Hintergrund muss die Entwicklung, dass sich deutsche Unternehmen in den 1990er Jahren verstärkt auf die Bedienung des Finanzinteresses der Aktionäre (Shareholder-Value) konzentrierten, als erklärungsbedürftig interpretiert werden. Bevor auf die Ursachen eingegangen wird, die sich aus Sicht der Corporate Finance Struktur deutscher Großunternehmen ergeben, erfolgt zunächst eine Darstellung des Shareholder-Value Ansatz und die daraus resultierenden Konsequenzen für die Unternehmenspolitik.

2.3 Shareholder-Value Ansatz

In den 1990er Jahren hat kein radikaler Systembruch in den Corporate Governance Strukturen in Deutschland stattgefunden. Die Veränderungen erfolgten vielmehr inkrementell durch

¹⁴ Vgl. Köstler, R., Kittner, M. und U. Zachert: Aufsichtsratspraxis, Handbuch für Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat. 6. Auflage, Köln 1999, S. 68.

¹⁵ Vgl. Sorge A.: Mitbestimmung, Arbeitsorganisation und Technikanwendung, in: Streeck, W. und N. Kluge (Hrsg.): Mitbestimmung in Deutschland, Tradition und Effizienz, Frankfurt am Main 1999, S. 25.

¹⁶ Vgl. Streeck/Höpner, a.a.O., S. 24.

einen schleichenden Wandel von Institutionen und deren Nutzung für neue, insbesondere kapitalmarktorientierte Ziele.¹⁷ Die in den neunziger Jahren zu beobachtenden Veränderungen der Unternehmenspolitik werden, wie in der Einleitung beschrieben, unter dem Schlagwort „Shareholder-Value“ diskutiert. Das Shareholder-Value Konzept bezeichnet eine Unternehmenspolitik, die auf die Bedienung der Finanzinteressen der Aktionäre und damit auf die Steigerung der Aktienkurse zielt. Das 1986 von Alfred Rappaport verfasste Buch „Creating Shareholder-Value“ kann als Auslöser für diese Entwicklung bezeichnet werden. Im Zentrum steht die Frage, an welchen unternehmerischen Kennzahlen sich eine Unternehmenspolitik, mit der die Steigerung der Aktionärsrendite erreicht werden soll, orientieren muss. Ziel ist es, Kennziffern zu benennen, deren gezielte Beeinflussung den Shareholder-Value und damit die Eigentümerrendite, die sich aus Aktienkurssteigerungen plus Dividenden zusammensetzt, nach oben treiben.¹⁸ Zeitgleich und in der Auseinandersetzung mit dem von Rappaport entwickelten „Discounted Cash-flow-Ansatz“¹⁹ entstanden in den späten 1980er Jahren weitere Konzepte zur aktionärsorientierten oder auch kapitalmarktorientierten Unternehmensführung, die ebenfalls auf der Konstruktion von Steuerungsgrößen basieren.²⁰ Die Bewertung der einzelnen Konzepte ist in der Literatur höchst umstritten. Da es für den Verlauf dieser Arbeit weniger von Interesse ist, welche Vor- und Nachteile die unterschiedlichen Ansätze haben und wie sie voneinander abzugrenzen sind, sondern vielmehr die gesellschaftliche Implikation der Forderung, Unternehmensentscheidungen allein an den Interessen der Aktionäre auszurichten im Vordergrund steht, wird an dieser Stelle auf eine weitere Auseinandersetzung mit den verschiedenen Kennziffersystemen verzichtet. Der Shareholder-Value Ansatz oder auch die häufig synonym benutzten Begriffe aktionärs- bzw. kapitalmarktorientierte Unternehmenspolitik sind jedoch von dem Begriff „wertorientierte Unternehmensführung“ zu unterscheiden, der vielfach in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur verwendet wird. Diese Bezeichnung würde nahelegen, dass der Aktienkurs den wahren Unternehmenswert widerspiegelt. Es gilt jedoch zu bedenken, dass zwischen dem Aktienkurs und dem wahren Wert des Unternehmens die Welt der Volatilitäten und spekulativen Blasen liegt und der Aktienkurs somit lediglich den Unternehmenswert für die

¹⁷ Vgl. ebenda, S. 28.

¹⁸ Vgl. Rappaport, A.: Shareholder Value, Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2. Auflage, Stuttgart 1999, S. 39ff.

¹⁹ Discounted Cash-flow-Ansatz: Schätzung des ökonomischen Wertes einer Investition durch die Diskontierung prognostizierter Cash-flows auf ihren Gegenwartswert, wobei der Diskontierungssatz den geschätzten Kapitalkosten entspricht. Der Cash-flow bezeichnet die Differenz zwischen den zu erwartenden einzahlungswirksamen Erträgen und den zu erwartenden auszahlungswirksamen Aufwendungen. Vgl. ebenda, S. 44ff.

²⁰ Der Cash-flow Return on Investment Ansatz, Boston Consulting (CFRoI), der Return on Invested Capital Ansatz (RoiC), McKinsey und der Economic Value Added -bzw. Market Value Added-Ansatz, Stern Steward & Co. (EVATM bzw. MVA). Vgl. Höpner, M.: Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder-Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland, Hagen 2002, S. 36.

Aktionäre widerspiegelt, während der Wert, den ein Unternehmen für alle anderen beteiligten Stakeholder wie bspw. Arbeitnehmer, Banken, Staat, Zulieferer und die Region vernachlässigt.²¹

Der Wandel in den Zielen der Unternehmenspolitik deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren und die damit einhergehende Orientierung am Shareholder-Value Konzept lässt sich anhand folgender Entwicklungen zeigen:²²

- ◆ Die Nutzung kapitalmarktorientierter Steuerungskonzepte und die Vorgabe von Renditezielen für Unternehmenssegmente oder das Gesamtunternehmen. Durch die neuen Instrumente der Unternehmensführung soll offen gelegt werden, welche Unternehmensteile mindestens ihre Kapitalkosten erwirtschaften und in diesem Sinne Shareholder-Value produzieren. Den Übrigen Unternehmensteilen drohen Umstrukturierungen oder sogar der Verkauf.
- ◆ Die Tendenz zur Konzentration auf profitable Kerngeschäfte. Unternehmensbereiche fremder oder benachbarter Branchen, die einst zur Risikostreuung und zur Vergrößerung der Organisationen und der internen Arbeitsmärkte erworben wurden, werden abgestoßen.
- ◆ Die Intensivierung der Kommunikation mit den Kapitalmarktteilnehmern durch die Übernahme internationaler Rechnungslegungsstandards und den Ausbau der Investor-Relations-Aktivitäten.
- ◆ Die Stärkung der Aktionärsrechte durch die Beseitigung von Höchst- und Mehrfachstimmrechten und die weitgehende Abschaffung von Vorzugsaktien.
- ◆ Die Schaffung von direkten Anreizen zur Bedienung der Aktionärsinteressen durch die Variabilisierung der Vergütung von Führungskräften und die Kopplung an finanzielle Kennziffern.

Die kapitalmarktorientierte Unternehmensführung in deutschen Großunternehmen in den 1990er Jahren hat in sehr unterschiedlicher Intensität Einzug gehalten. Eine Studie, die im Rahmen des Forschungsprojektes „Das deutsche Modell der industriellen Beziehungen unter dem Einfluss der Internationalisierung“ am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung in Köln durchgeführt wurde, zeigt anhand eines systematischen Unternehmensvergleichs der damaligen 40 größten deutschen börsennotierten Nichtfinanzunternehmen, dass die Aktionärsorientierung der Unternehmenspolitik zwar aggregiert zugenommen hat, allerdings von Unternehmen zu Unternehmen ganz unterschiedlich ausgeprägt ist und sich in Abhängigkeit

²¹ Vgl. ebenda, S. 4.

²² Vgl. Streeck/Höpner, a.a.O., S. 29.

zum jeweiligen Sektor und dessen realwirtschaftlichen Internationalisierungsgrad entwickelt.²³ In der Studie wird ein kausaler Zusammenhang zwischen der Kapitalmarkt-orientierung und dem Auslandsumsatz sowie zwischen der Kapitalmarkt-orientierung und der Zugehörigkeit des Unternehmens zu den Sektoren, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind nachgewiesen. Die Unternehmen reagieren auf den wachsenden Wettbewerbsdruck durch die Ausweitung ihrer Rentabilitätsorientierung und nutzen das Shareholder-Value Konzept als Instrument der Durchsetzung. Alfred Rappaport nennt sowohl den Wettbewerbsdruck als auch den Druck der Anteilseigner als Treiber der Kapitalmarkt-orientierung von Unternehmen: „Shareholder Value ist >>das richtige Ding<< und der Druck des Wettbewerbs sowie die institutionellen Anteilseigner, die maximale Renditen anstreben, wird sicherstellen, dass dies so bleibt.“²⁴ Diese Arbeit legt in der Darstellung der Ursachen den Fokus auf die Corporate Finance Struktur großer deutscher Aktiengesellschaften, da der Wettbewerbsmechanismus zwar als ein Einflussfaktor gesehen werden kann, jedoch nicht ausreicht, um die Verbreitung des Shareholder-Value Phänomens gerade in den 1990er Jahren zu erklären. Phasen der Wettbewerbsintensivierung gab es auf kapitalistischen Märkten auch vor den 1990er Jahren, ohne das deutsche Unternehmen die Interessen der Aktionäre in den Vordergrund ihrer Politik gerückt hätten.²⁵ Eine weitere Studie im Rahmen des oben genannten Forschungsprojektes zeigt, dass sich insbesondere börsennotierte Konglomerate in den 1990er Jahren gezwungen sahen, tiefgreifende Restrukturierungen durchzuführen, während die an der Börsen nicht notierten Konglomerate vor diesen Entwicklungen weitgehend geschützt waren. Wäre die Internationalisierung der Gütermärkte der wesentliche Faktor zur Umsetzung aktionärsorientierter Unternehmenspolitik, würde der Wettbewerb keinen Halt machen vor börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen.²⁶

Im Folgenden wird zunächst die wachsende Bedeutung des Finanz- und Kapitalmarktes dargestellt, bevor die wesentlichen Bestandteile der Theorie der Kapitalstruktur skizziert werden und eine empirische Untersuchung der Entwicklung der Finanzierungsstrukturen deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren erfolgt.

²³ Vgl. Höpner, Wer beherrscht die Unternehmen?, a.a.O., S. 45ff.

²⁴ Rappaport, a.a.O., S. 210.

²⁵ Vgl. Höpner, Wer beherrscht die Unternehmen?, a.a.O., S. 70.

²⁶ Vgl. Zugehör, R.: Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung, Opladen 2003, S. 93.

3 Finanz- und Kapitalmarkt

Die Finanz- und Kapitalmärkte schaffen durch ihr weltweites Wachstum und ihre zunehmende Integration und Ausdifferenzierung neue Bedingungen, die Einfluss auf die nationalen Finanzsysteme²⁷ nehmen, in denen sich Unternehmen finanzieren. Empirisch wird dies anhand des überproportionalen Wachstums der Kapital- und Finanzmärkte gegenüber allen anderen volkswirtschaftlichen Entwicklungsgrößen veranschaulicht. So lagen die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten auf den Aktienmärkten weltweit zwischen 1990 und 1999 bei 23,3% und auf den Anleihemärkten sogar bei 24,3%. Demgegenüber wirken die jahresdurchschnittliche weltweite Wachstumsrate der Realinvestitionen mit 3,0% und die Steigerung des Bruttoinlandsproduktes zu laufenden Preisen um 3,8% eher bescheiden.²⁸ Schon zu Beginn der neunziger Jahre konzentrierte sich auf die Summe der derivativen Finanzinstrumente insgesamt ein größeres Vermögen als auf das summierte Sozialprodukt der USA, Japans, Deutschlands und Großbritanniens zusammen.²⁹ Die Bestände an Derivaten insgesamt waren Ende 1999 auf das 18fache des Wertes von 1990 gestiegen, was einer jahresdurchschnittlichen Steigerungsrate von 37,7% entspricht; für börsengehandelte Derivate betrug der Steigerungsfaktor sogar 25, was die Steigerungsrate auf 43% erhöht. Auf den Devisenmärkten wurden Mitte der 1990er Jahre täglich 1,5 Billionen Dollar umgeschlagen.³⁰ Der Kapitalmarkt, der für die Thematik dieser Arbeit die bedeutende Rolle spielt, beschreibt ein Segment des begrifflich übergeordneten Finanzmarktes. Finanzmärkte sind demnach Orte, an denen Wertpapiere, Geld, Devisen und Derivate gehandelt werden. Am Kapitalmarkt werden hingegen lediglich Wertpapiere - in erster Linie Aktien und Anleihen - emittiert und zwischen den Anlegern gehandelt.³¹ Auf dem Markt für Neuemissionen (Primärmarkt) treffen Unternehmen, die Geld durch die Ausgabe von Aktien beschaffen wollen und Investoren, die ihr Geld anlegen wollen, aufeinander. Im Gegensatz dazu führt der Sekundärmarkt ausschließlich Anleger wie Investmentfonds oder Versicherungen zusammen, die Aktien verkaufen oder wiederum ihr Geld in Aktien investieren wollen. Während Aktien das Recht auf Eigentum und das Recht auf einen Anteil am zukünftigen Gewinn des Unternehmens

²⁷ Finanzsysteme bezeichnen das Umfeld der Unternehmen in denen Finanztransaktionen organisiert, abgewickelt und kontrolliert werden und Finanztitel ausgegeben und gehandelt werden. Sie sind durch die an Ihnen handelnden Akteure, insbesondere die typischen Anbieter und Nachfrager von Kapital sowie durch verschiedene Finanzintermediäre gekennzeichnet, die bei der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage unterschiedliche Funktionen ausüben. Vgl. Rudolph, B.: Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, Tübingen 2006, S. 547.

²⁸ Vgl. Huffschnid, J.: Internationale Finanzmärkte - Zentrum des revitalisierten Kapitalismus, in: Bieling, H.-J. u.a. (Hrsg.): Flexibler Kapitalismus, Hamburg 2001, S. 72.

²⁹ Vgl. Altvater, E. und B. Mahnkopf: Grenzen der Globalisierung, Münster 1996, S. 160.

³⁰ Vgl. Huffschnid, a.a.O., S. 72.

³¹ Vgl. Beike, R. und J. Schlütz: Finanzmarktnachrichten lesen - verstehen - nutzen. Ein Wegweiser durch Kursnotierungen und Marktberichte, Stuttgart 1999. S. 2.

dokumentieren, stellen Anleihen eine Forderung gegenüber dem Unternehmen auf Zinszahlung und eine Rückzahlung des geliehenen Betrages dar.³² Im Rahmen dieser Arbeit interessiert vor allem die Aktie, da der Inhaber der Aktie zum Miteigentümer eines Unternehmens wird. Die Aktien bilden die entscheidende Schnittstelle zwischen dem Kapitalmarkt und dem Corporate Governance System einer Unternehmung. Die Aktionäre können die Politik des Unternehmens über ihr Mitspracherecht als Miteigentümer beeinflussen. Die Anteilseigner bilden jedoch keine homogene Gruppe, sondern bestehen aus verschiedenen Gruppen, die nicht die gleichen Interessen verfolgen und sich unterschiedlich gegenüber den Unternehmen verhalten. Auf die Aktionärsgruppen und deren Einflussmöglichkeiten auf die Unternehmenspolitik und -kontrolle wird in Kapitel 5 detaillierter eingegangen. Zunächst werden die wesentlichen für diese Arbeit relevanten Bestandteile der Finanzstruktur von Unternehmen theoretisch erläutert und deren empirische Entwicklung in deutschen Großunternehmen seit den 1990er Jahren dargestellt und im Hinblick auf die Fragestellung diskutiert.

4 Entwicklung der Finanzierungsstruktur deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren

Bei der Betrachtung der wachsenden Bedeutung der Finanz- und Kapitalmärkte liegt die Vermutung nahe, dass sich diese Entwicklung auf die Finanzierungsentscheidungen von Unternehmen niederschlägt, die im Rahmen von spezifischen nationalen Finanzsystemen getroffen werden. Es stellt sich die Frage, ob der Wandel im Corporate Governance System deutscher Kapitalgesellschaften ursächlich auf eine veränderte Finanzierungsstruktur der Unternehmen zurückgeführt werden kann. Die Entwicklung der Finanzierungsverhältnisse deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren erfolgt im Anschluss an die theoretische Darstellung der wesentlichen Unterschiede der Finanzierungsmittel nach Kapitalherkunft und Art der Finanzierungstitel sowie der Grundzüge der Finanzierungstheorie.

4.1 Theorie der Finanzstruktur von Unternehmen

Die Finanzstruktur von Unternehmen wird grundsätzlich nach der Herkunft der Finanzierungsmittel in Innen³³- und Außenfinanzierung³⁴ oder auch Eigen- und Fremdfinanzierung

³² Vgl. ebenda, S. 2f.

³³ Der Begriff Innenfinanzierung bezeichnet die Finanzierung des Unternehmens aus sich selbst heraus. Der Zufluss an Finanzierungsmitteln erfolgt aus den Erlösen der abgesetzten Waren und Produkte sowie den erbrachten Leistungen des Unternehmens. Vgl. Rudolph, a.a.O., S. 6f.

³⁴ Der Begriff Außenfinanzierung bezeichnet Finanztransaktionen bei denen Unternehmen externe Finanzie-

differenziert. Weiterhin erfolgt eine Unterscheidung nach der Art der Finanzierungstitel nach Eigen- und Fremdkapital, so dass beispielweise die Fremdfinanzierung sowohl auf der Basis von Eigenkapitalaufnahme (Beteiligungsfinanzierung) als auch durch die Aufnahme von Fremdkapital (Kredit- oder Anleihenfinanzierung) erfolgen kann. Ein hoher Grad an Innenfinanzierung garantiert den Unternehmen dabei generell eine hohe Unabhängigkeit von ihren Fremdkapitalgebern. Immer dann, wenn Unternehmen unter den externen Einfluss von Kapitalgebern - sei es durch Beteiligungs- oder Kreditfinanzierung - geraten, erhalten diese einen mehr oder weniger großen Einfluss auf die Verteilung und Auszahlung des intern erwirtschafteten Kapitals und damit auch auf die strategischen Entscheidungen von Unternehmen.³⁵ Mit der Emission von Finanztiteln ist so nicht nur eine Veräußerung von Zahlungsansprüchen verbunden, sondern auch eine bestimmte Allokation von Verfügungs- und Kontrollrechten. Im Hinblick auf die Kapitalmarktorientierung deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren ist vor allem die externe Finanzierung über Beteiligungskapital in Form von Aktien sowie die Eigentümerstruktur einer Unternehmung, die sich aus der Konzentration des Eigenkapitals auf die Anteilseigner zusammensetzt, entscheidend. Wesentlich ist hierbei, welche Interessen außerhalb und innerhalb des Unternehmens von einer finanzwirtschaftlichen Entscheidung berührt werden und welche Möglichkeiten der Einflussnahme von Seiten der Kapitalgeber aufgrund der Rechtslage oder der Machtstrukturen gegeben sind.³⁶ Durch die Beteiligungsfinanzierung findet eine für Kapitalgesellschaften typische Trennung von Eigentum und Kontrolle statt. Die Aktionäre sind als Eigenkapitalgeber die Eigentümer der Gesellschaft, während der Vorstand als Management die Kontrolle über die Vermögenswerte ausübt.³⁷ § 76 Abs. 1 Aktiengesetz (AktG) bestimmt: „Der Vorstand hat unter eigener Verantwortung die Gesellschaft zu leiten.“ Diese Regelung findet auch dann Anwendung, wenn die Vorstandsmitglieder keine Aktionäre sind. Insbesondere große Gesellschaften und Konzerne sind geprägt durch ein angestelltes Management, das nicht signifikant am Unternehmen beteiligt ist, aber dennoch wesentliche Entscheidungs- und Kontrollbefugnisse über das Vermögen der Gesellschaft ausüben kann. Die Entscheidungs- und Kontrollbefugnisse der Eigentümer erfolgen gewöhnlich über den Aufsichtsrat oder die Hauptversammlung des Unternehmens und sind nicht zuletzt abhängig von der Höhe der Anteile, der Konzentration des Kapitals und der Machtstellung des Kapitalgebers. Je nach Ausgestaltung der Finanzierungstitel bildet sich so nicht nur ein Netz von

rungsmittel zufließen. Vgl. ebenda, S. 6f.

³⁵ Vgl. Gospel/Pendleton, a.a.O., S. 4f.

³⁶ Vgl. Rudolph, a.a.O., S. 1.

³⁷ Vgl. Hilpisch, Y.: Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung, Wiesbaden 2005, S. 58f

Strömen aus Zahlungs- und Finanzierungsmitteln, sondern auch ein Netz von Informations-, Einfluss- und Kontrollbeziehungen zwischen den Kapitalgebern und den dazwischen geschalteten Finanzintermediären und den Unternehmen.

Die „optimale“ Kapitalstruktur in Form des optimalen Verhältnisses von Eigenkapital- zu Fremdkapitalfinanzierung einer Unternehmung stellt eine der meistdiskutierten ökonomischen Problemstellung dar und wird an dieser Stelle nur in groben Zügen skizziert. Bis zur wegweisenden Arbeit von Modigliani und Miller (1958) gab es in der traditionellen Position der Finanzierungstheorie einen optimalen Verschuldungsgrad: Eine vollkommen mit Eigenkapital finanzierte Unternehmung könnte, so die Argumentation, die Kapitalkosten senken und dadurch den Unternehmenswert steigern, indem es Eigenkapital solange durch „billigeres“ Fremdkapital ersetzt, bis dieser Effekt durch zusätzliche Risikoprämien der Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber, die erst ab einem bestimmten Verschuldungsgrad für das gesteigerte Konkursrisiko verlangt würden, überlagert werden.³⁸ Modigliani und Miller zeigen anhand von Arbitrageüberlegungen, dass unter bestimmten Annahmen, das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital für den Unternehmenswert³⁹ irrelevant ist und es keinen optimalen Verschuldungsgrad gibt. Unterstellt wird ihrem Modell, ein vollkommener Kapitalmarkt auf dem alle Marktteilnehmer rational handeln und gleich gut informiert sind, Finanztitel ohne die Berücksichtigung von Transaktionskosten gehandelt werden können, von der Art der Finanzierung keine Rückwirkungen auf die Leistungsfähigkeit des Unternehmens ausgehen und das Steuersystem finanzierungsneutral gestaltet ist.⁴⁰ Merton Miller beschrieb das Ergebnis der theoretischen Überlegungen in einem Fernsehinterview wie folgt: „Think of the firm...as a gigantic pizza, divided into quarters. If now you cut each quarter in half in eights, the M and M proposition says that you will have more pieces but not more pizza”.⁴¹ In der Folgezeit wurde das Modigliani-Miller-Theorem und damit die These nach der Irrelevanz der Kapitalstruktur durch die Modellierung der oben genannten Annahmen weiterentwickelt. Die neueren Entwicklungen in der Finanztheorie lassen sich dabei grundsätzlich in zwei Strömungen unterteilen: Zum einen die neoklassische Weiterentwicklung, die sich vor allem mit der Berücksichtigung von Steuern, Konkurskosten und den für die Arbitrageüberlegungen wichtigen unterschiedlichen Finanzierungsmöglichkeiten über Privatinvestoren beschäftigt.⁴²

³⁸ Vgl. Schmidt, R. H. und E. Terberger: Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Auflage, Wiesbaden 1997, S. 452ff

³⁹ Unter dem Unternehmenswert ist hier die Summe der Marktwerte aller von der Unternehmung emittierten Finanztitel zu verstehen. Vgl. Modigliani, F. und M. Miller: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Vol. 48, (3)/1958, S. 262.

⁴⁰ Vgl. ebenda, S. 296.

⁴¹ Zitiert nach: Ross, S. A., Westerfield, R. W. und J. Jaffe: Corporate Finance, 3. Auflage, Boston 1993, S. 435.

⁴² Vgl. Wentges, P.: Corporate Governance und Stakeholder-Ansatz, Wiesbaden 2002, S. 177.

Zum anderen, die für die Darstellung des Wandels im deutschen Corporate Governance Systems entscheidenden neoinstitutionalistischen Kapitalstrukturmodelle, die sich mit dem Einfluss der Kapitalstruktur auf die Unternehmenspolitik bzw. auf das Kooperationsverhalten aller mit der Finanzierung der Unternehmung verbundenen Akteure konzentrieren. Vor dem Hintergrund asymmetrischer Informationsverteilung und der Unvollständigkeit von Verträgen betonen sie vor allem die Bedeutung der mit den jeweiligen Finanztiteln verknüpften Verfügungsrechte und der Anreizwirkung der Kapitalstruktur auf das Verhalten der Unternehmensführung und der Kapitalgeber.⁴³ Die verschiedenen Ansätze der neoinstitutionalistischen Kapitalstrukturtheorien lassen sich grob in folgende Modelle unterteilen: Principal-Agency-Modelle, die auf der Informationsasymmetrie zwischen Management und externen Kapitalgebern basieren; Modelle, die den Zusammenhang zwischen der Kapitalstruktur und dem Markt für Unternehmenskontrolle bzw. den Wettbewerbsbedingungen auf den Gütermärkten untersuchen; Modelle auf Basis von Transaktionskosten und Property Rights-Modelle. Die Antwort auf die Frage nach der Relevanz der Kapitalstruktur aus neoinstitutionalistischer Sicht ist eine Synthese aus der traditionellen Theorie und dem Modigliani-Miller-Theorem. Es wird gezeigt, dass die Relevanz der Kapitalstruktur für die Kapitalkosten und den Unternehmenswert ursächlich auf das Verhalten der beteiligten Akteure zurückzuführen ist. Eine umfassende Beantwortung der Frage nach der „optimalen“ Kapitalstruktur von Unternehmen lässt sich jedoch daraus nicht ableiten.⁴⁴ Dennoch werden Unternehmen ihre Finanzierungsentscheidungen nicht dem Zufall überlassen und versuchen, die Auswirkung der Kapitalstruktur auf die Kapitalkosten und den Wert des Unternehmens zu beeinflussen. Wie sich dies konkret in der Finanzierungsstruktur von deutschen Großunternehmen niederschlägt, wird zunächst anhand der Finanzierungsverhältnisse und Eigentümerstrukturen seit den 1990er Jahren graphisch dargestellt und beschrieben.

4.2 Finanzierungsverhältnisse deutscher Großunternehmen nach Kapitalherkunft

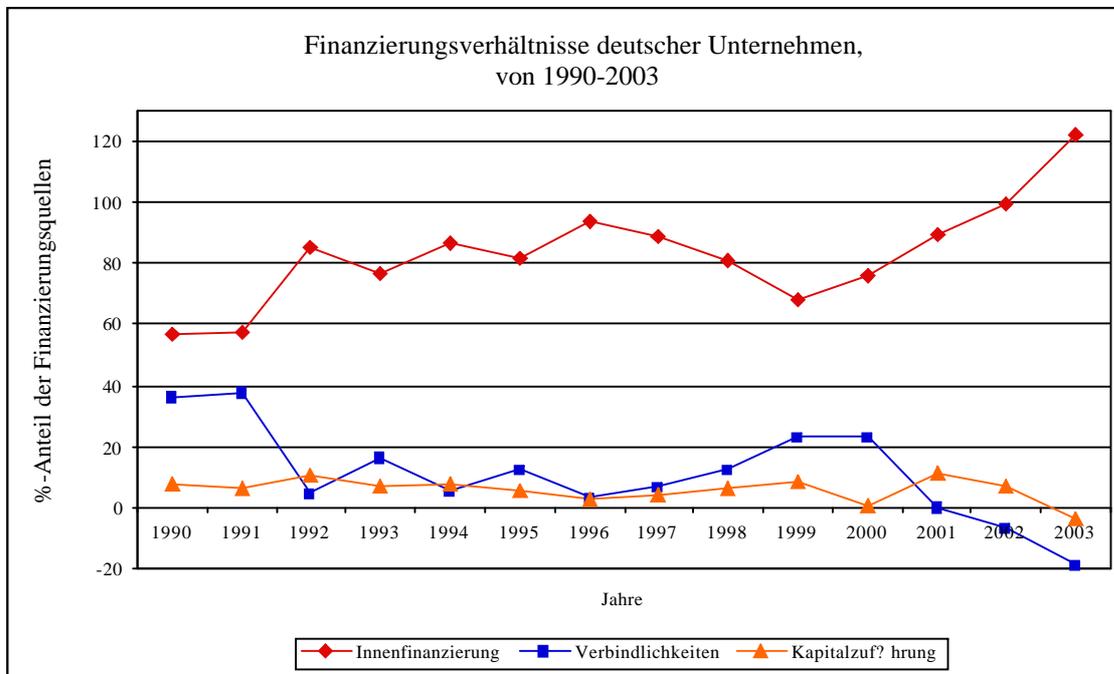
Im folgenden wird die Finanzstruktur deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren nach Innen- und Fremdfinanzierung und der Zufuhr von externem Eigenkapital durch die Ausgabe von neuen Aktien am Kapitalmarkt untersucht. Ziel ist es, einen Überblick über die Abhängigkeit der Finanzierungsverhältnisse deutscher Großunternehmen von externen

⁴³ Vgl. Schmidt/Terberger, a.a.O., S. 454.

⁴⁴ „Forty years and hundreds of papers after Modigliani and Miller’s seminal work, the capital structure puzzle remains for the most part unsolved“. Rajan, R.G. und L. Zingales: What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, in: Journal of Finance, Vol. 50/1995, S. 1421.

Quellen zu erhalten, um festzustellen, ob die verstärkte Orientierung der Unternehmenspolitik am Shareholder-Value auf eine veränderte Kapitalstruktur oder auch auf einen erhöhten Kapitalbedarf der Unternehmen generell zurückzuführen ist.

Abbildung I:⁴⁵



Die Abbildung I zeigt zunächst, dass sich die Veränderungen der Verbindlichkeiten (Fremdfinanzierung) und die Innenfinanzierung von Unternehmen im zeitlichen Ablauf zyklisch substituieren. Verbindlichkeiten beziehen sich in diesem Fall sowohl auf die Finanzierung durch Bankkredite, als auch auf die Begebung von Anleihen am Kapitalmarkt. Auffällig ist die sehr geringe Bedeutung der Finanzierung über Kapitalerhöhungen, da sich das Niveau der Finanzierung über die Ausgabe neuer Aktien in den 1990er Jahren kaum verändert hat und im Jahr 2003 einen Tiefstand erreichte. Den Daten der Deutschen Bundesbank⁴⁶ zufolge hatten westdeutsche Unternehmen im Jahr 1999 einen Finanzierungsbedarf von 398 Mrd. DM, von denen 220 Mrd. DM auf Investitionen in ihr Sachvermögen und 179 Mrd. DM auf Investitionen in die Geldvermögensbildung entfielen. Es stellt sich die Frage nach den Finanzierungsquellen für diese Investitionen. Die wichtigste Quelle war mit 206 Mrd. DM (51,9 %) die verdienten Abschreibungen auf die Sachanlagen. Auf weitere, der Innenfinanzierung zuzurechnende Posten entfielen 59 Mrd. DM (14,8 %), während die Veränderung von

⁴⁵ Vgl. Höpner, Wer beherrscht die Unternehmen?, a.a.O., S. 226, (Daten von 1990-1995) und http://www.bundesbank.de/download/statistik/stat_sonder/statso5_1994_2003.pdf, S. 98, (Daten von 1995-2003).

⁴⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank: Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1999, in: Monatsbericht März, Frankfurt am Main 2001, S. 29.

Verbindlichkeiten 114 Mrd. DM (28,7 %) ausmachte. Demgegenüber belief sich der Beitrag des Aktienmarktes über die Kapitalzuführung (bzw. die Erhöhung des Nominalkapitals durch Ausgabe von GmbH-Anteilen sowie die Zuführung zur Kapitalrücklagen) auf lediglich 18,5 Mrd. DM, was gerade einmal 4,6 % des gesamten Finanzierungsbedarfs ausmachte. Es ist an dieser Stelle anzumerken, dass dieser Anteil zu gering erscheint, um als Ursache für die Umorientierung der Unternehmenspolitik in Richtung Kapitalmarktorientierung in den 1990er Jahren angesehen werden kann. Die Abbildung I zeigt weiterhin, dass im Finanzierungsverhalten westdeutscher Unternehmen die Innenfinanzierung gegenüber der Kredit- und Anleihenfinanzierung (Außenfinanzierung) dominiert.⁴⁷ In der Finanzierungsliteratur wird bis heute kontrovers diskutiert, ob die relative Bedeutung der Kreditfinanzierung bei deutschen Unternehmen höher ist als in anderen Ländern. In den späten 1990er Jahren wurde vermehrt darauf hingewiesen, dass die niedrigen Eigenkapitalausweise deutscher Unternehmen wesentlich bilanzielle Ursachen haben, die Indizien einer besonderen Kreditlastigkeit deutscher Unternehmen uneindeutig sind und sich im historischen Vergleich vor allem ein langfristiger Trend zur Stärkung der Innenfinanzierung zeigt.⁴⁸ Diese Annahme wird in Abbildung I durch die gravierende Zunahme der Innenfinanzierung bei gleichzeitiger Abnahme der Verbindlichkeiten seit dem Jahr 2000 bestätigt. Diese Veränderung weist nicht nur auf eine zunehmende Unabhängigkeit der Unternehmen von Fremdkapitalgebern hin, sondern gleichzeitig auch auf einen hohen Finanzierungsgrad der Unternehmen aus sich selbst heraus. Inwiefern die wachsende Bedeutung der Innenfinanzierung mit einem wachsenden Einfluss der Eigenkapitalgeber einhergeht, kann an dieser Stelle aufgrund der bisherigen Daten zwar vermutet, aber nicht eindeutig beantwortet werden. Die zunehmende Orientierung der Unternehmenspolitik am Kapitalmarkt seit den 1990er Jahren kann jedoch nicht auf Kapitalerhöhungen durch die Ausgabe neuer Aktien zurückgeführt werden und widerlegt damit die Finanzierungshypothese, die in diesem Zusammenhang vielfach diskutiert wird.

Die Finanzierungshypothese beruht auf der Annahme, dass die Shareholder-Value Orientierung auf einen erhöhten Finanzierungsbedarf deutscher Unternehmen durch internationale Expansionen zurückzuführen ist, der die Finanzierungsfähigkeit deutscher Banken überstieg. Es wird angenommen, dass sich dadurch der Wettbewerb um knappes Eigenkapital verschärft hat und Shareholder-Value von den Unternehmen als Instrument genutzt wird, um die Ausweitung der Eigenfinanzierung über Aktien zu gewährleisten.⁴⁹ Das

⁴⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank: Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 48 Jg., Frankfurt am Main 1/1997, S. 32.

⁴⁸ Vgl. Höpner, Wer beherrscht die Unternehmen?, a.a.O., S. 92.

⁴⁹ Vgl. Glaum, M.: Internationalisierung und Unternehmenserfolg, Wiesbaden 1996, S. 68.

entscheidende Problem der Finanzierungshypothese liegt in der Annahme, die Konkurrenz um die Eigenkapitalgeber spiele im Finanzierungsverhalten deutscher Unternehmen eine zunehmend wichtigere Rolle. In Abbildung I zeigt sich jedoch, dass die Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen weniger von der externen Finanzierung über die Ausgabe neuer Aktien als vielmehr von der internen Eigenfinanzierung über selbst erwirtschaftete Mittel geprägt sind. Die These von zunehmender Konkurrenz um knappes Eigenkapital in den 1990er Jahren ist auch insofern zurückzuweisen, als dass auf dem deutschen Aktienmarkt in diesem Zeitraum ungewöhnliche Liquiditätszuflüsse stattfanden. Sowohl die stetig steigende Anzahl von Aktien- und Fondsanteilsbesitzern als auch die Nachfrage angloamerikanischer Fonds nach europäischen Aktien lassen die Annahme, es habe eine verschärfte Konkurrenz sich vermehrender Aktienanbieter um knappes Eigenkapital gegenüber den Investoren gegeben, als abwegig erscheinen.⁵⁰ Die Ablehnung der Finanzierungshypothese als Ursache für die verstärkte Kapitalmarktorientierung deutscher Unternehmen wird auch durch eine Unternehmensbefragung im Kreise der DAX 100-Unternehmen im Jahr 1999 gestützt, bei der die Unternehmensleitungen nach ihren Motiven bei der Einführung von Shareholder-Value Konzepten befragt wurden.⁵¹ Die Studie kommt zu dem Ergebnis, dass die externen Einflussfaktoren, die zur Einführung des Shareholder-Value Ansatzes motivieren, vor allem auf der zunehmenden Renditeorientierung der Kapitalgeber basieren, während die besseren Finanzierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt nur einen untergeordneten Stellenwert einnehmen. Statt dessen wird auch internen Motiven, wie der Steigerung der Ertragslage und Shareholder-Value als Instrument der Konzernsteuerung ein hoher Stellenwert eingeräumt. Das von den Befragten am häufigsten genannte Motiv der Renditeorientierung der Kapitalgeber weist darauf hin, dass sich entweder die Interessen der Eigenkapitalgeber von Unternehmen verändert haben und/oder aber deren Struktur, jedoch nicht auf einen erhöhten Kapitalbedarf der Unternehmen an sich.

4.3 Eigentümerstruktur der 100 größten deutschen Unternehmen

Die Darstellung der Eigentümerstrukturen der 100 größten deutschen Unternehmen seit den 1990er Jahren nach Aktionärsgruppen beruht auf den Daten diverser Hauptgutachten der Monopolkommission.⁵² Die Aktionärsgruppen werden von der Monopolkommission

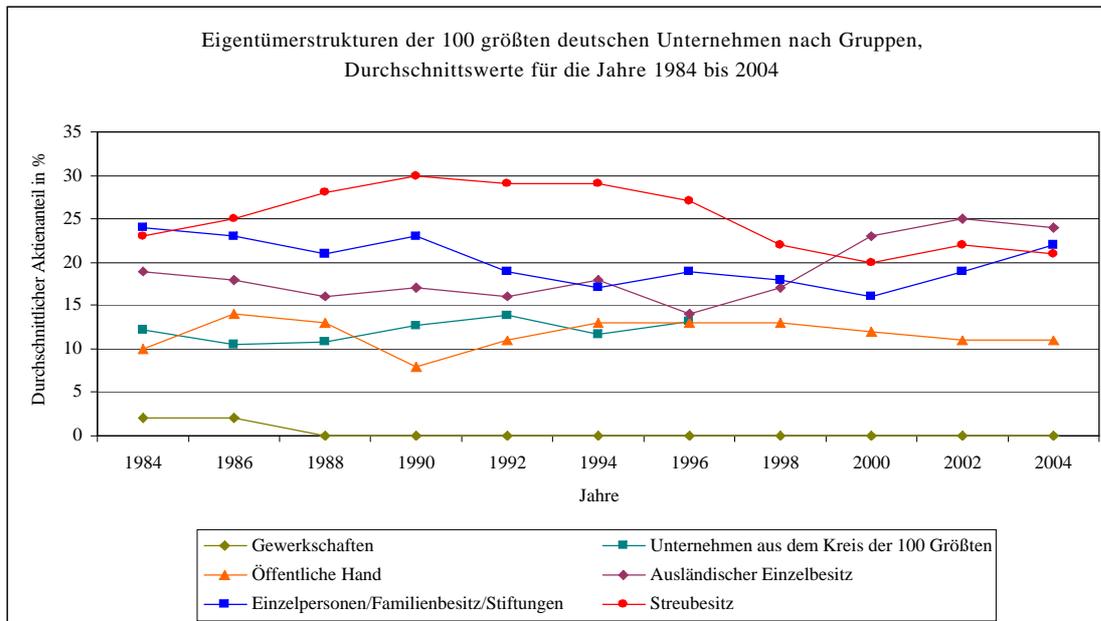
⁵⁰ Vgl. Höpner, Wer beherrscht die Unternehmen?, a.a.O., S. 92.

⁵¹ Vgl. Achleitner, A.-K. und A. Bassen: Entwicklungsstand des Shareholder-Value-Ansatzes in Deutschland Empirische Befunde, in Siegart, H. und J. Mahari (Hrsg.): Corporate Governance, Shareholder Value & Finance, Basel 2002, S. 622.

⁵² Die Zusammensetzung der 100 größten deutschen Unternehmen wird von der Monopolkommission im Rhythmus von 2 Jahren nach Wertschöpfung ermittelt.

zwischen den im Streubesitz befindlichen Kleinaktionären einerseits und den Großaktionären andererseits - den ausländischen Einzelbesitzern, anderen Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten, der öffentlichen Hand, den Gewerkschaften und den Einzelpersonen, Familien und Stiftungen - unterschieden.⁵³

Abbildung II:⁵⁴



Die Abbildung II zeigt zunächst, dass der Anteil der Klein- und Großaktionäre an den 100 größten deutschen Unternehmen in der Zeit von 1984 bis 2004 eher durch Kontinuität statt durch gravierenden Wandel gekennzeichnet ist. Der Anteil der Kleinaktionäre bzw. des Streubesitzes am Eigenkapital der 100 größten Unternehmen hat sich Ende der 1990er Jahre wieder auf den Stand von 1984 bewegt und ist seither leicht abnehmend. Es muss hierbei berücksichtigt werden, dass in dem verwendeten Unternehmenssample nicht alle Unternehmen an der Börse notiert sind. Unternehmen, die nicht börsennotiert sind, haben per Definition keine Eigentümeranteile in Streubesitz.⁵⁵ Der durchschnittliche Streubesitz - bezogen auf die börsennotierten Unternehmen - würde dann insgesamt deutlich höher ausfallen. Die aufgelisteten Großaktionäre verfügen über relativ konstante Eigenkapitalanteile an den Unternehmen. Lediglich der Anteil des ausländischen Einzelbesitzes am Eigenkapital

⁵³ Es ist zu bedenken, dass die Aufschlüsselung der Anteilseigner entsprechend den verschiedenen Gruppierungen nicht vollständig sein kann, da die verfügbaren Quellen dazu nicht ausreichen. Bei der Interpretation ist zu beachten, dass in einigen Bereichen zu niedrige Zahlen ausgewiesen werden. Dies dürfte nicht nur für den Streubesitz gelten, der in der Regel nur vermerkt wird, wenn er gegenüber den übrigen Anteilseignern von nennenswerter Bedeutung ist, sondern auch für den Anteilsbesitz der Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten, da für Beteiligungen keine Veröffentlichungspflicht besteht, wenn sie weniger als 20% (§ 285 Abs. 11 HGB) des Grundkapitals des Beteiligungsunternehmens betragen. Vgl. Monopolkommission: Die Wettbewerbsordnung erweitern, Hauptgutachten 1986/87, Baden Baden 1988, S. 128.

⁵⁴ Vgl. Diverse Hauptgutachten der Monopolkommission von 1984 bis 2004.

⁵⁵ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 58.

der 100 größten deutschen Unternehmen hat von rund 19% 1984 auf 24% im Jahr 2004 deutlich zugenommen. Der Eigenkapitalanteil der Unternehmen aus dem Kreis der 100 Größten untereinander schwankte von 1984 bis 1996 zwischen 10,4 und 13,8%. Dieser Wert wurde seither in dieser Form von der Monopolkommission nicht weiter ermittelt, da sich die Zusammensetzung der 100 größten Unternehmen in Deutschland sowohl von Seiten der Beteiligungsgesellschaften als auch von Seiten der Anteilseigner zunehmend verändert und fundierte Aussagen erschwert. Eine Gesamtübersicht der Beteiligungen aus dem Kreis der 100 Größten in den Jahren 1996 bis 2004 ergab jedoch eine erhebliche Abnahme der Gesamtanzahl der Beteiligungsfälle von 143 auf 45.⁵⁶ Diese Entflechtung der Unternehmensbeteiligungen ist maßgeblich auf die Trennung der großen Finanzdienstleistungsunternehmen von ihren Industriebeteiligungen zurückzuführen, betrifft aber auch die Industrie-Industrie-Verflechtungen an sich.⁵⁷ Auf die Ursachen für diese Entwicklung wird in Kapitel 5.3.2 detaillierter eingegangen. Die Beteiligungen der öffentlichen Hand erscheinen im Zeitverlauf zunächst relativ konstant. Zu berücksichtigen ist hierbei jedoch die Privatisierung der Deutschen Post und der Deutschen Telekom. Vor der Privatisierung waren diese Unternehmen zwar schon im öffentlichen Besitz, die Unternehmen tauchten aber nicht in der Unternehmensrangliste der Monopolkommission auf, da sie keine private Rechtsform aufwiesen.⁵⁸ Erst mit der Privatisierung wurden beide Unternehmen - und zwar mit ihren hohen Beteiligungen der öffentlichen Hand - in die Rangliste aufgenommen. Unter Berücksichtigung der Neubewertung beider Unternehmen entwickelte sich die Beteiligungsquote der öffentlichen Hand an deutschen Großunternehmen tendenziell eher rückläufig und liegt deutlich unter den angegebenen Werten. Der Eigenkapitalanteil der Einzelpersonen, Familien und Stiftungen entwickelte sich ebenfalls zunächst rückläufig, liegt aber im Jahr 2004 mit rund 22% auf ähnlichem Niveau wie bereits Mitte der 1980er Jahre. Die Anteile der Gewerkschaften wurden 1990 vollständig abgebaut und spielen seither in der Eigentümerstruktur der untersuchten Großunternehmen keine Rolle mehr.

Zusammengefasst ergibt sich aus der Betrachtung der Eigentümerstruktur der 100 größten deutschen Unternehmen nach Aktionärsgruppen durch die Zunahme der ausländischen Investoren in der Gruppe der Großaktionäre zwar eine Internationalisierung, aber keine gravierende Strukturveränderung, die eine verstärkte Orientierung der Unternehmensführung an den Interessen der Aktionäre rechtfertigen würde.

⁵⁶ Vgl. Monopolkommission: Mehr Wettbewerb auch im Dienstleistungssektor, Hauptgutachten 2004/2005, Baden Baden 2006, S. 215.

⁵⁷ Vgl. ebenda, S. 221f.

⁵⁸ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 59.

5 Bedeutung der Kapitalmarktakteure innerhalb des deutschen Corporate Governance Systems seit den 1990er Jahren

Im vorangegangenen Kapitel wurde gezeigt, dass die zunehmende Bedeutung der kapitalmarktorientierten Unternehmensführung, die seit den 1990er Jahren in den deutschen Großunternehmen Einzug gehalten hat, nicht auf eine gravierende Veränderung der Eigentümerstruktur in Form des durchschnittlich prozentualen Aktienanteils zurückgeführt werden kann. Die wachsende Bedeutung der Innenfinanzierung weist jedoch auf eine zunehmende Unabhängigkeit der Unternehmen von Fremdkapital hin, die mit einem erhöhten Machteinfluss der Eigenkapitalgeber einhergehen könnte, der aber nicht auf einen erhöhten Kapitalbedarf der Unternehmen an sich zurückzuführen ist. In der neoinstitutionalistischen Kapitalstrukturtheorie wurde deutlich, dass die Relevanz der Kapitalstruktur für das Unternehmen nicht zuletzt auf das Verhalten der damit verbundenen Akteure zurückzuführen ist. Aus diesem Grund wird im folgenden untersucht, welchen Einfluss die verschiedenen Anteilseigner auf das deutsche Corporate Governance System ausüben, welche unterschiedlichen Interessen sie verfolgen und inwieweit sich ihre in Kapitel 2.2 beschriebene Bedeutung in den 1990er Jahren verändert hat.

5.1 Interessen und Verhaltensprofile

Die Anteilseigner einer Unternehmung werden zunächst nach der Gruppierung der Monopolkommission nach Klein- und Großaktionären unterschieden. Während Unternehmen, Banken und der Staat in ihrer Rolle als Eigenkapitalgeber der Gruppe der Großaktionäre zugerechnet werden, zählen institutionelle Investoren sowie Privat- und Belegschaftsaktionäre zu den Kleinaktionären, deren Anteile in Abbildung II in Form des Streubesitzes zusammengefasst sind. In der traditionellen neoklassischen Wirtschaftstheorie wird zunächst nicht zwischen verschiedenen Anteilseignern differenziert.⁵⁹ Die Aktionäre wollen dieser Theorie nach einen hohen Aktienkurs und sind an einer langfristigen Anlagepolitik interessiert. Die Renditen vergleichbarer Kapitalanlagen bilden in diesem Fall die einzige Entscheidungsgrundlage dafür, ob Aktienanteile verkauft oder gehalten werden. Eine differenziertere Sichtweise entsteht, wenn das Verhalten der Aktionäre in Anlehnung an das Konzept von Albert O. Hirschmann (1970) anhand der Kategorien exit, voice und loyalty betrachtet wird.⁶⁰ Wenn

⁵⁹ Vgl. von Weizsäcker, C. C.: Logik der Globalisierung, Göttingen 1999, S. 106.

⁶⁰ Vgl. Hirschmann, A. O.: Abwanderung und Widerspruch, Reaktionen auf Leistungsabfall bei Unternehmen, Organisationen und Staaten, Tübingen 1974, S. 3ff.

Unzufriedenheit über die Unternehmensentwicklung herrscht, haben die Investoren demnach zwei Wege auf die Unternehmenspolitik einzuwirken: Sie können entweder ihre Aktien verkaufen (exit) oder die Unternehmensleitung in Form von Gesprächen, Protesten oder Reden auf Hauptversammlungen und im Aufsichtsrat (voice) dazu bewegen, ihre Interessen stärker zu berücksichtigen. Die Ausübung der exit- oder voice-Option hängt von dem Grad der Bindung beziehungsweise der Loyalität der Aktionäre gegenüber dem Unternehmen ab. Im folgenden sollen die unterschiedlichen Interessen und die daraus resultierenden Verhaltensprofile der Anteilseigner dargestellt werden:

- ◆ Institutionelle Investoren gehören zu der am stärksten wachsenden Aktionärsgruppe in Deutschland. In Anlehnung an die Definition der Deutschen Bundesbank und der OECD werden sowohl Investment- und Pensionsfonds als auch private Versicherungen dem Kreis der institutionellen Investoren zugerechnet.⁶¹ Im Vergleich zu den anderen Aktionärsgruppen verfolgen sie in der Regel rein finanzielle Interessen und haben keine besondere Bindung bzw. Loyalität gegenüber den Unternehmen in die sie investieren. Die Fondsmanager, die die Aktienpakete der Investoren verwalten, orientieren sich bei Ihren Kauf- und Verkaufsentscheidungen neben ihrer eigenen Analyse der Anlageobjekte gleichzeitig an den Handlungen ihrer Konkurrenten am Kapitalmarkt.⁶² Sie praktizieren das so genannte „daytraden“, das schnelle Kaufen und Verkaufen von Aktien an den Kapitalmärkten. Falls im Vergleich zu anderen Kapitalanlagen Verschlechterungen der Renditeaussichten zu erwarten sind, reagieren sie in der Regel mit der exit-Option, üben jedoch auch zunehmend Widerspruch (voice) auf die Unternehmensleitung aus, wenn Unzufriedenheit über die Unternehmenspolitik herrscht.⁶³ Während die jährlichen Hauptversammlungen der Unternehmen bei den institutionellen Investoren einen geringeren Stellenwert einnehmen wird, um die Renditeansprüche bei der Unternehmensleitung durchzusetzen, auf direkte Gespräche mit dem Management Wert gelegt.
- ◆ Privataktionäre haben im Gegensatz zu den institutionellen Investoren in vielen Fällen eine besondere Bindung zum Unternehmen, dessen Aktien sie halten und orientieren sich deutlich weniger an Performancekriterien.⁶⁴ Privatanleger halten ihre Aktienpakete in der Regel über einen längeren Zeitraum und üben ihre exit-Option nicht schon bei geringen

⁶¹ Vgl. Deutsche Bundesbank: Die Aktie als Finanzierungs- und Anlageinstrument, a.a.O., S. 29 und OECD: The Impact of Institutional Investors on OECD Financial Markets, in: Financial Market Trends, Nr. 68, Paris 1997, S. 15.

⁶² Vgl. Windolf P. und M. Nollert: Institutionen, Interessen, Netzwerke - Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: Politische Vierteljahresschrift, 42 Jg., 1/2001, S. 66f.

⁶³ Vgl. Steiger, M.: Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, Schriftenreihe des ZEW, Band 47, Baden Baden 2000, S. 157.

⁶⁴ Vgl. Windolf/Nollert, a.a.O., S. 63.

Eintrübungen der Renditeperspektiven aus. Die privaten Aktionäre sind demnach eher bereit, Einbrüche des Aktienkurses zu akzeptieren und abzuwarten. Für einen einzelnen Privataktionär lohnt es überdies vielfach auch nicht, das direkte Gespräch mit der Unternehmensleitung zu suchen bzw. das Wort auf Hauptversammlungen zu ergreifen, um seine Interessen zu artikulieren und durchzusetzen.

- ◆ Die Belegschaftsaktionäre verfügen aufgrund ihres Beschäftigungsverhältnisses über eine intensive Bindung zum Unternehmen, in dem sie arbeiten und dessen Aktien sie halten. Die bestehende Loyalität macht Abwanderungen weniger wahrscheinlich.⁶⁵ In der Regel halten sie ihre Aktienbestände auch über einen langen Zeitraum, da in Belegschaftsaktienprogrammen nicht vorgesehen ist, die zugeteilten Aktien vor Ablauf einer mehrjährigen Frist zu verkaufen. Aufgrund des hohen Interesses der Belegschaftsaktionäre an der Zukunft „ihres“ Unternehmens bündeln die Arbeitnehmer in einigen Unternehmen häufig ihre Stimmanteile und vertreten auf Hauptversammlungen hinsichtlich der Ausrichtung der Unternehmensstrategie gemeinsame Positionen. Der Belegschaftsaktionär gerät in einen Zielkonflikt, da er einerseits Interesse an guten Arbeitsbedingungen hat und zugleich Aktionär ist. Wenn es zu Aktienkurs steigernden Rationalisierungsmaßnahmen kommt, würde er gegebenenfalls eher auf einen Zugewinn verzichten, als seinen Arbeitsplatz zu verlieren.⁶⁶
- ◆ Die Großaktionäre wie Unternehmen, Banken und der Staat, verfolgen in Bezug auf ihre Aktienpakete traditionell eher strategische als finanzielle Interessen, da durch Kapitalverflechtungen der Wettbewerb reguliert, die Märkte abgesichert, Zulieferbetriebe stabilisiert, feindliche Übernahmen verhindert und die Position der Manager langfristig abgesichert werden kann. Aufgrund der strategischen Interessen der Akteure werden die Kapitalanteile untereinander ungeachtet der Aktienkursentwicklung über einen sehr langen Zeitraum gehalten. Die exit-Option der Unternehmen, der Banken und der öffentlichen Hand im Umgang mit ihren Aktienpaketen genießt traditionell nur einen geringen Stellenwert. Durch die eingeschränkte exit-Option aufgrund der hohen Loyalität und der eher strategischen Interessen, erlangt die voice-Option als Reaktionsweise auf Unzufriedenheit mit der Unternehmenspolitik wesentliche Bedeutung, die sich in der Regel durch über die Kapitalbeziehungen hinausgehende personelle Verflechtungen widerspiegelt.⁶⁷

Aus Sicht der Unternehmen sind die exit- und voice-Optionen ihrer Anteilseigner zunächst Korrekturmechanismen bei einer Verschlechterung des Unternehmenserfolges. Nach

⁶⁵ Vgl. Hirschmann, a.a.O., S. 66f.

⁶⁶ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 57.

⁶⁷ Vgl. Hirschmann, a.a.O., S. 28f.

Hirschmann wäre es für Unternehmen das Beste, ein Portfolio aus „regen“ und „trägen“ Aktionären zu besitzen.⁶⁸ Die eher exit-orientierten institutionellen Investoren geben dem Unternehmen eine sofortige Rückmeldung, falls die Unternehmensrendite im Vergleich zu anderen Kapitalanlagen zurückfällt, während die übrigen Anteilseigner dem Unternehmen die Zeit und das Kapital zur Verfügung stellen, um mit entsprechenden Veränderungen in der Unternehmensstrategie darauf zu reagieren. Würden in einer solchen Situation alle Anteilseigner rein finanzielle Interessen am Unternehmen hegen und ihre Anteile verkaufen, könnte es zu einer „katastrophalen Instabilität“ der Finanzierungsgrundlage kommen und die Unternehmen hätten wenig Chance, gelegentliche Fehlentscheidungen zu korrigieren.⁶⁹

5.2 Rolle der Kleinaktionäre

In Abbildung II wurde dargestellt, dass sich der durchschnittlich prozentuale Anteil der Kleinaktionäre bzw. des Streubesitzes am Eigenkapital der 100 größten deutschen Unternehmen Ende der 1990er Jahre wieder auf den Stand von 1984 zubewegt hat und seither sogar eher abnehmend ist. Es zeigt sich jedoch, dass sich die Struktur innerhalb der Gruppe der Kleinaktionäre seit den 1990er Jahren erheblich verändert hat. Bis Anfang der 1990er Jahre haben institutionelle Anleger in Form von Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungen keine zentrale Rolle gespielt. Erst in den 1990er Jahren setzte ein überproportionales Wachstum des Investitionsvolumens deutscher institutioneller Anleger ein: 1950 gab es zwei, 1960 bereits 20 und 1970 immerhin schon 172 institutionelle Anleger, die ein Vermögen von 10 Milliarden DM verwalteten. 1980 hatte sich die Zahl der Investorenfonds auf 605 und ihr Vermögen auf 47 Milliarden vervielfacht. Der Boom setzte zwischen 1980 und 1990 ein. 1990 hatte sich das Vermögen der Fonds gegenüber 1980 auf 238 Milliarden DM verfünffacht und bis Ende 1998 stieg die Zahl der Fonds noch einmal auf mehr als das Doppelte, während ihr Vermögen wiederum um das Fünffache, auf 1,3 Billionen DM, zunahm.⁷⁰ Neben den deutschen Fonds beteiligen sich auch immer mehr ausländische Investmentfonds an deutschen Unternehmen. Das Geldvermögen der institutionellen Investoren verteilt sich hauptsächlich auf die Bereiche Rentenpapiere, Kredite und Aktien. Der Anteil der Finanzmittel, der in Aktien investiert wurde, ist von 9% im Jahre 1990 auf 19% im Jahre 1997 gestiegen.⁷¹ Im Jahre 1997 waren durchschnittlich 1.105 Fonds als Eigenkapital-

⁶⁸ Vgl. ebenda, S. 20.

⁶⁹ Vgl. ebenda, S. 20.

⁷⁰ Vgl. Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V.: Entwicklung der Investmentfonds im Jahre 1998, Frankfurt 1998, S. 6ff.

⁷¹ Vgl. OECD: Institutional Investors - Statistical Yearbook, Paris 1999, S. 32f.

geber in Form von Aktien an deutschen börsennotierten Unternehmen beteiligt. Die Deutsche Bank als Spitzenreiter befand sich zu dieser Zeit in den Händen von mehr als 1.700 Fonds.⁷² Aus der Sicht einzelner Unternehmen ist das Eigenkapital dabei zu sehr unterschiedlichen Anteilen in den Händen von institutionellen Investoren. Bspw. lag dieser Anteil von Siemens 1998 bei 45%, während im Unternehmen E.on (vorher Veba) ein Anteil von 70% des Eigenkapitals institutionellen Investoren zuzurechnen war.⁷³ In beiden Unternehmen hat sich dieser Anteil über die 1990er Jahre vervielfacht, während sich gleichzeitig der Anteil an ausländischen Investoren erhöhte. Bei E.on kamen bspw. rund 40% der institutionellen Investoren aus dem Ausland. Zeitgleich zum überproportionalen Wachstum der Anteile von institutionellen Investoren am Eigenkapital von deutschen Unternehmen ist der Anteil von Privatanlegern deutlich gesunken.⁷⁴ Die Anteile der Privataktionäre wurden in den 1990er Jahren zunehmend von Investmentfonds und Versicherungen verwaltet, und es kam zu einer zentralen Veränderung der Aktionärsstruktur durch die Substituierung der Privataktionäre durch die institutionellen Investoren. Diese Entwicklung hat erhebliche Konsequenzen auf den Einfluss der Anteilgruppe der Kleinaktionäre auf die Unternehmenspolitik und -kontrolle. Begründen lässt sich dies durch die unterschiedlichen Interessen der sich substituierenden Gruppen, ein daraus abweichendes Anlageverhalten nach den Kategorien exit, voice und loyalty und die zunehmende Machtkonzentration in den Händen der institutionellen Investoren. Es stellt sich die Frage nach der Anlagepolitik, die die neuen Eigentümer verfolgen. Eine Befragung institutioneller Investoren aus dem Jahr 1997 kommt zu dem Ergebnis, dass sie grundsätzlich das finanzielle Ziel verfolgen, den Unternehmenswert in Form des Aktienkurses zu steigern. Nach Ansicht der Investoren hängt das Potenzial der Wertsteigerung in erster Linie von einer klaren Unternehmensstrategie, der Konzentration auf das Kerngeschäft, der Qualität des Managements und der Transparenz der Rechnungslegung ab.⁷⁵ Mehr als 80% der Befragten gaben an, diese Kriterien auch bei den Unternehmen durchzusetzen. Der in Kapitel 2.3 dargestellte Wandel in der Unternehmenspolitik und die damit verbundene Konzentration auf den Shareholder-Value, scheint diesen Durchsetzungsprozess als durchaus erfolgreich widerzuspiegeln. Die Forderung nach einer Fokussierung der Unternehmen auf das renditeträchtige Kernsegment liegt in der Tatsache begründet, dass die Fondsmanager das Anlagerisiko in ihrem Portfolio selbst diversifizieren wollen und können. Ein Fondsmanager agiert in seine Anlageentscheidungen dabei nicht anders als das

⁷² Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 61.

⁷³ Vgl. ebenda, S. 61.

⁷⁴ Vgl. Steiger, a.a.O., S. 32ff.

⁷⁵ Vgl. Steiger, a.a.O., S. 160.

Management eines diversifizierten Unternehmens. Es werden in beiden Fällen zur Risikostreuung Beteiligungen an fremden Unternehmen aus verschiedenen Branchen erworben oder veräußert. Der entscheidende Unterschied liegt in der Anpassungsgeschwindigkeit des Risiko- und Renditeprofils. Ein Fondsmanager als Interessensvertreter der institutionellen Investoren braucht lediglich eine Kauf- beziehungsweise Verkaufsoffer an die Börse zu geben, während Unternehmen sich unter Umständen auf langwierige Verhandlungen mit den Interessenten und Arbeitnehmervertretern einstellen müssen, falls unrentable Unternehmensteile abgestoßen werden sollen, die mit Beschäftigungsverlusten einhergehen.⁷⁶ In der Bewegungsfreiheit des Portfoliomanagements eines institutionellen Investors liegt der Effizienzvorteil im Vergleich zu einem Konglomerat von Unternehmen. Zum Zeitpunkt der Umfrage fiel das Aktienvermögen der institutionellen Anleger zu rund 70% auf die 100 größten börsennotierten DAX Unternehmen. Die Konzentration auf die Großunternehmen liegt vor allem darin begründet, dass die institutionellen Investoren nur dort das notwendige Maß an Liquidität vorfinden, das ihnen eine jederzeitige Kauf- und Verkaufentscheidung zu geringen Kosten ermöglicht.⁷⁷ Die Einflussmöglichkeiten der institutionellen Investoren auf die Unternehmenspolitik - falls diese den Anforderungen einer renditemaximierenden Unternehmensführung nicht gerecht wird - lassen sich wie bereits oben aufgeführt mit den Verhaltensprofilen von Hirschmann exit und voice beschreiben. Vom Verkauf von Aktienanteilen (exit) bei Unzufriedenheit mit der Politik des Managements wird häufiger Gebrauch gemacht als von der Einflussnahme durch Widerspruch (voice).⁷⁸ Für das Unternehmen bedeutet der Verkauf von Aktienpaketen durch ihre Investoren möglicherweise sinkende Kurse und somit höhere Kapitalkosten. Darüber hinaus wird das Unternehmen infolge niedrigerer Aktienkurse und einer geringeren Marktkapitalisierung für eine potenzielle (feindliche) Übernahme durch ein anderes Unternehmen attraktiver. Für das Management impliziert die feindliche Übernahme zusätzlich die Abberufung durch neue Eigentümer und damit den Verlust des Einkommens und vor allem den Verlust der eigenen Reputation auf dem Markt für Manager. Die zweite Möglichkeit der institutionellen Investoren Einfluss auf die Unternehmensleitung zu nehmen ist die voice-Option. In der Kapitalmarktszene werden die Zusammenkünfte zwischen den institutionellen Investoren und den Unternehmensleitungen auch „Grillparties“ genannt.⁷⁹ Letztlich ist es die Verbindung von exit- und voice-Optionen der institutionellen Investoren bei gleichzeitig geringer Loyalität gegenüber den Unternehmen, die den Einfluss auf die strategische

⁷⁶ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 63.

⁷⁷ Vgl. Steiger, a.a.O., S. 145.

⁷⁸ Vgl. ebenda, S. 161f.

⁷⁹ Vgl. Müller von Blumencron, M. und C. Pauly: Kapitalismus ohne Gesicht, in: Der Spiegel, 7/1999, S. 84.

Ausrichtung der Unternehmensführung bewirkt. Die Durchsetzungskraft der Forderungen der Fondsmanager wird dadurch erhöht, dass Verkäufe von Aktienpositionen glaubhaft angedroht werden können, ohne tatsächlich ausgeführt werden zu müssen. Bekräftigt werden diese Drohungen durch die zusätzliche Gefahr von (feindlichen) Übernahmen, die aufgrund des Marktes für Unternehmenskontrolle, der nicht zuletzt durch die sich wandelnde Rolle der Großaktionäre, die im folgenden skizziert wird, entstehen konnte. Die Belegschaftsaktionäre, die ebenfalls zu der Gruppe der Kleinaktionäre gehören, wurden an dieser Stelle vernachlässigt, da ihr Anteil und damit auch ihr Einfluss im Vergleich zu den anderen Gruppen derzeit noch als eher gering eingeschätzt wird, auch wenn die Zahl der Programme zur Ausgabe von Belegschaftsaktien in den 1990er Jahren stark angestiegen ist und zunehmend an Bedeutung gewinnt.⁸⁰

5.3 Rolle der Großaktionäre

Der Anteil der Großaktionäre am Eigenkapital der 100 größten deutschen Unternehmen ist in der Zeit von 1984 bis 2004 - wie in Abbildung II gezeigt wurde - eher durch Kontinuität statt durch Veränderungen geprägt. Es existieren jedoch erhebliche Hinweise darauf, dass ein Wandel in den Interessen und Verhaltensweisen von Banken, Unternehmen und dem Staat stattgefunden hat, der mit einer Auflösung der Verflechtungsbeziehungen einhergeht.⁸¹ Während bei den Großaktionären bis etwa Mitte der 1990er Jahre vor allem strategische Gesichtspunkte eine wichtige Rolle spielten, treten seither immer mehr finanzielle Aspekte in den Vordergrund. Die Banken und Unternehmen orientieren sich seit Mitte der 1990er Jahre zunehmend am Kapitalmarkt. Die Aktienpakete werden dabei als Finanzanlage betrachtet und weniger als strategischer Einflusskanal auf die Geschäftspolitik des Zielunternehmens. Es entsteht ähnlich wie bei den institutionellen Anlegern die Forderung nach höheren Renditen für die Aktienpakete, die sie an fremden Unternehmen halten. Die Veränderung der Interessenlage der Großaktionäre wird auch als Transformation „of large blockholders into money capitalists“ bezeichnet.⁸²

⁸⁰ Vgl. Kurdelbusch, A.: Variable Vergütung bedeutet Wettbewerb und Risiko, in: Die Mitbestimmung, 47 Jg., 6/2001, S. 22f.

⁸¹ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 64.

⁸² Vgl. van Appeldorn, B.: The Rise of Shareholder Capitalism in Continental Europe? - The Commodification of Corporate Control and the Transformation of European Corporate Governance, Paper Prepared for the XVIII World Congress of the International Political Science Association, Quebec 2000, S. 25.

5.3.1 Unternehmen

Der Grad der Unternehmensverflechtungen galt - wie in Kapitel 2.2 beschrieben - neben der konzentrierten Eigentümerstruktur als zentrales Kriterium für das deutschen Corporate Governance System und als wirksamer Schutz gegen (feindliche) Übernahmen in Deutschland. Zur Rolle von Unternehmensnetzwerken lassen sich verschiedene Argumente zusammenfassen.⁸³ Unternehmensnetzwerke sind Teil einer institutionellen Struktur des Marktes, die Transaktionskosten reduziert. Durch Verflechtungen können Unternehmen ihr Verhalten koordinieren und Konkurrenz regulieren. Unternehmensverflechtungen erfüllen dabei eine Reihe von ökonomischen Funktionen: Reduktion von Informationsasymmetrien; Reduktion von Unsicherheit beziehungsweise der Aufbau von Vertrauensbeziehungen; Kontrolle von Managern und Eigentümern; Redistribution von Risiko; Reduktion einer gegebenenfalls wechselseitigen Ressourcenabhängigkeit sowie die Selektion und Rekrutierung von erfolgreichen Managern. Es werden verschiedene Typen von Austauschbeziehungen von Unternehmen unterschieden: Kapitalbeteiligungen, Personalverflechtungen, Kreditbeziehungen, Lieferbeziehungen und Joint Ventures. An dieser Stelle sind vor allem die Kapitalbeteiligungen und Personalverflechtungen von Bedeutung. Der hohe Grad der Unternehmensverflechtungen fällt in Deutschland mit einer hohen Dichte an Personalverflechtungen zusammen. Dabei nimmt die Wahrscheinlichkeit, dass die Eigentümer einen Repräsentanten in den Aufsichtsrat entsenden, mit der Höhe der Beteiligungen zu.⁸⁴ Neben den Kapitalverflechtungen bildet die personelle Verflechtung eines der bedeutenden Elemente des deutschen Corporate Governance Modells, da hier nahezu alle Großunternehmen in einem zentralisierten Netzwerk Interessen austauschen und verhandeln können. Seit Mitte der 1990er Jahre vollziehen sich im deutschen Unternehmensnetzwerk deutliche Veränderungen. Eine Untersuchung über die Dichte der Personalverflechtungen von 15 deutschen Großunternehmen mit dem höchsten personellen Netzwerk, zeigt zwischen 1992/93 und 2000 eine Abnahme um 27%.⁸⁵ Während das personelle Netzwerk zwischen den Großunternehmen in Deutschland zunehmend an Bedeutung verliert, haben sich die Kapitalverflechtungen Anfang der 1990er Jahren zunächst - wie aus Abbildung II ersichtlich - nicht spürbar gewandelt. Die Abnahme der Beteiligungsfälle aus dem Kreis der 100 größten Unternehmen von 1996 bis 2004 um rund 30% deuten aber auch hier auf einen wesentlichen Wandel hin. Die Veränderungen gelten zwar im gravierenden Maße für den Rückzug der Finanzdienst-

⁸³ Vgl. Windolf/Nollert, a.a.O., S. 55.

⁸⁴ Vgl. ebenda, S. 67.

⁸⁵ Vgl. Windolf, P.: Die Zukunft des Rheinischen Kapitalismus, in: Allmendinger, J. und T. Hinz (Hrsg.): Organisationssoziologie, Wiesbaden 2002, S. 425ff.

leistungsunternehmen aus den Verflechtungen mit Industrieunternehmen, betreffen aber auch die Unternehmen untereinander. Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) und die Änderung des Körperschaftssteuergesetzes (2000), in dem Gewinne aus der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen steuerfrei gestellt wurden, förderten das Aufbrechen des Netzwerkes zwischen den Großunternehmen.⁸⁶ Das KonTraG wurde 1998 nicht zuletzt mit dem Ziel verabschiedet, die Kapitalmarktorientierung deutscher Unternehmen voranzutreiben und die Rechte der Kleinaktionäre als Outsider der Unternehmung gegenüber den Großaktionären als Insider zu stärken. Eine Reihe von Vorschriften betreffen den Aufsichtsrat und greifen damit direkt in die Corporate Governance Strukturen deutscher Großunternehmen ein: So wurde bspw. die Berichtspflicht des Vorstandes an den Aufsichtsrat verstärkt und Höchst- und Mehrfachstimmrechte verboten. Für den Beteiligungsbesitz von Banken galten fortan verschärfte Regelungen wie die Offenlegung des Beteiligungsbesitzes ab einer Schwelle von 5% und damit verbunden der Verzicht auf die Ausübung des Depotstimmrechts⁸⁷. Nebenher wurde auch die Zulassung von Finanzierungs- und Vergütungsinstrumenten in Form von Aktienoptionsplänen im KonTraG kodifiziert. Wichtiger noch als das KonTraG ist für die Abnahme der Kapitalverflechtungen die steuerliche Befreiung von Erlösen aus dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen. Die Unternehmen, die Aktienpakete an anderen Unternehmen hielten, verfügten aufgrund deren niedriger Bewertung in der Bilanz über enorme stille Reserven, die aufgrund der vorher geltenden hohen Versteuerung der Veräußerungsgewinne eine Entflechtung verhinderten.⁸⁸

Einhergehend mit der Entflechtung des Unternehmensnetzwerkes entwickelte sich in Deutschland seit Mitte der 1990er Jahre ein Markt für Unternehmenskontrolle, auf dem Unternehmen, die Waren und Dienstleistungen produzieren, selbst zur Ware werden.⁸⁹ Der Markt für Unternehmenskontrolle bezeichnet einen Markt, an dem Anteile an einem Unternehmen gehandelt werden, um einerseits die Kontrolle über ein Unternehmen zu erlangen und andererseits Kapital als solches renditeträchtig anzulegen, in der Hoffnung, Kursgewinne zu erzielen und wieder zu verflüssigen. Allein im Jahre 2003 wurden in Deutschland 1.900 Fusionen und Übernahmen registriert.⁹⁰ Zu den größten (feindlichen)

⁸⁶ Vgl. ebenda, S. 428f.

⁸⁷ Depotstimmrechte entstehen, wenn Aktionäre ihre depotführende Bank zur Stimmabgabe auf Hauptversammlungen autorisiert. Auf den Hauptversammlungen des Jahres 1992 der 24 größten in Streubesitz befindlichen Publikumsgesellschaften in Deutschland, übten Banken im Durchschnitt 84% der Stimmrechte in eigenem und fremden Namen aus. Vgl. Hilpisch, a.a.O., S. 169.

⁸⁸ Vgl. Höpner, M.: Unternehmensverflechtungen im Zwielficht: Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG, WSI-Mitteilungen 53, 10/2000, S. 661.

⁸⁹ Vgl. Schneider, D.: Märkte zur Unternehmenskontrolle und Kapitalstrukturrisiko, in: Gröner, H. (Hrsg.): Der Markt für Unternehmenskontrollen, Berlin 1992, S.39.

⁹⁰ Vgl. Hilpisch, a.a.O., S. 32.

Übernahmeversuchen bzw. Übernahmen von deutschen Unternehmen zählen Pirelli/Continental, Krupp/Thyssen und Vodafone/Mannesmann.⁹¹ Die Auseinandersetzung zwischen dem Telekommunikationsunternehmen Vodafone und dem damaligen Mischkonzern Mannesmann AG war das erste direkt an die Aktionäre gerichtete Angebot zur Übernahme eines deutschen Großunternehmens. Die zunehmende Entwicklung (feindlicher) Übernahmen macht deutlich, dass sie seit Ende der 1990er Jahre in Deutschland immer mehr als legitimes Mittel in der Auseinandersetzung zwischen Konkurrenten angesehen werden und eine besondere Schutzfunktion - wie sie in Kapitel 2.2 als spezifisches Kriterium für das Corporate Governance System in Deutschland beschrieben wurde - in seiner ursprünglichen Form nicht mehr existiert.⁹² Die Unternehmensverflechtungen als unternehmensübergreifende Institutionen, die die ökonomischen Interessen der Großunternehmen definieren und kommunizieren, verlieren seit Mitte der 1990er Jahre immer mehr an Bedeutung. Je weniger die Unternehmen ihr Verhalten durch die personelle und kapitalbezogene Verflechtung koordinieren, je mehr sich dadurch die Unsicherheit erhöht und die Manager durch die institutionellen Investoren als neue Eigentümer kontrolliert werden, desto mehr wandelt sich das Corporate Governance System und der Einfluss externer Kapitalmarktakteure. Die Bedeutung der Existenz von Übernahmемärkten für die Unternehmensperformance europäischer Unternehmen zeigt eine Untersuchung von de Jong.⁹³ Er unterscheidet angelsächsische, westeuropäische und südeuropäische Unternehmen, wobei sich angelsächsische Unternehmen mit entwickelten Übernahmемärkten konfrontiert sehen, während feindliche Übernahmen in westeuropäischen Ländern in dem gewählten Untersuchungszeitraum (1991-1994) nicht vorkamen. Anhand einer Analyse von Bilanzdaten wird gezeigt, dass Unternehmen der westeuropäischen Ländergruppe einen überdurchschnittlichen Teil der erwirtschafteten Nettowertschöpfung einbehalten und für das Wachstum der Unternehmen verwenden sowie Löhne an die Beschäftigten auszahlen, während die Ausschüttungen an die Anteilseigner unterdurchschnittlich ausfallen. Spiegelbildlich dazu sind für die Verteilungsrelationen angelsächsischer Unternehmen niedrige Rückstellungen, niedrige Personalkosten und hohen Dividenden typisch.⁹⁴ Das Ergebnis zeigt einen deutlichen Zielkonflikt der Unternehmensführung zwischen einem nachhaltigen Unternehmenswachstum und den kurzfristigen finanziellen Interessen der neuen Aktionäre.

⁹¹ Vgl. Höpner, M. und G. Jackson: Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle. Der Fall Mannesmann, MPIfG Discussion Paper, Köln 2001, S. 9.

⁹² Vgl. Höpner, Unternehmensverflechtungen im Zwielficht, a.a.O., S. 655.

⁹³ Vgl. de Jong, a.a.O., S. 20ff.

⁹⁴ Vgl. ebenda, S. 27.

5.3.2 Banken

Die Vernetzung der Banken mit den deutschen Großunternehmen nahm in Deutschland bis in die 1990er Jahre im Vergleich gerade zu den angelsächsischen Ländern einen hohen Stellenwert ein und galt neben den engen Verflechtungen der Unternehmen untereinander als Besonderheit des deutschen Corporate Governance Modells. Der Einfluss der Banken garantierte dabei nicht nur eine langfristig gesicherte Finanzierung und eröffnete einen mehrjährigen Zeithorizont bei der Unternehmensplanung, sondern bot - wie die engen Unternehmensverflechtungen - einen wirksamen Schutz vor feindlichen Übernahmen. Das strategische Interesse der deutschen Großbanken an personellen Verflechtungen sowie die Kapitalbeteiligungen an den Unternehmen ergaben sich aus der Möglichkeit zur Reduzierung des Kreditvergeberisikos.⁹⁵ Es ließen sich über Aufsichtsratsmandate Informationen über den Zustand von Unternehmen gewinnen, die weit über gesetzliche Publikationspflichten hinausgingen. Gleichzeitig erhöhten die Kapitalbeteiligungen und die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden die Möglichkeiten, bei Krisensituationen direkt Einfluss auf die Unternehmensführung zu nehmen. Die risikomindernde Wirkung von Verflechtungsbeziehungen erklärte das über viele Jahre vorherrschende Hausbankprinzip in deutschen Großunternehmen. Durch langfristige Kreditgeber- und Kreditnehmerbeziehungen konnten die risikomindernden Vorteile zum Teil in Form von zinsgünstigen Krediten an die Unternehmen weitergegeben werden. Aufgrund der Beziehungen der Banken zu sehr vielen Industrieunternehmen und deren Kreditsicherungsinteresse konnte sich auch eine strategische Orientierung zugunsten der Koordinierung beziehungsweise Regulierung von Konkurrenzverhältnissen zwischen Industrieunternehmen entwickeln. Rudolf Hilferding war einer der Ersten, der den Zusammenhang zwischen Kredit und Finanzmarktinstitution systematisch untersuchte.⁹⁶ Er zeigte, dass sich eine Bank durch die Vergabe von Investitionskrediten langfristig an ein Unternehmen bindet, und daraus ein andauerndes Interesse an der Kontrolle und Herrschaft resultiert, um die richtige Verwendung des Kredits gewährleisten zu können. Begründet wurde die Aufnahme der Bankenvertreter in den Aufsichtsrat vor allem durch die Ressourcenabhängigkeit vom knappen und schwer zu beschaffendem Faktor Kapital von Seiten der Unternehmen. In den 1990er Jahren fand ein Wandel in der Orientierung der deutschen Großbanken vom traditionellen Kreditgeschäft zum Investmentbanking statt.⁹⁷

⁹⁵ Vgl. Beyer, J.: Deutschland AG a.D., Deutsche Bank AG, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus, in: Streeck, W. und M. Höpner (Hrsg.): Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG, Frankfurt am Main 2001, S. 124.

⁹⁶ Vgl. Hilferding, R.: Das Finanzkapital, Berlin 1955, S. 334f.

⁹⁷ Vgl. Beyer, Deutschland AG a.D., a.a.O., S. 126ff.

Diese Umorientierung entlastete die Banken von ihrer Kontrollfunktion in den Unternehmen. Wenn die Großunternehmen ihren externen Finanzbedarf überwiegend über den Aktienmarkt oder durch Unternehmensanleihen decken, agiert die Bank nicht mehr als Kreditgeber, sondern als Finanzintermediär. Das Risiko wird auf die Aktionäre oder die privaten Anleihergeber übertragen, die im Falle eines Unternehmenskonkurses ihr Kapital verlieren. Für reine Investmentbanken haben enge Verflechtungsbeziehungen zu Unternehmen keine strategische Bedeutung mehr. Im Gegenteil, bei der Beratung von Fusionen und Übernahmen können zu enge Beziehungen zu inländischen Industrieunternehmen zudem die Akquirierung von Aufträgen durch internationale Kunden behindern. In der Literatur werden zahlreiche Ursachen für den Wandel der strategischen Ausrichtung der Banken vom traditionellen Kreditgeschäft zum Investmentbanking diskutiert. Im Folgenden werden zwei wesentliche Gründe in aller gebotenen Kürze dargestellt: Zunächst ist das Marktrisiko für die Unternehmen und damit auch das Kreditrisiko für die Banken gestiegen. Eine Studie von Albach et. al. zeigt, dass das Marktrisiko - gemessen an der Basis der Varianz der Umsätze - und die damit einhergehende Gefahr für die Insolvenz deutscher Aktiengesellschaften seit den 1960er Jahren kontinuierlich ansteigt.⁹⁸ Die stärkere Internationalisierung der deutschen Wirtschaft, insbesondere der Industrieunternehmen, hat zu einer erheblichen Intensivierung des internationalen Wettbewerbs geführt, der sich auch auf deutsche Unternehmen niederschlägt. Ein wesentliches Element der Verflechtungsbeziehungen der Banken zu den Unternehmen war deren risikomindernde Wirkung durch Insiderinformationen. Wenn aber vertrauensvolle Kontakte und internes Monitoring Ausfallrisiken nur noch bedingt reduzieren können oder andere Mechanismen ähnliches zu leisten im Stande sind, dann schwindet der Wettbewerbsvorteil, den Banken aus Verflechtungsbeziehungen ziehen können. Zudem wurde ein allgemeiner Trend in Richtung stärkerer Transparenz der Unternehmen - ausgelöst durch die Unternehmensskandale im amerikanischen Raum - angestoßen, der zu einer Minderung des Insidereffektes führte. Desweiteren hat das Investmentbanking gegenüber dem traditionellen Kreditgeschäft für die Banken immer mehr an Attraktivität gewonnen. Ein wesentlicher Auslöser hierfür ist die zunehmende Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle und die damit einhergehende Abwicklung von Übernahmen bei der Unternehmensentwicklung.⁹⁹ Nicht nur, dass Investmentbanken bei Beratung und Durchführung ungewollter Übernahmen oder auch bei der Entwicklung von Gegenstrategien

⁹⁸ Vgl. Albach, H. u.a.: Soziale Marktwirtschaft: eine Erfolgsgeschichte - 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland im Lichte von Industriebilanzen, in: Kaase, M. und G. Schmid (Hrsg.): Eine lernende Demokratie - 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland, WZB-Jahrbuch, Berlin 1999, S. 514ff.

⁹⁹ Vgl. Beyer, Deutschland AG a.D., a.a.O., S. 130f.

verdienen und daher von Übernahmebooms besonders profitieren, auch die Gewinne reiner Investmentbanken entstehen immer kurzfristig und sind nicht vom Gelingen der Transaktion abhängig. Die Belebung des Marktes für Übernahmen ist für Investmentbanken daher ausschließlich positiv. Für Kreditbanken, die mitunternehmerisch tätig sind, erhöhen sich hingegen die Risiken, die sie nur schwer abschätzen können. Hier zeigt sich die Unvereinbarkeit der Bankmodelle. Während Investmentbanken ein Interesse an zunehmenden Übernahmeaktivitäten haben, müssen die Kreditbanken einer Verstetigung des Übernahmetrends eher mit Besorgnis entgegensehen. In der zweiten Hälfte der 1990er Jahre ist die Zahl der Unternehmenskäufe von 65 der hundert größten Unternehmen in Deutschland um 35,7% gestiegen. Im Zeitraum 1996/97 betrug die Zahl der akquirierten Unternehmen 686 und stieg bereits 1998/99 auf 894.¹⁰⁰ Die strategische Umorientierung der Großbanken hat wesentliche Konsequenzen für das Corporate Governance System deutscher Unternehmen. Dies zeigt sich vor allem an der schwindenden Einbindung der Großbanken in das Personennetzwerk des Aufsichtsrates der großen deutschen Aktiengesellschaften. So entsandte bspw. die Deutsche Bank AG als Bank mit den mit Abstand am meisten personellen Verflechtungen zu den Industrieunternehmen 1980 ihre Vorstände noch in 40 der 100 größten Unternehmen, während es 1998 nur noch lediglich 17 Unternehmen waren, zu denen direkte personelle Verflechtungen in Form von Aufsichtsratsmandaten bestanden.¹⁰¹ Zudem wurde im März 2001 auf der Bilanzpressekonferenz angekündigt, dass Mitglieder der Deutschen Bank AG in Zukunft keine Aufsichtsratsvorsitze mehr übernehmen werden. Neben der Abnahme der personellen Verflechtungen bauen die Finanzdienstleistungsunternehmen, zu denen neben den Banken auch die Versicherungen gehören, auch ihre Kapitalbeteiligungen zu den Großunternehmen in gravierendem Maße ab. Während die Gesamtzahl der Beteiligungsfälle - wie in Kapitel 4.3 beschrieben - im Kreis der 100 größten deutschen Unternehmen, zu denen auch die sechs größten Finanzdienstleistungsunternehmen zählen, im Zeitraum von 1996 bis 2004 um rund 30% abnahmen, reduzierten allein die Finanzdienstleister aus diesem Kreis ihre Beteiligungsfälle im gleichen Zeitraum um ca. 40%.¹⁰² Für die Auflösung der Kapitalverflechtungen der Banken liegt ähnlich wie bei den Unternehmensverflechtungen die Vermutung nahe, dass diese Entwicklung durch die Änderungen des Körperschaftssteuergesetzes (2000) und die damit verbundene Steuerfreiheit für Veräußerungsgewinne auf Unternehmensebene gefördert wurde. So betonte Hilmar Kopper als damaliger Sprecher des

¹⁰⁰ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 70.

¹⁰¹ Vgl. Beyer, Deutschland AG a.D., a.a.O., S. 131.

¹⁰² Vgl. Monopolkommission, Mehr Wettbewerb auch im Dienstleistungssektor, a.a.O. S. 215.

Vorstands der Deutschen Bank AG Anfang der 1990er Jahre, dass ihn lediglich die Besteuerungsregeln an der Auflösung der Unternehmensbeteiligungen seiner Bank hinderten.¹⁰³

5.3.3 Staat

Die öffentliche Hand hat ihre Beteiligungen an den 100 größten deutschen Unternehmen seit Anfang der 1990er Jahre kontinuierlich abgebaut. Die fortdauernden Anteile, die in Abbildung II aufgezeigt wurden, sind ursächlich auf die Privatisierung von öffentlichen Unternehmen zurückzuführen.¹⁰⁴ Die Privatisierungswelle, die in Europa bereits in den 1980er Jahren ins Rollen gekommen ist, breitete sich in den 1990er Jahren verstärkt auch in Deutschland aus. Als erstes Bundesunternehmen wurde das ehemalige Stahlunternehmen Preussag bereits 1959 teilprivatisiert. 1989 erwarb die Bundesrepublik Deutschland alle Aktien der Salzgitter AG, die ein Jahr später auf Preussag übertragen wurde.¹⁰⁵ Anfang 1998 erwarben die Nord LB und die Hannoversche Beteiligungsgesellschaft knapp 100% an Preussag Stahl, in der die bisherigen Preussag und Salzgitter Stahlbereiche verschmolzen wurden, um eine ausländische Übernahme zu verhindern. Das erklärte Ziel der niedersächsischen Landesregierung war es, die Übernahme zu verhindern und heimische Arbeitsplätze zu sichern. Wenig später wurde der Name der Preussag Stahl in Salzgitter umfirmiert, und im Juni 1998 wurden 60% des Grundkapitals der neuen Salzgitter AG an der Börse platziert. Auch aus dem Energiebereich zog sich der Staat mehr und mehr zurück. Der Energieversorger RWE war aufgrund des Mehrfachstimmrechts der kommunalen Träger mehrheitlich in öffentlicher Hand. 1998 wurde das Mehrfachstimmrecht der kommunalen Aktionäre von 57% auf unter 30% reduziert. Das einst staatliche Unternehmen E.on (vorher Veba) wurde 1987 durch einen Börsengang vollständig privatisiert. Vom Energieunternehmen Viag (vorher Vereinigte Industrie-Unternehmungen), das in den 1950er Jahren vom Bund und einigen Bundesländern übernommen wurde, wurden 1986 rund 40% des Grundkapitals durch den Bund veräußert. 1988 erfolgte die Restprivatisierung bis auf 32,6% des Grundkapitals.¹⁰⁶ Im November 1996 kam es aufgrund eines Beschlusses des Bundestages im Rahmen der zweiten Postreform zum ersten Börsengang der Deutschen Telekom, dem im Juni 1999 der Zweite folgte. Das „Going Public“ der Deutschen Telekom war der bedeutendste Börsengang und die spektakulärste Privatisierung der deutschen Wirtschaftsgeschichte sowie eine der größten

¹⁰³ Vgl. Beyer, Deutschland AG a.D., a.a.O., S. 132.

¹⁰⁴ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 71.

¹⁰⁵ Vgl. Liedtke, R.: Wem gehört die Republik? Die Konzerne und ihre Verflechtungen, Frankfurt am Main 1999, S. 381.

¹⁰⁶ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 71.

Aktientranchen weltweit.¹⁰⁷ Die Lufthansa wurde 1998 durch die Platzierung der Anteile der Bundesrepublik Deutschland vollständig privatisiert. Diese Privatisierung erbrachte damals 4,7 Mrd. DM und war nach der Börseneinführung der Deutschen Telekom die zweitgrößte Transaktion am deutschen Aktienmarkt.¹⁰⁸ Das letzte deutsche Großunternehmen unter den 100 Größten, das sich noch zu 100% in öffentlicher Hand befindet, ist die Deutsche Bahn. Im Zuge der deutschen Bahnreform Anfang 1999 gab es aber bereits zahlreiche Ausgliederungen früherer Geschäftsbereiche in selbständige Aktiengesellschaften. Langfristiges Ziel ist auch hier die Börseneinführung des Unternehmens.¹⁰⁹ Der Staat als Akteur im deutschen Unternehmensnetzwerk zieht sich zunehmend zurück. Die hohen Kapitalbeteiligungen bildeten bis in die 1990er Jahre noch einen wirksamen Schutz vor (feindlichen) Übernahmen, der mehr und mehr schwindet. Der Staat zieht sich jedoch nicht nur als Anteilseigner aus den Großunternehmen zurück und privatisiert staatsnahe Sektoren, sondern fördert gleichzeitig eine kapitalmarktorientierte Unternehmenspolitik durch gesetzliche Regulierungen. So trat neben dem Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz und dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich das vierte Finanzmarktförderungsgesetz im Juli 2002 mit dem Ziel in Kraft, eine Verbesserung des Anlegerschutzes, eine verbesserte Positionierung der deutschen Börse nach internationalen Standards, eine Erweiterung der Geschäftsmöglichkeiten von in Deutschland ansässigen und zugelassenen Kapitalanlagegesellschaften und eine Erhöhung der Rechtssicherheit zu gewährleisten.¹¹⁰

Das Ziel dieses Kapitels war es, die Veränderungen der Corporate Governance Strukturen deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren anhand der sich verändernden Rollen der verschiedenen Kapitalmarktakteure, die an der Unternehmensfinanzierung beteiligt sind, darzustellen. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass sich der Anteil der Klein- und Großaktionäre an den 100 größten deutschen Unternehmen in den 1990er Jahren eher durch Kontinuität als durch Wandel auszeichnet. Die Veränderungen vollzogen sich vielmehr in der Struktur der Gruppe der Kleinaktionäre und in der Auflösung des für das deutsche Corporate Governance System charakteristischen Netzwerkes zwischen den Unternehmen, den Banken und dem Staat. Während sich der Anteil der Privataktionäre abnehmend entwickelte, nahm die Rolle der institutionellen Investoren am Eigenkapital der Unternehmen in gravierendem Maße zu. Das Verhalten der Aktionäre ist in Bezug auf die exit- und voice-Option in Abhängigkeit zur Loyalität zum Unternehmen sehr unterschiedlich. Institutionelle Investoren

¹⁰⁷ Vgl. Liedtke, a.a.O., S. 147.

¹⁰⁸ Vgl. ebenda, S. 263.

¹⁰⁹ Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 73.

¹¹⁰ Vgl. Hilpisch, a.a.O., S. 43f.

können die finanziellen Interessen vieler Anteilseigner bündeln und nicht nur mit der exit-Option drohen, sondern auch stärkeren Einfluss in Form der voice-Option auf die Unternehmensleitung ausüben. Die finanzielle Orientierung der institutionellen Investoren führt zu höheren Renditeforderungen an die Unternehmen. Werden diese Forderungen nicht erfüllt, reagiert diese Anteilsgruppe im Verhältnis zu den anderen Beteiligungsgruppen eines Unternehmens wesentlich häufiger mit der exit-Option, also dem Verkauf von Aktien. Die Ausübung der exit-Option der Aktionäre kann für das Management eines Unternehmens in einem aufkommenden Markt für Unternehmenskontrolle zur Gefahr werden, da durch den Verkauf von großen Aktienanteilen der Börsenkurs des Unternehmens sinkt und das Unternehmen für (feindliche) Übernahmen attraktiv wird. Die Auflösung des Netzwerkes zwischen den Unternehmen, den Banken und dem Staat fördert diese Entwicklung durch den Abbau des Schutzes vor (feindlichen) Übernahmen und die eigene Kapitalmarktorientierung der Akteure. Gesetzliche Regelungen, die vor dem Hintergrund der amerikanischen Bilanzskandale vor allem für mehr Transparenz und Kontrolle sorgen sollen und den Schutz der Anteilseigner gewährleisten, forcieren diese Entwicklung. In der Theorie wird die Frage nach der Kontrolle von Unternehmen durch das Management oder die Eigentümer vielfach im Rahmen des Principal-Agency Ansatzes diskutiert, der im folgenden skizziert wird.

6 Principal - Agency Theorie

Die Principal-Agency Theorie basiert auf den Annahmen der klassischen Ökonomie und geht davon aus, dass die maximale Effizienz eines Unternehmens ausschließlich durch die Einheit von Risiko, Kontrolle und Erfolg gewährleistet werden kann. Es wird daraus geschlossen, dass nur ein Eigentümer, der das unternehmerische Risiko trägt, über die uneingeschränkte Kontrolle in seinem Unternehmen verfügt und vom Unternehmenserfolg partizipiert in der Lage sein kann, ein Unternehmen so zu leiten, dass sowohl das Unternehmen als auch die Volkswirtschaft davon maximal profitieren.¹¹¹ Wird diese klassisch-liberale Sichtweise auf die Folgen der Eigentümer- bzw. der Managerkontrolle über das Unternehmen übertragen, gilt: Wenn angestellte Manager nicht dieselbe Handlungsrationalität aufweisen, wie die Eigentümer bzw. die Aktionäre, verfolgen eigentümerkontrollierte Unternehmen eine andere Strategie als managerkontrollierte.¹¹² Vor diesem Hintergrund besteht die Finanzierungsstruktur von Unternehmen aus einem Komplex von Verträgen, durch die mehr oder weniger Einfluss ausgeübt werden kann. Setzt das Management seine Interessen gegen die Interessen

¹¹¹ Vgl. Smith, A.: Der Wohlstand der Nationen, 11. Auflage, München 2005, S. 629f.

¹¹² Vgl. Zugehör, Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, a.a.O., S. 74.

der Aktionäre durch, entstehen Agency-Kosten. Diese bezeichnen alle Einbußen, die die Aktionäre als Principals dadurch erleiden, dass ihre Verfügungsmacht durch die Manager als Agents eingeschränkt wird.¹¹³ Inwiefern sich der Einfluss der Aktionäre aufgrund der Eigentümerkonzentration bzw. dem Verhältnis von Klein- zu Großaktionären verändert wurde bereits von Berle und Means 1932 untersucht.¹¹⁴ Managerherrschaft entsteht nach Meinung der Autoren dann, wenn sich ein hoher Anteil der Aktien in Besitz von Kleinaktionären bzw. in Streubesitz befindet. Verteilen sich die Aktien eines Unternehmens unter Tausenden von Kleinaktionären, führt dies zur Fragmentierung des Eigentums und damit zu einem Verlust an Einfluss auf das Management. Je mehr sich der Anteilsbesitz eines Unternehmens verstreut und in kleine Aktienpakete aufsplittet, desto weniger kann ein einzelner Anteilsbesitzer von seinem anteilig minimalen Stimmrecht Gebrauch machen. Die Ausübung von Widerspruch (voice) gegen die Unternehmensführung des Managements ist für einen Kleinanleger mit relativ hohen Kontrollkosten verbunden. Ein rational handelnder Kleinanleger wird die Kontrollkosten nicht aufbringen, da der individuelle Kontrolleinfluss in Abstimmungssituationen auf der Hauptversammlung nur marginal sein kann. Nach dieser Argumentation sind Unternehmen, die sich mehrheitlich in Streubesitz befinden, managerkontrolliert, weil unzufriedene Aktionäre die Manager nicht unter Druck setzen können und lediglich abwandern. Durch eine ansteigende Höhe des Kapitalanteils gewinnt die voice-Option zunehmend an Attraktivität. Demnach haben Großaktionäre aufgrund ihres großen Kapitalanteils eher die Möglichkeit, in die Geschäftspolitik einzugreifen. Im Vergleich zur voice-Option ist in diesem Fall die exit-Option gegebenenfalls kostenintensiver, da sich große Aktienpakete nicht jederzeit an der Börse verkaufen lassen. Befindet sich ein Großteil der Aktien eines Unternehmens in der Hand von Großaktionären, ist nach dieser Theorie der Einfluss auf das Management größer, und es wird von der Herrschaft der Eigentümer gesprochen. Eine Neuinterpretation der Managerherrschaft von in Streubesitz befindlichen Unternehmen fand 1965 durch Henry Manne statt.¹¹⁵ Dessen Grundgedanke basiert auf einer nicht zu unterschätzenden Kontrollwirkung des Kapitalmarktes. Der Streubesitz fungiert im Falle eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle als Einfallstor für feindliche Übernahmen. In der Praxis konnte damals in den USA beobachtet werden, dass die Eigentümer ihre Rechte in Form von feindlichen Übernahmen geltend gemacht haben. Die Manager, die im Unternehmen ihre eigenen Interessen verfolgten, wurden entlassen und durch

¹¹³ Vgl. ebenda, S. 74.

¹¹⁴ Vgl. Berle, A. und G. Means: *The Modern Corporation & Private Property*, New Jersey 1999, S. 32ff.

¹¹⁵ Vgl. Manne, H.: *Mergers and the Market for Corporate Control*, in: *Journal of Political Economy*, 74/ 1965, S. 110ff.

Manager ersetzt, die stärker auf die Interessen der Eigentümer Rücksicht nahmen.¹¹⁶ Durch den funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle garantierte ein hoher Streubesitzanteil nicht mehr die Macht der Manager, sondern nunmehr die Macht der Eigentümer.

Die Principal-Agency Theorie impliziert eine Interessendivergenz zwischen Management und Eigentümern. Dies suggeriert, dass der Handlungsspielraum des Management durch entsprechende Mechanismen eingeschränkt wird, die in der Umwelt der Unternehmen angesiedelt sind. Wie in Kapitel 5 gezeigt wurde, kann auch ein erheblicher Anteil der Ursachen zur kapitalmarktorientierten Unternehmenspolitik auf eine veränderte Entwicklung der Machtstrukturen innerhalb der Eigentümer sowie auf die Entstehung eines Marktes für Unternehmenskontrolle zurückgeführt werden. Es stellt sich jedoch die Frage, warum die externen Mechanismen innerhalb der Unternehmen auf fruchtbaren Boden fallen und die aktionärsorientierte Unternehmensführung gerade in den späten 1990er Jahren als innovatives Managementkonzept galt. In einer Gegenüberstellung der Ergebnisse einer Managerbefragung im Auftrag der Wirtschaftswoche (2000)¹¹⁷, in der 3.400 Vorstände, Geschäftsführer und Manager gebeten wurden deutsche Großunternehmen hinsichtlich ihres Innovationsimages - im Sinne von neu, zukunftsfruchtig, wachstumsfördernd - einzustufen mit dem Ranking der 40 größten deutschen Unternehmen hinsichtlich ihrer Kapitalmarktorientierung, die in der in Kapitel 2.3 genannten Studie des Max-Planck-Institutes für Gesellschaftsforschung ermittelt wurden, zeigt sich: Je ausgeprägter die Kapitalmarktorientierung der Unternehmen, umso besser war auch das Image, das ihnen von Managern zugesprochen wurde.¹¹⁸ Höpner diskutiert in diesem Zusammenhang drei Thesen, die im Folgenden aufgrund der gebotenen Kürze nur im Wesentlichen skizziert werden:

- ◆ Zunächst haben sich die Karrieremuster deutscher Topmanager in den 1990er Jahren in einer Weise verändert, die die Übernahme des Shareholder-Value Denkens begünstigen.¹¹⁹ Unter den Vorstandsvorsitzenden deutscher Großunternehmen befinden sich heute mehr studierte Wirtschaftswissenschaftler und Finanzkaufleute als Techniker und Naturwissenschaftler. Gleichzeitig nimmt die Bedeutung eines externen Arbeitsmarktes für Führungskräfte im Vergleich zur internen Rekrutierung zu, während die durchschnittliche Amtsdauer der Vorstandsvorsitzenden rapide sinkt. Die neuen Managerbiographien lassen sich durch Professionalisierung, die Stärkung der betriebswirtschaftlichen Basis und mit

¹¹⁶ Vgl. Windolf, P.: Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle, in: Zeitschrift für Soziologie 23, 2/1994, S. 79.

¹¹⁷ Vgl. Wirtschaftswoche: Image folgt harten Fakten, Heft 23, 6/2000, S. 102f.

¹¹⁸ Vgl. Höpner, Wer beherrscht die Unternehmen, a.a.O., S. 94.

¹¹⁹ Vgl. ebenda, S. 96ff.

einer zunehmenden Vermarktlichung, die weniger durch Kooperation statt durch Konkurrenz gekennzeichnet ist, charakterisieren.

- ◆ Desweiteren wurde der Handlungsspielraum des Management in den deutschen Großunternehmen zwar von außen durch den Kapitalmarkt eingeschränkt, jedoch intern durch die Abnahme der personellen Verflechtungen der Unternehmen untereinander und mit den Banken ausgeweitet. Während das externe Monitoring in den Aufsichtsräten durch den Rückzug der Banken und anderer Unternehmen abnimmt, treten an ihre Stelle ehemalige Manager derselben Unternehmen und substituieren den Rückzug der ehemaligen externen Kontrolle.¹²⁰ Der zunehmenden Überwachung deutscher Unternehmensleitungen durch die Kapitalmärkte steht somit eine wachsende Abschottung deutscher Vorstände vor interner Kontrolle gegenüber.
- ◆ Die dritte These betrifft die Entwicklung der Managervergütung seit den 1990er Jahren. Es wird argumentiert, dass das Topmanagement der Unternehmen von dem Wechsel vom internen zum externen Monitoring in doppelter Weise profitiert.¹²¹ Shareholder-Value Strategien erhöhen durch die Vergabe von Aktienoptionsprogrammen den variablen Anteil der Vergütung, während die abnehmende interne Überwachung den fixen Vergütungsbestandteil durch zunehmende Selbstbedienungspraktiken steigert. Es scheint, als würde das Management durch die neuen Eigentümer sowohl in ihrem Investitionsverhalten und in der Diversifizierung von Risiken als auch im Erhalt unrentabler Geschäftsbereiche beschränkt, nicht aber in ihrer Vergütung.

Zusammenfassend führen die beschriebenen externen Mechanismen, die zur Durchsetzung von kapitalmarktorientierter Unternehmensführung und -kontrolle geführt haben, zu einer Konstellation, mit der alle bisher betrachteten Akteure gut leben können: Die Großbanken, deren Interessenlage sich verändert hat und die ihr Geld vermehrt durch das Investmentbanking verdienen; die Manager, bei denen die Öffnung gegenüber den handlungsfähiger gewordenen Kapitalmarktteilnehmern durch die damit einhergehenden Einkommenserhöhungen in hohem Kurs steht; und die Aktionäre, die unbestrittener Gewinner der skizzierten Entwicklung sind, die sie selbst vorangetrieben haben, während der Staat sich durch Privatisierungen mehr und mehr zurückzieht.

Die Principal-Agency Theorie impliziert jedoch ein simplifiziertes Modell von Unternehmen, da es ausschließlich um das Zusammenspiel zweier Gruppe mit spezifischen Interessen geht. Es ist nicht verwunderlich, dass diese Ansätze im angloamerikanischen Raum entwickelt

¹²⁰ Vgl. ebenda, S. 102ff.

¹²¹ Vgl. ebenda, S. 107ff.

wurden, in denen die Rolle anderer Einflussgruppen - wie bspw. die der Mitbestimmungsträger und Gewerkschaften - kleiner ist als in einer Stakeholder-Ökonomie.¹²² Während aktionärsorientiertes Handeln im angloamerikanischen Kontext der Marktorientierung als effizient angesehen wird, stellt sich in einer koordinierten, machverteilenden Ökonomie die Frage, ob eine Aufwertung der Interessen der Aktionäre in der Unternehmenspolitik mit einem Einflussverlust anderer am Unternehmensgeschehen beteiligter Gruppen einhergeht. Für die Thematik der Arbeit geht es dabei konkret darum, ob die Mitbestimmung der Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten vereinbar ist mit den gestiegenen Ansprüchen der Anteilseigner als Eigentümer der Unternehmen und den daraus resultierenden Umbau der Unternehmen nach den Bedingungen des Kapitalmarktes.

7 Mitbestimmung in Aufsichtsräten

Die in den vorangegangenen Kapiteln dargestellten Veränderungen der Corporate Governance Strukturen deutscher Großunternehmen und die daraus resultierende Ausrichtung der Unternehmenspolitik am Shareholder-Value werden seit den späten 1990er Jahren in Deutschland kontrovers diskutiert. Seit Ende 2002 hat diese Debatte auch die Mitbestimmung erfasst. Diese Mitbestimmungsdebatte bezieht sich dabei in besonderem Maße auf die Beteiligung von Arbeitnehmervertreter in den Aufsichtsräten deutscher Großunternehmen, umfasst in der Regel aber die Gesamtheit der Arbeitnehmerbeteiligung und damit auch die betriebliche Mitbestimmung. Während Debatten über die Mitbestimmung grundsätzlich nichts neues darstellen, hat sich der Kontext erheblich verändert. In den früheren Diskussionen trafen vor allem die Forderung nach einer Ausweitung der Mitbestimmungsrechte auf Verteidiger des Status quo. In der aktuellen Debatte plädieren Mitbestimmungskritiker jedoch für eine Einschränkung der Mitbestimmung, während der Status quo von den Befürwortern entsprechender Beteiligungsrechte verteidigt wird.¹²³ Die Reformvorschläge der Kritiker bezüglich der Unternehmensmitbestimmung reichen dabei von der Forderung nach Rückzug der Arbeitnehmervertreter aus den Personalausschüssen über die Ersetzung der Gewerkschaftsvertreter durch interne Arbeitnehmervertreter oder eine Verkleinerung der Arbeitnehmerbänke bis hin zur Entfernung der Arbeitnehmer aus den Aufsichtsräten und der Verlagerung der Beteiligung der Beschäftigten in einen nicht mit Kontrollrechten ausgestatteten „Konsultationsrat“.¹²⁴ Begründet werden die Forderungen durch vermeintlich

¹²² Vgl. ebenda, S. 61.

¹²³ Vgl. Höpner, M.: Unternehmensmitbestimmung unter Beschuss: Die Mitbestimmungsdebatte im Licht der sozialwissenschaftlichen Forschung, MPIfG Discussion Paper 04/08, Köln 2004, S. 5f.

¹²⁴ Vgl. Berliner Netzwerk Corporate Governance: Corporate Governance und Modernisierung der Mitbestim-

betriebswirtschaftlich negative Effekte im Sinne einer Einschränkung schneller und flexibler Entscheidungen, zusätzlicher Kosten, der Gefahr einer Negativbewertung mitbestimmter Unternehmen durch Aktienbörsen und potentielle Anteilseigner sowie der Schwächung einer effektiven Unternehmenskontrolle von Seiten des Aufsichtsrates. Die Befürworter verweisen währenddessen auf die Einsparung von Transaktionskosten durch kollektive Normsetzung, auf die große Zufriedenheit von Managern mit der Mitbestimmung und darauf, dass ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen Aktienwert und Unternehmensmitbestimmung bislang nicht nachgewiesen wurde. Zu befürchten sei aber, dass die wachsende Kritik an der Unternehmensmitbestimmung und die permanente Behauptung, sie beeinträchtige die wirtschaftliche Effektivität von Unternehmen und die Standortqualität Deutschlands, zu einer self fulfilling prophecy werden könnte, wenn ausländische Investoren diese falschen Argumente am Ende glaubten.¹²⁵ Inwiefern tatsächlich eine Reform der Unternehmensmitbestimmung durch den dargestellten kapitalseitigen Wandel im deutschen Corporate Governance System sinnvoll und notwendig erscheint und die Unternehmensmitbestimmung dem kapitalmarktorientiertem Umbau der Unternehmen im Wege steht sowie die Bewertung der Unternehmen von Seiten der Kapitalmarktakteure negativ beeinflusst, wird im Folgenden theoretisch und empirisch anhand der ökonomischen Auswirkungen diskutiert. Zunächst erfolgt jedoch eine Darstellung der Entwicklung der unterschiedlichen Formen der Unternehmensmitbestimmung und deren gesetzliche Grundlagen.

7.1 Entwicklung und rechtliche Grundlagen

Die Existenz und Intensität der Unternehmensmitbestimmung in Unternehmen und Konzernen ergibt sich aus den Mitbestimmungsgesetzen. Diese variieren nach den von ihnen erfassten Rechtsformen, der Zusammensetzung des Aufsichtsrates und der Existenz beziehungsweise Ausprägung des Arbeitsdirektors und werden im folgenden dargestellt. Ob und in welchem Umfang Unternehmen mitbestimmungspflichtig sind, hängt dabei maßgeblich von ihrer Branchenzugehörigkeit und der Beschäftigtenzahl ab.

Mitbestimmung nach dem Gesetz von 1976

Wesentlicher Gegenstand der aktuellen Diskussion über die Unternehmensmitbestimmung ist die (quasi-) paritätische Zusammensetzung des Aufsichtsrates nach dem Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer von 1976 (MitbestG). Das Gesetz ist das Ergebnis einer

mung, Berlin 2003, <http://www.bccg.tu-berlin.de/main/publikationen/12-Thesen-Papier.pdf>, S. 1ff.
¹²⁵ Vgl. Müller-Jentsch, W.: Unternehmensmitbestimmung - eine bewährte Institution der Konsensgesellschaft, in: ifo Schnelldienst, 57 Jg. (22)/2004, S. 6.

Sachverständigenkommission (1970), die nach zweijähriger Beratung zu dem Ergebnis kam, dass die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in Organen des Unternehmens nicht nur politisch gefordert und historisch gegeben, sondern sachlich notwendig sei. Dabei wurde die Unternehmensmitbestimmung aus zwei Aspekten abgeleitet:¹²⁶

- ◆ Dem besonderen rechtlichen, wirtschaftlichen und sozialen Charakter des Arbeitsverhältnisses, das durch den Arbeitsvertrag, die organisatorische Eingliederung der Arbeitnehmer in den Betrieb, die Verfügung über die Arbeitskraft des Arbeitnehmers und der damit verbundenen dem Arbeitsverhältnis eigenen Autoritätsbeziehung gestaltet wird.
- ◆ Der Zugehörigkeit des Arbeitnehmers zum Unternehmen, die sich aus dem Arbeitsverhältnis begründet und ihre konkrete Gestaltung durch den Beitrag erfährt, den der Arbeitnehmer im Rahmen des Unternehmens zur Verwirklichung des Zwecks der Organisation entsprechend der unternehmerischen Planung und unter einheitlicher Organisationsgewalt leistet.

Das aus den Empfehlungen der Sachverständigenkommission hervorgegangene Mitbestimmungsgesetz von 1976 gilt für Unternehmen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaft auf Aktien, GmbH oder Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaft, wenn diese Unternehmen in der Regel mehr als 2.000 Arbeitnehmer beschäftigen (MitbestG §1 Abs.1). Ausgenommen sind Tendenzunternehmen¹²⁷ und Unternehmen der Montanindustrie. Das MitbestG von 1976 erfasste im Jahr 2004 rund 746 Unternehmen in Deutschland.¹²⁸ Das Gesetz sieht eine paritätische Besetzung der Aufsichtsräte durch Arbeitnehmer- und Anteilseignervertreter vor. Die Anzahl der Mitglieder richtet sich nach der Zahl der Beschäftigten im Unternehmen und reicht von insgesamt 12 Mitgliedern bei bis zu 10.000 Beschäftigten und einem 20-köpfigen Aufsichtsrat bei mehr als 20.000 Arbeitnehmern. Die Satzung des Gesellschaftsvertrages bzw. das Statut kann die Anzahl der Mitglieder gegebenenfalls bis auf 20 erweitern (MitbestG §7 Abs.1). Eine Vertretung der Gewerkschaft ist in einem 12- oder 16-köpfigen Aufsichtsrat mit zwei Sitze und in einem 20-köpfigen Aufsichtsrat mit 3 Sitze garantiert (MitbestG §7 Abs.2). Die übrigen Sitze der Arbeitnehmer sind den gewählten Vertretern der Beschäftigten vorbehalten, wobei dem

¹²⁶ Vgl. Kommission Mitbestimmung Bundesregierung: Kommission zur Modernisierung der deutschen Mitbestimmung, Bericht der wissenschaftlichen Mitglieder der Kommission, Berlin 2006, <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Artikel/2006/12/Anlagen/2006-12-20-mitbestimmungskommission.property=publicationFile.pdf>, S. 8.

¹²⁷ Tendenzunternehmen sind Unternehmen, die unmittelbar und überwiegend politischen, koalitionspolitischen, konfessionellen, karitativen, erzieherischen, wissenschaftlichen oder künstlerischen Bestimmungen oder Zwecken der Berichterstattung oder Meinungsäußerung, auf die Artikel 5 Abs. 1 Satz 2 des Grundgesetzes anzuwenden ist (MitbestG § 1 Abs. 4 Satz 1+2).

¹²⁸ Vgl. Nidenhoff, H.-U.: Mitbestimmung in der Bundesrepublik Deutschland, 14. Auflage, Köln 2005, S. 387.

Aufsichtsrat ein leitender Angestellter auf der Arbeitnehmerbank angehören muss (MitbestG §15 Abs.1). Alle Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmerseite bedürfen der Wahl durch die Belegschaft. In Unternehmen mit bis zu 8.000 Beschäftigten werden die Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmer unmittelbar gewählt, ab 8.000 Beschäftigte erfolgt die Wahl durch Delegierte (MitbestG §9 Abs.1+2). Dem Aufsichtsrat gehört kein neutrales Mitglied an. Dafür kann der Aufsichtsratsvorsitzende, der infolge des vorgeschriebenen Wahlverfahrens immer von den Vertretern der Anteilseigner bestimmt wird, bei wiederholter Stimmengleichheit seine Zweitstimme ausüben. Es handelt sich also de facto nur um eine quasi-paritätische Mitbestimmung. Durch § 33 MitbestG ist ferner ein gleichberechtigtes Vorstandsmitglied für das Personalressort (Arbeitsdirektor) vorgeschrieben. Im Unterschied zum Montan-Mitbestimmungsgesetz (Montan-MitbestG) kann der Arbeitsdirektor auch gegen die Stimmenmehrheit der Arbeitnehmervertreter berufen werden.

Drittelbeteiligungsgesetz

Die Ergebnisse der Sachverständigenkommission (1970) fanden auch im Gesetz über die Drittelbeteiligung der Arbeitnehmer in Aufsichtsräten - Drittelbeteiligungsgesetz (DrittelbG) von 2004 Beachtung. Das DrittelbG ersetzt das Betriebsverfassungsgesetz (BetrVG) in der Fassung von 1952 (zuletzt geändert 2001), in dem die Drittelmitbestimmung im Aufsichtsrat bereits kodifiziert war. Es regelt die Beteiligung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten von Aktiengesellschaften, Kommanditgesellschaften auf Aktien, GmbH, Versicherungsvereinen auf Gegenseitigkeit sowie Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften, sofern diese Unternehmen in der Regel mehr als 500 Beschäftigte haben und keine Tendenzunternehmen sind (DrittelbG §1 Abs.1). Das DrittelbG gilt ebenfalls für Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien mit weniger als 500 Arbeitnehmern, wenn sie vor dem 10. August 1994 eingetragen wurden und keine Familiengesellschaften sind. Die Aktiengesellschaften, die nach dem 10. August 1994 gegründet wurden und weniger als 500 Beschäftigte haben, sind von der Mitbestimmung auf Unternehmensebene ausgenommen. Für alle anderen gilt, dass die Aufsichtsräte zu einem Drittel mit Vertretern der Arbeitnehmerschaft und zu zwei Dritteln mit Vertretern der Anteilseigner besetzt sind (DrittelbG §4 Abs.1). Die Zahl der Unternehmen, die in der Zusammensetzung des Aufsichtsrats unter das DrittelbG fielen, lag im Jahr 2004 bei 3.500.¹²⁹ Die Bildung und Zusammensetzung des Aufsichtsrates bestimmt sich je nach Rechtsform des Unternehmens nach unterschiedlichen Vorschriften und hängt gegebenenfalls von der Satzung ab. Demnach sind 3 bis 21 Mitglieder möglich. Während bei einem oder zwei Arbeitnehmermandaten die Arbeitnehmervertreter aus

¹²⁹ Vgl. ebenda, S. 387.

dem Unternehmen stammen, können ab drei Mandaten auch externe Personen, also Vertreter der Gewerkschaften, von den Arbeitnehmern in den Aufsichtsrat gewählt werden (DrittelbG §4 Abs.2). Die Aufsichtsratsmitglieder der Arbeitnehmerseite werden unmittelbar von den Beschäftigten gewählt. Eine Wahl durch Delegierte ist nicht vorgesehen. Die Bestellung eines Arbeitsdirektors ist im Gegensatz zum MitbestG nicht vorgeschrieben.

Montan-Mitbestimmungsgesetz

Für Unternehmen der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie und des Bergbaus (Montanunternehmen) sowie für Konzerne, deren Unternehmenszweck durch Montanunternehmen bestimmt wird, schreiben das Montanmitbestimmungsgesetz von 1951 (Montan-MitbestG) und das Montan-Mitbestimmungsergänzungsgesetz (Montan-MitBestErgG) von 1956 (zuletzt geändert 1988) eine abweichende Form der Mitbestimmung vor. Die Montanmitbestimmung ist die älteste, bereits in der frühen Nachkriegszeit entstandene Form der Unternehmensmitbestimmung in Deutschland. Das Montan-MitbestG von 1951 und das Montan-MitBestErgG von 1956 erfassten im Jahr 2004 rund 50 Unternehmen mit in der Regel mehr als 1.000 Arbeitnehmern.¹³⁰ Der Aufsichtsrat besteht aus mindestens 11 Mitgliedern, wobei auf die Kapitaleigner und Arbeitnehmerseite (inkl. der weiteren Mitglieder) je 5 Sitze entfallen (Montan-MitbestG §4 Abs.1). Die neutrale 11. Person wird auf gemeinsamen Vorschlag der gewählten Aufsichtsratsmitglieder von Kapital und Arbeit von der Hauptversammlung gewählt. Die Arbeitnehmerbank enthält mindestens 2 Gewerkschaftsvertreter, aber keinen leitenden Angestellten. Der Vorstand hat als gleichberechtigtes Mitglied einen Arbeitsdirektor, der nicht gegen die Mehrheit der Stimmen der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat bestellt und abberufen werden kann (Montan-MitbestG §13 Abs.1).

Die Kompetenzen und Aufgaben des Aufsichtsrates in Unternehmen oder Konzernen ergeben sich im Grundsatz aus dem Aktiengesetz, auf das die jeweiligen Mitbestimmungsgesetze verweisen sowie aus der jeweiligen Rechtsform des Unternehmens. Im Rahmen der Organisationsverfassung einer Aktiengesellschaft ist zwischen dem monistischen und dem dualistischen System zu unterscheiden. Während im angelsächsischen Raum mit monistischen Strukturen überwiegend das sogenannte Board-System vorherrscht, wonach das Unternehmen von einem Gremium geschäftsführender und nicht geschäftsführender Direktoren zugleich geführt und kontrolliert wird, ist im deutschen Aktienrecht das sogenannte dualistische System verankert.¹³¹ Danach obliegt dem Vorstand die Leitung des Unternehmens unter

¹³⁰ Vgl. ebenda, S. 387.

¹³¹ Vgl. Pfitzer, N. und U. Höreth: Aufsichtsrat, in : Pfitzer, N. und P. Oser (Hrsg.): Deutscher Corporate Governance Kodex, S. 138.

eigener Verantwortung (AktG §76 Abs.1), während dem Aufsichtsrat überwiegend Kontrollfunktionen zukommen (AktG §§30, 95ff). Die Unabhängigkeit dieser Kontrolle wird durch die sog. Inkompabilitätsregelung nach §105 Abs.1 AktG gewährleistet, wonach eine strikte Trennung von Leitung und Kontrolle der beiden Pflichtorgane gewährleistet wird. Der mitbestimmte Aufsichtsrat hat den Vorstand zu überwachen und so die verfassungskonstituierenden Interessen der Kapitaleigner und Arbeitnehmer zu wahren. Die Überwachungsfunktion des Aufsichtsrates ist kodifiziert in §111 Abs.1 AktG und erstreckt sich auf die Legalität, die Ordnungsmäßigkeit, die Zweckmäßigkeit und die Wirtschaftlichkeit der Geschäftsführung des Vorstandes. Die Funktion konkretisiert sich in weiteren gesetzlich geregelten Rechten und Pflichten, die sich insbesondere hinsichtlich der dem Aufsichtsrat mittelbar oder unmittelbar zustehenden Einwirkungsmöglichkeiten unterscheiden.¹³² Dem Aufsichtsrat sind so zum einen die Legitimationsfunktion (Personalhoheit, Organisationskompetenz) und zum anderen die Kontrollfunktion (Überwachung, Beratung, Mitentscheidung kraft Gesetz, unternehmenspolitische Kompetenz) als Autonomie des Vorstandes begrenzende Aufgaben zugewiesen.¹³³

- ◆ Die Legitimationsfunktion findet vor allem in der Personalhoheit, das heißt dem Recht zur Bestellung und Abberufung des Vorstandes (AktG §84), ihren Ausdruck. Mit der Personalfunktion eng verknüpft ist die Organisationskompetenz des Aufsichtsrates, das heißt das Recht, durch den Erlaß einer Vorstandsgeschäftsordnung die Vorstandsarbeit organisatorisch näher zu regeln (AktG §77 Abs.2). Weiterhin kann auch die Hauptversammlung als Satzungsgeber die Geschäftsverteilung im Vorstand regeln (AktG §77 Abs.2 Satz 2).
- ◆ Die Kontrollfunktion umfasst neben der allgemeinen Überwachungsfunktion (AktG §111 Abs.1) die Kompetenz des Aufsichtsrates zur Beratung mit dem Vorstand. Beides setzt eine umfassende Information durch den Vorstand voraus (AktG §90). Daneben hat der Aufsichtsrat kraft Gesetz eine Mitentscheidungsfunktion (AktG §§58 Abs.2, 59 Abs.3, 88, 89, 172, 204 Abs.1) oder auch aufgrund der Unternehmensstatuten eigene Entscheidungsgewalt (AktG §111 Abs.4). Zentral für die Einflussverteilung zwischen Kapitaleignern, Arbeitnehmern und Management ist, ob und in welchem Umfang für den mitbestimmten Aufsichtsrat durch zustimmungspflichtige Geschäfte (AktG §111 Abs.4 Satz 2) eine unternehmenspolitische Kompetenz geschaffen wurde.

¹³² Vgl. ebenda, S. 138.

¹³³ Vgl. Gerum, E.: Mitbestimmung und Corporate Governane, Gütersloh 1998 , S. 15f und Gerum, E., Steinmann, H. und W. Fees: Der mitbestimmte Aufsichtsrat, Stuttgart 1988, S. 63ff.

Auf die Frage, inwiefern die Aufsichtsratspraxis eine effektive Kontrolle gewährleistet und demnach ihrer gesetzlich zugeschriebenen Funktion der Überwachung des Vorstandes nachkommt und welche Rolle die Arbeitnehmervertreter dabei spielen, wird in Kapitel 7.4 näher eingegangen. Zunächst erfolgt eine Darstellung der mikroökonomischen Wirkung der Mitbestimmung in Aufsichtsräten auf die Unternehmen aus theoretischer und empirischer Sicht, auf die sich die neu entfachte Debatte im Wesentlichen bezieht. Es sei jedoch an dieser Stelle anzumerken, dass die oben genannten Aspekte der Sachverständigenkommission von 1970, aus denen vor allem die Einführung der (quasi-) paritätischen Mitbestimmung abgeleitet wurde, nicht auf ökonomische Effizienzkriterien zurückzuführen sind, sondern vielmehr gesellschaftspolitische Implikationen beinhalten. Die Kommission Mitbestimmung, die von der Hans-Böckler-Stiftung und der Bertelsmann Stiftung gefördert wurde, kam in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre in diesem Zusammenhang zu folgendem Ergebnis: Mitbestimmung hat bislang zur gesellschaftlichen und demokratischen Entwicklung und zu einer hohen sozialen und politischen Stabilität beigetragen; in den Unternehmen fördert sie eine integrations- und konsensorientierte Verhandlungs- und Beteiligungsstruktur, die sich in vergleichsweise hoher Arbeitsmotivation und Identifikation mit den Unternehmen sowie niedrigen Raten von Produktionsausfällen aufgrund von Arbeitskonflikten niederschlägt.¹³⁴

7.2 Ökonomische Wirkung

Im Folgenden geht es um die Frage, ob die Zusammensetzung des Gremiums Aufsichtsrat - insbesondere die (quasi-) paritätische Partizipation von Arbeitnehmervertretern - nachweisbare Auswirkungen auf die Performance der Unternehmung hat und inwieweit die Interessen der in Kapitel 5 skizzierten neuen Eigentümer mit denen der Arbeitnehmervertreter zu vereinbaren sind. Der Kern der theoretischen Überlegungen und empirischen Untersuchungen liegt dabei in der Effizienz der Mitbestimmung. Mit anderen Worten: Ist eine durch Mitbestimmung geprägte Unternehmensführung und -kontrolle einer solchen ohne Mitbestimmung überlegen? Die ökonomische Effizienz eines Unternehmensverfassungsmodells drückt sich in letzter Konsequenz durch eine höhere Profitabilität aus, die letztlich auch im Interesse der Aktionäre liegt. Es lassen sich hierbei grundsätzlich zwei verschiedene Herangehensweisen unterscheiden. Ein Ansatz die Effizienz von Mitbestimmung zu messen liegt darin, die Unternehmensperformance als Effizienzmaß zu nutzen. Die Gewinnentwicklung und mithin die Kapitalmarktperformance der mitbestimmten Unternehmen sind dabei Spiegel ihrer

¹³⁴ Vgl. Kommission Mitbestimmung: Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen - Bilanz und Perspektiven, Gütersloh 1998, S. 29ff.

Organisationseffizienz.¹³⁵ Eine weitere Form die Effizienz von Mitbestimmung zu bestimmen setzt den Fokus auf die interne Unternehmensebene. Nicht mehr der Markt wird als Messinstrument herangezogen, sondern unternehmensinterne Kenngrößen. Eine Reihe von Studien messen hierbei die Produktivitäts- und Kostenwirkung des Betriebsverfassungsgesetzes. Der Schwerpunkt der Analyse liegt dabei auf der Institution des Betriebsrates, während der erste Ansatz den Fokus auf die Unternehmensmitbestimmung legt und für diese Arbeit die entscheidende Rolle spielt. Es ist jedoch an dieser Stelle anzumerken, dass sich Arbeitnehmermitbestimmung de facto oftmals nicht getrennt nach den Bereichen der Aufsichtsrats- und der Betriebsratsmitbestimmung vollzieht, obwohl die verschiedenen Gesetze zur Mitbestimmung de iure eine Trennung vornehmen.¹³⁶ Vielmehr zeigt es sich, dass zumindest für die paritätische Mitbestimmung im Aufsichtsrat nach dem MitbestG von 1976 gilt, dass in solchen Firmen immer auch ein Betriebsrat vorhanden ist, der personell eng mit der Unternehmensmitbestimmung verflochten ist. Gerade solche Zonen doppelter Mitbestimmung erschweren die ursächliche Zuweisung der im folgenden skizzierten theoretischen und empirischen Effekte auf die unterschiedlichen Gegenstandsfelder der Mitbestimmung.

7.2.1 Property Rights- versus Partizipationstheorie

Im Rahmen von verfügungsrechtlichen Analysen zur ökonomischen Wirkung von Unternehmensmitbestimmung lassen sich die Property Rights- und Partizipationstheorie Ansätze sowohl aus methodischer als auch aus ergebnisbezogener Sicht unterscheiden:

Property Rights-Theorie

Den Property Rights-Ansätzen¹³⁷ werden solche Modelle zugerechnet, die die Trennung von Eigentum und Kontrolle aufgreifen, durch die Mitbestimmung zu einem ökonomisch relevanten Sachverhalt werden kann. Es wird argumentiert, dass (gesetzlich fixierte) Mitbestimmung im weiteren Sinne nicht zu Pareto-Optimalität¹³⁸ führt, da unter der Annahme unterschiedlicher Zielfunktionen aller Beteiligten eine Erweiterung der machtausübenden

¹³⁵ Vgl. Sadowski, D.: Mitbestimmung - Gewinne und Investitionen, Gütersloh 1997, S. 23.

¹³⁶ Vgl. Sadowski, D., Junkers J. und S. Lindenthal: Gesetzliche Mitbestimmung in Deutschland: Idee, Erfahrungen und Perspektiven aus ökonomischer Sicht, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 30 Jg./2001, S. 126f.

¹³⁷ Zwar gelten Property Rights-, Transaktionskosten- und Agency-Theorie im weiteren Sinne als nebeneinanderstehende Bausteine des Neo-Institutionalismus, jedoch wurde hier der Oberbegriff Property Rights-Theorien für alle genannten Ansätze gewählt, da sie alle die gleiche Grundannahme beinhalten: Es werden nicht mehr nur physische Güter – wie in der traditionellen neoklassischen Mikroökonomie- gehandelt, sondern abstrakte Güter, Eigentums-, Verfügungs- und Handlungsrechte, charakterisieren die betrachteten Märkte. Vgl. Sadowski, a.a.O., S. 25.

¹³⁸ Eine Zustand wird als „Pareto-effizient“ bezeichnet, wenn niemand durch das Abweichen von diesem Zustand seinen Nutzen erhöhen kann, ohne das sich dadurch gleichzeitig der Nutzen eines anderen verringert. Vgl. Sadowski/Junkers/Lindenthal, a.a.O., S. 113.

Gruppe - und Mitbestimmung ist im weitesten Sinne nichts anderes - keine Effizienzsteigerung erwarten lässt. Aus dieser Perspektive ist die Beteiligung von Arbeitnehmervertretern in Aufsichtsräten eine Verwässerung von Verfügungsrechten, die nur zu suboptimalen Lösungen führen kann.¹³⁹ Gesetzliche Mitbestimmungsregelungen werden identifiziert als „a divorce between decision making and risk bearing“.¹⁴⁰ Es wird argumentiert, dass durch die Trennung von residualen Entscheidungsrechten¹⁴¹ und residualen Einkommensansprüchen¹⁴² nicht mehr diejenigen, die eine Entscheidung treffen, die damit verbundenen Konsequenzen trügen. Als residuale Einkommensempfänger gelten in Aktiengesellschaften die Aktionäre. Es wird aufgezeigt, dass den Arbeitnehmern die festvereinbarten Lohnansprüche bleiben, während den Aktionären ein Teil ihrer Entscheidungsrechte genommen wird. Soweit also die Arbeitnehmer über die Mitbestimmung Einfluss auf die Allokation von Produktionsfaktoren im Unternehmen nehmen, können sie die Konsequenzen teilweise auf die Aktionäre abwälzen. Für Entscheidungen, bei denen Interessenkongruenz zwischen Arbeitnehmern und Aktionären herrscht, bleibt dies ohne Effizienzwirkung. Bei Zielkonflikten wird ein negativer Effekt durch suboptimale Lösungen für die Anteilseigner angenommen.¹⁴³

Jensen/Meckling stellen in diesem Zusammenhang die provokante Hypothese auf, dass allein die Tatsache, dass Mitbestimmungsregelungen einer gesetzlichen Grundlage bedürfen, auf ihre Ineffizienz hinweist: „If codetermination is beneficial to both stockholders and labor, why do we need laws which force firms to engage in it? Surely, they would do so voluntarily. The fact that stockholders must be forced by law to accept co-determination is the best evidence we have that they are adversely affected by it“.¹⁴⁴ Nach ihrer Argumentation bilden sich effiziente Verfahrensweisen spontan aus sich selbst heraus und bedürfen keines gesetzlichen Zwanges. Angenommen wird, dass wenn die Vorteile der Mitbestimmung ihre Nachteile und Kosten überwiegen, sie eigentlich ohne staatliches Eingreifen von selbst am Markt entstehen sollte, da dann mitbestimmte Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil genießen. Selbst wenn

¹³⁹ Vgl. Furubotn, E. G.: Codetermination and the Modern Theory of the Firm: A Property-Rights Analysis, in: Journal of Business 61 Jg. (2)/1988, S. 178.

¹⁴⁰ Pejovich, S.: Codetermination: A New Perspective for the West, in: Pejovich, S. (Hrsg.): The Codetermination Movement in the West, Lexington Mass. 1978, S. 19.

¹⁴¹ Unter residualen Entscheidungsrechten werden die Rechte auf die Allokation der im Unternehmen eingesetzten Produktionsfaktoren in vertraglich nicht vollständig geregelten Situationen bezeichnet, Vgl. Hart, O.: Firms, Contracts, and Financial Structure, Oxford 1995, S. 63ff.

¹⁴² Als residuale Einkommensansprüche werden die finanziellen Ansprüche, die sich als Restgröße nach Befriedigung der Ansprüche der Beschäftigten, Lieferanten, Fremdkapitalgeber und des Staates ergeben. Vgl. ebenda, S. 63ff.

¹⁴³ Vgl. Stiebitz, K.: Effizienzsteigerung durch Mitarbeiterbeteiligung, Universität Lüneburg 1992, S. 63ff.

¹⁴⁴ Jensen, M. C. und W. H. Meckling: Rights and Production Functions: An Application to Labor-managed Firms and Codetermination, in: Journal of Business 52 Jg. (4)/1979, S. 474.

die Vorteile dabei nur den in ihren Rechten gestärkten Arbeitnehmern zukommen und die Nachteile allein der Kapitalgeberseite zufallen, sollten entsprechende Kompensationszahlungen die freiwillige Mitbestimmungseinführung erlauben, solange der Nutzen die Kosten übersteigt, also gerade solange, wie sie effizient ist. Mit der Stichhaltigkeit dieses indirekten Arguments eines negativen Nettoeffekts von Mitbestimmung haben sich verschiedene Autoren kritisch befasst. Es wird argumentiert, dass aufgrund der Tatsache, dass die Mitbestimmung nicht freiwillig vereinbart wird, ökonomisch nicht zwingend auf die Ineffizienz der Mitbestimmungsgesetze geschlossen werden kann.

Partizipationstheorie

Begründet wird die theoretische Gegenposition der Property Rights-Ansätze und die Diskussion über die Effizienz von gesetzlich fixierten Mitbestimmungsregelungen durch die Partizipationstheorie.¹⁴⁵ Aus Sicht der Partizipationstheorie werden der Kapitalbegriff und damit die im Unternehmen gebundenen Ressourcen erweitert und Humankapitalüberlegungen in den Vordergrund gerückt. Es wird gezeigt, dass das von der Property Rights-Theorie genutzte Performancemaß nicht weit genug greift und intangible Erträge bspw. durch eine gestiegene Motivation der Arbeitnehmer, die sich in der Steigerung ihrer Produktivität oder durch ein stärkeres Vertrauen in die Arbeit des Management durch Informationen äußert, nicht berücksichtigt werden. So wird im Collective-Voice-Modell angenommen, dass das Management eines Unternehmens daran interessiert sein kann, die Arbeitsbedingungen stärker an den Präferenzen der Beschäftigten auszurichten, um hierdurch die Motivation zu steigern und die Fluktuation zu senken.¹⁴⁶ Voraussetzung für eine Verbesserung sind die Informationen über die Präferenzen der Beschäftigten. Haben bessere Arbeitsbedingungen für die Belegschaft den Charakter öffentlicher Güter, hat der einzelne Arbeitnehmer nur einen geringen Anreiz, sich für eine Verbesserung einzusetzen und in entsprechende Verhandlungen und Gespräche mit dem Management einzutreten. Ein gemeinsames Sprachrohr der Beschäftigten ist erforderlich, um die Präferenzen der Arbeitnehmer zu aggregieren und entsprechende Informationen an das Management weiterzuleiten. Diese Funktion kann Mitbestimmung übernehmen. Das Modell liefert somit eine theoretische Erklärung für die betriebliche Mitbestimmung, nicht aber für die Mitbestimmung auf Unternehmensebene. Hier vertritt die Arbeitnehmerbank nicht nur die Interessen der Belegschaft, sondern wirkt an strategischen Entscheidungen und an der Kontrolle des Vorstandes zum Wohle aller am Unternehmen beteiligten Gruppen mit. McCain (1980) entwickelte in diesem Zusammenhang

¹⁴⁵ Vgl. Sadowski, a.a.O., S. 26.

¹⁴⁶ Vgl. Freeman, R. B.: Individual Mobility and Union Voice in the Labor Market, in: American Economic Review, 66 Jg. (2)/1976, S. 364f.

ein Modell, in dem die Arbeitsleistung der Beschäftigten, die sich letztlich in ihrer Produktivität ausdrückt, als variabel angenommen wird und durch die Beteiligung an Entscheidungsprozessen in Form der (quasi-) paritätischen Mitbestimmung gesteigert werden kann.¹⁴⁷ Ein Mitbestimmungssystem führt nach Ansicht des Autors dazu, dass negative Effekte durch nachvertraglichen Opportunismus - der infolge der Unmöglichkeit der vollständigen Spezifizierung des Vertragsinhalts bei Verhandlungen zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern möglich ist - ausgeschlossen werden können. Weiterhin argumentieren Freeman/Lazear (1996) unter der Annahme, dass Arbeitnehmer weniger gut über die wirtschaftliche Situation des Unternehmens informiert sind, aber bei Vorliegen einer Unternehmenskrise bereit wären Zugeständnisse hinzunehmen, für das Management ein Anreiz existiere, eine solche Krise vorzutäuschen. Die Arbeitnehmer könnten diese Situation antizipieren, weshalb sie auch in tatsächlichen Krisensituationen eine entsprechende Mitteilung nicht ernst nehmen würden und zu keinerlei Einbußen bereit seien. Dies hätte nicht nur für das Management und die Arbeitnehmer, sondern auch für die Aktionäre starke negative Auswirkungen, die durch gesetzliche Mitbestimmungsregelungen und den damit verbundenen institutionellen Informationszugang von Seiten der Beschäftigten, der das Vertrauen in unternehmerische Entscheidungen stärkt, verhindert werden können.¹⁴⁸

In Bezug auf die Hypothese von Jensen/Meckling zur Effizienz einer gesetzlichen Regelung für Mitbestimmung werden im folgenden einige wesentliche kritische Betrachtungsweisen skizziert. Die Vertreter der Transaktionskostentheorie argumentieren, dass Jensen/Meckling in einer Welt ohne Verhandlungskosten durchaus Recht hätten und es tatsächlich effizienter wäre, alle Ansprüche der Arbeitnehmer individuell auszuhandeln. Erst bei kostspieligen Verhandlungen könnten kollektive Auseinandersetzungen mit Arbeitnehmervertretern lohnend sein, wobei die Verfahren jedoch individuell geführt werden müssten. Die Kosten eines solchen prinzipiell infiniten Regresses ließen bezweifeln, dass es freiwillig zur Einführung entsprechender Organe käme.¹⁴⁹ Gesetzliche Regelungen ermöglichen hingegen kollektive Verhandlungen ohne solchen Koordinationsaufwand und sorgen somit für eine geregelte Form der Konfliktbewältigung im Unternehmen. Weiterhin argumentieren Levine/Tyson (1990), dass der Markt durch ein Gefangenendilemma suboptimale Zustände hervorbringt und daher nicht von selbst möglicherweise effizienzsteigende Mitbestimmungsregelungen einführt. In einem Szenario adverser Selektion zeigen die Autoren, dass bei

¹⁴⁷ Vgl. McCain, R. A.: A Theory of Codetermination, in: Journal of Economics, 40 Jg.(1/2)/1980, S. 66f.

¹⁴⁸ Vgl. Freeman, R. B. und E. P. Lazear: An Economic Analysis of Works Councils, NBER Working Paper No. 4918, Cambridge 1994, S. 8ff.

¹⁴⁹ Vgl. Gerum, E. und H. Wagner: Economics of Labor Co-Determination in View of Corporate Governance, in: Hopt, K. J. u.a. (Hrsg.): Comparative Corporate Governance, Oxford 1998, S. 344f.

gleichzeitiger Existenz von mitbestimmten und nichtmitbestimmten Unternehmen am Markt erstere tendenziell die „lemons“ unter den Arbeitnehmern anziehen würden.¹⁵⁰ Diese These beruht auf der Annahme einer vorvertraglichen asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Unternehmensleitung und Beschäftigten. Wenn der Arbeitgeber vor Abschluss des Arbeitsvertrages nicht in ausreichendem Maße die Produktivität eines potentiellen Arbeitnehmers beurteilen könne, bestehe die Gefahr, dass durch Mitwirkungsrechte gerade die weniger produktiven Arbeitnehmer angezogen werden würden. Auf Grund anderer Anreiz- und Entlohnungsstrukturen wählen die weniger produktiven Arbeitnehmer systematisch mitbestimmte Unternehmen, da diese für sie profitabler sind. Es wird angenommen, dass dem freiwillig initiativen Unternehmen durch die „lemons“ Verluste entstehen, obwohl durch die Einführung von Mitbestimmungsregelungen die Produktivität jedes Arbeitnehmers steige. Wenn dagegen für alle Unternehmen Mitbestimmungsregelungen gelten würden, wäre die Verteilung der produktiven und weniger produktiven Arbeitnehmer identisch zu der Situation ohne Mitbestimmung, allerdings bei gesteigener Produktivität eines jeden einzelnen.¹⁵¹ Ein solches Szenario rechtfertigt gesetzgeberische Eingriffe, da sie zu einer gesamtwirtschaftlichen Effizienzsteigerung führen, die ohne diese Eingriffe nicht zustande käme, da kein Unternehmen aufgrund der angenommenen adversen Selektion den ersten Schritt machen würde. Ein weiteres theoretisches Argument ist erneut auf Freeman/Lazear (1996) zurückzuführen. Die Autoren betonen, dass Mitbestimmung sowohl alloкатive als auch distributive Effekte habe und diese nicht unabhängig voneinander zu betrachten sind.¹⁵² Die Höhe und Verteilung der gemeinsamen Wertschöpfung beeinflussen sich dabei gegenseitig. Einerseits sind die Beschäftigten aufgrund von Beteiligungsrechten produktiver, was auf die gestiegene Motivation, aber auch auf eine bessere Absicherung ihrer spezifischen Human kapitalinvestitionen zurückzuführen sei, andererseits würde auch ihre Verhandlungsmacht steigen, so dass sie von dem nun größeren erwirtschafteten Ertrag einen überproportional großen Anteil verlangen. Wenn dies dazu führe, dass die Arbeitgeber trotz der gestiegenen Produktivität ihrer Beschäftigten danach absolut schlechter gestellt wären, würden sie freiwillig keine Mitbestimmungsregelungen implementieren. Ökonomisch ausgedrückt würde Mitbestimmung nach dieser Argumentation zwar eine Pareto-Verschlechterung gegenüber dem mitbestimmungsfreien Zustands darstellen, jedoch im Sinne von Kaldor-Hicks¹⁵³ eine höhere

¹⁵⁰ Vgl. Levine, D. I.: Participation, Productivity, and the Firm's Environment, in: California Management Review, 32 Jg. (4)/1990, S. 93ff.

¹⁵¹ Vgl. Levine, a.a.O., S. 99.

¹⁵² Vgl. Freeman/Lazear, a.a.O., S. 3ff.

¹⁵³ Ein Zustand wird dann als Kaldor-Hicks-Effizient bezeichnet, wenn die Nutzensumme aller Beteiligten maximiert wird ohne auf die Verteilung der einzelnen Nutzen zu achten. Vgl. Sadowski/Junkers/ Lindenthal,

Effizienz erreichen. Ein weiteres Argument für die Notwendigkeit von gesetzlichen Mitbestimmungsregeln ist die Bedeutung von Investitionen in unternehmensspezifisches Humankapital von Seiten der Arbeitnehmer.¹⁵⁴ Die Schwierigkeiten der vollständigen Kontrahierbarkeit der aus einem Arbeitsverhältnis entstehenden Quasi-Renten¹⁵⁵ erfordert, so die Argumentation, ebenfalls ein staatliches Eingreifen. Durch spezifische Investitionen würden die Arbeitnehmer von ihrem Arbeitgeber abhängig. „Nachvertraglich“ könnte der Arbeitgeber die entstehende Abhängigkeit nutzen, um die Arbeitnehmer ihres Anteils an der im Laufe des Beschäftigungsverhältnisses entstehenden Quasi-Rente „zu berauben“. Rational handelnde Arbeitnehmer könnten diese Gefahr antizipieren und nur auf einem ineffizientem Niveau in unternehmensspezifisches Humankapital investieren. Durch gesetzlich zwingende Beteiligung der Arbeitnehmer in Entscheidungs- und Kontrollgremien könnten die spezifischen Investitionen jedoch geschützt werden.

Die Darstellung beider Theoriestränge zeigt, dass keine eindeutige Bewertung gesetzlicher Mitbestimmungsregelungen aus theoretischer Sicht existiert. Mitbestimmung schränkt aus Sicht der Property Rights-Theorie die Verfügungsgewalt über die Produktionsmittel ein und übt aus dieser Argumentation heraus einen entwertenden Effekt auf das Eigentum der Anteilseigner aus. Als Konsequenz werden negative Effizienzwirkungen erwartet. Die Analyse aus Sicht der Partizipationstheorie zeigt, dass es Quellen möglicher Erträge aus Mitbestimmung gibt, die letztlich auch den Eigentümern zugute kommen. So trägt Mitbestimmung zu einer höheren Arbeitsmotivation bei, die zu mehr Produktivität führt, sorgt für eine geregelte Form der Konfliktbearbeitung, fördert die soziale Integration im Unternehmen und sichert den Informationsfluss zwischen Beschäftigten und Unternehmensleitung. Offen bleibt allerdings, ob sich die negativen und positiven Effekte der ökonomischen Effizienz die Waage halten oder ob Vorteile bzw. Nachteile überwiegen. Auch die von Jensen/Meckling etwas provokant formulierte Hypothese, dass allein die Notwendigkeit von gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen auf ihre Ineffizienz hinweist wird durch zahlreiche kritische Überlegungen relativiert.

a.a.O., S. 113f.

¹⁵⁴ Arbeitnehmer werden nach diesem Ansatz als Investoren in ihr Humankapital betrachtet. Es wird zwischen allgemeinem Humankapital und unternehmensspezifischem Humankapital unterschieden, wobei das letztere für andere potentielle Arbeitgeber nutzlos oder zumindest weniger wert ist. Vgl. Smith, S. C.: On the Economic Rationale for Codetermination Law, in: *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 16 Jg.(2)/1991, S. 277.

¹⁵⁵ Der Begriff Quasi-Rente bezeichnet die Differenz zwischen dem Wert einer Ressource bei kombinierter Verwendung innerhalb der Kooperationsbeziehung und ihren Wert bei nächstbesten Verwendung im Falle des Scheiterns der Kooperationsbeziehung. Vgl. Dilger, A., Frick, B. und G. Speckbacher: Mitbestimmung als zentrale Frage der Corporate Governance, in: Frick, B., Kluge, N. und W. Streeck (Hrsg.): *Die wirtschaftlichen Folgen der Mitbestimmung*, Frankfurt am Main 1999, S. 26.

7.2.2 Produktivität versus Profitabilität: Empirische Befunde

Im Folgenden wird anhand von empirischen Studien die Auswirkung von Aufsichtsratsmitbestimmung auf die Performance von Unternehmen daraufhin untersucht, ob sich eine empirische Evidenz für eine der beiden Theoriepositionen - Property Rights- versus Partizipationstheorie - nachweisen lässt. Die vorliegenden Studien beschäftigen sich insbesondere mit der (quasi-) paritätischen Mitbestimmung nach dem MitbestG von 1976. Als Indikator für die Messung der Effekte von Unternehmensmitbestimmung lassen sich die Studien nach der Messung durch direkte Kenngrößen, wie die der Unternehmensgewinne bzw. des Shareholder-Value und der Wertschöpfung in Form des generierten Umsatzes zu einem bestimmten Zeitpunkt sowie durch indirekte Indikatoren, wie die Aktienbewertung bzw. Kapitalmarktperformance unterscheiden. Die Analyse der Börsenkurse schließt dabei im Gegensatz zur Untersuchung der direkten Kenngrößen zu einem bestimmten Zeitpunkt neben der gegenwärtigen Rentabilität die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer über zukünftige Erträge ein.¹⁵⁶ Die ersten Untersuchungen zur ökonomischen Wirkung des MitbestG von 1976 finden sich bei Benelli/Loderer/Lys (1987)¹⁵⁷ sowie Gurdon/Rai (1990)¹⁵⁸ auf der Basis einfacher Mittelwertsvergleiche für die Zeit vor und nach der Einführung des Gesetzes. Beide Studien verwenden jedoch nur sehr kleine Stichproben, und eine Kontrolle über weitere Einflussfaktoren findet nicht statt. Während Benelli/Loderer/Lys keine signifikanten Unterschiede aufzeigen, gelangen Gurdon/Rai zu dem Ergebnis, dass die von den Unternehmen erwirtschaftete Rendite nach 1976 höher ausfällt.¹⁵⁹ Im Folgenden werden einige neuere Studien zu den ökonomischen Auswirkungen der Unternehmensmitbestimmung, die in der einschlägigen wissenschaftlichen Literatur diskutiert werden, dargestellt.

Studie von Schmid und Seger (1998)

Ziel der Studie von Schmid/Seger ist die Überprüfung der statistischen Signifikanz und die Quantifizierung des Einflusses der (quasi-) paritätischen Mitbestimmung auf den Shareholder-Value.¹⁶⁰ Es werden ausschließlich börsennotierte Aktiengesellschaften mit einer kombinierten Zeitreihen-Querschnittsanalyse untersucht. Die für die Analyse verwendeten 160

¹⁵⁶ Vgl. Höpner, Unternehmensmitbestimmung unter Beschuss, a.a.O., S. 23.

¹⁵⁷ Vgl. Benelli, G., Loderer, C. und T. Lys: Labor Participation in Corporate Policy-Making Decisions: West-Germany's Experience with Co-Determination, in: Journal of Business 60 Jg.(4)/1987, S. 553ff.

¹⁵⁸ Vgl. Gurdon, M. A. und A. Rai: Codetermination and Enterprise Performance: Empirical Evidence from West Germany, in: Journal of Economics and Business, 42 Jg.(4)/1990, S. 289ff.

¹⁵⁹ Vgl. Jirjahn, U.: Ökonomische Wirkungen der Mitbestimmung in Deutschland, Überblick über den Stand der Forschung und Perspektiven für zukünftige Studien, in: Sozialer Fortschritt, 55 Jg. (9)/2006, S. 221.

¹⁶⁰ Vgl. Schmid, F. A. und F. Seger: Arbeitnehmermitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 68 Jg.(5)/1998, S. 457.

Beobachtungen stammen aus den Jahren 1976, 1987 und 1991. Das verabschiedete Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer von 1976 wird im 1976er Sample bereits als vom Markt kapitalisiert angenommen. Der Shareholder-Value wird dabei durch den Market-to-Book Ratio des Eigenkapitals operationalisiert.¹⁶¹ Verglichen werden Unternehmen, die der (quasi-) paritätischen Mitbestimmung und der Drittelbeteiligung unterliegen. Die jeweils vertretene Anzahl in der Stichprobe wird nicht genannt. Die Autoren gelangen auf der Basis von Regressionsanalysen zu dem Ergebnis, dass sich paritätische Mitbestimmung im Vergleich zur Drittelbeteiligung negativ auf den Shareholder-Value auswirkt. Die Autoren behaupten zu zeigen, dass der Marktwert des Eigenkapitals durchschnittlich um 21-24% gesteigert werden könnte, wenn die paritätisch mitbestimmten Unternehmen auf eine Drittelbeteiligung übergehen könnten. Mit den Worten der Autoren: „Die Aktionäre der betreffenden Unternehmen wären 21-24 v.H. des herrschenden Marktpreises ihrer Beteiligungen zu zahlen bereit gewesen, hätten sie dadurch die infolge der Einführung der paritätischen Mitbestimmung eingebüßten Entscheidungsrechte wiedererlangen können.“¹⁶² Das Ergebnis ist insofern erstaunlich, als dass es sich in Bezug auf die Stichprobe um durchschnittliche Werte handelt. Es sollte also innerhalb der Stichprobe Unternehmen geben, die noch stärkere Verluste durch das MitbestG hinnehmen mußten, aber vermutlich auch solche, bei denen die negative Auswirkungen geringer waren oder gänzlich ausblieben. Ein methodisches Problem der Untersuchung besteht in der Kontrollgruppenproblematik, da die paritätische Mitbestimmung in der Regel erst bei Unternehmen ab 2.000 Beschäftigten greift, während die Drittelbeteiligung bereits in Unternehmen ab 500 Beschäftigte zur Geltung kommt und so im Ergebnis nicht die Mitbestimmung, sondern der Größeneffekt gemessen werden könnte.¹⁶³ Im Rahmen des seit Anfang der 1980er Jahre diskutierten Strukturwandels in der deutschen Wirtschaft wird die Unternehmensgröße als kausal für die Gewinnentwicklung gesehen. Großunternehmen reagieren demnach nicht so flexibel wie mittelständische Unternehmen. Gleichzeitig haben in Zeiten des Wandels große und kleine Unternehmen nicht die gleichen Überlebenschancen, so dass es in der Stichprobe und dem gewählten Zeitraum ungewollt zu einem Vergleich von profitablen kleinen und tendenziell unprofitablen großen Unternehmen gekommen sein kann. Die Autoren führten aus diesem Grund einen Spezifikationstest durch, der eine weitgehende Invarianz des bisherigen Ergebnis bezüglich des Größeneffektes wiedergibt.¹⁶⁴

¹⁶¹ Der Market-to-Book Ratio bezeichnet dabei den Quotienten aus dem Marktwert des Aktienkapitals und dem Buchwert des Eigenkapitals. Vgl. ebenda, S. 458.

¹⁶² Ebenda, S. 468

¹⁶³ Vgl. Sadowski, a.a.O., S. 36.

¹⁶⁴ Vgl. Schmid/Seeger, a.a.O., S. 464ff.

Studie von Gorton und Schmid (2004)

Die Studie von Gorton/Schmid verfolgt - wie die vorangestellte Untersuchung von Schmid/Seger - ebenfalls das Ziel, den Einfluss der Unternehmensmitbestimmung auf den Shareholder-Value in Form des Market-to-book Ratio des Eigenkapitals zu ermitteln. Verglichen werden wiederum Unternehmen der (quasi-) paritätischen Mitbestimmung mit solchen, in denen eine Drittelbeteiligung der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vorgesehen ist.¹⁶⁵ Im Unterschied zur Studie von Schmid/Seger wurde ein erweiterter Datensatz von 250 börsennotierten Großunternehmen in Deutschland für die Jahre 1989-1993 verwandt. Für jedes der betrachteten Jahre werden Querschnittsschätzungen durchgeführt. Um den Einfluss der Unternehmensgröße von dem Effekt der Mitbestimmung zu trennen, wurde ein semi-parametrisches Verfahren angewandt. Im Ergebnis zeigt auch diese Studie einen negativen Zusammenhang zwischen (quasi-) paritätischer Mitbestimmung und Shareholder-Value im Vergleich zur Drittelbeteiligung. Der von den Autoren als Kapitalmarktdiscount bezeichnete Wert liegt hierbei für den untersuchten Zeitraum im Durchschnitt sogar bei 31%.¹⁶⁶ Gorton/Schmid untersuchen darüber hinaus die Ursachen, die zu einer Verringerung des Shareholder-Value durch die (quasi-) paritätische Mitbestimmung führen könnten. Die Hypothese der Autoren lautet, dass Mitbestimmung die Profitabilität der Unternehmen dadurch beeinflusst, dass sich die Zielfunktion des Unternehmens verändert, die dann darin besteht, Arbeitnehmer gegenüber Entlassungen und Restrukturierungen abzusichern.¹⁶⁷ Es zeigt sich kein Einfluss der paritätischen Mitbestimmung auf das Lohnniveau eines Unternehmens, wohl aber ein positiver Effekt auf das Verhältnis von Beschäftigten zu Umsatz beziehungsweise auf das Verhältnis von Lohnsumme zu Umsatz. Die Autoren sehen dies als Beleg für eine Überbeschäftigung in paritätisch mitbestimmten Unternehmen, die daraus resultiert, dass Entlassungen schwieriger umzusetzen sind. Weiterhin wird angenommen, dass Anteilseigner in paritätisch mitbestimmten Unternehmen Gegenmaßnahmen ergreifen, die sich letztlich negativ auf den Shareholder-Value auswirken, um die Zielfunktion nach ihren Interessen zu verändern.¹⁶⁸ Demnach findet im Vergleich in paritätisch mitbestimmten Unternehmen eine stärkere Bindung von Aufsichtsratsbezügen an den Unternehmenserfolg statt und gleichzeitig wird ein höherer Verschuldungsgrad nachgewiesen, der nach Auffassung der Autoren dafür spricht, dass die Anteilseigner vermehrt auf Fremdkapital setzen, um Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat zu disziplinieren.

¹⁶⁵ Vgl. Gorton, G. und F. A. Schmid: Capital, Labor and the Firm: A Study of German Codetermination, in: Journal of the European Economic Association, 2 Jg. (5)/2004, S. 866.

¹⁶⁶ Vgl. ebenda, S. 879.

¹⁶⁷ Vgl. ebenda, S. 885f.

¹⁶⁸ Vgl. ebenda, S. 894f.

Studie von Baums und Frick (1998/1999)

Während sich die beiden vorangegangenen Studien mit dem Vergleich von drittelparitätischer und (quasi-) paritätischer Mitbestimmung beschäftigen, umgehen Baums/Frick die Kontrollgruppenproblematik und fragen in Form einer Eventstudie, ob Gerichtsurteile zur Auslegung des MitbestG von 1976 einen Einfluss auf die Börsennotierung und damit auf den Marktwert der betroffenen Unternehmen besitzen.¹⁶⁹ Abgesehen von der 1979 abgewiesenen Verfassungsklage von neun Großunternehmen, die nach der Einführung des MitbestG 1976 eingereicht wurde, gab es eine Reihe gerichtlicher Entscheidungen zur Handhabung von gesetzlichen Mitbestimmungsregelungen auf allen Ebenen. Die Autoren vergleichen die Kapitalmarktperformance mitbestimmungspflichtiger Unternehmen vor und nach der Verkündung von 23 Gerichtsurteilen, die die konkrete Umsetzung der Aufsichtsratsmitbestimmung von insgesamt 28 börsennotierten Unternehmen betrafen und im Zeitraum vom Januar 1974 bis zum Dezember 1995 gefällt wurden.¹⁷⁰ Die gesprochenen Urteile lassen sich sowohl als mitbestimmungserweiternde als auch -beschränkende Interpretationen der gesetzlichen Regelungen auffassen. Sollte Mitbestimmung sachlich relevant für die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen sein, so müsste sich ein statistisch signifikanter Unterschied in der abnormalen Kursreaktion der betroffenen Unternehmen - abhängig vom Vorzeichen der Gerichtsentscheidungen - ausmachen lassen. Als abhängige Variable gilt die abnormale bzw. die kumulierte abnormale Rendite, das heißt die Differenz zwischen der Rendite eines Unternehmens oder einer Branche und der Rendite des Gesamtmarktes zu einem bestimmten Zeitpunkt. Im Ergebnis kommen Baums/Frick zu keinem statistisch gesichertem Einfluss der gerichtlichen Entscheidungen auf die Börsennotierung der betroffenen Unternehmen.¹⁷¹ Es zeigt sich zwar ein positiver, jedoch statistisch nicht signifikanter Schätzkoeffizient der abnormalen Rendite für den Fall, dass durch die Gerichtsentscheidung eine Ausdehnung der Mitbestimmungsrechte der Belegschaft herbeigeführt wurde, also das genaue Gegenteil dessen, was anhand der bisher vorgestellten Studien zu erwarten wäre. Offensichtlich spielen die Mitbestimmungsurteile für die Anleger keine Rolle. Es kommen zwei mögliche Gründe in Frage: Entweder übt Mitbestimmung letztlich doch keinen Einfluss auf die Profitabilität aus oder aber die Urteile verändern die Rechte der Arbeitnehmervertreter nur so geringfügig, dass sie für die Wahrnehmung der Anleger offenbar keine entscheidungsrelevante Information enthalten. Methodisch stellen die Autoren selbst heraus, dass sie in sehr kurzen Zeiträumen

¹⁶⁹ Vgl. Frick, B.: Kontrolle und Performance der mitbestimmten Unternehmung, in: Windolf, P. (Hrsg.): Finanzmarkt-Kapitalismus, Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, S 425.

¹⁷⁰ Vgl. ebenda, S. 425.

¹⁷¹ Vgl. ebenda, S. 429.

nach Reaktionen suchen, so dass es auch schlichtweg möglich wäre, dass die Kursreaktionen zwar vorhanden waren, aber lediglich in dem gewählten Zeitraum nicht gemessen werden konnten.¹⁷²

Studie von FitzRoy und Kraft (2005)

Die Studie von FitzRoy/Kraft wählt als Indikator für die Effizienz von Mitbestimmung im Gegensatz zu den Studien von Schmid/Seeger und Gorton/Schmid nicht die Profitabilität sondern den Umsatz, den ein Unternehmen erzielt.¹⁷³ Damit steht nicht die Verteilung sondern die Höhe des zu verteilenden „Kuchens“ und damit die Produktivität im Vordergrund der Untersuchung. Weitere Unterschiede sind der Einbezug von nicht börsennotierten Unternehmen sowie die Konzentration auf das verarbeitende Gewerbe. Es werden 179 Unternehmen in den Zeiträumen von 1972-1976 und 1981-1985 untersucht. Um den Einfluss der Mitbestimmung von dem Größeneffekt zu trennen, wird zudem eine Difference-in-Difference Methode angewendet. Zum einen werden Unternehmen kontrolliert, die mehr als 2.000 Beschäftigte haben und zum anderen wird innerhalb dieser Unternehmen unterschieden, ob die jeweilige Beobachtung aus der Zeit vor bzw. aus der Zeit nach der Einführung der paritätischen Mitbestimmung stammt. Zusammenfassend zeigen die Schätzungen von FitzRoy/Kraft, dass die Einführung der paritätischen Mitbestimmung einen zwar verhältnismäßig kleinen, aber statistisch signifikanten positiven Einfluss auf den Umsatz der Unternehmen ausgeübt hat.¹⁷⁴ Nach Auffassung der Autoren ist dies ein Hinweis darauf, dass die Wirkung von Mitbestimmung der Effizienz von Unternehmen nicht zwangsläufig schaden muss. Insgesamt gelangen sie mit ihrer aktuellen Untersuchung zu einer deutlich positiveren Einschätzung der Unternehmensmitbestimmung als in ihrer älteren Studie von 1993. In der Studie von 1993 untersuchten die Autoren die Effekte der paritätischen Mitbestimmung auf die Wertschöpfung und Eigenkapitalrendite von 68 großen deutschen Unternehmen anhand der Analyse von Produktions- und Arbeitskostenfunktion.¹⁷⁵ Auf der Basis von Beobachtungen aus den Jahren 1975 und 1983 vergleichen sie den Zustand nach der Einführung der paritätischen Mitbestimmung durch das MitbestG von 1976 mit dem Zustand vor der Einführung, der durch die Drittelbeteiligung nach dem BetrVG von 1952 charakterisiert war. Im Ergebnis ergaben sich sowohl negative Auswirkungen auf die Produktivität als auch auf die Gewinnentwicklung der betroffenen Unternehmen.

¹⁷² Vgl. ebenda, S. 427f.

¹⁷³ Vgl. FitzRoy, F. R. und K. Kraft: Co-determination, Efficiency and Productivity, IZA Discussion Paper No. 1442, Bonn 2004, S. 3f.

¹⁷⁴ Vgl. ebenda, S. 19.

¹⁷⁵ Vgl. FitzRoy, F. R. und K. Kraft: Economic Effects of Codetermination, in: Scandinavien Journal of Economic Behavior and Organization, 26/1993, S. 365ff.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die dargestellten ökonometrischen Untersuchungen nicht nur durch ein beachtliches Maß an Heterogenität in sich sondern auch durch die Heterogenität der Ergebnisse bezüglich der Wirkung der Aufsichtsratsmitbestimmung auf den Shareholder-Value und die Produktivität der Unternehmen gekennzeichnet sind. Im Hinblick auf die Profitabilität - gemessen am Shareholder-Value und dem Börsenwert - reicht die Spannweite von negativen Effekten bis hin zu nicht nachweisbaren Wirkungen. Im Hinblick auf die Produktivität - gemessen an der Wertschöpfung oder am Umsatz - reichen die Resultate von negativen bis hin zu positiven Effekten. Aus der Betrachtung der neueren Untersuchungen von FitzRoy/Kraft und Gorton/Schmid könnte geschlossen werden, dass Unternehmensmitbestimmung gleichzeitig die Produktivität erhöht und die Profitabilität senkt. Dies würde - bezogen auf die Darstellung der Theorie in Kapitel 7.3.1 - sowohl eine Bestätigung der Property Rights- als auch der Partizipationstheorie entsprechen. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass sich die Untersuchungen sowohl im Hinblick auf die Stichproben der Unternehmen und den betrachteten Zeitraum als auch in der verwendeten Methode erheblich unterscheiden. Dabei weisen die Untersuchungen teilweise gravierende methodische Probleme im Hinblick auf den Größeneffekt oder durch die gewählten Zeiträume auf, so dass eine eindeutige Aussage aufgrund der vorliegenden Studien kaum möglich erscheint. Es kann aufgrund der Ergebnisse kaum davon gesprochen werden, dass eine der beiden dargestellten Theoriepositionen die Wirklichkeit besser erklärt als die andere. Dies heißt nicht, dass den Ergebnissen keine sachliche Relevanz¹⁷⁶ zuzuordnen ist, sondern lediglich, dass die bisherigen Studien kaum in der Lage sind, diese sachliche Relevanz zweifelsfrei nachzuweisen. Neben den ökonomischen Effekten der Aufsichtsratsmitbestimmung wird vielfach in der oben genannte Debatte auf eine Benachteiligung deutscher börsennotierter Großunternehmen gegenüber der ausländischen Konkurrenz auf dem Kapitalmarkt hingewiesen, die auf eine vermeintlich negative Bewertung der deutschen Unternehmensmitbestimmung durch potentielle ausländische Investoren zurückzuführen ist. Aus diesem Grund erfolgt im nächsten Abschnitt eine nähere Betrachtung der Kriterien, nach denen institutionelle Investoren ihre Entscheidungen auf den internationalen Kapitalmärkten bezüglich der Zusammensetzung ihres Investitionsportfolios treffen.

¹⁷⁶ Sachlich relevant sind solche Informationen, die überhaupt eine Wirkung auf die Unternehmensperformance haben, bei der zeitlichen Relevanz geht es um die Frage, welchen Verlauf der Informationsfluss nimmt. Das heißt mit anderen Worten, wann beispielsweise der Kapitalmarkt die sachlich relevanten Informationen im Kurs verarbeitet. Das Vorliegen von zeitlicher Relevanz unterstellt mithin einen temporär ineffizienten Kapitalmarkt. Vgl. Sadowski, a.a.O., S. 23.

7.2.3 Aufsichtsratsmitbestimmung als Standortfaktor

In der derzeitigen Debatte über die Unternehmensmitbestimmung wird hinsichtlich der vermeintlich negativen Bewertung börsennotierter deutscher Großunternehmen von Seiten potentieller Investoren vielfach eine Studie von der Beratungsfirma McKinsey (2000)¹⁷⁷ zitiert, in der Standortmerkmale hinsichtlich ihrer Kapitalmarkteffekte verglichen werden. So schreibt Kaden, Chefredakteur des *manager magazin*: „Kapitalmarktexperten schätzen jetzt schon, dass auf Grund der Mitbestimmung deutsche Aktien zwanzig Prozent weniger wert sind als die Anteilsscheine vergleichbarer ausländischer Unternehmen.“¹⁷⁸ Hier werden jedoch Effekte der kapitalseitigen Unternehmenskontrolle in irreführender Weise als Wirkungen der Unternehmensmitbestimmung interpretiert. In der Studie von McKinsey werden zweihundert international operierende institutionelle Investoren befragt, ob sie bereit seien, bei identischer finanzieller Performance für die Aktien eines im Hinblick auf die Standards der Unternehmenskontrolle gut geführten Unternehmens mehr zu zahlen als für die Anteile eines schlecht geführten Unternehmens.¹⁷⁹ Als Merkmale guter Unternehmensführung galten dabei die Bereitschaft zur Kommunikation mit den Investoren, die Unabhängigkeit der Direktoren und die Beteiligung des Managements am finanziellen Unternehmenserfolg. Im Ergebnis gaben 80% der institutionellen Investoren an, Firmen unabhängig von deren finanziellen Erfolg auch nach den Standards ihrer Unternehmenskontrolle zu bewerten. Der von Kaden zitierte Aktienkursdiscount ist also gleichbedeutend mit einem Abschlag für kapitalmarktgewandte Unternehmen. McKinsey stellte dabei heraus, dass die Höhe des Abschlags von Land zu Land unterschiedlich ausfällt. Dabei ergab sich innerhalb der Gruppe von westlichen Industrienationen der Abschlag für italienische Unternehmen als am höchsten, gefolgt von japanischen und deutschen Unternehmen (mit Abschlägen von jeweils 20,2%).¹⁸⁰ Am zufriedensten äußerten sich die Investoren gegenüber amerikanischen, britischen, schweizerischen und schwedischen Unternehmen. Für die Thematik der Arbeit stellt sich die Frage, ob der von der Studie ausgewiesene Aktienpreisdiskont für deutsche börsennotierte Großunternehmen ursächlich auf die Unternehmensmitbestimmung zurückzuführen ist. Es würde also unterstellt werden, dass die in der Untersuchung angenommenen Merkmale einer guten Unternehmensführung, wie die Transparenz gegenüber den Investoren, die unabhängige Unternehmensaufsicht und die erfolgsabhängige Managervergütung als Gegenkräfte der Unternehmensmitbestimmung betrachtet werden. Sowohl eine Studie der OECD zum

¹⁷⁷ Vgl. McKinsey: Investor Opinion Survey, London 2000, <http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf>

¹⁷⁸ Kaden, W.: Der deutsche Weg, in: *manager magazin*, 4/2003, S.90.

¹⁷⁹ Vgl. McKinsey, Investor Opinion Survey, a.a.O., S. 8.

¹⁸⁰ Vgl. ebenda, S. 16.

Zusammenhang von betrieblicher Mitbestimmung und der Kapitalmarktorientierung von Unternehmungen, als auch dessen Weiterentwicklung hinsichtlich der Unternehmensmitbestimmung von Höpner zeigen, dass zwischen den Kapitalmarktabschlägen und der Reichweite der Mitbestimmung sowohl auf betrieblicher als auch auf Unternehmensebene kein statistischer Zusammenhang besteht und nicht einmal die Richtung des Vorzeichens mit den Erwartungen übereinstimmt.¹⁸¹ Der suggerierte Zusammenhang zwischen Aktienpreisdiskont und Unternehmensmitbestimmung existiert so offenbar nicht. Trotz der niedrigen Fallzahlen zeigt Höpner weiterhin, dass die national ermittelten Aktienpreisdiskonts in signifikanter Weise auf Merkmale der nationalen Systeme der Unternehmenskontrolle zurückgeführt werden können.¹⁸² So reagieren institutionelle Investoren avers auf insiderorientierte, den Kapitalmarktteilnehmern nur unzureichende Informationen vermittelnde Rechnungslegungsstandards. Auch aus Angst vor der Übervorteilung der Großaktionäre bevorzugen institutionelle Investoren Länder, in denen Minderheitsaktionäre eine bedeutende Stellung haben. Der stärkste Zusammenhang zwischen dem nationalen System der Unternehmenskontrolle und des Aktienpreisdiskonts zeigt sich jedoch in dem Grad der Aktivitäten der Fusions- und Übernahmehäufigkeit. Aktive Märkte der Unternehmenskontrolle erhöhen aus Sicht der institutionellen Investoren die Wahrscheinlichkeit, dass sich ökonomische effiziente Unternehmensstrukturen herausbilden. Der von McKinsey ermittelte Aktienkursdiskont kann somit ursächlich auf die Kapitalseite der Unternehmen und auf die allgemeine Organisation der nationalen Finanzmärkte zurückgeführt werden, nicht aber auf die hier diskutierte Unternehmensmitbestimmung.

Besonders hervorzuheben sind für den im ersten Teil der Arbeit skizzierten Wandel in der Unternehmensführung und -kontrolle deutscher Großunternehmen seit den 1990er Jahren, die Ergebnisse der wiederholten Studie von McKinsey aus dem Jahr 2002. Innerhalb der Gruppe der westlichen Industrienationen sind die von den Investoren erfragten Wertabschläge fast durchweg gesunken. Für die deutschen Großunternehmen wurden dabei Abschläge von 20% auf 13% gemessen.¹⁸³ Damit zählt Deutschland nun neben Großbritannien, Kanada, Schweden und Frankreich zu den Ländern mit den niedrigsten erhobenen Aktienpreisdiskonts, noch vor der Schweiz und den USA. Das gestiegene Vertrauen der institutionellen Investoren in die deutsche Unternehmenskontrolle lässt sich sicherlich nicht zuletzt auf den in

¹⁸¹ Vgl. OECD: Labour Standards and Economic Integration, in: OECD: Employment Outlook, Paris 1994, S. 154 und Höpner, Unternehmensmitbestimmung unter Beschuss, a.a.O., S. 24f.

¹⁸² Vgl. ebenda, S. 25.

¹⁸³ Vgl. McKinsey: Global Investor Opinion Survey: Key Findings, London 2002, <http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf>, S. 6.

Kapitel 2.3 skizzierten Umbau der deutschen Großunternehmen nach dem Shareholder-Value Ansatz und den gestiegenen Schutz der Minderheitsaktionäre durch die in Kapitel 5.3.3 dargestellten gesetzlichen Regelungen zurückführen. Veränderungen in der Unternehmensmitbestimmung gab es in diesem Zeitraum nicht.

Zusammenfassend lässt sich aus der Studie von McKinsey keine Wettbewerbsbenachteiligung deutscher börsennotierter Großunternehmen auf dem Kapitalmarkt, die ursächlich auf die Unternehmensmitbestimmung zurückzuführen ist, feststellen. Im Gegenteil, gerade die in der Abbildung II dargestellte steigende Beteiligung ausländischer Privataktionäre weist vielmehr auf eine entgegengesetzte Richtung hin. So könnte das Ergebnis der Studie von 2002 auch dahingehend interpretiert werden, dass im Zuge großer Unternehmensskandale aufgrund von Bilanzfälschungen wie bei Enron (2000) der Vertrauensvorsprung, den die Investoren der US-amerikanischen Variante der Unternehmenskontrolle noch im Jahr 2000 entgegengebracht haben, geschwunden ist. Im Vergleich werden die kontinentaleuropäischen Mischformen aus Insider- und Kapitalmarktkontrolle im Jahr 2002 besser bewertet.¹⁸⁴ Hinsichtlich der Unternehmensmitbestimmung zeigen die McKinsey Studien, dass Investoren für die Mitbestimmung kein besonderes Interesse zeigen, offenbar keine Verminderung der Effizienz erwarten und sie bei der Zusammenstellung und Bewertung ihres Portfolios ignorieren. Dies bestätigen auch die in Kapitel 5.2 dargestellten Ergebnisse der Studie von Steiger über die Kriterien der Investitionsentscheidungen von institutionellen Investoren, die sich in erster Linie nach dem Potenzial der Wertsteigerung, einer klaren Unternehmensstrategie, der Konzentration auf das Kerngeschäft, der Qualität des Managements und der Transparenz der Rechnungslegung orientieren.

Nachdem sich die vorangegangene Argumentation auf die ökonomische Wirkung von Aufsichtsratsmitbestimmung anhand von theoretischen Überlegungen und ihrer empirischen Evidenzen sowie der Bewertung von Seiten institutioneller Investoren bezogen hat, wird im Folgenden darauf eingegangen, welche konkrete Rolle Aufsichtsratsmitbestimmung beim Umbau der Unternehmen nach den in Kapitel 2.3 dargestellten Shareholder-Value Kriterien spielen kann. In der Kritik über die Aufsichtsratsmitbestimmung wird unterstellt, dass diese den Umbau der Unternehmen nach Kapitalmarktkriterien behindert. Im nächsten Abschnitt wird anhand der Darstellung eines Unternehmensvergleichs verdeutlicht, ob und inwieweit sich dies in der Praxis bestätigen lässt.

¹⁸⁴ Vgl. ebenda, S. 6.

7.3 Unternehmensmitbestimmung in der Praxis

Ein besonders eindrucksvolles Beispiel, welche konkrete Rolle Unternehmensmitbestimmung im Rahmen kapitalmarktindizierter Restrukturierungen in Richtung des Shareholder-Value Ansatzes in Unternehmen spielen kann, zeigt eine weitere Studie, die im Rahmen des bereits in Kapitel 2.3 genannten Projektes des Max-Planck-Institutes für Gesellschaftsforschung in Köln durchgeführt wurde. Die Studie entwickelt ein Verfahren, in dem das Ausmaß der Intensität von Mitbestimmung unterschieden wird.¹⁸⁵ Es wurde ein Indikator gebildet, der hinsichtlich der Intensität der Unternehmensmitbestimmung ein Ranking großer deutscher Unternehmen vornimmt. Entscheidende Kriterien sind hierbei sowohl die Kompetenzausstattung der Arbeitnehmer in Form der Anzahl und Qualität existierender zustimmungspflichtiger Geschäfte als auch die Position der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat in Form der Funktion des stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden, des Arbeitsdirektors und die Zusammensetzung des Investitionsausschusses.¹⁸⁶ Der Indikator ermöglicht quantitative Berechnungen hinsichtlich des Einflusses der Unternehmensmitbestimmung auf die Unternehmenspolitik und -performance. Mit Hilfe des Mitbestimmungsindikators werden die Zusammenhänge zwischen der Mitbestimmung und der kapitalmarktorientierten Restrukturierung in Form einer Regressionsanalyse berechnet. Im Ergebnis liefert die Analyse keinen Hinweis für die These, dass Unternehmensmitbestimmung den tiefgreifenden Umbau der Unternehmen behindert oder erschwert oder ein negativer Zusammenhang zwischen der Stärke der Unternehmensmitbestimmung und dem Ausmaß der Restrukturierungen besteht.¹⁸⁷ Ein konkreter Vergleich des Ablaufs von kapitalmarktindizierten Restrukturierungen der E.on AG und der Siemens AG zeigt vielmehr das Gegenteil:

Während beide Unternehmen Mitte der 1990er Jahre breit diversifiziert waren und seither erheblich restrukturiert wurden, ist Siemens gemäß des Index zur Messung der Intensität der Unternehmensmitbestimmung sehr schwach und E.on sehr stark mitbestimmt.

Der Vorstand der Siemens AG verabschiedete 1998 ein „10-Punkte-Programm zur nachhaltigen Steigerung der Ertragskraft“. Dazu gehörten die Straffung des Geschäftsportfolios, die Stärkung von strategisch wichtigen Zukunftsfeldern, die Ausrichtung aller Entscheidungen am Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes sowie die Vorbereitung auf den Börsengang in den USA.¹⁸⁸ Zur Umsetzung hat es erhebliche Eingriffe am Standort

¹⁸⁵ Vgl. Zugehör, R.: Mitbestimmt ins Kapitalmarktzeitalter, in: Mitbestimmung 5/2001, S. 39.

¹⁸⁶ Vgl. ebenda, S. 40.

¹⁸⁷ Vgl. ebenda, S. 39.

¹⁸⁸ Vgl. ebenda, S. 40.

Deutschland gegeben. Die Restrukturierungsmaßnahmen kosteten bislang 40.000 Mitarbeitern den Arbeitsplatz. Ein Unternehmensbereich, der das Siemens-Geschäftsergebnis über Jahre verschlechterte, wurde mit etwa 40 Milliarden Euro an der Börse platziert. Siemens ist nach den oben genannten Kriterien vergleichsweise schwach mitbestimmt. Der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende ist kein externer Gewerkschafter, der Arbeitsdirektor gehört nicht der Gewerkschaft an und es existieren keine zustimmungspflichtigen Geschäfte im Aufsichtsrat. Dementsprechend legte der Vorstand der Siemens AG das tiefgreifende 10-Punkte-Programm zum Umbau des Konzerns dem Aufsichtsrat ohne vorherige Absprache mit der Arbeitnehmervertretung vor. Die Siemens-Betriebsräte und Mitarbeiter antworteten 1999 mit einem bundesweiten „Siemens-Aktionstag“ gegen den geplanten Umbau. Am Tag vor der Hauptversammlung demonstrierten Teile der Siemens-Beschäftigten vor der Münchner Börse gegen die anstehenden Restrukturierungen. Der Restrukturierungsprozess ging mit erheblichen Konflikten einher und die zahlreichen Entlassungen führten zu einer großen Verunsicherung der Beschäftigten, die das Vertrauen in den schwierigen Konzernumstrukturierungsprozess und in das Management verschlechterte.¹⁸⁹

Der kapitalmarktorientierte Restrukturierungsprozess bei der E.on AG setzte bereits Mitte der 1990er Jahre ein. Das vordem staatliche Unternehmen wurde 1987 vollständig privatisiert und die Bundesregierung platzierte ihre Kapitalanteile an der Börse. Die einstige Diversifizierungsstrategie wurde abrupt beendet. Die Fokussierung auf die Kernkompetenzen Energie und Chemie stehen seither im Vordergrund der Unternehmenspolitik.¹⁹⁰ Nach dem oben genannten Index gehört E.on zu den stark mitbestimmten Unternehmen in Deutschland. Es existiert ein breiter Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte, der die Aufsichtsratsmitglieder mit einer hohen Kompetenz bei Unternehmensentscheidungen ausstattet. Der stellvertretende Aufsichtsratsvorsitzende ist ein externer Gewerkschafter und die Vorsitzenden der Gewerkschaft ver.di sind für die Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat aktiv. Überdies wird der Arbeitsdirektor von der Arbeitnehmerbank im Aufsichtsrat vorgeschlagen, obwohl nach dem Mitbestimmungsgesetz von 1976 die Ernennung des Arbeitsdirektors ohne die Mitwirkung der Arbeitnehmer erfolgen könnte. Im Gegensatz zum relativ konfliktreichen Prozess der Siemens AG, liefen die tiefgreifenden Umbaumaßnahmen bei E.on ohne Proteste von Seiten der Mitarbeiter ab. Die Arbeitnehmervertreter wurden frühzeitig in die Restrukturierungspläne des Managements und der Anteilseigner eingebunden. Der Informationsaustausch über die Unternehmensstrategie zwischen

¹⁸⁹ Vgl. ebenda, S. 41.

¹⁹⁰ Vgl. ebenda, S. 41.

Management und Arbeitnehmervertreter gilt nach wie vor als sehr intensiv.¹⁹¹ Die Arbeitnehmervertreter verstehen sich nicht als Gegenmacht im Unternehmen, sondern als Co-Management und tragen die Entscheidung der Unternehmensleitung sich auf die neu definierten Kernkompetenzen zu konzentrieren und Randbereiche zu verkaufen mit. Weiterhin wird eine hohe Konsensorientierung des Managements und der Arbeitnehmervertretung beobachtet. Die Arbeitnehmervertreter üben bei E.on mittlerweile die Funktion des Managements und das von Unternehmensberatern aus und gestalten den vom Kapitalmarkt geforderten Restrukturierungsprozess aktiv mit. Der Verkauf von Unternehmensteilen bedeutet hier nicht zwangsläufig den Abbau von Arbeitsplätzen. Die Arbeitnehmervertretung hat im Gegensatz zum vorher dargestellten Beispiel von Siemens die Möglichkeit, den Konzernumbau sozialverträglicher zu gestalten. Der einschneidende Umbau des Konzerns ist dadurch bei E.on mit weniger Misstrauen und Ängsten vor Beschäftigungsabbau von Seiten der Belegschaft behaftet.

Es ging in diesem Beispiel weniger darum, die Restrukturierungsprozesse beider Unternehmen an sich zu beurteilen oder auch deren Einfluss auf die Unternehmensperformance zu ermitteln, sondern darum zu zeigen, dass auch eine starke Unternehmensmitbestimmung den kapitalmarktorientierten Umbau der Unternehmen nicht zwangsläufig behindert und sogar im Unterschied zu einer schwachen Unternehmensmitbestimmung für eine reibungslose und weniger konfliktbehaftete Umsetzung Sorge tragen kann, die letztlich nicht nur der Belegschaft sondern auch dem Management und den Eigentümern zugute kommt.

Das folgende Kapitel beschäftigt sich im Gegensatz zur bisherigen Argumentation weniger mit der ökonomischen Wirkung der Unternehmensmitbestimmung oder mit deren Einfluss auf die kapitalmarktorientierten Restrukturierungen sondern vielmehr mit der Aufsichtsratspraxis an sich. Es stellt sich dabei nicht nur die Frage, inwieweit die Partizipation von Arbeitnehmervertretern in den Aufsichtsräten Einfluss hat auf die effektive Kontrolle des Vorstandes sondern auch danach, welche Interessen Arbeitnehmervertreter bezüglich der Modernisierung der Institution Aufsichtsrat verfolgen.

7.4 Aufsichtsratspraxis im Wandel

Ein weiterer Kritikpunkt in der Debatte um die Unternehmensmitbestimmung betrifft die effektive Kontrolle der im Aktiengesetz festgelegten Pflichten des Aufsichtsrats zur Überwachung der Vorstände. Es wird gemutmaßt, dass die Arbeitnehmervertreter diese

¹⁹¹ Vgl. ebenda, S. 41.

Kontrolle verhindern, da es Ihnen an Unabhängigkeit mangelt und durch ihre Beteiligung die Aufsichtsräte zu groß geworden sind, um eine effektive Kontrolle zu gewährleisten.¹⁹² Dieses Argument wird den Entwicklungen der vergangenen Jahre ebenso wenig gerecht, wie der Geschichte des Aufsichtsrats. Schon lange vor der Verabschiedung der Mitbestimmungsgesetze von 1952 und 1976 wurde die Unabhängigkeit der Aufsicht in Zweifel gezogen. Der Aufsichtsrat, der ursprünglich im Aktiengesetz von 1884 als Organ zur Einsetzung und Überwachung der Vorstände gedacht war, unterlag schon bald einem tiefgreifendem Wandel und wurde vor allem als Institution der Kooperation zwischen Unternehmen, ihren Zulieferern, Abnehmern und Kreditgebern genutzt. Es entstanden - wie bereits in Kapitel 2.2 dargestellt - enge personelle und kapitalbezogene Verflechtungen der Unternehmen untereinander sowie mit den Banken, die sich in Dichte und Geschlossenheit von anderen nationalen Ökonomien unterschieden und auf denen sowohl Erfolge als auch Eigenarten der deutschen Wirtschaft beruhten.¹⁹³ Während die Aufsicht an den Aufsichtsratsvorsitzenden delegiert wurde, der häufig ein Vertreter der Hausbank war, wurden von den restlichen Aufsichtsratsmitgliedern gemeinsam mit dem zu überwachenden Management Wirtschaftsfragen im Interesse aller Anwesenden besprochen.¹⁹⁴ Vor diesem Hintergrund erfolgte im Jahr 1965 eine Reform des Aktiengesetzes, die unter anderem eine Verkleinerung des Aufsichtsrats bewirkte. Die Banken reagierten darauf, indem sie die ausgeschiedenen Aufsichtsratsmitglieder in sogenannte Verwaltungsräte und Beraterkreise baten. Die oftmals zurecht kritisierte Kungelei in den Aufsichtsräten bedarf somit keiner Arbeitnehmerbank, sondern ist eher auf die kapitalseitige Beschaffenheit deutscher Unternehmenskontrolle zurückzuführen. In Kapitel 5 wurde beschrieben, dass sich die personellen und auch die kapitalbezogenen Verflechtungen zwischen Unternehmen untereinander und den Banken mehr und mehr auflösen. Dass insbesondere die Bankenvertreter gleichwohl eine aktive - wenn auch interessegeleitete - Unternehmensaufsicht betrieben und den Handlungsspielraum der Manager spürbar einschränkten, zeigt eine Untersuchung über die Entwicklung der Vorstandsgehälter.¹⁹⁵ Im Ergebnis zeigt die Untersuchung, dass die Vorstandsgehälter in Unternehmen mit Bankenvertretern als Aufsichtsratsvorsitzende signifikant niedriger ausfielen als in anderen Unternehmen. Weiterhin zeigt sich, dass die Vorstandsbezüge bspw. im Jahr 1996 dort überdurchschnittlich hoch waren, wo ehemalige Manager derselben Unternehmen, die aufgrund der Auflösung der personellen Verflechtungen der Banken, den

¹⁹² Vgl. Rogowski, M.: „Niemand fühlt sich richtig verantwortlich“, in: Handelsblatt vom 14.04.2003, S. 3.

¹⁹³ Vgl. Beyer, J.: Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen, Opladen/Wiesbaden 1998, S. 189ff.

¹⁹⁴ Vgl. Höpner, Unternehmensmitbestimmung unter Beschuss, a.a.O., S. 27.

¹⁹⁵ Vgl. Höpner; Wer beherrscht die Unternehmen?, a.a.O., S. 109f.

Vorsitz der Aufsichtsräte übernommen hatten. Während in der Gruppe der 40 größten Industrieaktiengesellschaften 1990 etwa 15% der Aufsichtsratsvorsitze ehemalige Manager derselben Unternehmen waren, betrug der Anteil 1999 bereits 33%.¹⁹⁶ In den Aufsichtsräten deutscher Großunternehmen findet so gegenwärtig eine widersprüchliche Entwicklung statt, die aus dem Wandel der Corporate Governance Strukturen hervorgeht und bereits in Kapitel 6 angedeutet wurde. Strukturell hat durch gesetzliche Regelungen, die zur Erhöhung der Sitzungsfrequenz, zur Stärkung der Aufsichtsräte in ihrer Interaktion mit den Vorständen und zur Selbstverpflichtung der Mitglieder auf Mindeststandards bei der Unternehmensaufsicht geführt haben, zweifellos eine Aufwertung der externen Kontrolle stattgefunden. Personell allerdings ziehen sich die Garanten eines aktiven - wenn auch nicht unabhängigen - Monitorings aus den Aufsichtsräten zunehmend zurück, ohne dabei durch unabhängige Experten ersetzt zu werden, was tendenziell eine rückläufige interne Überwachung indiziert. Vor diesem Hintergrund werden Forderungen nach Entfernung der Arbeitnehmervertreter aus den Aufsichtsräten zweifelhaft. Dass auch Arbeitnehmervertretern eine aktive Kontrollfunktion des Managements bezüglich der Vorstandsgehälter zugeschrieben werden kann, zeigt das Ergebnis einer weiteren Analyse zu den Vorstandsbezügen deutscher Großunternehmen, der zufolge neben dem Einfluss der Bankenvertreter auch die paritätische Aufsichtsratsmitbestimmung einen dämpfenden Einfluss auf die Vorstandsgehälter ausübt.¹⁹⁷ Es sollte in diesem Zusammenhang auch bedacht werden, dass sich gerade die Gewerkschaften an der Modernisierung der Aufsichtsräte aktiv beteiligen. Wie aus den in Kapitel 7.2.3 dargestellten Studien von McKinsey hervorgeht, fordern institutionellen Anleger von Unternehmen und gesetzlicher Regulierung in Deutschland vor allem zweierlei: Transparenz in der Unternehmenspolitik und der Rechnungslegung sowie Schutz der Minderheitsaktionäre vor der Übervorteilung durch Banken, Großaktionäre und Manager.¹⁹⁸ Bei beidem Kriterien waren in den vergangenen Jahren die Manager und ihnen nahestehende politische Kreise, nicht aber die Gewerkschaften, zögerlich. Das im Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich verankerte „one share, one vote“ wurde von Gewerkschaftsexperten begrüßt, und in Fragen der Unternehmenstransparenz sind die Forderungen der Arbeitnehmervertreter weitgehender als die Forderungen der Aktionärsaktivisten.¹⁹⁹ Zu den gewerkschaftlichen Forderungen gehört unter anderem, die Regeln des Corporate Governance Kodex - an deren Erstellung Gewerkschaftsvertreter beteiligt waren - über die Bestimmungen im

¹⁹⁶ Vgl. Höpner, Unternehmensmitbestimmung unter Beschluss, a.a.O., S. 28.

¹⁹⁷ Vgl. Schmid, F. A.: Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67 Jg. (1)/1997, S. 78f.

¹⁹⁸ Vgl. McKinsey, Investor Opinion Survey, a.a.O., S. 8.

¹⁹⁹ Vgl. Höpner, Unternehmensmitbestimmung unter Beschluss, a.a.O., S. 29.

Transparenz- und Publizitätsgesetz hinaus gesetzlich festzuschreiben. Der erstmals 2002 veröffentlichte Kodex der Regierungskommission soll dazu beitragen, die in Deutschland geltenden Regeln für Unternehmensleitung und -überwachung sowohl für nationale als auch für internationale Investoren transparent zu machen. Ziel ist es, das Vertrauen in die Unternehmensführung deutscher Gesellschaften und damit mittelbar in den deutschen Kapitalmarkt zu stärken. Für deutsche Unternehmen wird dabei vielfach lediglich ein Rahmen von Normen und Werten für eine gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung gesetzt, der auf Empfehlungen beruht.²⁰⁰ Im Vergleich stehen sich Arbeitnehmervertreter und Aktionäre dabei in ihren Forderungen nach Transparenz, Minderheitenschutz und Begrenzung der Macht von Banken und Managern näher als Aktionäre und Manager. Es kann also nicht davon gesprochen werden, dass die Arbeitnehmerbeteiligung den Prozess der institutionellen Modernisierung der effektiven deutschen Unternehmenskontrolle behindert oder gar bremst, sondern an vielen Stellen sogar vorangetrieben hat.

Nachdem die wesentlichen Argumente, die in der derzeitigen Debatte über die Unternehmensmitbestimmung vor dem Hintergrund des wachsenden Einfluss des Kapitalmarktes dargestellt und diskutiert wurden, erfolgt ein abschließendes Resümee.

8 Resümee

Die Motivation dieser Arbeit war es, einerseits die Ursachen des Wandels in den Corporate Governance Strukturen deutscher börsennotierter Unternehmen anhand der wachsenden Bedeutung des Finanz- und Kapitalmarktes und den damit einhergehenden neuen Bedingungen der Finanzierung von Unternehmen darzustellen und andererseits die Wirkung der Aufsichtsratsmitbestimmung auf die Unternehmensperformance im Rahmen des derzeitigen Forschungsstandes zu untersuchen. Ziel war es, die in diesem Zusammenhang neu entfachte Debatte über die Partizipation von Arbeitnehmervertretern im Gremium Aufsichtsrat und die damit einhergehende Forderung nach Reformen auf ihre Fundiertheit zu überprüfen. Dabei sollte die Frage beantwortet werden, inwieweit sich die kapitalmarktorientierte Unternehmenspolitik, die in Form des Shareholder-Value Konzeptes seit den 1990er Jahren in deutschen Großunternehmen Einzug gefunden hat, mit der Institution Unternehmensmitbestimmung zu vereinbaren ist.

Die Corporate Governance Strukturen deutscher Großunternehmen haben sich aus Sicht der Unternehmensfinanzierung seit den 1990er Jahren durch den in Kapitel 5 beschriebenen

²⁰⁰ Vgl. <http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/1.html>, S. 1.

Wandel in den Interessen der Kapitalmarktakteure und den damit einhergehenden wachsenden Einfluss der institutionellen Investoren wesentlich verändert. Während sich das für das deutsche Modell charakteristische Netzwerk zwischen Unternehmen, Banken und Staat langsam auflöst, entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle, der die zunehmende Macht der institutionellen Investoren unterstützt. An die Stelle langfristig orientierter Interessen am Unternehmen, die in der Regel auch die der Arbeitnehmer berücksichtigen, treten in wachsendem Umfang die Interessen der Finanzmarktakteure, die über keine besondere Bindung zum Unternehmen verfügen. Institutionelle Investoren werden weniger von langfristigen Interessen des unternehmerischen Erfolgs als von der Absicht geleitet, durch Kauf und Verkauf von Unternehmensanteilen oder den Erwerb und die Veräußerung von Unternehmen und Unternehmensteilen Rendite zu erzielen. Durch die veränderte Interessenstruktur der neuen Anteilseigner verändert sich nicht nur die Strategie der Unternehmensführung, die in Kapitel 2.3 in Form des Shareholder-Value Ansatzes beschrieben wurde, sondern auch die Rolle des Kapitals im Unternehmen an sich. Es dient nicht länger der langfristigen Unternehmensfinanzierung, sondern wird vielmehr für Zwecke eingesetzt, die außerhalb des Unternehmens und dessen Auftrag anzusiedeln sind. In Kapitel 6 wurde gezeigt, dass sich die Verfolgung unternehmensfremder Ziele durch die Kapitaleseite, die sich von kurzfristigen Shareholder Interessen leiten lässt, zudem auch in der Ausbildung unternehmensfremder Interessen innerhalb des Management im Unternehmen widerspiegelt und nicht ausschließlich auf externe Faktoren zurückgeführt werden kann. Vor dem Hintergrund der skizzierten Entwicklung werden in der neu entfachten Debatte um die Unternehmensmitbestimmung vor allem zwei Aspekte diskutiert: Einerseits geht es um die ökonomische Wirkung der Partizipation von Arbeitnehmervertretern in Aufsichtsräten, die sich in der Kapitalmarktperformance und Profitabilität bzw. Produktivität niederschlägt und andererseits um ihre Beurteilung durch potentielle Investoren. Die ökonomischen Auswirkungen der Unternehmensmitbestimmung wurden in Kapitel 7 sowohl durch theoretische Überlegungen als auch durch empirische Studien skizziert. Es zeigte sich, dass aus theoretischer Sicht keine eindeutige Bewertung gesetzlicher Mitbestimmungsregelungen existiert. Aus Sicht der Property Rights-Theorie schränkt Mitbestimmung die Verfügungsgewalt über die Produktionsmittel ein und übt aus dieser Argumentation heraus einen entwertenden Effekt auf das Eigentum der Anteilseigner aus. Die Analyse aus Sicht der Partizipationstheorie zeigt, dass es Quellen möglicher Erträge aus Mitbestimmung gibt, die mit einer Steigerung der Produktivität einhergehen und letztlich auch den Eigentümern zugute kommen. Die empirischen Studien, die in Kapitel 7.2.2 dargestellt wurden, weisen auch aufgrund von metho-

dischen Problemen nicht zweifelsfrei auf negative Effekte der Unternehmensmitbestimmung auf die Profitabilität oder Kapitalmarktperformance von Unternehmen hin und stehen Untersuchungen mit positiven Produktivitätseffekten gegenüber. Hinsichtlich des Aspektes einer vermeintlich negativen Bewertung der Aufsichtsratsmitbestimmung durch potentielle Investoren wurde in Kapitel 7.2.3 deutlich, dass es keinen Beleg dafür gibt, dass mitbestimmte deutsche Unternehmen auf den internationalen Kapitalmärkten einen „Mitbestimmungsabschlag“ hinnehmen müssen. Die in dem Zusammenhang zitierte Studie von McKinsey weist eher darauf hin, dass Investoren sich neben den finanziellen Werten vor allem nach der strategischer Positionierung eines Unternehmens hinsichtlich des Kapitalmarktes orientieren und die Unternehmensmitbestimmung bei der Bewertung von Anlageobjekten und der Zusammenstellung ihres Portfolios ignorieren. Weiterhin gibt es keine validen Erkenntnisse darüber, dass selbst durch eine starke Arbeitnehmervertretung unternehmensstrategische Entscheidungen in Richtung Shareholder-Value Orientierung im Aufsichtsrat blockiert werden. Das in Kapitel 7.3 aufgeführte Beispiel von E.on zeigt vielmehr, dass Entscheidungen, die von den Arbeitnehmervertretern mitgetragen werden, stabiler scheinen, da sie bei der Belegschaft auf geringeren Widerstand stoßen.

Insgesamt gibt es vor dem Hintergrund der bislang vorliegenden Erkenntnisse keine eindeutige Hinweise darauf, die Unternehmensmitbestimmung aufgrund der kapitalmarkt-orientierten Unternehmenspolitik an sich in Frage zu stellen ist. Vielmehr scheint sie ein erhebliches Potential zur Steigerung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit durch die Bewältigung von konfliktfreien Restrukturierungsprozessen zu besitzen und damit der Unterstützung des Umbaus der Unternehmen zu dienen. Eine undifferenzierte Deregulierung könnte dann genau das Gegenteil bewirken und eine wichtige Ressource zum Erhalt und zur Schaffung der ökonomischen Leistungsfähigkeit ungenutzt lassen. Im Hinblick auf den Kritikpunkt, dass die Unternehmensmitbestimmung die effektive Kontrolle des Vorstandes behindert, wurde in Kapitel 7.4 gezeigt, dass dies nicht mit der bisherigen Aufsichtsratspraxis in Einklang zu bringen ist. Es sind gerade die Arbeitnehmervertreter in Form der Gewerkschaften, die sich an der Modernisierung der Institution Aufsichtsrat beteiligen und mehr Transparenz und Kontrolle fordern, was auch im Interesse der Aktionäre liegt. Dies scheint vor dem Hintergrund der beschriebenen schwindenden internen Kontrolle durch unabhängige Experten in den Aufsichtsräten wichtiger als je zuvor. Eine grundsätzliche Korrektur der bestehenden Gesetze zur Unternehmensmitbestimmung scheint vor diesem Hintergrund als äußerst fragwürdig und ein durch die bestehenden Regelungen bewirkter Schutz von Arbeitnehmerbelangen mehr als erforderlich. Es ist vielmehr anzunehmen, dass die Unterneh-

nehmensmitbestimmung gerade in Zeiten des Wandels ihrem Auftrag gerecht wird und ein wirksames Instrument zum Ausgleich unterschiedlicher Interessen der am Unternehmen beteiligten Gruppen zur Verfügung stellt.

Es war nicht Ziel dieser Arbeit, die Shareholder-Value Orientierung der Unternehmen an sich umfassend zu beurteilen, es wird jedoch an dieser Stelle zu bedenken gegeben, dass die Stärkung der Eigentümerinteressen zwar in begrenztem Maße eine Lösung des Principal-Agency Problems darzustellen scheint, dabei jedoch ausschließlich die kurzfristigen finanziellen Interessen der Kapitaleseite des Unternehmens berücksichtigt. Die Kapitalgesellschaften in einer Stakeholder-Ökonomie lassen sich jedoch nur sehr unzureichend als Rechtsobjekt von Eigentümern oder als Konstrukt formaler Vertragsbeziehungen begreifen. Faktisch sind diese Unternehmen in ihrer Legitimation nach innen durch die Mitbestimmung als auch gegenüber ihrer Umwelt sowohl regional als auch national längst zu einer öffentlichen Institution geworden, die eine Balance zwischen verschiedenen Stakeholdern und damit die Internalisierung gesellschaftlicher Kompromisse erforderlich macht. Das Shareholder-Value Konzept tendiert dazu, dies zu ignorieren. Dabei steht und fällt der Ansatz nach Rappaport mit der Behauptung, dass eine straffere Ausrichtung der Unternehmensführung an Aktionärsinteressen die Effizienz der Unternehmensaktivitäten erhöht und so zu Erträgen führt, die letztlich allen beteiligten Gruppen zugute kommen sollen. Eine notwendige Bedingung für das langfristige Überleben von Unternehmen ist zweifelsohne, die Erwartungen der Anteilseigner nach einer „vernünftigen“ Kapitalverzinsung zu bedienen. Was vernünftig ist, hängt dabei von vielen Faktoren ab, aber ist vor allem auch ein Aushandlungsprozess innerhalb und zwischen den Shareholder und Stakeholdern der jeweiligen Unternehmen. Während für die Shareholder die „vernünftige“ Kapitalverzinsung der Zweck ist, ist sie für die Stakeholder das Mittel zum Erreichen ihrer Ziele, die sich bspw. in einem angemessenen Einkommen, stabiler Beschäftigung, humanen Arbeitsbedingungen, einer qualifizierten Tätigkeit und demokratischer Teilhabe manifestieren. Da die Zukunft der Unternehmen nicht in erster Linie von den Shareholdern, sondern von den Beschäftigten in den Unternehmen gestaltet wird, ist die „vernünftige“ Kapitalverzinsung somit zwar eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für den langfristigen Unternehmenserfolg.

Da sich das Ausmaß der noch andauernden Entwicklung und die damit verbundenen Konsequenzen sowohl für die Unternehmen als auch für deren Mitarbeiter und letztlich auch für die gesellschaftliche Entwicklung bis heute nicht eindeutig beurteilen lassen, kann die Frage nach der Vereinbarkeit von Unternehmensmitbestimmung und kapitalmarktorientierter Unternehmensführung derzeit nicht abschließend beantwortet werden. Die in der neu

entfachten Debatte vorgebrachten Argumente erscheinen jedoch nach dem bisherigen Forschungsstand als wenig fundiert. Es stellt sich weniger die Frage, ob Unternehmensmitbestimmung mit der kapitalmarktorientierten Unternehmenspolitik vereinbar ist, sondern vielmehr, inwiefern die Unternehmensmitbestimmung ein gangbares Instrument darstellt, die Interessen der Arbeitnehmer im aufkommenden Kapitalmarktzeitalter ausreichend zu vertreten. Zweifellos lassen sich die Folgen entgrenzter Finanz- und Kapitalmärkte nicht ohne weitreichende wirtschafts- und finanzpolitische Maßnahmen überwinden. Dessenungeachtet erscheint es aber nicht ausgeschlossen, dass sich auch im Rahmen der Unternehmensmitbestimmung neue Formen der Begrenzung und damit der Stabilisierung des Unternehmensverbandes entwickeln lassen.

Die insgesamt positive Einschätzung der Unternehmensmitbestimmung in Bezug auf die Kapitalmarktorientierung der Unternehmen bedeutet nicht, dass es aus anderen Gründen, die in dieser Arbeit nicht behandelt wurden, keinen zukünftigen Reformbedarf gibt. Sowohl die Internationalisierung der Unternehmen und die damit einhergehende zunehmend globalisierte arbeitsteilige Wirtschafts- und Arbeitswelt als auch die Harmonisierung der nationalen Rechtsordnungen durch die Europäischen Union im Hinblick auf die Unternehmensleitung und -überwachung von (Aktien-) Gesellschaften machen den Wettbewerb verschiedener Gesellschaftsformen auch in Deutschland möglich. Gerade die Konstruktion der Europäischen Gesellschaft (SE Societas-Europaea) wird zukünftig die Debatte um die Mitbestimmung insgesamt weiter verschärfen. Ziel einer zukünftigen Reform sollte es jedoch nicht sein, die ohnehin eingeschränkte Partizipation von Arbeitnehmervertretern zu begrenzen, sondern sie effektiver und umfassender zu gestalten, um ihre Attraktivität gerade im europäischen Kontext zu erhöhen.

Literaturverzeichnis

Bücher und Aufsätze:

Aktiengesetz, 39. Auflage, München 2006.

Altwater, Elmar und Birgit Mahnkopf: *Grenzen der Globalisierung*, Münster 1996.

Arbeitsgesetze, 65. Auflage, München 2004.

Beike, Rolf und Johannes Schlütz: *Finanzmarktnachrichten lesen - verstehen - nutzen. Ein Wegweiser durch Kursnotierungen und Marktberichte*, Stuttgart 1999.

Berle, Adolf und Gardiner Means: *The Modern Corporation & Private Property*, New Jersey 1999.

Berliner Netzwerk Corporate Governance: *Corporate Governance und Modernisierung der Mitbestimmung*, Berlin 2003, <http://www.bccg.tu-berlin.de/main/publikationen/12-Thesen-Papier.pdf>, (letzter Zugriff 09.04.07).

Beyer, Jürgen: *Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen*, Opladen/Wiesbaden 1998.

Bundesverband Deutscher Investment - Gesellschaften e.V.: *Entwicklung der Investmentfonds im Jahre 1998*, Frankfurt 1998.

FitzRoy, Felix R. und Kornelius Kraft: *Co-determination, Efficiency and Productivity*, IZA Discussion Paper No. 1442, Bonn 2004.

Freeman, Richard B. und Edward P. Lazear: *An Economic Analysis of Works Councils*, NBER Working Paper No. 4918, Cambridge 1994.

Gerum, Elmar: *Mitbestimmung und Corporate Governance*, Gütersloh 1998.

Gerum, Elmar, Steinmann, Horst und Werner Fees: *Der mitbestimmte Aufsichtsrat*, Stuttgart 1988.

Glaum, Martin: *Internationalisierung und Unternehmenserfolg*, Wiesbaden 1996.

Hackethal, Andreas und Reinhard H. Schmidt: *Finanzsystem und Komplementarität*, Frankfurt am Main 2000.

Hart, Oliver: *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford 1995.

Hilferding, Rudolf: *Das Finanzkapital*, Berlin 1955.

Hilpisch, Yves: *Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung*, Wiesbaden 2005.

Hirschmann, Albert O.: *Abwanderung und Widerspruch, Reaktionen auf Leistungsabfall bei Unternehmungen, Organisationen und Staaten*, Tübingen 1974. Im Original: „Exit, Voice and Loyalty“, Cambridge/Mass. 1970.

Höpner, Martin und Gregory Jackson: *Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle, Der Fall Mannesmann*, MPIfG Discussion Paper 01/04, Köln 2001, http://www.mpi-fg-koeln.mpg.de/Sysbez/publikation_vorlage.html, (letzter Zugriff 02.04.07).

Höpner, Martin: *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*, Hagen 2002, S. 36.

Höpner, Martin: *Unternehmensmitbestimmung unter Beschuss: Die Mitbestimmungsdebatte im Licht der sozialwissenschaftlichen Forschung*, MPIfG Discussion Paper 04/08, Köln 2004.

Kommission Mitbestimmung: *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen - Bilanz und Perspektiven*, Bericht der Kommission Mitbestimmung von der Bertelsmann Stiftung und der Hans-Böckler-Stiftung, Gütersloh 1998.

Kommission Mitbestimmung Bundesregierung: *Kommission zur Modernisierung der deutschen Mitbestimmung*, Bericht der wissenschaftlichen Mitglieder der Kommission, Berlin 2006, <http://www.bundesregierung.de/Content/DE/Artikel/2006/12/Anlagen/2006-12-20-mitbestimmungskommission.property=publicationFile.pdf>, (letzter Zugriff 19.04.07).

Köstler, Roland, Kittner, Michael und Ulrich Zachert: *Aufsichtsratspraxis, Handbuch für Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat*, 6. Auflage, Köln 1999.

La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei und Robert Vishny: *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*, NBER Working Paper 7428, Cambridge 1999.

Liedtke, Rüdiger: *Wem gehört die Republik? Die Konzerne und ihre Verflechtungen*, Frankfurt am Main 1999.

McKinsey: *Investor Opinion Survey*, London 2000,
<http://www.oecd.org/dataoecd/56/7/1922101.pdf>, (letzter Zugriff, 21.04.07).

McKinsey: *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*, London 2002,
<http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/GlobalInvestorOpinionSurvey2002.pdf>, (letzter Zugriff, 21.04.2007).

Monopolkommission: *Die Wettbewerbsordnung erweitern*, Hauptgutachten 1986/1987, Baden Baden 1988.

Monopolkommission: *Wettbewerbspolitik vor neuen Herausforderungen*, Hauptgutachten 1988/1989, Baden Baden 1990.

Monopolkommission: *Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik*, Hauptgutachten 1990/1991, Baden Baden 1992.

Monopolkommission: *Mehr Wettbewerb auf allen Märkten*, Hauptgutachten 1992/1993, Baden Baden 1994.

Monopolkommission: *Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs*, Hauptgutachten 1994/1995, Baden Baden 1996.

Monopolkommission: *Marktöffnung umfassend verwirklichen*, Hauptgutachten 1996/1997, Baden Baden 1998.

Monopolkommission: *Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen*, Hauptgutachten 1998/1999, Baden Baden 2000.

Monopolkommission: *Netzwettbewerb durch Regulierung*, Hauptgutachten 2000/2001, Baden Baden 2002.

Monopolkommission: *Wettbewerbspolitik im Schatten „nationaler Champions“*, Hauptgutachten 2002/2003, Baden Baden 2004.

Monopolkommission: *Mehr Wettbewerb auch im Dienstleistungssektor*, Hauptgutachten 2004/2005, Baden Baden 2006.

Niederhoff, Horst-Udo: *Mitbestimmung in der Bundesrepublik Deutschland*, 14. Auflage, Köln 2005.

OECD: *Labour Standards and Economic Integration*, in: OECD: Employment Outlook, Paris 1994.

OECD: *Institutional Investors - Statistical Yearbook*, Paris 1999.

Rappaport, Alfred: *Shareholder Value, Ein Handbuch für Manager und Investoren*, 2. Auflage, Stuttgart 1999.

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. und Jeffrey Jaffe: *Corporate Finance*, 3. Auflage, Boston 1993.

Rudolph, Bernd: *Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt*, Tübingen 2006.

Sadowski, Dieter: *Mitbestimmung - Gewinne und Investitionen*, Gütersloh 1997.

Schmidt, Reinhard H. und Eva Terberger: *Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie*, 4. Auflage, Wiesbaden 1997.

Smith, Adam: *Der Wohlstand der Nationen*, 11. Auflage, München 2005.

Steiger, Max: *Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance*, Schriftenreihe des ZEW, Band 47, Baden Baden 2000.

Stiebitz, Kerstin: *Effizienzsteigerung durch Mitarbeiterbeteiligung*, Universität Lüneburg 1992.

Van Appeldorn, Bastiaan: *The Rise of Shareholder Capitalism in Continental Europe? - The Commodification of Corporate Control and the Transformation of European Corporate Governance*, Paper Prepared for the XVIII World Congress of the International Political Science Association, Quebec 2000.

Von Weizäcker, Carl Christian: *Logik der Globalisierung*, Göttingen 1999.

Wentges, Paul: *Corporate Governance und Stakeholder-Ansatz*, Wiesbaden 2002.

Zugehör, Rainer: *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus, Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*, Opladen 2003.

Aufsätze aus Sammelwerken:

Achleitner, Ann-Kristin und Alexander Bassen: *Entwicklungsstand des Shareholder-Value-Ansatzes in Deutschland - Empirische Befunde*, in Siegwart, Hans und Julian Mahari (Hrsg.): *Corporate Governance, Shareholder Value & Finance*, Basel 2002, S. 611-635.

Albach, Horst, Brandt, Thomas, Fleischer, Manfred und Jianping Yang: *Soziale Marktwirtschaft: eine Erfolgsgeschichte - 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland im Lichte von Industriebilanzen*, in: Kaase, Max und Günther Schmid (Hrsg.): *Eine lernende Demokratie - 50 Jahre Bundesrepublik Deutschland*, WZB-Jahrbuch, Berlin 1999, S. 499-528.

Beyer, Jürgen: *Deutschland AG a.D. Deutsche Bank AG, Allianz und das Verflechtungszentrum des deutschen Kapitalismus*, in: Streeck, Wolfgang und Martin Höpner (Hrsg.): *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Frankfurt am Main 2001, S. 118-146.

Deutsche Bundesbank: *Die Aktie als Anlage- und Finanzierungsinstrument*, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 48.Jg., Frankfurt am Main 1/1997, S. 27-41.

Deutsche Bundesbank: *Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse westdeutscher Unternehmen im Jahr 1999*, in: Monatsbericht März, Frankfurt am Main 2001, S. 19-43.

Dilger, Alexander, Frick, Bernd und Gerhard Speckbacher: *Mitbestimmung als zentrale Frage der Corporate Governance*, in: Frick, Bernd, Kluge, Norbert und Wolfgang Streeck (Hrsg.): *Die wirtschaftlichen Folgen der Mitbestimmung*, Frankfurt am Main 1999, S. 19-52.

Dörner, Dietrich und Christian Orth: *Bedeutung der Corporate Governance für Unternehmen und Kapitalmärkte*, in: Pfitzer, Norbert und Peter Oser (Hrsg.): *Deutscher Corporate Governance Kodex, Ein Handbuch für Entscheidungsträger*, Stuttgart 2003, S. 3-18.

Frick, Bernd: *Kontrolle und Performance der mitbestimmten Unternehmung*, in: Windolf, Paul (Hrsg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus, Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, S. 418-440.

Gerum, Elmar und Helmut Wagner: *Economics of Labor Co-Determination in View of Corporate Governance*, in: Hopt, Klaus J., Kanda, Hideki, Roe, Mark J., Wymeersch, Eddy und Stefan Prigge (Hrsg.): *Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research*, Oxford 1998, S. 341-360.

Gospel, Howard und Andrew Pendleton: *Corporate Governance and Labour Management: An International Comparison*, in: Gospel, Howard und Andrew Pendleton (Hrsg.): *Corporate Governance and Labour Management, An International Comparison*, Oxford University Press 2005, S. 1-32.

Huffschmid, Jörg: *Internationale Finanzmärkte - Zentrum des revitalisierten Kapitalismus*, in: Bieling, Hans-Jürgen; Dörre, Klaus; Steinhilber, Jochen und Hans-Jürgen Urban (Hrsg.): *Flexibler Kapitalismus*. Hamburg 2001, S. 72-83.

Jackson, Gregory, Höpner, Martin und Antje Kurdelbusch: *Corporate Governance and Employees in Germany: Changing Linkages, Complementarities, and Tensions*, in: Gospel, Howard und Pendleton, Andrew (Hrsg.): *Corporate Governance and Labour Management, An International Comparison*, Oxford University Press 2005, S. 84-121.

OECD: *The Impact of Institutional Investors on OECD Financial Markets*, in: *Financial Market Trends*, Nr. 68, Paris 1997, S. 15-55.

Pejovich, Svetozar: *Codetermination: A New Perspective for the West*, in: Pejovich, Svetozar (Hrsg.): *The Codetermination Movement in the West*, Lexington Mass. 1978, S. 3-22.

Pfitzer, Norbert und Ulrike Höreth: *Aufsichtsrat*, in: Pfitzer, Norbert und Peter Oser (Hrsg.): *Deutscher Corporate Governance Kodex*, S. 135-177.

Schneider, Dieter: *Märkte zur Unternehmenskontrolle und Kapitalstrukturrisiko*, in: Gröner, Helmut (Hrsg.): *Der Markt für Unternehmenskontrollen*, Berlin 1992, S. 39-62.

Sorge, Arndt: *Mitbestimmung, Arbeitsorganisation und Technikanwendung*, in: Streeck, Wolfgang und Norbert Kluge (Hrsg.): *Mitbestimmung in Deutschland, Tradition und Effizienz*, Frankfurt am Main 1999, S. 17-134.

Streeck, Wolfgang und Martin Höpner: *Alle Macht dem Markt?*, in: Streeck, Wolfgang und Martin Höpner (Hrsg.): *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Frankfurt am Main 2003, S. 11-59.

Von Rosen, Rüdiger: *Corporate Governance – Neue Denkansätze in Deutschland*, in: Siegart, Hans und Julian Mahari (Hrsg.): *Corporate Governance, Shareholder Value & Finance*, Basel 2002, S. 589-609.

Windolf, Paul: *Die Zukunft des Rheinischen Kapitalismus*, in: Allmendinger, Jutta und Thomas Hinz (Hrsg.): *Organisationssoziologie*, Wiesbaden 2002, S. 414-442.

Aufsätze aus Zeitschriften:

Benelli, Giuseppe, Loderer, Claudio und Thomas Lys: *Labor Participation in Corporate Policy-Making Decisions: West-Germany's Experience with Co-Determination*, in: *Journal of Business*, 60. Jg. (4)/1987, S. 553-575.

De Jong, Henk W.: *The Governance Structure and Performance of Large European Corporations*, in: *The Journal of Management and Governance*, 1/1997, S. 5-27.

FitzRoy, Felix R. und Kornelius Kraft: *Economic Effects of Codetermination*, in: *Scandinavien Journal of Economic Behavior and Organization*, 26/1993, S. 365-375.

Freeman, Richard B.: *Individual Mobility and Union Voice in the Labor Market*, in: *American Economic Review*, 66. Jg. (2)/1976, S. 361-368.

Furubotn, Eirik G.: *Codetermination and the Modern Theory of the Firm: A Property-Rights Analysis*, in: *Journal of Business* 61. Jg. (2)/1988, S. 165-181.

Gorton, Gary und Frank A. Schmid: *Capital, Labor and the Firm: A Study of German Codetermination*, in: *Journal of the European Economic Association*, 2. Jg. (5)/2004, S. 863-905.

Gurdon, Michael A. und Anoop Rai: *Codetermination and Enterprise Performance: Empirical Evidence from West Germany*, in: Journal of Economics and Business, 42. Jg.(4)/1990, S. 289-302.

Höpner, Martin: *Unternehmensverflechtungen im Zwielficht: Hans Eichels Plan zur Auflösung der Deutschland AG*, WSI-Mitteilungen 53, 10/2000, S. 655-663.

Jensen, Michael C. und William H. Meckling: *Rights and Production Functions: An Application to Labor-managed Firms and Codetermination*, in: Journal of Business, 52. Jg. (4)/1979, S. 469-506.

Jirjahn, Uwe: *Ökonomische Wirkungen der Mitbestimmung in Deutschland, Überblick über den Stand der Forschung und Perspektiven für zukünftige Studien*, in: Sozialer Fortschritt, 55. Jg. (9)/2006, S. 215-226.

Kurdelbusch, Antje: *Variable Vergütung bedeutet Wettbewerb und Risiko*, in: Die Mitbestimmung, 47. Jg. (6)/2001, S. 22-25.

Levine, David I.: *Participation, Productivity, and the Firm's Environment*, in: California Management Review, 32. Jg. (4)/1990, S. 86-100.

Manne, Henry: *Mergers and the Market for Corporate Control*, in: Journal of Political Economy, Vol. 74/1965, S. 110-120.

McCain, Roger A.: *A Theory of Codetermination*, in: Journal of Economics, 40. Jg. (1/2)/1980, S. 65-90.

Modigliani, Franco und Merton H. Miller: *The Costs of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, in: American Economic Review, Vol. 48, (3)/1958, S. 261-297.

Müller-Jentsch, Walther: *Unternehmensmitbestimmung - eine bewährte Institution der Konsensgesellschaft*, in: ifo Schnelldienst, 57. Jg. (22)/2004, S. 5-7.

Rajan, Raghuram G. und Luigi Zingales: *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, in: Journal of Finance, Vol. 50/1995, S. 1421-1460.

Sadowski, Dieter, Junkers Joachim und Sabine Lindenthal: *Gesetzliche Mitbestimmung in Deutschland: Idee, Erfahrungen und Perspektiven aus ökonomischer Sicht*, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 30. Jg./2001, S. 111-145.

Schmid, Frank A.: *Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur*, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg. (1)/1997, S. 67-83.

Schmid, Frank A. und Frank Seger: *Arbeitnehmermitbestimmung, Allokation von Entscheidungsrechten und Shareholder Value*, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 68. Jg. (5)/1998, S. 453-473.

Smith, Stephen C.: *On the Economic Rationale for Codetermination Law*, in: Journal of Economic Behavior and Organisation, 16. Jg. (2)/1991, S. 261-281.

Windolf, Paul: *Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle*, in: Zeitschrift für Soziologie, 23. Jg. (2)/1994, S. 79-92.

Windolf Paul und Michael Nollert: *Institutionen, Interessen, Netzwerke - Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich*, in: Politische Vierteljahresschrift, 42. Jg. (1)/2001, S. 51-78.

Zugehör, Rainer: *Mitbestimmt ins Kapitalmarktzeitalter*, in: Mitbestimmung 5/2001, S. 38-42.

Artikel aus Zeitschriften:

Kaden, Wolfgang: *Der deutsche Weg*, in: manager magazin, Heft 4/2003, S. 86-90.

Müller von Blumencron, Mathias und Christoph Pauly: *Kapitalismus ohne Gesicht*, in: Der Spiegel, Heft 7/1999. S. 84-89.

Rogowski, Michael: *„Niemand fühlt sich richtig verantwortlich“*, in: Handelsblatt vom 14.04.2003, S. 3.

Wieczorek, Bernd J.: *Schädlich und überholt*, in: manager magazin, Heft 1/2004, S. 94.

Wirtschaftswoche: *Image folgt harten Fakten*, Heft 23, 6/2000, S. 96-107.

Internetseiten:

http://www.bundesbank.de/download/statistik/stat_sonder/statso5_1994_2003.pdf, (letzter Zugriff, 04.04.07).

<http://www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/1.html>, (letzter Zugriff, 21.04.07).

Bisher erschienene Arbeitspapiere

No. 1 Arne Heise: EMU, Coordinanted Macroeconomic Policies and a Boost to Employment in the European Union, September 2002

Nr. 2 Arne Heise: Makroökonomisches Economic Governance: Makro-Dialoge auf nationaler und EU-Ebene, Februar 2002

Nr. 3 Arne Heise: Das Ende der Sozialdemokratie? Konstruktiv-kritische Anmerkungen zu einer dramatischen Entwicklung, Mai 2003

Nr. 4 Arne Heise: Optimale Verschuldung, Konsolidierungstrajektorien und Makroeffekte, Oktober 2003

Nr. 5 Arne Heise: Polit-ökonomische Betrachtung zur Sozialdemokratie. Die Wirtschaftspolitik der ‚Neuen Mitte‘ im Lichte von Public Choice- und Agenda-Theorie, November 2003

Nr. 6 Arvid Kaiser: Finanzielle Selbstbeteiligung in der Gesundheitsversorgung, Dezember 2003

Nr. 7 Arne Heise: Deutsche Finanzpolitik zwischen Wachstum und Konsolidierung, März 2004

Nr. 8 Leonhard Hajen: Steuerung über Preise erfordert Stewardship, April 2004

Nr. 9 Wulf Damkowski/ Anke Rösener: Good Governance auf der lokalen Ebene, Juni 2004

Nr. 10 Anke Rösner/ Wulf Damkowski: Gender Controlling in der Kommunalverwaltung, Juni 2004

No. 11 Arne Heise: The Economic Policies of German ‚Third Wayism‘ in the Light of Agenda Theory, October 2004

Nr. 12 Sybille Raasch: Antidiskriminierungsgesetze: Zum Umsetzungsstand der neuen EU-Antidiskriminierungsrichtlinien in Deutschland, Dezember 2004

Nr. 13 Leonhard Hajen: Präventionsgesetz im Interessenkonflikt zwischen Bund, Ländern und Sozialversicherung, Dezember 2004

No. 14 Arne Heise: Limitations to Keynesian Demand Management through monetary policy – whither Cartesian policy control, December 2004

Nr. 15 Norman Paech: Die europäische Verfassung – Ein Schritt zur Demokratisierung der EU?, April 2005

No. 16 Arne Heise: Political Economy of Meritocracy, July 2005

Nr. 17 Arne Heise: Konzentration auf das Kerngeschäft – Anforderungen an eine erneuerte sozialdemokratische Wirtschaftspolitik, November 2005

No. 18 Arne Heise: Market constellations and macroeconomic policy-making: institutional impacts on economic performance, February 2006

Nr. 19 Arne Heise: Keynesianismus, Sozialdemokratie und die Determinanten eines Regierungs- und Politikwechsels. Das Stabilitäts- und Wachstumsgesetz von 1967 im Lichte der Agenda-Theorie, August 2006

Nr. 20 Harry Friebel: Wähler-Macht der geburtenstarken Jahrgänge, Oktober 2006

Nr. 21 Arne Heise: Das Ende der neoklassischen Orthodoxie? Wieso ein methodischer Pluralismus gut täte, März 2007

No. 22 Arne Heise: How to create a growth-oriented market constellation for South Africa, March 2007

Nr. 23 Toralf Pusch: Verteilungskampf und geldpolitische Sanktion, April 2007

No.24 Ruth Hoekstra, Cécile Horstmann, Juliane Knabl, Derek Kruse, Sarah Wiedemann: Germanizing Europe? The Evolution of the European Stability and Growth Pact, May 2007

Nr. 25 Holger Brecht-Heitzmann: Das EU-Grünbuch zum Arbeitsrecht. ‚Flexicurity‘ als Patentrezept für das Arbeitsrecht in der Europäischen Union?, Mai 2007