

Proceedings of the 3rd Workshop on Corporate Governance in Europe —

Einführung

Von Alfred Haid*

1. Projektdarstellung

Das Projekt „Corporate Governance in Europe“ (Leitung Dennis C. Mueller, Wien) ist ein länderübergreifendes empirisches Projekt (D, A, I, F, GB, B, E, Skandinavien, USA). Es untersucht den Zusammenhang zwischen Unternehmenssteuerung, Rentabilität und Investitionen. Der diesjährige Corporate Governance-Workshop fand unter der Überschrift „Determinanten und Effekte von Investitionsentscheidungen in Europa und deren Beziehung zu Unternehmensführungsstrukturen“ statt. Er wurde vom DIW organisiert. Veranstaltungsort war die Europäische Akademie Berlin (EAB) (24. bis 26. November 2000). Der Workshop wurde von der VW-Stiftung gefördert.

Das Corporate Governance-Team, das von D. C. Mueller initiiert wurde, unternimmt den Versuch, eventuelle Ursachen für die nachlassende Konkurrenzfähigkeit der europäischen Industrie in den Führungsstrukturen der Unternehmen aufzudecken. Zu diesem Zweck sollen die Effekte unterschiedlicher Kontrollstrukturen auf das Investitionsvolumen und den Ertrag dieser Investitionen analysiert werden. Die gesamteuropäische Relevanz dieser Problemstellung ist evident. Besonders wichtig ist, dass zur Bearbeitung dieser Fragestellung Teams aus den einzelnen Ländern beteiligt sind (zurzeit: Deutschland, Österreich, Belgien, Dänemark, Großbritannien, Italien, Japan, Holland, Griechenland, Schweden und Spanien). Alle Teams verfügen über einschlägige Forschungserfahrungen. Von besonderem Interesse sind die daraus resultierenden Politikimplikationen, d. h. wie könnten im Lichte der erzielten Ergebnisse in Europa existierende Kapitalmarktstrukturen dahingehend verändert werden, dass eine effizientere Allokation des Faktors Kapital ermöglicht und die Ertragskraft der Unternehmen und damit der europäischen Wettbewerbsfähigkeit gestärkt wird. Obgleich die länderspezifischen Unterschiede in den Kontrollstrukturen der Unternehmen weitgehend bekannt sind, weiß man doch vergleichsweise wenig über die daraus resultierenden Konsequenzen für die Unter-

nehmen, zumal der größte Teil der wissenschaftlichen Forschung sich bislang auf die USA und die anderen angelsächsischen Länder und damit auf die Funktionsweise und Effektivität externer Kontrollmechanismen konzentrierte. Das Projekt besitzt somit hohe wirtschaftspolitische Relevanz.

2. Problemstellung

Mit dem Ende des Ost-West-Konflikts entstanden neue Staaten und Märkte. Die internationalen Handelsströme zwangen dabei zahlreiche Staaten zu Anpassungen ihrer Wirtschaftsstruktur. Eine Reihe führender europäischer Industrieländer beobachteten nicht nur eine Wachstumsverlangsamung, etwa im Vergleich zu den USA, Japan und den Tigerstaaten Südostasiens sowie China —, sondern — in gewissen traditionellen Wirtschaftsbereichen — ein Wegbrechen ganzer Märkte. Nicht nur Politiker vieler westeuropäischer Länder, sondern auch Unternehmensleiter, Investoren und Wissenschaftler haben in letzter Zeit Bedenken hinsichtlich der Zukunftsperspektiven der europäischen Wettbewerbsfähigkeit geäußert. Allgemein herrscht eine gewisse Unzufriedenheit bezüglich der Konkurrenzfähigkeit der Industrie im globalen Wettbewerb. Neben anderen Erklärungsansätzen spielt die Qualität von Managemententscheidungen im Allgemeinen und im Besonderen die Güte dieser Entscheidungen im Hinblick auf Kapitalinvestitionen, FuE und Firmenakquisitionen eine entscheidende Rolle.

Im Zuge der als notwendig erachteten Umstrukturierungen werden immer wieder Systemvergleiche unterschiedlicher Corporate Governance-Strukturen im Hinblick auf ihre Effizienz beurteilt. Grob gesprochen unterscheidet man dabei marktgesteuerte Systeme (*market oriented*

* Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung; Volkswirtschaftliches Institut, Universität Erlangen-Nürnberg.

systems) wie in den USA oder im Vereinigten Königreich und beziehungsgesteuerte Systeme (*network oriented systems, blockholder systems*) wie in Kontinentaleuropa und Japan.¹ Die langanhaltende Wachstumsperiode nach dem Zweiten Weltkrieg, verbunden mit dem Aufstieg Deutschlands und Japans zu führenden Wirtschaftsnationen hinter den USA, ließ vielfach die Überzeugung reifen, dass die Corporate Governance-Systeme beider Länder offenbar gewisse Vorzüge gegenüber anderen Systemen (USA, UK) aufweisen. In jüngster Zeit sind jedoch zunehmend Zweifel angebracht, ob beziehungsgesteuerte Systeme auch in Zeiten struktureller Umbrüche so gut abschneiden wie marktgesteuerte Systeme. Während etwa USA und UK ihre Wirtschaft erfolgreich umstrukturierten, kommen in Deutschland und Japan die nötigen Reformen nicht mit der notwendigen Geschwindigkeit voran. In den kontinentaleuropäischen Ländern weisen Dänemark und die Niederlande noch die größten Fortschritte bei der Umstrukturierung auf. Eine Ursache für mangelnde Anpassungsfähigkeit wird in den vorherrschenden Corporate Governance-Strukturen gesehen.

Eine nützliche Konzeptualisierung von Corporate Governance-Strukturen ist die Einteilung in „interne“ und „externe“ Mechanismen der Kontrolle (intern bzw. extern aus der Sicht des Unternehmens). Zu den wichtigsten internen Mechanismen zählen die Kontrollfunktion des Aufsichtsrates, das Konkurrenzverhältnis zwischen den einzelnen Vorständen einer Unternehmung und die Leitungs- und Kontrollfunktion anteilmäßig bedeutender und daher „aktiver“ Eigentümer. Unter externen Kontrollmechanismen versteht man z. B. den Markt für Firmenübernahmen, die Einflussnahme bedeutender Gläubiger (z. B. Banken) oder Konkurrenz auf den Outputmärkten. Dabei ist zu beachten, dass interne und externe Kontrollmechanismen sich gegenseitig nicht notwendigerweise ausschließen: Im Gegenteil ist zu erwarten, dass, wenn ein Mechanismus nicht effektiv funktioniert, ein anderer diesen ersetzt bzw. ergänzt. Beispielsweise wird der externe Mechanismus „Markt für Firmenübernahmen“ in den angelsächsischen Ländern zur Disziplinierung von Managern verwendet, während in den kontinentaleuropäischen Ländern wie Deutschland, Österreich, Belgien, Holland, Italien oder Griechenland eher der Eigentümer oder der Aufsichtsrat diese Aufgabe übernimmt. Jedoch kann man auch in diesen kontinentaleuropäischen Ländern Unterschiede feststellen: Beispielsweise sind in Deutschland oft Unternehmen Eigentümer anderer Unternehmen im gleichen Sektor, während in Belgien Holdingkonstruktionen und in Italien einige große Banken überdurchschnittlichen Einfluss ausüben.

In Kontinentaleuropa werden Aktionäre oft als Stakeholder neben den Beschäftigten, Lieferanten und Kunden gesehen. Feindliche Firmenübernahmen sind in den oben genannten Ländern — aus jeweils unterschiedlichen Gründen — selten. So bewirken umfangreiche gegenseitige Beteiligungen (*cross-shareholdings*) eine gewisse

Abschottung vor externer Kontrolle in Deutschland; gesetzliche Regelungen wirken in den Niederlanden bremend auf feindliche Übernahmen.² Als Folge davon variiert die Effektivität der verschiedenen Disziplinierungsmechanismen von Land zu Land. Während also feindliche Übernahmen in Großbritannien große Bedeutung haben übernehmen in den oben erwähnten kontinentaleuropäischen Ländern Großaktionäre und Aufsichtsrat die entsprechende Kontrollfunktion.³

Obwohl diese länderspezifischen Unterschiede wohl bekannt sind, ist das Wissen über deren Konsequenzen für die Unternehmen sehr viel weniger gesichert. Der größte Teil der wissenschaftlichen Forschung konzentriert sich auf die USA und die anderen angelsächsischen Länder und damit auf die Funktionsweise und Effektivität externer Kontrollmechanismen. Viel unklarer ist das Bild in Kontinentaleuropa. Ein wichtiger Beitrag des laufenden Forschungsprojektes ist daher die Evaluierung der unterschiedlichen Kontrollmechanismen in den genannten europäischen Ländern. Sofern signifikante Unterschiede festgestellt werden, gilt es, den Einfluss dieser Unterschiede auf Investitionsaktivitäten bzw. performance der Unternehmen zu ermitteln.

2.1 Trennung von Eigentum und Kontrolle

Der Vorteil von Aktiengesellschaften ist, dass sie die Teilung des Eigentums in viele kleine Einheiten gestatten; dies eröffnet den Investoren die Möglichkeit, ihr Haftungsrisiko nach eigenen Vorstellungen zu beschränken; gleichzeitig ermöglicht diese Tatsache der Aktiengesellschaft, Risikokapital in einem Maße anzuziehen, wie es anderen Rechtsformen im Allgemeinen unmöglich ist.⁴

Die Delegation der Geschäftsführung an angestellte Manager erlaubt es den Aktionären, sich am Wirtschaftsgeschehen zu beteiligen, ohne selbst Unternehmer sein oder spezifische Fähigkeiten einbringen zu müssen. Funktionsfähige Märkte für Anteilsrechte an Unternehmen sorgen dafür, dass die Aktionäre jederzeit bei Bedarf ihre Einlagen liquidieren können. Für diese Vorteile geben die Aktionäre die direkte Verfügungsgewalt über ihr Eigentum, das eingesetzte Kapital, auf. Damit entstehen erhebliche Anreizprobleme, wenn man unterstellt, dass nur der Eigentümer mit direkter Verfügungsgewalt über sein Eigentum dieses auch effizient, d. h. in seiner bestmöglichen Verwendung, einsetzt.

¹ Weigand (1999).

² Drukarczyk, Schmidt (1998), Drukarczyk, Honold, Schüler (1996), Brichs Serra, Buch, Nienaber (1997).

³ Franks, Mayer (1998).

⁴ Gerke et al. (1995), Gerke (1998), Harhoff (1996, 1998a, b).

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle wird als Quelle ineffizienten Ressourceneinsatzes in von angestellten Managern geführten Publikumsaktiengesellschaften⁵ gesehen. Angestellte Manager beherrschen und kontrollieren den größten Teil der Unternehmenslandschaft. Manager, die nicht gleichzeitig Eigentümer der eingesetzten Kapitalien sind, gehen mit den überlassenen Mitteln im Allgemeinen verschwenderischer und bedenkenloser um. Eine Kontrolle durch die Eigentümer findet nur unvollkommen oder gar nicht statt, weil die Aktionäre in der Regel nichts vom Geschäft verstehen und eine Koordination der Aktionäre untereinander zu einer abgestimmten Kontrolle der Manager bei breit gestreutem Aktienkapital sehr schwierig ist. Wenn eine wirksame Überwachung durch die Eigentümer aber nicht erfolgt, diese vielmehr durch die vom Management diktieren Dividenden zufrieden gestellt werden, können Manager ihre eigenen Ziele verfolgen, zum Nachteil der Aktionäre. Das Ergebnis ist Corporate Plundering: Knappe Unternehmensressourcen werden von den angestellten Managern für ihre privaten Ziele eingesetzt und die Unternehmen damit „geplündert“.

Das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle wurde bis in die 1980er Jahre fast ausschließlich in den angelsächsischen Ländern diskutiert, weil das angloamerikanische Finanzierungssystem stark auf Marktmechanismen wie Aktienmärkte vertraut, um Kapital in seine produktivsten Verwendungen zu lenken. Aktive Aktienmärkte mit hoher Marktkapitalisierung und Aktiengesellschaften mit breitgestreutem Aktienkapital sind wesentliche Kennzeichen dieses Systems. Drohende Unternehmensübernahmen⁶ sowie der Arbeitsmarkt für Manager, der Managerversagen mit Reputationsverlust und Minderrung von Karrierechancen bestraft⁷, sollen in diesem System gewährleisten, dass Manager diszipliniert werden und die Maximierung des Ertragswertes des von den Aktionären investierten Kapitals verfolgen.

Mit zunehmender Internationalisierung des Wettbewerbs hat die Diskussion über die Kontrolle von Unternehmen nun in voller Breite auch in Kontinentaleuropa eingesetzt. Für das durch hohe Eigentümerkonzentration und geringe Börsenkapitalisierung charakterisierte deutsche Finanzierungssystem wird angenommen, dass die Unternehmenskontrolle stärker durch die Eigentümer sowie Banken erfolgt als in einem marktorientierten System. Kleine und mittlere Unternehmen sind überwiegend im Eigentum von Familien oder Personengruppen. Viele große Unternehmen haben nur einen Großaktionär, der in der Regel eine Mehrheitsbeteiligung hält. Gesellschaften mit breit gestreutem Aktienbesitz wie im angelsächsischen System sind die Ausnahme. Auch die Eigentümerstrukturen ändern sich im Zeitablauf kaum. Über Kapitalverflechtungen und Aufsichtsratsmandate bestehen zudem enge Beziehungen zwischen Industrieunternehmen, Banken und Versicherungen. Das deutsche System („Deutschland AG“) wird häufig auch als bank- oder netz-

werkorientiert bezeichnet.⁸ Die wesentlichen Unterschiede von markt- und netzwerkorientierten Finanzierungssystemen lassen sich wie in Tabelle 1 darstellen.

Wesentliche Vertreter des marktorientierten Systems sind die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich; das netzwerkorientierte System trifft man in Deutschland und Kontinentaleuropa sowie in Japan an.⁹

2.2 Konvergenz der Systeme

Die gegenwärtige Diskussion über adäquate Mechanismen der Unternehmenskontrolle offenbart eine gewisse Konvergenz: So fordert man in der europäischen und deutschen Diskussion eine stärkere Hinwendung zum marktorientierten System, um eine bessere Versorgung von neuen, kleinen und innovativen Unternehmen mit Risikokapital und höheren Erträgen für Investoren zu erreichen.¹⁰ Diese Kritik wird genährt durch anhaltend schwaches Wirtschaftswachstum, hohe Arbeitslosigkeit, mangelnde unternehmerische Initiative und ungenügende Investitionen in neue Technologiebereiche.¹¹

Umgekehrt kritisiert man an marktorientierten Systemen, dass keine effektive Unternehmenskontrolle stattfindet, Aktionärsinteressen ignoriert werden, Manager ihr Handeln nur auf die kurze Frist ausrichten (Bedeutung der Quartalsergebnisse) und nur wenig risikante, aber schnellen Cash Flow generierende Investitionsprojekte verfolgen.¹²

Die im Zusammenhang mit freundlichen und feindlichen Unternehmensübernahmen in den 80er Jahren in den USA zu beobachtenden Begleiterscheinungen haben dazu beigetragen, das Vertrauen in den Markt für Unternehmenskontrolle und seine disziplinierende Wirkung für die Unternehmensmanager zu erschüttern und das Problem der Trennung von Eigentum und Kontrolle wieder aktuell werden lassen. Eine Reihe von Kritikern des amerikanischen Systems fordern daher eine Annäherung an das netzwerkorientierte System. So wurde u. a. vorgeschlagen, Banken die Eigenkapitalbeteiligung an Industrieunternehmen in größerem Stil zu erlauben. Auch von

⁵ Berle, Means (1932).

⁶ Manne (1965), Jensen, Ruback (1983).

⁷ Fama (1980).

⁸ Zum institutionellen Vergleich von Finanzierungssystemen vgl. Baums (1994, 1996), Edwards, Fischer (1994), Roe (1994a, b), Mayer (1998), Hopt et al. (1998), Nemec (1999), Kremp, Stöss und Gerdesmeier (1999).

⁹ Dietl (1998).

¹⁰ Vgl. Mayer (1992), Allen, Gale (1995).

¹¹ Audretsch, Elston (1997), Perlitz, Seeger (1994, 1995), Wengen, Kaserer (1996, 1998).

¹² Porter (1992), Jensen (1993), Roe (1994a, b), Bhide (1993, 1994), Pound (1995), Monks, Minow (1995), Schnitzer (1997).

Tabelle 1

Unterschiede von markt- und netzwerkorientierten Finanzierungssystemen

	Marktorientiertes System	Netzwerkorientiertes System
Börsenkapitalisierung	hoch	gering
Anteilsbesitz	ertragsorientiert kurzfristig breit gestreut	wertorientiert langfristig konzentriert
Präsenz bedeutender Anteilseigner	selten	häufig
Wechsel der Anteilseigner	häufig	selten
Rolle der Banken	als Kontrolleure von Unternehmen unbedeutend kurzfristige Unternehmensfinanzierung	bedeutende Kontrollmöglichkeiten (Gläubiger, Eigentümer, Aufsichtsratsmandate) langfristige Unternehmensfinanzierung
Kontrolle des Managements durch Anteilseigner	gering	stark
–	hohe Erträge für die Anteilseigner	Sicherung der Marktposition

Quelle: Weigand (1999).

einer stärkeren Eigentümerkonzentration verspricht man sich viel: „Unwittingly, the system [of U.S. securities regulations and disclosure rules] nurtures market liquidity at the expense of good governance. ... U.S rules that protect investors don't just sustain market liquidity, they also drive a wedge between shareholders and managers. Instead of yielding long-term shareholders who concentrate their holdings in a few companies, where they provide informed oversight and counsel, the laws promote diffused, arm's length stockholding.“¹³

Die neuere Literatur zu Unternehmensorganisation und -finanzierung¹⁴ beschäftigt sich intensiv mit der Frage der Unternehmenskontrolle. Danach beschränkt eine hohe Eigentümerkonzentration den diskretionären Spielraum der Manager und erlaubt dennoch eine nicht nur an kurzfristiger Maximierung der Unternehmensergebnisse orientierte Investitionspolitik.

Diese Diskussion um Eigentümerkonzentration und Unternehmenskontrolle nimmt das hier vorgestellte Projekt zum Anlass für eine empirische Überprüfung der Verhältnisse in mehreren kontinentaleuropäischen Staaten sowie in Großbritannien, USA und Japan. Das generelle Thema der Untersuchung lässt sich auf den einfachen Nenner bringen:

Wie wirken sich unterschiedliche Corporate Governance-Systeme (d. h. unterschiedliche Eigentümerstrukturen, unterschiedliche gesetzliche Rahmenbedingungen usw.) auf die Rentabilität, Investition und Finanzierung und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Industrieunternehmen aus?

3. Überblick über die veröffentlichten Papiere

Die Wirtschaftskrise von 1997/98 in Asien brachte für eine Reihe aufstrebender Wirtschaftsnationen herbe Rückschläge. Im Zuge der Krisenbewältigung widmete man sich verstärkt Fragen des Wettbewerbs und der Unternehmenskontrolle (Corporate Governance).¹⁵ Man machte für die Krise u. a. eine zu hohe Investitionsquote als Folge mangelnden Wettbewerbs sowie einen von anderen als von Profitabilitätserwägungen motivierten Unternehmenssektor verantwortlich. Die große Nähe von Regierung, Geschäfts- und Finanzwelt — typisch für diese von Krugman mit „crony capitalism“ bezeichneten Wirtschaftssysteme — sei demnach ursächlich für die hohe Verschuldung im Unternehmenssektor, der infolge dessen besonders anfällig wurde gegenüber Zinsveränderungen und Wechselkursschocks, zumal implizite Garantien der Regierung für den Fall finanzieller Krisen nur scheinbare Sicherheit vermittelten.

Auch das Argument mangelnder Transparenz wurde für die Vertrauenskrise verantwortlich gemacht: „In Korea, for example, opacity had become systemic. The lack of transparency about government, corporate and financial sector operations concealed the extent of Korea's problems —

¹³ Bhide (1994, 129 f.).

¹⁴ Vgl. z. B. Picot (1995).

¹⁵ Die Finanzkrise in Südostasien wurde von verschiedenen Perspektiven u. a. untersucht von Feldstein (1998), Roubini et al. (1998), Wade, Veneroso (1998), Sachs, Radelet (1998), IMF (1998), World Bank (1998), Singh (1999a, b) und Stiglitz (1999). Ein asiatisches Kapitalismusmodell vertreten Greenspan (1998), Summers (1998), Frankel (1998), Phelps (1999).

so much so that corrective action came too late and ultimately could not prevent the collapse of market confidence, with the IMF finally being authorised to intervene just days before potential bankruptcy.”¹⁶

Glen, Lee und Singh testeten in ihrem auf dem Workshop präsentierten Papier¹⁷ die Hypothese, dass mangelnder Wettbewerb und mangelhafte Unternehmenskontrolle die eigentliche Ursache der Asienkrise gewesen seien. Sie untersuchten dazu die Länder Brasilien, Indien, Jordanien, Korea, Malaysia, Mexiko und Zimbabwe. Ihr Ergebnis verschiedener Panelanalysen ist, dass auf den Produktmärkten ein intensiver Wettbewerb herrschte, der keineswegs geringer war als in fortgeschrittenen Ländern.

Ein interessantes Phänomen sind die immer wieder zu beobachtenden Fusionswellen. Schon Ende des 19. Jahrhunderts bzw. Anfang des 20. Jahrhunderts gab es in den USA (von 1897–1904) eine erste Fusionswelle. Danach folgten Fusionswellen Ende der 20er, 60er, 80er und 90er Jahre. Die erste Fusionswelle hat die amerikanische Wirtschaft stärker beeinflusst als die darauf folgenden.¹⁸ In den letzten Jahren ist insbesondere der Anteil der grenzüberschreitenden Fusionen gestiegen. Gründe für Fusionen gibt es zahlreiche.¹⁹ Daneben interessiert die Frage nach den Effekten von Fusionen. Dieser Frage widmen sich Gugler, Mueller, Yurtoglu und Zulehner in ihrem Papier. Die Effekte von Fusionen werden durch den Vergleich der *performance* von fusionierenden Unternehmen mit der von nicht fusionierenden Unternehmen aus einer Kontrollgruppe untersucht. Die *performance* wird durch Profitabilität, Umsätze und Marktwert der Unternehmen gemessen. Die Ergebnisse zeigen, dass Fusionen in Kontinentaleuropa im Durchschnitt nicht mit Steigerungen der Profitabilität einhergehen; stattdessen beobachtet man Umsatrückgänge der fusionierenden Unternehmen und einen sinkenden Marktwert. Für Deutschland können ähnliche Aussagen gemacht werden, allerdings scheinen hier Fusionen etwas profitabler zu sein.

Die relative Häufigkeit von Unternehmensübernahmen in marktorientierten Systemen wie den USA oder dem Vereinigten Königreich lassen Rückschlüsse auf das Funktionieren einer Marktes für Unternehmenskontrolle (*market for corporate control*) zu. Japan und Kontinentaleuropa verzeichnen bisher relativ wenige feindliche Übernahmen. Zum Teil liegt das daran, dass es zahlreiche Hindernisse für Übernahmen gibt, die sowohl in der internen Struktur der Unternehmen als auch in den Eigentümerverhältnissen begründet sind. Im Laufe dieser Debatte diskutierte man auch die Frage, ob der Markt für Unternehmenskontrolle durch Erleichterung von Übernahmen gefördert oder — wie von Managern gefordert — durch Abwehrmaßnahmen (*take-over defenses*) stärker reguliert werden sollte. Bei Abwehrmaßnahmen sind jedoch zwei Aspekte zu berücksichtigen: einerseits der Schutz der Anleger (*shareholder*), andererseits die Abschottung des Managements (*entrenchment*). Alemany und Crespí-

Cladera suchen in ihrer empirischen Analyse nach Belegen für die Abschottungshypothese und die Shareholder-Hypothese. Satzungsänderungen oder andere Beschlüsse des Vorstands, die Übernahmen erschweren, sind Teil einer Strategie, das etablierte Management gegenüber der disziplinierenden Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle abzuschotten. Zu erwarten ist ein negativer Vermögenseffekt auf den *shareholder value*. Andererseits bedeutet eine erschwerende externe Kontrolle mehr Verhandlungsmacht für das Unternehmen und damit höhere Übernahmekurse, was vorteilhaft für den Anleger ist. Diese zwei Hypothesen, die für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich mit ihren aktiven Märkten für Unternehmenskontrolle wiederholt getestet wurden, fanden bisher in Kontinentaleuropa nur wenig Beachtung. Auf den ersten Blick machen in einem Umfeld, in dem feindliche Übernahmen eher die Ausnahme sind, Abwehrmaßnahmen wenig Sinn. Dennoch kann man beobachten, dass europäische Unternehmen zu solchen Abwehrmaßnahmen greifen. Die Untersuchung von Alemany und Crespí-Cladera, die auf einem Sample spanischer Unternehmen basiert, berichtet von verschiedenen Arten von Abwehrmaßnahmen, einige davon, wie zum Beispiel Limitierung der Stimmenzahl auf 10 % sind dabei äußerst wirkungsvoll. Die dahinter stehende Frage dieses Aufsatzes ist, warum Gesellschaften derartige Abwehrmaßnahmen ergreifen und wie sich dies auf die Aktienkurse auswirkt. Unter Verwendung der allgemein üblichen Methodik der Eventstudien weisen die Autoren die Existenz eines signifikanten Vermögenseffektes nach, der sich zum Zeitpunkt des Ereignisses als außerordentlicher Kursgewinn von durchschnittlich 0,5 % auswirkt, obwohl der kumulative außerordentliche Gewinn für ein [–8, +4] Fenster signifikant negativ ist. Da diese Ergebnisse noch nicht völlig überzeugend sind, ist weitere Forschung auf diesem Gebiet erforderlich.

Im Allgemeinen wird angenommen, dass sich große japanische Unternehmen von britischen Unternehmen unterscheiden. Empirische Studien scheinen zu belegen, dass japanische Firmen dem *shareholder value* im Vergleich zu englischen und amerikanischen Unternehmen nur wenig Beachtung schenken. Kubo untersucht daher die Beziehung zwischen Anreizelementen des Managergehalts und der Unternehmensperformance. Verwendet werden Mikrodaten börsennotierter Unternehmen in beiden Ländern. Die Ergebnisse Kubos lassen vermuten, dass für Direktoren in Japan — im Gegensatz zu ihren Kollegen in England — keine großen Anreize bestehen, den *shareholder value* zu maximieren.

¹⁶ Ansprache zur internationalen Transparenz, wiedergegeben in IMF (1998): Survey, 9 February.

¹⁷ Das hier publizierte Papier ist eine gekürzte Version.

¹⁸ Golbe, White (1988).

¹⁹ Vgl. z. B. Weston, Chung, Siu (1998).

Auch *Crespi-Cladera, Gispert* und *Renneboog* vergleichen in ihrem Aufsatz für das Vereinigte Königreich und Spanien die Beziehung zwischen den Gehältern des Topmanagements und der Unternehmensperformance, bei- des Länders mit höchst unterschiedlichen Unternehmenskontrollstrukturen. Die empirische Evidenz erlaubt einen direkten Vergleich, weil vergleichbare Daten, Zeitperioden und Unternehmenssamples verwendet wurden. Unter anderem werden folgende Fragen gestellt: Wird das monetäre Gehalt durch Bilanzgewinne bzw. Aktienkurse bestimmt oder ist die Unternehmensgröße entscheidend? An welchen (gegebenenfalls unterschiedlichen) Performance-Indikatoren orientiert sich Bezahlung des Topmanagements in beiden Ländern? Wird die Pay-for-performance-Elastizität beeinflusst durch das Abschneiden der führenden Unternehmen in einem Wirtschaftszweig? Inwiefern sind unterschiedliche Unternehmenskontrollstrukturen eine entscheidende Determinante der Performance-compensation-Beziehung? Für das Vereinigte Königreich, wo der Großteil der Agency-Kosten auf unterschiedliche Interessen von Investoren und Managern zurückzuführen ist, wurde eine enge Beziehung zwischen Aktienperformance und CEO-Gehältern erwartet. Als Ergebnis zeigte sich jedoch, dass die Gehaltsstrukturen nicht so sehr mit dem shareholder value gekoppelt sind, vielmehr wird die Bezahlung in erster Linie determiniert von der Unternehmensgröße, gemessen durch das Umsatzwachstum. Implizit wird damit unterstellt, dass die Leitung größerer Firmen besondere und deshalb besonders wertvolle Managementfähigkeiten erfordert. Selbst in Firmen mit hoher Kapitalkonzentration konnte keine signifikante Pay-for-performance-Beziehung nachgewiesen werden. In Spanien haben CEOs größerer gelisteter Firmen höhere Gehälter als die von kleinen Gesellschaften. *Crespi-Cladera, Gispert* und *Renneboog* finden, dass nach Zunahmen des Unternehmenswertes regelmäßig auch die monetären CEO-Gehälter zunehmen. Diese positive Pay-for-share-price-performance-Elastizität kann nicht für alle spanischen Unternehmen nachgewiesen werden: ein Entlohnungsschema, das auf Maximierung des shareholder value abzielt, konnte nur für Unternehmen mit hoher Eigentümerkonzentration nachgewiesen werden. Daraus folgern die Autoren, dass ein Monitoring durch Großaktionäre eine an der Aktienperformance orientierte Gestaltung der Managergehälter nicht ersetzen kann, weil offenbar nur Großaktionäre in der Lage sind, dem Management gegenüber derartige Gehaltsstrukturen durchzusetzen. In spanischen Firmen ohne Großaktionär sind Gehaltsänderungen des Topmanagements an Änderungen der Bilanzgewinne in den Vorjahren gekoppelt. Wenn die Zunahme im Firmen-ROA höher ist (oder weniger negativ ist) als die entsprechende Zunahme des Branchen-ROA steigt das monetäre Gehalt der leitenden Direktoren in der Folgeperiode. Das Fehlen eines Großaktionärs verleiht in diesen Unternehmen dem Management größere diskretionäre Spielräume für eine

Gehaltspolitik, die an Bilanzgewinne — die in gewissem Maße vom Management kontrolliert werden können — gekoppelt ist.

Goergen und *Renneboog* widmen sich dem Problem der Finanzierungsrestriktionen. Sie untersuchen, inwieweit Investitionen von Unternehmen von der Verfügbarkeit interner Finanzierung determiniert werden. Unvollkommene Kapitalmärkte sind bekanntlich Ursache für eine pecking order unterschiedlicher Finanzierungsquellen, sodass Finanz- und Investitionsentscheidungen nicht voneinander unabhängig sind. Mit dem Euler-Gleichungsmodell von Bond und Meghir untersuchen sie ein Sample von 240 Unternehmen, die im Verlauf einer 6-Jahres-Periode an der Londoner Börse notiert waren. Für das Gesamtsample finden sie keinen Beleg für eine positive Beziehung zwischen interner Verfügbarkeit von Geldmitteln und Investitionen. Unternehmen mit Finanzrestriktionen neigen hingegen zur Unterinvestition; ihre Investitionen zeigen eine starke Abhängigkeit vom Cash Flow. Bei Unternehmen mit institutionellen Anlegern als Großaktionär ist dieser Zusammenhang schwächer ausgeprägt. Dagegen spielt der Cash Flow für die Finanzierung von Investitionen keine Rolle, wenn große Industrieunternehmen an den Unternehmen als Großaktionär beteiligt sind. Bei Mehrheitskontrolle durch Industrieunternehmen besteht jedoch ein positiver Zusammenhang.

Einem ähnlichen Problem widmen sich *Smith, Madsen* und *Dilling-Hansen*. In ihrem Papier untersuchen sie die Wirkung der Eigentümerkonzentration auf die Wahrscheinlichkeit, dass Firmen sich in Innovationen engagieren oder in Forschung und Entwicklung (FuE) investieren. Ihr Ergebnis ist, dass stärkere Kapitalstreuung die Wahrscheinlichkeit für Innovationen und FuE erhöht. Die Eigentümerkonzentration hat hierbei größere Bedeutung als die auf dem Produktmarkt herrschende Firmenkonzentration.

Groß-Schuler und *Weigand* untersuchen in ihrem Papier mit einem production function approach die Bedeutung der Faktoren „Eigentümerkonzentration“, „Wettbewerb auf dem Produktmarkt“ sowie „finanzielle Restriktion“ für die Unternehmensproduktivität. Auch die Bedeutung der Identität der Eigentümer und von Veränderungen der Eigentümerstruktur wird analysiert. Im Anschluss wird der Einfluss der Spezifität des Kapitals auf Unternehmensproduktivität analysiert. Basis ist ein Sample von 361 deutschen Industrieunternehmen. Ihr Ergebnis ist, dass die Anbieterkonzentration einen positiven Einfluss auf die Produktivität hat. Auch ein disziplinierender Effekt der Verschuldung ergab sich. Interessanterweise beeinflusst die Präsenz mehrerer starker Aktionäre die Produktivität negativ. In Industrien mit hohen sunk costs sind Änderungen der Eigentümerstruktur negativ korreliert mit der Unternehmensproduktivität, während in Industrien mit niedrigen sunk costs die Produktivität nach Eigentümerwechseln zunahm.

Bisher wurden die Corporate Governance-Probleme in erster Linie für die Industrieländer untersucht. Für so ge-

nannte Transformationsländer liegen bisher nur wenig Materialien vor. Peev gibt in seinem Papier einen Überblick über die Entwicklung von Eigentümer- und Unternehmenskontrollstrukturen in Bulgarien. Er geht u.a. auf die Eigentümerstrukturen in den verschiedenen Unter-

nehmensformen ein und gibt einen Ausblick auf die künftige Entwicklung seines Landes. Schließlich werden die Grenzen einer möglichen Konvergenz der Unternehmenskontrollstruktur in Bulgarien in Richtung westlicher Strukturen aufgezeigt.

Literaturverzeichnis

- Allen, F., D. Gale (1995): A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US. In: European Economic Review, 39, 179–209.*
- Audretsch, D.B., J. Elston (1997): Financing the German Mittelstand. In: Small Business Economics, 9, 97–110.*
- Baums, Th. (1994): The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and Governance. In: Aoki, M., H. Patrick (eds.): The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Countries, Oxford, 409–449.*
- Baums, Th. (1996): Corporate Governance Systems in Europe — Differences and Tendencies of Convergence. Arbeitspapier 6 des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück.*
- Berle, A., G. Means (1932): The Modern Corporation and Private Property, New York.*
- Bhide, A. (1993): The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. In: Journal of Financial Economics, 34, 31–51.*
- Bhide, A. (1994): Efficient Markets, Deficient Governance. In: Harvard Business Review, November–December, 129–139.*
- Bond, S., C. Meghir (1994a): Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy. In: Review of Economic Studies, 61, 197–222.*
- Bond, S., C. Meghir (1994b): Financial Constraints and Company Investment. In: Fiscal Studies, 15, 1–18.*
- Brichs Serra, E., C. M. Buch, Th. Nienaber (1997): The Role of Banks — Evidence from Germany and the US. Working Paper No. 802, Kiel.*
- Dietl, H. (1998): Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany and the United States. Organizational Response to Market Inefficiencies, London.*
- Drukarczyk, J., D. Honold, A. Schüler (1996): Shareholders and Intensity of Control. Diskussionspapier 284, Universität Regensburg.*
- Drukarczyk, J., H. Schmidt (1998): Lenders as a Force in Corporate Governance Enabling Covenants and the Impact of Bankruptcy Law. In: Hopt, K.J., H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymersch, S. Prigge (eds.): Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research, Oxford, 759–786.*
- Edwards, J., K. Fischer (1994): Banks, Finance and Investment in Germany, Cambridge.*
- Fama, E. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm. In: Journal of Political Economy, 88, 288–307.*
- Feldstein, M. (1998): Trying to do too much. In: Financial Times, March 3, 1998.*
- Frankel, Jeffrey A. (1998): The Asian Model, The Miracle, The Crisis and The Fund. Paper delivered at the U.S. International Trade Commission, April 16, 1998.*
- Franks, J., Mayer (1998): Bank Control, Takeovers, and Corporate Governance in Germany. In: Hopt, K.J., H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymersch, S. Prigge (eds.): Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research, Oxford, 641–658.*
- Gerke, W. et al. (1995): Probleme deutscher mittelständischer Unternehmen beim Zugang zum Kapitalmarkt, Baden-Baden.*
- Gerke, W. (1998): Market Failure in Venture Capital Markets for New Medium and Small Enterprises. In: Hopt, K.J., H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymersch, S. Prigge (eds.): Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research, Oxford, 607–635.*
- Golbe, D., L.J. White (1988): A Time-series Analysis of Mergers and Acquisitions. In: A. Auerbach (ed.): Takeovers: Causes and Consequences, Chicago.*
- Greenspan, A. (1998): Testimony before the Committee on Banking and Financial Services. US House of Representatives, January 30, 1998.*
- Harhoff, D. (1996): Finanzierungsrestriktionen in Forschung und Entwicklung: Eine Paneldatenanalyse für deutsche Unternehmen 1987–1994. Diskussionsbeitrag, Mannheim: ZEW.*
- Harhoff, D. (1998a): Are there Financing Constraints for Innovation and Investment in German Manufacturing Firms? Annales d'Économie et de Statistique, Special Issue 49/50, January–June.*
- Harhoff, D. (1998b): Lending Relationships in Germany: Empirical Results from Survey Data. WZB Diskussionspapier, Juni 1998, Berlin.*
- Hopt, K.J., H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymersch, S. Prigge (Hrsg.) (1998): Comparative Corporate Govern-*

- ance — The State of the Art and Emerging Research, Oxford.
- IMF* (1998): The Asian Crisis: Causes and Cures. In: *Finance & Development*, 35 (2), June.
- Jensen, M.C., R. Ruback* (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. In: *Journal of Financial Economics*, 11, 5–50.
- Jensen, M.C.* (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. In: *Journal of Finance*, 48, 831–880.
- Kremp, E., E. Stöss, D. Gerdesmeier* (1999): Estimation of a Debt Function: Evidence from French and German Firm Panel Data. In: *Sauvé, A., M. Scheuer* (eds.): *Corporate Finance in Germany and France*. Sonderveröffentlichung der Deutschen Bundesbank.
- Krugman, P.* (1998): What Happened to Asia (unpublished).
- Manne, H.G.* (1965): Mergers and the Market for Corporate Control. In: *Journal of Political Economy*, 73, 110–120.
- Mayer, C.* (1998): Financial Systems and Corporate Governance: A Review of the International Evidence. In: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154, 144–165.
- Mayer, C.* (1992): Corporate Finance. In: *Newman, P., M. Milgate, J. Eatwell* (eds.): *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, New York: Macmillan, 462–472.
- Monks, R., N. Minow* (1995): Corporate Governance, New York.
- Nemec, E.* (1999): Kapitalstruktur und Corporate Governance in bankorientierten Finanzsystemen, Wiesbaden.
- Perlitz, M., F. Seger* (1994): The Role of Universal Banks in German Corporate Governance. *Business and the Contemporary World* 4.
- Perlitz, M., F. Seger* (1995): When Banks and Business Make Bad Bedfellows. In: *The Wall Street Journal Europe*, 4 April 1995.
- Phelps, E.S.* (1999): The Global Crisis of Corporatism. In: *Wall Street Journal*, 25 March 1999.
- Picot, A. (Hrsg.)* (1995): Corporate Governance, Unternehmensüberwachung auf dem Prüfstand, Stuttgart.
- Porter, M.* (1992): Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System. In: *Harvard Business Review*, September–October 1992, 65–82.
- Pound, J.* (1995): The Promise of the Governed Corporation. In: *Harvard Business Review*, March–April, 89–98.
- Roe, M.* (1994a): Some Differences in Corporate Governance in Germany, Japan, and America. In: *Baums, T. et al. (eds.)*: *Institutional Investors and Corporate Governance*, Berlin, New York.
- Roe, M.* (1994b): Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance, Princeton.
- Roubini, N., G. Corsetti, P. Pesenti* (1998): What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? New York: Columbia University, Stern School of Business.
- Sachs, J., S. Radelet* (1998): The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, Cambridge, Mass.: Harvard Institute for International Development.
- Schnitzer, M.* (1997): Short-Termism and the Market for Corporate Control. In: *Picot, A., E. Schlicht* (eds.): *Firms, Markets, and Contracts*, Heidelberg.
- Schüler, A.* (1998): Performance-Messung und Eigentümerorientierung, Frankfurt u. a.
- Shleifer, A., R.W. Vishny* (1997): A Survey of Corporate Governance. In: *Journal of Finance*, 52, 737–783.
- Singh, A.* (1999a): „Asian Capitalism“ and the Financial Crisis. In: *Michie, J., J. Grieve Smith* (eds.): *Global Instability: The Political Economy of World Economic Governance*, London, 9–36.
- Singh, A.* (1999b): Review of „The Role of Government in East Asian Economic Development“. In: *Aoki et al.*, *Journal of Development Economics*, 29, 565–572.
- Stiglitz, J.* (1999): Reforming the Global Financial Architecture: Lessons from Recent Crises. In: *Journal of Finance*, 54 (4), 1508–1522.
- Summers, L.H.* (1998): Opportunities Out of Crises: Lessons From Asia. Remarks to the Overseas Development Council, From the Office of Public Affairs, March 19, 1998.
- Wade, R., F. Veneroso* (1998): The Asian Financial Crisis: The High Debt Model and the Unrecognized Risk of the IMF Strategy. Working Paper No. 128, New York.
- Weigand, J.* (1999): Unternehmenssteuerung, Rentabilität und Kapitalstruktur, Nürnberg.
- Wenger, E., C. Kaserer* (1996): The German System of Corporate Governance: A Model Which Should Not Be Imitated. In: *Black, S.W. (ed.)*: *Which Way Ahead for European Financial Markets: the German or the Anglo-Saxon Model?* AICGS Conference Report, Johns Hopkins University.
- Wenger, E., C. Kaserer* (1998): German Banks and Corporate Governance: A Critical View. In: *Hopt, K.J., H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymersch, S. Prigge* (eds.): *Comparative Corporate Governance — The State of the Art and Emerging Research*, Oxford, 499–535.
- Weston, J.F., K.S. Chung, J.A. Siu* (1998): Takeovers, Restructuring, And Corporate Governance, Prentice Hall, New Jersey.
- World Bank* (1998): *Global Economic Prospects*, New York.