

Banken, Aktionärsstruktur und Unternehmenssteuerung (Teil I)

Von Frank A. Schmid,* Philadelphia/USA

I. Einleitung

Spätestens seit der Arbeit von *Jensen und Meckling* (1976) wird die Aktiengesellschaft von vielen Ökonomen als eine Unternehmensform betrachtet, deren Effizienz unter dem Agency-Problem zwischen den Aktionären und der Unternehmensführung leidet. Diese Sicht steht in der Tradition von *Adam Smith* (1776), *Steinitzer* (1908) und *Berle und Means* (1932). Die empirischen Studien zu diesem Problem, die von *Morck, Shleifer und Vishny* (1988) und *McConnell und Servaes* (1990) vorgelegt wurden, scheinen dies zu bestätigen. Eine gegenteilige Position hierzu wird von *Demsetz* (1983) vertreten, der die Aktionärsstruktur als Ergebnis eines Wettbewerbsprozesses betrachtet. Er bestreitet die Relevanz des Agency-Problems im Unternehmensgleichgewicht. Die empirische Überprüfung dieser Sicht findet sich bei *Demsetz und Lehn* (1985).

Im folgenden wird eine empirische Studie zum Zusammenhang zwischen der Aktionärsstruktur und der Performance des Unternehmens für deutsche Aktiengesellschaften vorgestellt. Die Studie versucht zu klären, welche Rolle Banken und (andere) Großaktionäre bei der Unternehmenssteuerung in Deutschland einnehmen. Bisherige empirische Arbeiten hierzu stammen von *Cable* (1985) und *Perlitz und Seger* (1994).

Die empirische Analyse erstreckt sich auf zwei Samples deutscher Aktiengesellschaften aus den Jahren 1974 bzw. 1985. Der erste der beiden Datensätze wurde bereits von *Cable* (1985) ausgewertet. Obwohl

* Der Verfasser dankt der Deutschen Forschungsgemeinschaft für ihre finanzielle Unterstützung im Rahmen eines Habilitationsstipendiums während seines Aufenthalts am Graduiertenkolleg „Angewandte Mikroökonomik“ der Freien Universität Berlin und der Humboldt-Universität zu Berlin. Diese Arbeit ist Teil einer vom Verfasser am Fachbereich Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Lüneburg eingereichten Habilitationsschrift. Der Aufsatz profitierte von einem gemeinsamen Projekt mit Gary Gorton und den Anmerkungen eines anonymen Gutachters.

seine Studie Mängel aufweist, bleiben seine Ergebnisse für den Einfluß der Banken weitgehend erhalten. Ein Vergleich mit dem Jahr 1985 zeigt jedoch, daß die Aktionärsstrukturen zu den beiden Zeitpunkten die Performance der Unternehmen unterschiedlich beeinflussen.

In diesem ersten Teil der in zwei Teilen publizierten Arbeit wird die theoretische Argumentation vorgestellt. Es werden die Variablen für die empirische Analyse definiert und der Datensatz beschrieben. In Teil II werden die empirischen Ergebnisse vorgestellt.

II. Aktionärsstruktur und Unternehmenssteuerung

Zunächst soll das Agency-Problem zwischen den Aktionären und der Unternehmensführung bei Aktiengesellschaften dargestellt werden, wie es der traditionellen Sicht bei *Adam Smith* (1776), *Steinitzer* (1908), *Berle* und *Means* (1932) und *Jensen* und *Meckling* (1976) entspricht. Danach wird die Theorie der endogenen Aktionärsstrukturen von *Demsetz* (1983) vorgestellt. Aufbauend auf letzterem Ansatz wird argumentiert, daß Aktionärsstrukturen Vermögenswerte darstellen können, deren Einkommensstrom sich an der Performance von Unternehmen ablesen läßt.

In englischer Terminologie fällt das zu analysierende Problem unter das Schlagwort „(equity) ownership and (corporate) control“.¹ Der Begriff „corporate control“ wird mit „Unternehmenssteuerung“ übersetzt, um den irreführenden Begriff „Unternehmenskontrolle“ zu vermeiden. Der Begriff der Unternehmenssteuerung wird hier in grober Anlehnung an *Milgrom* und *Roberts* (1992, S. 597) als die Macht definiert, die Entscheidungen des Unternehmens von außen zu beeinflussen. Diese Macht kann sich unpersönlich manifestieren, wenn sie vom Wettbewerbsprozeß auf Märkten ausgeht. Hierzu zählen insbesondere der Markt für Managementleistungen (vgl. *Fama* [1980]) und der Produktmarkt (vgl. *Hart* [1983]). Eine persönliche Manifestation erfährt diese Macht hingegen, wenn Aktionäre Stimmrechte einsetzen, sei es unmittelbar oder durch Auftragserteilung. Der Markt, auf dem diese Macht gehandelt wird, ist der Markt für corporate control. Er wurde erstmals von *Manne* (1965) analysiert. Eine Studie über die empirische Relevanz dieses Marktes für die USA stammt von *Jensen* und *Ruback* (1983).

¹ Vgl. *Berle* und *Means* (1932), *Jensen* und *Meckling* (1976), *Demsetz* (1983), *Demsetz* und *Lehn* (1985), *Morck*, *Shleifer* und *Vishny* (1988) sowie *McConnell* und *Servaes* (1990).

1. Agency-Problem und Endogenität der Aktionärsstruktur

Während die Bemerkungen von *Adam Smith* (1776/1974, S. 629ff.) über das Agency-Problem zwischen den Aktionären und der Unternehmensführung noch anekdotenhaft sind, wird es von *Steinitzer* (1908) erstmals systematisch analysiert. Das Agency-Problem resultiert aus der bei Aktiengesellschaften typischerweise vorherrschenden personalen Trennung der Funktionen der Unternehmensführung und der Bereitstellung von Eigenkapital. Nach *Steinitzer* (1908, S. 53ff.) entstand die Aktiengesellschaft aus dem Bestreben der Investoren nach Risikoteilung.² Aufgrund der hohen Transaktionskosten einer gemeinsamen Unternehmensleitung durch alle Aktionäre wurde die Funktion der Unternehmensleitung von jener der Eigenkapitalbereitstellung getrennt. Das resultierende Agency-Problem besteht in der Ausrichtung der Entscheidungen der Unternehmensführung an den Interessen der Aktionäre.

Steinitzer (1908, S. 66ff.) betrachtet die Interessendivergenz zwischen der Unternehmensführung und den Aktionären als eine Funktion des Anteils, den erstere am Aktienkapital des Unternehmens hält. Je geringer diese Beteiligung ist, desto stärker weichen die Entscheidungen der Leitung von den Interessen der (übrigen) Aktionäre ab. Den Grund für die Interessendivergenz sieht *Steinitzer* in einem externen Effekt, den die Entscheidungen der Unternehmensführung auf die (übrigen) Aktionäre haben. So profitiert die Unternehmensführung in vollem Umfang von einer Steigerung ihres Konsums am Arbeitsplatz, die dem Unternehmen daraus entstehenden Kosten trägt sie jedoch nur in Höhe ihres Anteils $\alpha < 1$. *Berle* und *Means* (1932, S. 122) äußern sich in ihrer Studie über das Aufkommen amerikanischer Publikumsgesellschaften zu Beginn des 20. Jahrhunderts ähnlich: „In the operation of the corporation, the controlling group even if they own a large block of stock, can serve their own pockets better by profiting at the expense of the company than by making profits for it.“

Das von *Steinitzer* (1908) und *Berle* und *Means* (1932) vorgebrachte Argument des externen Effekts der Unternehmensführung auf die übrigen Aktionäre findet seinen Ausdruck in der mikroökonomischen Analyse der Agency-Kosten des Eigenkapitals bei *Jensen* und *Meckling* (1976). Obwohl *Fama* (1980, S. 294f.) auf einen wesentlichen Mangel dieses Modells hinwies, blieb dies in der Literatur bisher weitgehend

² Zugleich resultiert daraus für die Aktiengesellschaft die Möglichkeit, sich über die persönlichen Vermögensverhältnisse individueller Investoren hinaus auszudehnen.

unbeachtet. So berücksichtigen Jensen und Meckling zwar den Wettbewerb auf dem Kapitalmarkt, nicht jedoch jenen auf dem Markt für Managementleistungen. Im Modell von Jensen und Meckling kann die Unternehmensführung ihren Konsum am Arbeitsplatz ausdehnen, ohne daß sie vom Wettbewerb auf dem für sie relevanten Segment des Arbeitsmarktes sanktioniert wird. Fama argumentiert, daß die Berücksichtigung dieses Marktes das von Jensen und Meckling postulierte Problem eliminiert. Dabei vertraut er auf die Effizienz der unternehmensinternen Steuerungsmechanismen. Auch *Demsetz* (1983, insbes. Fn. 3) vertritt die Position, daß sich das von Jensen und Meckling behandelte Agency-Problem des Eigenkapitals im Wettbewerbsprozeß auflöst. Dabei geht er von der Endogenität der Aktionärsstrukturen aus, die sich jeweils optimal an die zur Steuerung des Unternehmens relevanten Charakteristika anpassen. Sein Ansatz ist allgemeiner als jener von Fama, bei dem offen bleibt, wie die Optimalität der internen Steuerungsmechanismen und damit die Effizienz des unternehmensinternen und -externen Marktes für Managementleistungen sichergestellt wird.

Demsetz (1983) betrachtet, ebenso wie *Jensen* und *Meckling* (1976), das Einkommen der Unternehmensführung als ein Bündel, das aus einer pekuniären und einer nichtpekuniären Komponente besteht. Die nichtpekuniäre Komponente wird als Konsum am Arbeitsplatz definiert. Der Konsum am Arbeitsplatz verursacht dem Unternehmen Kosten, wodurch sich die nichtpekuniäre Entlohnung der Unternehmensführung bei den Aktionären in pekuniärer Form zeigt. *Demsetz* subsumiert jede Form der Divergenz zwischen den Handlungen der Unternehmensleitung und den Interessen der Aktionäre gedanklich unter dem Begriff des Konsums am Arbeitsplatz.

Demsetz (1983, S. 378 ff.) nimmt zunächst an, daß die Aktionäre den Konsum am Arbeitsplatz bei jedem Manager kostenlos messen können. Die Kosten, die dieser Konsum verursacht, ergeben zusammen mit der pekuniären Entlohnung die Gesamtentlohnung des Managers aus Sicht der Aktionäre. Da dieses Einkommen kostenlos beobachtbar ist, können die Aktionäre sicherstellen, daß es den Wettbewerbslohn, der auf dem Markt für Managementleistungen der entsprechenden Qualität herrscht, nicht übersteigt. Im Gleichgewicht entspricht die Gesamtentlohnung der Unternehmensführung dem wettbewerblichen Niveau. Ihre Aufteilung in die pekuniäre und die nichtpekuniäre Komponente ist ohne Einfluß auf die Effizienz der Allokation des Kapitals.

Im Fortgang seiner Analyse läßt *Demsetz* (1983, S. 380) die Annahme fallen, der Konsum am Arbeitsplatz sei bei jedem Manager kostenlos

meßbar. Damit tritt im Unternehmen neben dem beobachtbaren Konsum auch nichtbeobachtbarer Konsum auf. Von letzterem nimmt *Demsetz* (1983, S. 380f.) an, daß er zwar nicht individuell, aber einer jeweiligen Gruppe von Beschäftigten zurechenbar ist. Die Entlohnung von Managern einer jeweiligen Gruppe richtet sich nun nach dem Mitglied der mittleren Qualität. Da die Gesamtentlohnung im Gruppendurchschnitt dem wettbewerblichen Niveau entspricht, gilt auch hier, daß die Aufteilung dieser Entlohnung in seine pekuniäre Komponente und in den Konsum am Arbeitsplatz ohne Einfluß auf die Effizienz der Allokation des Kapitals ist.³

Demsetz (1983, S. 385) argumentiert, daß sich im Gleichgewicht im Querschnitt der Unternehmen unterschiedliche Aufteilungen zwischen der pekuniären und der nichtpekuniären Komponente der Entlohnung einstellen. Diese Aufteilung hängt ab von den persönlichen Präferenzen der Mitglieder der Unternehmensführung gegenüber diesen Entlohnungsformen, von den komparativen Kostenunterschieden zwischen Unternehmen bei der Bereitstellung von am Arbeitsplatz konsumierbaren Gütern und von den Möglichkeiten zum individuell unbeobachtbaren Konsum dieser Güter. Bei Unternehmen, bei denen die Kosten der Messung des von der Unternehmensleitung in Anspruch genommenen Konsums am Arbeitsplatz hoch sind, ist auch der optimale Anteil der nichtpekuniären Komponente des Wettbewerbslohnes hoch. Diese Unternehmen werden entsprechend von Managern präferiert, die eine Vorliebe für einen hohen Anteil der nichtpekuniären Entlohnung haben.

Die Aktionärsstrukturen von Unternehmen bilden sich endogen, entsprechend ihren komparativen Vorteilen in der Unternehmenssteuerung.⁴ Diese Unternehmenssteuerung beschränkt sich bei *Demsetz* (1983) auf die Instrumentalisierung des Marktes für Managementleistungen. Zu dieser Aufgabe gehört insbesondere die Beobachtung des von der Unternehmensführung in Anspruch genommenen Konsums am Arbeitsplatz, d.h. die Messung ihrer Managementqualität. *Demsetz* (1983, S. 383) folgert, daß sich ein Gleichgewicht bei den Aktionärsstrukturen einstellen wird, das durch eine rentenfreie Gesamtentlohnung des Managements charakterisiert ist und damit eine notwendige Bedingung für eine im

³ Hierbei tritt ein Problem der adversen Selektion auf, das die Argumentation von *Demsetz* (1983) einschränkt: Jene Manager, deren Entlohnung unter dem Gruppenmittel, d.h. unter dem Wettbewerbslohn liegt, haben einen Anreiz, eine alternative Beschäftigung anzunehmen.

⁴ Zur besonderen Rolle von Großaktionären bei diesen Anpassungsprozessen vgl. *Shleifer* und *Vishny* (1986).

Querschnitt der Unternehmen effiziente Allokation des Kapitals erfüllt. Dies impliziert, daß im Gleichgewicht keine Differenzen in den (risikobereinigten) Renditen des in den Unternehmen gebundenen Kapitals zu beobachten sind, die auf Unterschiede in den Aktionärsstrukturen zurückgehen. Diese Hypothese wird in der Querschnittsanalyse von *Demsetz* und *Lehn* (1985) für Aktiengesellschaften der USA empirisch überprüft. Sie läßt sich auf der Grundlage ihrer Ergebnisse nicht verwerfen. Bei der Interpretation dieses Resultats ist jedoch zu beachten, daß unklar bleibt, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist, daß diese H0-Hypothese nicht abgelehnt wurde, obwohl sie falsch ist.

2. Aktionärsstruktur als Vermögenswert

In den Arbeiten von *Demsetz* (1983) und *Demsetz* und *Lehn* (1985) beschränkt sich die Unternehmenssteuerung auf die Sicherstellung einer rentenfreien Entlohnung der Unternehmensführung. Daraus resultiert im Gleichgewicht eine für alle Unternehmen gleiche Performance. Im folgenden wird dagegen die Position vertreten, daß die Unternehmenssteuerung der Aktionäre über die Instrumentalisierung des Marktes für Managementleistungen hinausgeht. Aktionärsstrukturen können intangible Vermögenswerte von Unternehmen darstellen. Die Rendite dieser Vermögenswerte spiegelt sich in Unterschieden in der Performance von Unternehmen wider.

Es wird zunächst argumentiert, daß Typen von Aktionären idiosynkratische Eigenschaften besitzen, d. h., daß diese Eigenschaften von anderen Aktionärstypen nicht adoptiert werden können, ohne selbst zu diesem Typ zu werden. Eine Betrachtung dieser Aktionärstypen zeigt, daß bestimmte Typenwechsel asymmetrisch sind, während andere Typenwechsel zwar symmetrisch, aber nur zu hohen Kosten vollziehbar sind. Daraus resultiert die Möglichkeit bestimmter Aktionärstypen, ein Renteneinkommen bei der Unternehmenssteuerung zu erzielen.

Im folgenden sollen drei Aktionärstypen unterschieden werden: der Kleinaktionär, der (nichtbankliche) Großaktionär und die Geschäftsbank (als Großaktionär). Ein Teil des technischen Wissens, über das die Bank verfügt, ist idiosynkratisch. Es resultiert aus ihrer Tätigkeit als Bank und geht auf bewußte Investitionen und auf Lernprozesse zurück. Es kann vom nichtbanklichen Großaktionär (oder vom Kleinaktionär) nur erworben werden, wenn er selbst zu einer Bank wird, d. h., wenn er den Aktionärstyp wechselt. Auch der (nichtbankliche) Großaktionär kann über idiosynkratisches Wissen verfügen, das z. B. aus seiner ökonomi-

schen Tätigkeit in einer bestimmten Branche resultiert. Dies gilt insbesondere für Unternehmensgründer, während mit Großaktionären in Gestalt ihrer Nachkommen häufig kein idiosynkratisches Wissen bei der Unternehmenssteuerung mehr einhergeht.

Idiosynkratie bei den Aktionärstypen tritt jedoch nicht nur hinsichtlich ihres technischen Wissens auf. Auch die Dienstleistungen, die die verschiedenen Aktionärstypen bereitstellen können, sind zum Teil idiosynkratisch. Dies soll an zwei ausgewählten Argumenten erläutert werden. Das erste Argument betrifft den Unterschied zwischen dem Kleinaktionär und dem (nichtbanklichen oder banklichen) Großaktionär bei der Überwindung einer asymmetrischen Informationsverteilung über die Investitionsmöglichkeiten des Unternehmens. Es wird ein Unternehmen betrachtet, das über ein Investitionsprojekt verfügt, das es aus einbehaltenen Gewinnen finanzieren möchte. Das Projekt weist einen positiven Kapitalwert auf, wenn es gelingt, die Aktionäre vertraulich über das Projekt zu informieren, um die Ausschüttung dieser bisher einbehaltenen Gewinne zu verhindern. Erhält jedoch eines der konkurrierenden Unternehmen diese Information, so wird der Kapitalwert infolge des ausbleibenden Innovationsvorsprungs negativ. Streut das Aktienkapital des Unternehmens hinreichend stark, so ist es für mindestens einen Kleinaktionär vorteilhaft, die Information über das Projekt an die Konkurrenz zu verkaufen, statt den Ertrag in der Rolle des Aktionärs zu realisieren. Die Unternehmensführung wird in diesem Fall auf ein Informieren der Aktionäre verzichten, die folglich für eine Ausschüttung votieren werden. Ist die Aktionärsstruktur dagegen hinreichend konzentriert, so haben die Aktionäre keinen Anreiz, die Information zu verkaufen.⁵ Sie werden statt dessen den Ertrag des Projekts in ihrer Rolle als Aktionäre vorziehen und folglich gegen eine Ausschüttung stimmen. Bei einer konzentrierten Aktionärsstruktur kann also die asymmetrische Informationsverteilung zwischen der Unternehmensführung und den Aktionären leichter überwunden werden als bei einer atomistischen Aktionärsstruktur. Damit stellt eine konzentrierte Aktionärsstruktur einen Vermögenswert dar, dessen Rendite sich an der Performance des Unternehmens ablesen läßt.⁶

⁵ Aufgrund des Informationsparadoxons kann erwartet werden, daß der Wert der Information im Projekt höher ist als der Preis, der beim Verkauf an die Konkurrenz erzielbar ist. Es lohnt sich also bereits bei einem Aktienanteil von weniger als hundert Prozent, auf den Verkauf der Information an die Konkurrenz zu verzichten. Zum Informationsparadoxon vgl. Arrow (1971, S. 150 ff.) und Williamson (1985, S. 292 ff.).

⁶ Für einen verwandten Fall vgl. Myers und Majluf (1984). Zeckhauser und Pound (1990) bieten weitere Argumente dafür, daß eine konzentrierte Aktionärs-

Die Rendite eines Großaktionärs aus der Unternehmenssteuerung kann ein Renteneinkommen enthalten, da seine Position nicht durch einen Typenwechsel der Kleinaktionäre bestritten werden kann.⁷ Großaktionäre können zwar zu Kleinaktionären werden, indem sie ihr Kapital hinreichend streuen, Kleinaktionäre können jedoch nicht zum Typ des Großaktionärs werden. Durch Poolen ihres Kapitals verlagern Kleinaktionäre ihre idiosynkratische Eigenschaft nur um eine Stufe zurück, d. h., sie wird nun zwischen den Kleinaktionären und der den Pool verwaltenden Wirtschaftseinheit relevant. Der Typenübergang ist also asymmetrisch. Daraus folgt die Hypothese:

Hypothese P1: Der Einfluß der Konzentration der Aktionärsstruktur auf die Performance eines Unternehmens ist nichtnegativ.

Das zweite Argument betrifft den Unterschied zwischen der Bank (als Großaktionär) und dem (nichtbanklichen) Großaktionär. In einer Studie über japanische Aktiengesellschaften für den Zeitraum 1978 - 1985 untersuchten *Hoshi, Kashyap* und *Scharfstein* (1990b) die Performance von Unternehmen nach Eintreten einer finanziellen Notlage. Sie unterscheiden Gesellschaften, die eine Hauptbankbeziehung aufweisen, und solche, die nicht eng mit einer Bank verflochten sind. Eine Hauptbank ist typischerweise nicht nur über Ausleihungen, sondern auch über eine Eigenkapitalbeteiligung beim Unternehmen finanziell engagiert. Charakteristisch für eine Hauptbankbeziehung ist außerdem, daß das Kreditinstitut im Aufsichtsorgan des Unternehmens personal präsent ist und Aufgaben der Unternehmenssteuerung wahrnimmt.

Hoshi, Kashyap und *Scharfstein* (1990b, S. 68 und S. 72) identifizieren zwei Kostenquellen bei finanziellen Notlagen. Die erste Kostenquelle betrifft die Neuverhandlung der Verbindlichkeiten des Unternehmens. Aufgrund der unterschiedlichen Anreize zwischen den alten Gläubigern und den potentiellen neuen Gläubigern kann es zur Unterinvestition oder gar zur Liquidation des Unternehmens kommen, obwohl eine pareto-superiore Alternative besteht. Dieses Problem wird noch verstärkt durch die Informationsasymmetrie zwischen der Unternehmensführung und den Gläubigern hinsichtlich der Investitionsmöglichkeiten des Unternehmens. Als zweite Kostenquelle identifizieren die Autoren den Gütermarkt. Lieferanten werden aufgrund der Unsicherheit über den Fortbestand der Geschäftsbeziehung bei der Einräumung von Zahlungs-

struktur einen Vermögenswert darstellen kann und damit über die von *Demsetz* (1983) zugewiesene Bedeutung hinausgeht.

⁷ Zur Theorie bestreitbarer Märkte vgl. *Baumol, Panzar* und *Willig* (1982).

zielen weniger großzügig sein und weniger bereitwillig langfristige Verbindlichkeiten eingehen. Ebenso werden die Kunden des Unternehmens stärker auf andere Anbieter zurückgreifen, da mit dem Produkt einhergehende künftige Garantie- und Serviceleistungen vom Unternehmen möglicherweise nicht mehr wahrgenommen werden können.

Hoshi, Kashyap und Scharfstein (1990b, S. 72f.) sehen in der Existenz einer Hauptbank eine Möglichkeit zur Senkung der Kosten finanzieller Not. Die Autoren argumentieren, daß bei Präsenz einer Hauptbank das Problem des Interessenausgleichs zwischen den Gläubigern geringer ist. Außerdem gelingt es aufgrund des Wissens der Bank über die Investitionsmöglichkeiten des Unternehmens eher, die Informationsasymmetrie zwischen der Unternehmensführung und den Gläubigern zu überwinden. Ihre empirische Untersuchung zeigt, daß Unternehmen mit einer Hauptbank über ihre finanzielle Notlage leichter hinwegkommen. Dies gilt besonders dann, wenn diese Hauptbankbeziehung innerhalb eines Keiretsu auftritt.

Bei der Interpretation der Kosten der finanziellen Not für die Performance von Unternehmen ist zu beachten, daß diese Kosten nicht nur in der finanziellen Not selbst auftreten. Die Wahrscheinlichkeit, daß (explizite oder implizite) Kontrakte nicht erfüllt werden können, ist infolge der Existenz von Unsicherheit bei allen Unternehmen positiv. Je geringer aber diese Wahrscheinlichkeit ist, desto eher sind die mit dem Unternehmen in Beziehung stehenden Wirtschaftseinheiten bereit, auf der Basis impliziter Kontrakte in (kontrakt-)spezifische Vermögenswerte zu investieren.⁸ Implizite Kontrakte reduzieren die Transaktionskosten des Unternehmens und erhöhen so seine Performance.

Ein Typenwechsel zwischen einem banklichen und einem nichtbanklichen Großaktionär ist zwar möglich, doch ist er mit Kosten verbunden. In Höhe dieser Kosten kann das Renteneinkommen, das eine Bank aus der Unternehmenssteuerung erzielt, jenes eines nichtbanklichen Großaktionärs übersteigen.⁹ Wird angenommen, die vermögensbildenden Eigenschaften eines nichtbanklichen Großaktionärs seien eine Teilmenge der entsprechenden Eigenschaften einer Bank, so folgt:

⁸ Vgl. *Neuberger und Neumann* (1991). Zum Problem der Investition in spezifische Vermögenswerte vgl. *Milgrom und Roberts* (1992, S. 139ff.).

⁹ Dieses Renteneinkommen kann langfristig durch Markteintritte ausländischer Banken oder das Hineinwachsen bisher passiver deutscher Geschäftsbanken in die Rolle von Großaktionären eliminiert werden.

Hypothese P2: Der Einfluß des Aktienbesitzes von Banken auf die Performance eines Unternehmens ist bei gegebener Konzentration der Aktionärsstruktur nichtnegativ.

Der Vermögenswert, der mit Aktionärsstrukturen verbunden ist, ändert sich mit den Charakteristika des Unternehmens und seiner Umwelt. Der Wert einer Option auf bestimmte Dienstleistungen (bzw. ihre Inanspruchnahme) mag insbesondere von der gesamtwirtschaftlichen Situation und dem Entwicklungsstand der Kapitalmärkte abhängen. Nach einer Studie von *Hoshi, Kashyap* und *Scharfstein* (1990a) zeigt die Entwicklung in Japan, daß mit dem Aufkommen von Kapitalmärkten die Hauptbankbeziehungen an Bedeutung verloren. Der Grund hierfür liegt in den höheren Opportunitätskosten des Unternehmens in der Aufrechterhaltung der engen finanziellen Verflechtung mit der Bank angesichts erweiterter Finanzierungsmöglichkeiten über die Kapitalmärkte.

Die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland läßt sich nach Angaben der *Deutschen Bundesbank* (1987) durch eine zunehmende Bedeutung der Finanzierung über Wertpapieremissionen relativ zur Finanzierung über Bankkredite charakterisieren. Für die 1980er Jahre berichtet die *Deutsche Bundesbank* (1991, S. 25) über einen Anstieg des Bruttobeitrags der Aktien zur Unternehmensfinanzierung im produzierenden Gewerbe als Anteil an der gesamten Außenfinanzierung (Emission von Wertpapieren und Aufnahme von Verbindlichkeiten bei Finanzunternehmen). Dieser Anteil stieg von 17 Prozent im Jahr 1980 auf 26 Prozent im Jahr 1990. Außerdem ließ sich nach Angaben der *Deutschen Bundesbank* (1992, S. 34) über den Konjunkturzyklus 1978 - 1989 hinweg bei Großunternehmen ein Rückgang der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten von 13,7 auf 7,6 Prozent der Bilanzsumme beobachten. Dieser Rückgang ist fast ausschließlich auf langfristige Bankverbindlichkeiten zurückzuführen. Die *Deutsche Bundesbank* (1992, S. 31) sieht darin „einen ... Trend zur Entkoppelung der Großunternehmen von der Kreditvergabe des Bankensystems“. Sie führt dies auf „die zunehmende Übernahme von Bankenfunktionen durch Großunternehmen und Konzerne im Rahmen eines systematischen Finanzmanagements und auf die wachsende Bedeutung der zwischenbetrieblichen Kreditvergabe („Industrieclearing“)“ zurück.

Da verbesserte Möglichkeiten zur Innenfinanzierung und zur Finanzierung über Kapitalmärkte die Handlungsalternativen von Unternehmen erweitern, ohne sie in der Beziehung zur Geschäftsbank einzuschränken, folgt:

Hypothese P3: Der nichtnegative Einfluß des Aktienbesitzes von Banken auf die Performance eines Unternehmens nimmt mit dem Entwicklungsstand der Kapitalmärkte nicht zu.

3. Besonderheiten der Unternehmenssteuerung in Deutschland

Im folgenden sollen das Auftragsstimmrecht und die Stimmrechtsbeschränkungen als Besonderheiten der Unternehmenssteuerung in Deutschland diskutiert werden. Eine allgemeine Betrachtung der Unternehmenssteuerung in Deutschland unter dem Aspekt nationaler Besonderheiten in der Unternehmensfinanzierung findet sich bei *Mayer* (1988, 1990), *Franks* und *Mayer* (1990), *Frankel* und *Montgomery* (1991), *Allen* und *Gale* (1995) sowie *Wenger* und *Hecker* (1995).

Das Auftragsstimmrecht ist insbesondere von *Adams* (1989, 1990) und von *Wenger* (1990, 1992) kritisiert worden. Sie vertreten die Position, es führe zur Entmündigung der Kleinaktionäre. Nach *Adams* (1990, S. 75f.) „erscheint der Aufbau einer Opposition der Aktionäre gegen das Management großer Publikumsgesellschaften gegen den Willen der durch ihren Beteiligungsbesitz und ihre Auftragsstimmkraft machtvollen Großbanken ein wenig lohnenswertes Unterfangen“. An anderer Stelle folgert *Adams* (1989, S. 536) aus dieser Machtverteilung, daß „eine gesetzliche Neuordnung der Befugnisse der Universalbanken und ihrer Auftragsstimmrechte dringend geboten“ sei. Ähnlich argumentiert *Wenger* (1992, S. 94), für den das Auftragsstimmrecht bei der „Publikums-AG letzten Endes zur Entmachtung des Kleinaktionärs“ führt.

Das Auftragsstimmrecht kann zum einen unter dem Aspekt der reinen Stimmrechtsvertretung und zum anderen unter dem Gesichtspunkt des Wettbewerbs um Stimmrechte gesehen werden. Hinsichtlich der Stimmrechtsvertretung kann argumentiert werden, daß der Aktionär bei ihrer Inanspruchnahme die Vertretung durch eine Bank offensichtlich höher bewertet als die beiden Alternativen des Verzichts auf die Stimmabgabe und die persönliche Präsenz auf der Hauptversammlung.

Unter dem Aspekt des Wettbewerbs um die Stimmen der Aktionäre kann die Einrichtung des Auftragsstimmrechts als eine Institutionalisierung eines Segmentes des Marktes für corporate control betrachtet werden. Ähnlich wie bei einem proxy contest in den USA¹⁰ wird im Rahmen des Auftragsstimmrechts das Gut Unternehmenssteuerung gehandelt, ohne daß das Aktienkapital übertragen werden muß. Die

¹⁰ Zu proxy contests vgl. *Brealey* und *Myers* (1991, S. 317).

Institution des Auftragsstimmrechts senkt die Transaktionskosten auf dem Markt für Unternehmenssteuerung, indem es den Wettbewerb um die Stimmen der Aktionäre erleichtert. Da nach § 134 (2) AktG jedermann zur Stimmrechtsvertretung befugt ist, kann jede Wirtschaftseinheit den Aktionären ihren Abstimmungsvorschlag unterbreiten und um das Einverständnis mit diesem Vorschlag werben. In diesem Wettbewerbsprozeß haben Banken einen Vorteil, da nur sie über die Daten ihrer Depotkunden verfügen und damit die Aktionäre zu geringen Kosten persönlich adressieren können. Ein weiterer Wettbewerbsvorteil der Banken liegt in ihrem commitment, das aus der übrigen Geschäftsbeziehung mit dem Kunden resultiert. Andere Wirtschaftseinheiten, die ebenfalls um die Stimmen der Aktionäre werben, können vom Aktionär bei opportunistischem Verhalten nicht (oder nur zu hohen Kosten) sanktioniert werden. Dies gilt insbesondere für Privatpersonen und sog. Wertpapierschutzvereinigungen.

Die Position, daß sich die Kleinaktionäre durch die Inanspruchnahme des Auftragsstimmrechts in die Unmündigkeit geführt haben, setzt einen hohen Grad an Ignoranz bei dieser Aktionärsgruppe voraus. Es ist schwer nachvollziehbar, warum ein Aktionär nicht über so viel Information verfügen soll, um die eher grundsätzlichen Entscheidungen, die bei Hauptversammlungen anstehen, treffen zu können bzw. opportunistisches Verhalten von Banken ex post zu erkennen. Weicht der Abstimmungsvorschlag der Bank vom gewünschten Abstimmungsverhalten des Aktionärs ab oder muß er opportunistisches Verhalten befürchten, so kann er von einer Weisungserteilung Gebrauch machen oder die Vollmacht zur Stimmrechtsvertretung widerrufen. Da andererseits auch die Bank einen Vorteil aus der Stimmrechtsvertretung erwartet, ist es nicht überraschend, wenn die Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft“ feststellt, daß „das Interesse ... der Kreditinstitute und der Mehrzahl der Kleinaktionäre auf lange Sicht grundsätzlich überein[stimmt]“.¹¹ Daraus folgt die Hypothese:

Hypothese P4: Der Einfluß der von Banken im Auftrag wahrgenommenen Stimmen auf die Performance eines Unternehmens ist bei gegebener Konzentration der Aktionärsstruktur nichtnegativ.

Während durch das Auftragsstimmrecht die Transaktionskosten auf dem Markt für corporate control gesenkt werden, werden sie durch Stimmrechtsbeschränkungen erhöht. Stimmrechtsbeschränkungen

¹¹ Vgl. *Studienkommission* (1979, S. 109) und *Krümmel* (1980, S. 54).

können im Kontext der von *Demsetz* (1983) diskutierten Endogenität der Aktionärsstrukturen unter zwei verschiedenen Aspekten betrachtet werden. Zum einen beschneiden sie die Macht von Großaktionären, die Entscheidungen der Unternehmensführung zu beeinflussen. Damit erschweren sie die Anpassung der Unternehmenssteuerung an die Charakteristika des Unternehmens und seiner Umwelt. Zum anderen können Stimmrechtsbeschränkungen aber auch als Ergebnis eines solchen Anpassungsprozesses betrachtet werden. Die Präsenz einer Stimmrechtsbeschränkung hat dann zum Ziel, opportunistisches Verhalten von (potentiellen) Großaktionären zu erschweren.¹²

Das Problem von opportunistischem Verhalten von Großaktionären wurde von *Shleifer* und *Summers* (1988) im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen in den USA diskutiert. Die Autoren argumentieren, daß der größte Teil der bei Unternehmensübernahmen durch die Aktionäre realisierten Gewinne auf eine Vermögensumverteilung infolge des Brechens von impliziten Kontrakten mit Angestellten und Handelspartnern zurückgeht.¹³ Befindet sich das Unternehmen aufgrund von Verpflichtungen aus impliziten Kontrakten gegenüber seinen Angestellten und Handelspartnern in einer Nettoschuldnerposition, so läßt sich die Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt steigern, wenn diese Verträge gebrochen werden. Ein Investor besitzt also einen Anreiz, die Macht zur Beeinflussung der Unternehmensentscheidungen zu erlangen, um über die Durchsetzung eines solchen Vertrauensbruchs einen Vermögensgewinn als Aktionär zu realisieren.¹⁴ Dieser Anreiz läßt sich durch die Existenz einer Stimmrechtsbeschränkung und die damit einhergehende Erhöhung der Transaktionskosten auf dem Markt für corporate control verringern. Damit wird zugleich der Anreiz von Angestellten und Handelspartnern erhöht, auf der Basis impliziter Kontrakte in spezifische Vermögenswerte zu investieren. Die Wahrscheinlichkeit, daß sie durch eine Unternehmensübernahme enteignet werden, ist bei Präsenz einer Stimmrechtsbeschränkung geringer. Da die Aktionäre eine Stimmrechtsbeschränkung bei einem möglichen negativen Einfluß auf die Performance des Unternehmens wieder aufheben können, folgt:

¹² Wie der Fall der Feldmühle Nobel AG zeigt, kann die Präsenz von Stimmrechtsbeschränkungen feindliche Unternehmensübernahmen nicht immer verhindern. Zu Einzelheiten vgl. *Frank* (1993, S. 108 - 111).

¹³ *Jensen* (1993, S. 838) dagegen vertritt die Position, daß die aus Unternehmensübernahmen entstandenen Vermögensgewinne der Aktionäre vor allem auf Effizienzsteigerungen zurückgehen.

¹⁴ Zur Relevanz der Argumentation von *Shleifer* und *Summers* (1988) für die Stimmrechtsbeschränkungen in Deutschland vgl. *Adams* (1990, S. 72ff.).

Hypothese P5: Der Einfluß einer Stimmrechtsbeschränkung auf die Performance eines Unternehmens ist nichtnegativ.

Damit wurden die in der empirischen Analyse zu testenden Hypothesen über die Determinanten der Performance von Unternehmen dargestellt. Die formulierten Hypothesen P1 - P5 stellen in der Regressionsanalyse die H1-Hypothesen dar und sind damit als Komplemente der entsprechenden H0-Hypothesen zu verstehen.

III. Aktionärsstruktur und Performance deutscher Aktiengesellschaften

Bevor im folgenden die eigene empirische Analyse des Einflusses deutscher Geschäftsbanken auf (nichtbankliche) Aktiengesellschaften vorgestellt wird, soll zunächst auf zwei bisher veröffentlichte Arbeiten eingegangen werden. Die erste Studie stammt von *Cable* (1985). Sie ist gemeinsam mit *Demsetz* und *Lehn* (1985) eine der ersten empirischen Analysen des Einflusses der Aktionärsstruktur auf die Performance von Unternehmen. Die zweite zu diskutierende Arbeit stammt von *Perlitz* und *Seger* (1994).

1. Bisherige empirische Evidenz

Cable (1985) untersucht den Einfluß deutscher Geschäftsbanken auf Nichtbanken anhand eines Samples von 48 Unternehmen, die entsprechend einer im Hauptgutachten II der Monopolkommission veröffentlichten Aufstellung zu den 100 größten Aktiengesellschaften (inkl. Kommanditgesellschaften auf Aktien) des Jahres 1974 zählen. In der allgemeinsten Formulierung seines ökonometrischen Modells erklärt *Cable* die über den Zeitraum 1968 - 1972 gemittelte Performance der Unternehmen durch einen Vektor von Unternehmens- und Branchencharakteristika, den Herfindahl-Index¹⁵ der Gruppe der größten Aktionäre, den Herfindahl-Index der von Banken auf den Hauptversammlungen gehaltenen Stimmrechte, durch eine Dummyvariable, die für die Präsenz eines Bankenvertreters im Aufsichtsrat kontrolliert, und durch den Anteil der Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten an den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmens.

¹⁵ Der Herfindahl-Index ist ein allgemeines Maß für die Konzentration der Anteile einer Größe. Er entspricht der Summe der Quadrate über alle Anteile. Der Herfindahl-Index ist positiv und kleiner oder gleich eins. Vgl. *Tirole* (1988, S. 221 ff.).

Als Maß für die Performance verwendet *Cable* (1985) einen über den Zeitraum 1968 - 1972 berechneten Fünfjahresdurchschnitt des Quotienten aus Jahresüberschuß und Gesamtkapital. Dieses Maß entspricht einer mit dem Eigenfinanzierungsgrad des Unternehmens gewogenen Eigenkapitalrendite.¹⁶ Ein weiteres Defizit der Studie von *Cable* ist die mangelnde Differenzierung der Stimmrechtsausübung von Banken entsprechend der Herkunft dieser Stimmen aus Aktienbesitz und Auftragserteilung. In seiner acht Regressionen umfassenden Analyse findet der Autor in der Tendenz einen positiven Einfluß der Konzentration der Aktionärsstruktur und des Stimmrechtseinflusses von Banken.

Perlitz und *Seeger* (1994) untersuchen für das Jahr 1990 den Einfluß deutscher Geschäftsbanken auf Nichtbanken anhand von 110 deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften. Die verschiedenen Performance-Maße, die die Autoren verwenden, werden über den Zeitraum 1990 - 1993 gemittelt. Sie teilen ihr Sample in zwei Gruppen, wobei sie die eine als stark potentiell von Banken beeinflusst („high potentials of influence“) und die andere als wenig potentiell von Banken beeinflusst („low potentials of influence“) klassifizieren. Anschließend testen sie, ob das arithmetische Mittel der Performance zwischen den beiden Gruppen differiert. Das Kriterium des potentiellen Einflusses von Banken auf ein Unternehmen machen sie anhand der Aufsichtsratspräsenz der Kreditinstitute, ihres Stimmrechtsanteils auf der Hauptversammlung und der Kapitalstruktur des Unternehmens fest. Als Performance-Maße verwenden sie u. a. die Eigen- und die Gesamtkapitalrendite. Für beide Maße erhalten sie eine statistisch signifikante geringere Performance der Gruppe der unter potentiell Bankeneinfluß stehenden Unternehmen.

Die von *Perlitz* und *Seeger* (1994) verwendete Analyse-methode kann als eine Regression mit der Methode der kleinsten Quadrate interpretiert werden, bei der außer einer Konstanten nur eine 0/1-Variable als Regressor berücksichtigt wird. Bei der Interpretation ihres Ergebnisses ist also zu beachten, daß die Autoren davon ausgehen, daß es entweder keine weiteren systematischen Einflußfaktoren auf die Performance von Unternehmen gibt oder daß diese Einflußfaktoren zu dieser 0/1-Variable orthogonal sind.¹⁷ Außerdem unterstellt die Analyse-methode,

¹⁶ Es sei $J\ddot{U}$ der Jahresüberschuß, EK das Eigenkapital und GK das Gesamtkapital des Unternehmens, dann lautet das von *Cable* (1985) verwendete Performance-Maß:

$$\frac{J\ddot{U}}{GK} \equiv \frac{J\ddot{U}}{EK} \times \frac{EK}{GK}.$$

¹⁷ Zum Problem der Vernachlässigung von Regressoren vgl. *Greene* (1993, S. 245 ff.).

daß sich der Einfluß der Banken durch diese 0/1-Variable hinreichend abbilden läßt.

2. Empirische Analyse

In der empirischen Analyse werden die Hypothesen P1 - P5 an zwei Samples großer deutscher Aktiengesellschaften überprüft. Das erste Sample stammt aus dem Jahr 1974 und umfaßt 88 Unternehmen, während das zweite Sample aus dem Jahr 1985 stammt und 57 Unternehmen enthält. Zunächst sollen die Variablen des ökonometrischen Modells definiert und ihre Messung beschrieben werden. Danach werden (in Teil II) die empirischen Resultate vorgestellt.

a) Definition der Variablen und Beschreibung der Daten

Das 1974er Sample beruht, ebenso wie die Studie von *Cable* (1985), auf der Liste der 100 größten Aktiengesellschaften (inkl. Kommanditgesellschaften auf Aktien) des Jahres 1974, die im Hauptgutachten II der Monopolkommission veröffentlicht wurde. Die Kriterien zur Auswahl und Reihung der Unternehmen sind in Abschnitt 2.1 des Hauptgutachtens I der Monopolkommission dargestellt. Von diesen 100 Aktiengesellschaften wurden 88 ausgewertet. Nicht berücksichtigt wurden Kommanditgesellschaften auf Aktien (2 Unternehmen), Dachgesellschaften mit kooperativem Charakter (2), Unternehmen im Prozeß der Neustrukturierung (2), Unternehmen, die im Einzelabschluß als Geschäftsbank bilanzieren (2), Unternehmen mit Rumpfgeschäftsjahr im Kalenderjahr 1974 (2) sowie Unternehmen, deren Jahresabschlußdaten nicht hinreichend detailliert vorlagen (2).

Die Unternehmensdaten wurden verschiedenen Ausgaben des vom Verlag Hoppenstedt, Darmstadt, herausgegebenen Handbuchs der deutschen Aktiengesellschaften entnommen. Die im Hauptgutachten II der Monopolkommission veröffentlichten Informationen über die Stimmrechtsvertretung der Kreditinstitute beziehen sich auf die im Jahr 1975 stattgefundenen Hauptversammlungen. Bei der Bestimmung der Aktionärsstruktur wurde das Jahr 1974 zugrunde gelegt. Als Quelle dienen das Hauptgutachten der Monopolkommission I und das Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften. Letzteres diente auch als Quelle zur Information über die Stimmrechtsbeschränkungen.

Das 1985er Sample beruht auf einer Liste der 100 größten Unternehmen des produzierenden Gewerbes des Jahres 1986, die in der Frankfur-

ter Allgemeinen Zeitung vom 3. Oktober 1987 veröffentlicht wurde. Im Gegensatz zu der beim 1974er Sample zugrunde gelegten Rangliste sind hier keine Handelsunternehmen, keine Transportunternehmen und keine Unternehmen aus dem Bereich der Medien berücksichtigt. *Böhm* (1992) verwendete diese Liste als Grundlage für seine Untersuchung und insbesondere für die Erhebung von Daten über die Stimmrechtsvertretung von Kreditinstituten. Letzteres war der Grund, warum hier ebenfalls dieser Liste gefolgt wurde. Von den 66 in dieser Liste enthaltenen Aktiengesellschaften wurden 57 ausgewertet.¹⁸ Nicht berücksichtigt wurden Kommanditgesellschaften auf Aktien (3 Unternehmen) sowie Unternehmen, deren Jahresabschlußdaten nicht oder nicht hinreichend detailliert vorlagen (6).

Die Unternehmensdaten wurden wiederum dem Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften entnommen. Die bei *Gottschalk* (1988) und bei *Böhm* (1992) wiedergegebenen Informationen über die Stimmrechte der Kreditinstitute beziehen sich ebenso wie die selbst erhobenen Daten auf die im Jahr 1986 stattgefundenen Hauptversammlungen.¹⁹ Bei der Bestimmung der Aktionärsstruktur wurde das Jahr 1985 zugrunde gelegt. Als Quelle dienten die selbst beschafften Präsenzlisten sowie das Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften. Wie im 1974er Sample diente letzteres auch als Quelle zur Information über die Stimmrechtsbeschränkungen.

Die erklärenden Variablen des ökonometrischen Modells unterteilen sich in Variablen, über die eine Hypothese formuliert wurde, und in Kontrollvariablen. Letzere dienen der Normierung des Datensatzes und umfassen z.B. die Unternehmensgröße und Dummyvariablen für die Branchenzugehörigkeit der untersuchten Unternehmen. Die Aktionärsstruktur wird entsprechend der vorangegangenen Hypothesen durch folgende vier Regressoren repräsentiert:

- AB (Aktienbesitz): Anteil, den Geschäftsbanken (ohne Kreditanstalt für Wiederaufbau und ohne Bayerische Landesanstalt für Aufbaufinanzierung) am Grundkapital des Unternehmens halten;

¹⁸ Die genannte Rangliste vergibt keine Plätze an Unternehmen, die bereits als Teil eines Konzerns berücksichtigt wurden. Anstelle des „Klöckner-Bereichs“ (Rang 12), der keinen Konzern im Sinne des Aktienrechts darstellt, wurden, ebenso wie bei *Böhm* (1992), die Klöckner-Werke AG und die Klöckner-Humboldt-Deutz AG berücksichtigt.

¹⁹ Eine Ausnahme ist die Siemens AG, deren Präsenzliste für die im Kalenderjahr 1986 stattgefundenen Hauptversammlung beim zuständigen Registergericht in München nicht auffindbar war. Es wurde deshalb auf die des Jahres 1985 zurückgegriffen.

- AS (Auftragsstimmen): Anteil der Stimmen, den Geschäftsbanken im Rahmen des Auftragsstimmrechts wahrnehmen, gemessen als Anteil des auf der Hauptversammlung präsenten stimmberechtigten Kapitals des Unternehmens;
- Herf (*Herfindahl-Index*): Summe der quadrierten Anteile der Stimmen aus Aktienbesitz über die Aktionäre eines Unternehmens;
- SB: 1, falls eine Stimmrechtsbeschränkung vorliegt; 0 sonst.

Bei der Bestimmung des Aktienbesitzes von Banken, AB, werden auch indirekte Beteiligungen berücksichtigt, sofern sie über reine Vermögensverwaltungsgesellschaften gehalten werden. Der Anteil der Stimmen, der von Banken im Auftrag wahrgenommen wird, AS, wird relativ zum auf der Hauptversammlung anwesenden Kapital berechnet. Der Herfindahl-Index Herf dient als Maß für die Konzentration der Aktionäre eines Unternehmens.²⁰ Er wurde zunächst für die Großaktionäre, inklusive der Banken, bestimmt. Sofern außerdem Streubesitz vorlag, wurde anschließend der Term $0,04^2 + 0,03^2 + 0,02^2 + 0,01^2$ addiert. Um bei der ökonometrischen Analyse den Einfluß von Banken, der über die Rolle eines gewöhnlichen Großaktionärs hinausgeht, erfassen zu können, wurde der Herfindahl-Index für die gesamten stimmberechtigten Aktionäre und nicht nur für die Nichtbanken berechnet.

Tabelle I.1 enthält Häufigkeiten für die Einflußgrößen AB, AS und Herf, differenziert nach Größenklassen. Die Variable Herf streut in beiden Samples ähnlich. Für den Aktienbesitz der Banken und den Anteil der im Auftrag ausgeübten Stimmen ergibt sich für das 1985er Sample jedoch eine stärkere Konzentration in den unteren Größenklassen dieser Variablen.

Die Präsenz einer Stimmrechtsbeschränkung (SB) wird in der Regressionsanalyse durch eine 0/1-Variable erfaßt, die bei Vorliegen dieser Beschränkung den Wert eins annimmt. Im 1974er Sample tritt eine Stimmrechtsbeschränkung bei drei Unternehmen auf (Schering AG, Linde AG und Volkswagenwerk AG), während sie im 1985er Sample bei folgenden sechs Gesellschaften vorkommt:²¹ BASF AG, Bayer AG, Continental Gummiwerke AG, Hoesch AG, Linde AG und Volkswagenwerk AG.

²⁰ Neben Cable (1985) verwenden auch Demsetz und Lehn (1985) den Herfindahl-Index als Maß für die Konzentration der Aktionärsstruktur.

Tabelle 1
Häufigkeit nach Größenklassen für AB, AS und Herf

1974	AB	AS	Herf
$0 \leq x \leq 0,25$	73	62	35
$0,25 < x \leq 0,5$	9	12	23
$0,5 < x \leq 0,75$	6	5	9
$0,75 < x \leq 1$	0	9	21
Umfang des Samples	88	88	88
1985	AB	AS	Herf
$0 \leq x \leq 0,25$	53	39	26
$0,25 < x \leq 0,5$	4	12	10
$0,5 < x \leq 0,75$	0	5	7
$0,75 < x \leq 1$	0	1	14
Umfang des Samples	57	57	57

Zur Messung des Vermögenswertes der Aktionärsstruktur kommen alternative Maße in Betracht. Während *Demsetz* und *Lehn* (1985) auf die Eigenkapitalrendite zurückgreifen, verwenden *Morck*, *Shleifer* und *Vishny* (1988) und *McConnell* und *Servaes* (1990) Tobins Q. Tobins Q ist definiert als der Quotient aus dem Marktwert der Aktiva des Unternehmens und dem Wiederbeschaffungswert. Weitere Performance-Maße stellen die Gesamtkapitalrendite und der Market-to-book ratio dar. Letzterer ist definiert als der Quotient aus dem Marktwert des Aktienkapitals und seinem Buchwert.²² Allen diesen Performance-Maßen ist gemein, daß sie im Zähler den Ertrag eines Vermögenswertes widerspiegeln, der infolge seiner Intangibilität im Nenner nicht enthalten ist. Differenzen in diesen Maßen über die Unternehmen hinweg können dann als Präsenz eines solchen intangiblen Vermögenswertes, wie er sich in der Aktionärsstruktur ausdrückt, interpretiert werden.

In der folgenden Analyse werden die Gesamt- und die Eigenkapitalrendite als Performance-Maße verwendet. Die Gesamtkapitalrendite spiegelt den Ertrag des Vermögenswertes der Aktionärsstruktur wider,

²¹ Als Stichtage für die Berücksichtigung von Stimmrechtsbeschränkungen in der Regressionsanalyse dienten das jeweilige Ende der Kalenderjahre 1973 und 1984.

²² Für eine Übersicht zu Performance-Maßen vgl. *Brealey* und *Myers* (1991, S. 680 ff.).

unabhängig davon, ob er an das Eigen- oder das Fremdkapital geht. Die Eigenkapitalrendite hingegen erfaßt diesen Ertrag nur, wenn er den Aktionären zufließt. Eine Divergenz in den empirischen Resultaten zwischen beiden Performance-Maßen kann dann auftreten, wenn Banken den Ertrag ihrer als Aktionäre geleisteten Unternehmenssteuerung über das Fremdkapital abschöpfen.

Ein wesentlicher Grund für den Verzicht auf Tobins Q und den Market-to-book ratio als Performance-Maße liegt im Problem der Berechnung ihrer Zähler.²³ In beiden Samples wird nur ein Teil der Unternehmen an der Börse gehandelt. So notieren von den 88 Unternehmen aus dem 1974er Sample nur 50 amtlich. Weitere sechs Unternehmen notieren nur im Freiverkehr.²⁴ Für den geregelten Freiverkehr sind nur Spannenpreise erhältlich, während für den ungeregelten Freiverkehr nicht täglich Kurse verfügbar sind. Außerdem ist zu beachten, daß ein Teil der 50 amtlich notierten Unternehmen ihr Aktienkapital nicht vollständig an der Börse eingeführt haben. Beispiele hierfür sind die Siemens AG und die Daimler-Benz AG.

Die Gesamt- und die Eigenkapitalrendite der Unternehmen wird auf der Grundlage der Einzelabschlüsse berechnet. Beide Maße werden jeweils über zwei Geschäftsjahre gemittelt. Dies sind im 1974er Sample die ersten in den Kalenderjahren 1974 und 1975 endenden Geschäftsjahre. Im 1985er Sample wurden die ersten Geschäftsjahre gewählt, die in den Kalenderjahren 1985 und 1986 enden.²⁵ Der Zähler für die Eigenkapitalrendite eines Geschäftsjahres wurde wie folgt definiert:

- Jahresüberschuß
- + gezahlte Steuern vom Einkommen, Ertrag und Vermögen
- + Aufwendungen aus Gewinnabführung
- Erträge aus Verlustübernahmen
- Entlohnung der Namensgewinnscheine und des Genußscheinkapitals, falls sie vom Jahresüberschuß erfolgte.

²³ Da in Deutschland die Unternehmen die Wiederbeschaffungskosten ihrer Aktiva nicht berichten, muß dieser Wert bei Verwendung von Tobins Q durch den Buchwert der Aktiva approximiert werden.

²⁴ Zu Einzelheiten über amtlichen Handel, Freiverkehr und den später eingeführten geregelten Markt vgl. *Hielscher* (1988, S. 1034ff.) und *Rosen* (1993, S. 1240ff.).

²⁵ Beim Auftreten von Rumpfgeschäftsjahren ist es möglich, daß zwei Geschäftsjahre im gleichen Kalenderjahr enden. Ist dies für das zweite Kalenderjahr der Fall, so ist dies bei dieser Auswahl belanglos. Tritt es jedoch im ersten Kalenderjahr ein, so ist das Unternehmen nicht in das Sample aufgenommen worden. Wie oben erwähnt, war dies für zwei Unternehmen im 1974er Sample der Fall.

Da vor der Körperschaftsteuerreform zum 1.1.1977 die Höhe der zu zahlenden Steuern vom Einkommen, Ertrag und Vermögen (und damit die Höhe des Jahresüberschusses) vom Verhältnis zwischen ausgeschüttetem und thesauriertem Gewinn abhing,²⁶ wurde (bei beiden Samples) diese Steuerposition wieder zum Jahresüberschuß addiert. Dabei wurde der entsprechende Posten aus der Gewinn- und Verlustrechnung um Erstattung, Weiterbelastung, Gutschrift und Anrechnung bereinigt, um die Höhe der tatsächlich vom Unternehmen geleisteten Steuern zu erhalten. Die Position der sonstigen Steuern wurde nicht zum Jahresüberschuß addiert, da sie im wesentlichen indirekte Steuern enthält, von denen angenommen werden kann, daß sie überwältzt werden. Insbesondere enthalten sie bei den analysierten ölverarbeitenden Unternehmen die Mineralölsteuer. Erträge aus Verlustübernahmen durch andere Unternehmen traten nur bei der Grundig AG im 1985er Sample auf. Unternehmen mit positiven Aufwendungen aus Gewinnabführung im 1974er Sample sind die Aral AG, die Grundig AG, die Axel Springer Verlag AG, die Korf-Stahl AG und die Triumph International AG, während es im 1985er Sample nur die Zeiss Ikon AG ist.

Der Zähler bei der Berechnung der Gesamtkapitalrendite lautet:

- Jahresüberschuß
- + gezahlte Steuern vom Einkommen, Ertrag und Vermögen
- + Aufwendungen aus Gewinnabführung
- Erträge aus Verlustübernahme
- + Zinsen und ähnliche Aufwendungen
- + Entlohnung der Namensgewinnscheine und des Genußscheinkapitals, falls nicht bereits in den Zinsen und ähnlichen Aufwendungen enthalten.

Bei der Berechnung der Gesamt- und der Eigenkapitalrenditen wurde der Kapitalbestand jeweils für das Ende des vorangegangenen Geschäftsjahres bestimmt. Dieser diente dann als Anfangswert für das betrachtete Geschäftsjahr. Das Eigenkapital wurde wie folgt definiert:²⁷

- Grundkapital
- + Zur Durchführung der beschlossenen Kapitalerhöhung geleistete Einlagen
- + Stille Einlagen
- + Rücklagen, inklusive Heimfallverpflichtung und inkl. von der öffentlichen Hand bedingt zur Verfügung gestellte Mittel
- Rücklagen für Lastenausgleichsvermögensabgabe
- + $0,5 \times$ Sonderposten mit Rücklageanteil

²⁶ Vgl. Wöhe (1981, S. 838).

²⁷ Vgl. Coenenberg (1993, S. 486).

- Die Rücklagen für die Lastenausgleichs-Vermögensabgabe werden hier als Verbindlichkeiten behandelt. Sie traten nur im 1974er Sample auf. Die Rücklagenbildung war optional. Die entsprechenden Verbindlichkeiten resultierten aus dem Lastenausgleichsgesetz (LAG) und waren ratenweise zu begleichen. Die letzten Zahlungen mußten 1979 erfolgen.²⁸ Eine Heimfallverpflichtung und eine zur Durchführung der beschlossenen Kapitalerhöhung geleistete Einlage traten nur beim Bayernwerk im 1974er Sample auf. Eine Stille Einlage kommt lediglich bei der Bertelsmann AG im 1974er Sample vor. Die Ruhrkohle AG weist als einziges Unternehmen bedingt von der öffentlichen Hand zur Verfügung gestellte Mittel auf. Dies ist in beiden Samples eine Stabilisierungsrücklage aus dem Zuweisungsbescheid von 1972 und im 1985er Sample außerdem eine Haldenrücklage.

- + Genußscheine (sofern nicht unter Verbindlichkeiten erfaßt)
- + Namensgewinnscheine
- + Rücklagen für Lastenausgleichsvermögensabgabe
- + $0,5 \times$ Sonderposten mit Rücklageanteil
- + $0,5 \times$ passivierte Zuschüsse
- + Rückstellungen
- + Wandelanleihen (sofern nicht unter Verbindlichkeiten erfaßt)
- + Verbindlichkeiten
- + Rechnungsabgrenzungsposten (passiv).

- GK: Höhe des Gesamtkapitals;
- AD (Ausländisch dominiert): 1, falls Stimmenmehrheit bei ausländischen Unternehmen liegt; 0 sonst;
- SD (Staatlich dominiert): 1, falls Stimmenmehrheit bei den Gebietskörperschaften, inkl. den ihnen zugehörigen Einrichtungen der Kredit-

²⁸ Vgl. Coenenberg (1974, S. 187).

anstalt für Wiederaufbau und der Bayerischen Landesanstalt für Aufbaufinanzierung, liegt; 0 sonst;

- ISIC x: 1, falls zu ISIC (International Standard Industrial Classification of All Economic Activities) Category x gehörend; 0 sonst.

Die Variable GK repräsentiert die Unternehmensgröße in der Regressionsgleichung. Die 0/1-Variablen AD und SD sollen für Besonderheiten in der Unternehmenssteuerung kontrollieren, die damit einhergehen, daß sich ein Unternehmen mehrheitlich in öffentlichem Besitz bzw. im Besitz einer ausländischen Gesellschaft befindet. Die Einteilung der Unternehmen nach Branchen erfolgte auf der Basis von ISIC-Kategorien.²⁹ Entsprechend dieser Brancheneinteilung wurden Dummyvariablen in die Regressionsanalyse aufgenommen. Da ein konstanter Regressor verwendet wird, bleibt eine der ISIC-Kategorien unrepräsentiert. Ihr Einfluß fließt in das Absolutglied ein.

Literatur

Adams, M. (1989): Der Markt für Unternehmenskontrolle und sein Mißbrauch. Die Aktiengesellschaft 34, 333 - 338. – Adams, M. (1990): Höchststimmrechte, Mehrfachstimmrechte und sonstige wundersame Hindernisse auf dem Markt für Unternehmenskontrolle. Die Aktiengesellschaft 35, 62 - 78. – Allen, F. und Gale, D. (1995): A Welfare Comparison of the German and U.S. Financial Systems. European Economic Review 39, 179 - 209. – Arrow, K. J. (1971): Essays in the Theory of Risk-Bearing. Amsterdam. – Baumol, W. J., Panzar, J. C. und Willig, R. W. (1982): Contestable Markets and the Theory of Industry Structure. New York. – Berle, A. A. und Means, G. C. (1932): The Modern Corporation and Private Property. New York. – Böhm, J. (1992): Der Einfluß der Banken auf Großunternehmen. Hamburg. – Brealey, R. A. und Myers, S. C. (1991): Principles of Corporate Finance. 4. Aufl. New York. – Cable, J. (1985): Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks. Economic Journal 95, 118 - 132. – Coenenberg, A. G. (1974): Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse. München. – Coenenberg, A. G. (1993): Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse. 14. Aufl. Landsberg am Lech. – Demsetz, H. (1983): The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. Journal of Law and Economics 16, 375 - 390. – Demsetz, H. und Lehn, K. (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. Journal of Political Economy 93, 1155 - 1177. – Deutsche Bundesbank (1987): Längerfristige Entwicklung der Wertpapieranlagen der Kreditinsti-

²⁹ Vgl. United Nations (1990) International Standard Industrial Classification of All Economic Activities. Third Revision. Statistical Papers, Series M, No. 4, Rev. 3, New York.

tute. Monatsbericht Mai, 39 (5), 25 - 35. – *Deutsche Bundesbank* (1991): Zur Bedeutung der Aktie als Finanzierungsinstrument. Monatsbericht Oktober, 43 (10), 22 - 29. – *Deutsche Bundesbank* (1992): Längerfristige Entwicklung der Finanzierungsstrukturen westdeutscher Unternehmen. Monatsbericht Oktober, 44 (10), 25 - 39. – *Edwards, J. und Fischer, K.* (1994): Banks, Finance and Investment in Germany. Cambridge (UK). – *Fama, E. F.* (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88, 288 - 307. – *Frank, G.-M.* (1993): Rahmenbedingungen von Unternehmensübernahmen in Deutschland. Stuttgart. – *Frankel, A. B. und Montgomery, J. D.* (1991): Financial Structures: An International Perspective. *Brookings Papers on Economic Activity* 1/1991, 257 - 310. – *Franks, J. und Mayer, C.* (1990): Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK (mit Diskussion). *Economic Policy* 10, 189 - 231. – *Gottschalk, A.* (1988): Der Stimmrechtseinfluß der Banken in den Aktionärsversammlungen der Großunternehmen. *WSI-Mitteilungen* 41, 294 - 304. – *Greene, W. H.* (1993): *Econometric Analysis*. 2. Aufl. New York. – *Hart, O. D.* (1983): The Market Mechanism as an Incentive Scheme. *Bell Journal of Economics* 14, 366 - 382. – *Hielscher, U.* (1988): Börsen; in: *Kloten, N. und von Stein, J. H.* (Hrsg.): *Geld-, Bank-, und Börsenwesen* (Obst/Hintner). 38. Aufl. Stuttgart, 998 - 1053. – *Hoshi, R., Kashyap, A. und Scharfstein, D.* (1990a): Bank Monitoring and Investment: Evidence from Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships; in: *Hubbard, G.* (Hrsg.): *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. Chicago, 105 - 126. – *Hoshi, R., Kashyap, A. und Scharfstein, D.* (1990b): The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan. *Journal of Financial Economics* 27, 67 - 88. – *Jensen, M. C.* (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* 48, 831 - 880. – *Jensen, M. C. und Meckling, W. H.* (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305 - 360. – *Jensen, M. C. und Ruback, R.* (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* 11, 5 - 50. – *Krümmel, H.-J.* (1980): German Universal Banking Scrutinized: Some Remarks Concerning the Gessler-Report. *Journal of Banking and Finance* 4, 33 - 55. – *McConnell, J. J. und Servaes, H.* (1990): Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* 27, 595 - 612. – *Manne, H. G.* (1965): Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy* 73, 110 - 120. – *Mayer, C.* (1988): New Issues in Corporate Finance (mit Diskussion). *European Economic Review* 32, 1167 - 1189. – *Mayer, C.* (1990): Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development; in: *Hubbard, G.* (Hrsg.): *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. Chicago, 307 - 332. – *Milgrom, P. und Roberts, J.* (1992): *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs. – *Morck, R., Shleifer, A. und Vishny, R. W.* (1988): Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293 - 315. – *Myers, S. C. und Majluf, N. S.* (1984): Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187 - 221. – *Neuberger, D. und Neumann, M.* (1991): Banking and Antitrust: Limiting Industrial Ownership by Banks (mit Kommentar). *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 147, 188 - 206. – *Perlitz, M. und Seger, F.* (1994): The Role of Universal Banks in German Corporate Governance. *Business and the Contemporary World* 6 (4), 49 - 66. – *Rosen, R. Freiherr von* (1993):

Börsen; in: *Kloten, N. und von Stein, J. H. (Hrsg.): Geld-, Bank-, und Börsenwesen (Obst/Hintner). 39. Aufl. Stuttgart, 1239 - 1262.* – *Shleifer, A. und Summer, L. H. (1988): Breach of Trust in Hostile Takeovers (mit Diskussion); in: Auerbach, A. J. (Hrsg.): Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Chicago, 33 - 67.* – *Shleifer, A. und Vishny, R. W. (1986): Large Shareholders and Corporate Control. Journal of Political Economy 94, 461 - 488.* – *Smith, A. (1776/1974): An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. London. Zitiert wurde nach der von H. C. Recktenwald aus dem Englischen übertragenen fünften Auflage (letzter Hand) von 1789: Der Wohlstand der Nationen, München 1974.* – *Steinitzer, E. (1908): Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft. Leipzig.* – *Studienkommission (1979): Bericht der Studienkommission „Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft“. Schriftenreihe des Bundesministeriums für Finanzen, Heft 28, Bonn.* – *Tirole, J. (1988): The Theory of Industrial Organization. Cambridge (Mass.).* – *Wenger, E. (1990): Die Rolle der Banken in der Industriefinanzierung und in der Unternehmenskontrolle am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland. Wirtschaftspolitische Blätter 2 - 3/1990, 155 - 168.* – *Wenger, E. (1992): Universalbankensystem und Depotstimmrecht (mit Diskussion); in: Gröner, H. (Hrsg.): Der Markt für Unternehmenskontrollen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Band 124, Berlin, 73 - 118.* – *Wenger, E. und Hecker, R. (1995): Übernahme- und Abfindungsregeln am deutschen Aktienmarkt: Eine kritische Bestandsaufnahme im internationalen Vergleich. ifo-Studien 41, 51 - 87.* – *Williamson, O. E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism. New York.* – *Wöhe, G. (1981): Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre. 14. Aufl. München.* – *Zeckhauser, R. und Pound, J. (1990): Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance; in: Hubbard, G. (Hrsg.): Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment. Chicago, 149 - 180.*

Zusammenfassung

Banken, Aktionärsstruktur und Unternehmenssteuerung (Teil I)

Anhand zweier Samples für große deutsche Aktiengesellschaften wird die Hypothese überprüft, daß die Aktionärsstruktur einen intangiblen Vermögenswert des Unternehmens darstellen kann. Für das 1974er Sample zeigen die Resultate einen positiven Einfluß des Anteilsbesitzes von Banken auf die Performance der Unternehmen. Für das 1985er Sample dagegen geht die Wirkung von Banken bei der Unternehmenssteuerung nicht über den positiven Einfluß nichtbanklicher Großaktionäre hinaus. Ein statistischer Test zeigt, daß die Hypothese, es liege zwischen den beiden Analysezeitpunkten keine Strukturveränderung vor, verworfen werden muß. Eine Analyse zur Aufsichtsratspräsenz von Banken widerspricht der von *Edwards* und *Fischer* (1994) vertretenen Position, daß deutsche Banken die Stimmrechtsvertretung nicht zur Durchsetzung von Mandaten einsetzen.

In Teil I dieser in zwei Teilen publizierten Arbeit wird die theoretische Argumentation vorgestellt. Es werden die Variablen für die empirische Analyse definiert und der Datensatz beschrieben. In Teil II werden die empirischen Ergebnisse vorgestellt.

Summary

Banks, Shareholder Structure and Corporate Control (Part I)

This study investigates the impact of shareholder structure on firm performance. Two samples of large German stock corporations are analyzed. It can be shown that equity positions of banks have a positive impact on firm performance in 1974. In 1985, however, no impact of banks can be identified that goes beyond the positive influence of nonbank blockholders. The hypothesis is rejected that there has been no structural change between these two periods. An analysis of the banks' supervisory board representation contradicts *Edwards* and *Fischer* (1994). These authors claim that the banks' proxy voting does not translate into board seats held by banks.

This paper is to be published in two parts. This first part presents the hypotheses that are to be tested. Also, it defines the variables for the empirical analysis and it describes the dataset. The upcoming second part will present the empirical results.

Résumé

Banques, structures d'actionnaires et contrôle des entreprises (partie I)

Sur base de deux échantillons de grandes sociétés anonymes allemandes, l'auteur examine dans cet article si la structure des actionnaires peut être une valeur patrimoniale intangible de l'entreprise. Les résultats montrent qu'en 1974, la part des actions que détenaient les banques avait un impact positif sur les résultats des entreprises. Par contre, en 1985, l'impact positif des banques sur le contrôle des entreprises n'était pas supérieur à celui des gros actionnaires non-bancaires. Comme le montre un test statistique, il faut rejeter l'hypothèse qu'il n'y a pas eu de changements structurels entre ces deux périodes. Une analyse de la représentation des banques au conseil de surveillance contredit les positions d'*Edwards* et de *Fischer* (1994), qui soutiennent que les banques allemandes n'utilisent pas la représentation du droit de vote pour exécuter leurs mandats.

La première partie de cet article présente les arguments théoriques. Les variables pour l'analyse empirique y sont définies et les données décrites. Dans la seconde partie, l'auteur présentera les résultats empiriques.