

Philipp Klages

Zwischen institutioneller Innovation und Reproduktion

Zum Wandel des deutschen Corporate Governance-Systems in den 1990ern*

Der vorliegende Beitrag behandelt die Frage, inwieweit sich das deutsche Corporate Governance-System im Verlauf der 1990er Jahre der angloamerikanischen Spielart der Unternehmenskontrolle angenähert hat. Die in der bisherigen Corporate Governance-Forschung vorherrschende Neigung zu funktionalistischen Erklärungen wird um eine machttheoretische Perspektive ergänzt, die institutionellen Wandel als Resultat politischer Auseinandersetzungen zwischen Stakeholdern begreift. Anhand empirischer Befunde wird die These formuliert, dass sich der institutionelle Wandel des deutschen Corporate Governance-Systems aufgrund seiner inkrementellen Natur der herkömmlichen Dichotomie zwischen Kontinuität und Wandel entzieht und daher zutreffender als „Hybridisierung“ bzw. als „institutionelle Überlagerung“ charakterisiert werden kann. Die Ausweitung marktformiger Governance-Mechanismen und der Machtgewinn finanzorientierter Aktionäre werden von einer Reproduktion verhandlungsförmiger Koordinationsmodi begleitet. Die Einspeisung systemfremder Komponenten in weiterhin bestehende Institutionen hat ein Mischsystem entstehen lassen, das sich zwischen koordinierten und liberalen Marktökonomien bewegt.

1. Einleitung

Corporate Governance stellt einen Kernbereich wirtschaftlicher Ordnung dar. Die von Aktiengesellschaften verfolgten Unternehmensziele, die Praxis der Unternehmensführung sowie die Verteilung der Unternehmensressourcen lassen sich nur vor dem Hintergrund der länderspezifischen Beschaffenheit der Unternehmenskontrolle angemessen erklären. Die jeweils vorherrschenden Instrumente zur Disziplinierung des Managements sowie die Verteilung von Rechten und Pflichten zwischen Managern, Aktionären und Arbeitnehmern stehen somit in direktem Zusammenhang mit volkswirtschaftlich und arbeitsmarktpolitisch relevanten Fragen nach dem Investitionsverhalten großer Unternehmen.

In der „Varieties of Capitalism“-Literatur wird die institutionelle Beschaffenheit der

Unternehmenskontrolle als wesentlicher Bestandteil nationaler Spielarten des Kapitalismus behandelt (Hall/Soskice 2001). Als solcher steht Corporate Governance mit anderen Teilbereichen nationaler Marktökonomien in Wechselwirkung. Die Analyse von Corporate Governance-Systemen vermag daher nicht nur systematische Unterschiede im institutionellen Gefüge nationaler Wirtschaftssysteme aufzuweisen, sondern trägt auch dazu bei, einen Einblick in die Interaktionen zwischen den Teilbereichen wirtschaftlicher Systeme zu gewinnen. Der Wandel von Corporate Governance-Systemen, der in den letzten ein bis zwei Jahrzehnten in zahlreichen Ländern stattgefunden hat, kann sowohl als Folge – dies ist im Hinblick auf die Finanzsysteme der Fall – wie auch als Stimulus von Veränderungsprozessen – etwa im Bereich der industriellen Beziehungen – betrachtet werden und trägt aufgrund seiner Schlüsselstellung im institutionellen Gesamt-

* Für Anregungen, Hinweise und Verbesserungsvorschläge danke ich Jürgen Beyer, Heiner Ganßmann, Klaus Haberkern, Peter A. Hall, Rogers Hollingsworth, Martin Höpner, Karin Lohr, Hans-Peter Müller, Jonas Radl, Kathrin Schöps, David Soskice, Wolfgang Streeck, Sig Vitols sowie den Teilnehmern des Diplomanden- und Doktorandenkolloquiums bei Hans-Peter Müller.

gefüge entscheidend zur Veränderungsdynamik nationaler Kapitalismen bei.

Schließlich kann die Untersuchung von Corporate Governance-Systemen einen Beitrag zur Beantwortung der in der gegenwärtigen politökonomischen Forschung intensiv diskutierten Frage nach der Beschaffenheit institutionellen Wandels leisten. Umstritten ist hierbei, ob die Institutionen des „organisierten Kapitalismus“ ihren historisch eingeschlagenen Pfaden gefolgt sind (Bebchuk/Roe 1999; Hall/Soskice 2001) oder sich aufgrund exogener Schocks ein radikalen Bruch vollzogen hat, der sie dem marktgesteuerten Kapitalismusmodell angelsächsischer Provenienz angenähert hat (Höpner/Jackson 2003).

Die im vorliegenden Text thematisierte Transformation des deutschen Corporate Governance-Regimes verdeutlicht, dass sich der institutionelle Wandel in diesem Bereich aufgrund seiner *inkrementellen* Natur der in der Debatte um „Konvergenz oder Divergenz“ zum Vorschein kommenden Dichotomie zwischen institutioneller Reproduktion und Innovation entzieht und daher zutreffender als „Hybridisierung“ oder als „institutionelle Überlagerung“ (Thelen) bezeichnet werden kann.

Der vorliegende Text ist in drei Abschnitte geteilt. Nach einer Darstellung des theoretischen Zugangs im ersten Abschnitt wird im darauf folgenden das institutionelle Design des deutschen Corporate Governance-Systems in seiner bisherigen Gestalt dem anglo-amerikanischen Modell gegenübergestellt. Nach einem Zwischenfazit werden die empirischen Befunde zum institutionellen Wandel während der 1990er Jahre präsentiert. Untersuchungsleitend ist hierbei die Frage, ob und inwieweit sich das deutsche Corporate Governance-System während dieses Zeitraums dem anglo-amerikanischen Modell angenähert hat. Der Schlussteil fasst die wichtigsten Resultate zusammen und diskutiert ihre theoretischen Implikationen.

2. Analytischer Bezugsrahmen

Die akademische Auseinandersetzung mit Corporate Governance-Systemen nimmt ih-

ren Ausgang in dem von Berle und Means (1999) im Jahre 1932 veröffentlichten Buch *The Modern Corporation and Private Property*. Die wichtigste Eigenschaft der modernen Aktiengesellschaft besteht, so die zentrale These der beiden Autoren, in der Trennung von Eigentum und Kontrolle. Der durch das Anwachsen der Unternehmen und die zunehmende Streuung des Eigentums gekennzeichnete Übergang vom Familien- zum Managerkapitalismus bringt eine Professionalisierung der Unternehmensführung mit sich: An die Stelle der Eigentümer-Unternehmer treten die mit Spezialwissen ausgestatteten und daher fachlich qualifizierteren Manager. Unternehmerische Macht ist im Ergebnis nicht mehr länger an Eigentum gebunden, sondern gründet sich zunehmend auf Expertenwissen. Die Entkopplung von Eigentum und Kontrolle ist gleichbedeutend mit der Aufspaltung des Privateigentums in machtloses Eigentum und eigentumslose Macht.

Geht man davon aus, dass die wirtschaftlichen Akteure ihr Handeln auf die Maximierung des individuellen Nutzens ausrichten, liegt in der Trennung von Eigentum und Kontrolle ein Interessenkonflikt zwischen Eigentümern und Managern begründet. Während die Anteilseigner an der Maximierung der Rendite interessiert sind, so die Annahme von Berle und Means (ebd.: 112ff.), strebt das Management nach Risikominimierung, Expansion, Macht und Prestige. Dabei gilt grundsätzlich: Je kleiner der vom Management gehaltene Anteil am Firmenkapital ist, desto stärker weicht dessen Interesse vom Interesse der Eigentümer ab (Jensen/Meckling 1976: 12). Da die Führungskräfte in modernen Aktiengesellschaften in der Regel selbst über keinen oder allenfalls einen sehr geringen Anteil am Aktienkapital verfügen, sie also (fast) ausschließlich fremdes Kapital verwalten, profitieren sie selbst kaum von den erwirtschafteten Aktionärsrenditen. Deshalb gilt ferner: In dem Maße, in dem die Trennung von Eigentum und Kontrolle sich vollzogen hat, sieht sich das Management Anreizen für opportunistisches Verhalten ausgesetzt. Ganz allgemein handelt es sich bei managerialem Opportunismus um die Abschöpfung von Unternehmensressourcen durch Manager zum Zwecke der Realisierung

von Eigeninteressen. Konkret bedeutet dies, dass liquide Mittel nicht an die Aktionäre ausgeschüttet, sondern zur Expansion und Diversifizierung des Unternehmens eingesetzt werden, in deren Folge das Management mit einem Prestigezuwachs und erhöhten Vergütungen sowie mit einem verminderten Konkursrisiko rechnen kann. In anderen Fällen werden erwirtschaftete Mittel unterschlagen, verschwendet oder in Form unangemessener Vergünstigungen oder Gehalts- und Pensionszahlungen den Aktionären expropriert. Auch das Verharren im Amt trotz Missmanagements kann zu den Ausprägungen managerialen Opportunismus gerechnet werden (Shleifer/Vishny 1997).

Da die Einsetzung von Managern alternativlos ist, diese über Informationsvorsprünge und – aufgrund unvollständiger Verträge – über Ermessensspielräume verfügen, ist die Agency-Beziehung zwischen Eigentümern (Prinzipalen) und Managern (Agenten) mit dem Auftreten von *Agency-Kosten* verbunden. Hierbei handelt es sich um die Summe der im Rahmen der Agency-Beziehung entstehenden, von den Eigentümern für die Unternehmenskontrolle aufzuwendenden pekuniären und nichtpekuniären Mittel. Der Prinzipal hat nicht nur für Ressourcen zur Überwachung des Agenten (Überwachungskosten) aufzukommen, sondern zusätzliche Mittel aufzuwenden, um managerialen Opportunismus glaubhaft auszuschließen (Bindungskosten). Hinzu kommt schließlich drittens die Wohlfahrtseinbuße, die dem Prinzipal entsteht, wenn der Agent trotz Aufwendung von Überwachungs- und Bindungskosten nicht im besten Interesse des Prinzipals handelt, sondern zumindest teilweise ein abweichendes Ziel verfolgt (Residualkosten) (Jensen/Meckling 1976: 5f.).

Auf welche Weise können die Agency-Kosten am effizientesten reduziert werden? Wie kommt es, dass die Aktionäre trotz des beschriebenen Interessengegensatzes weiterhin in Unternehmen investieren? Wodurch lässt sich opportunistisches Verhalten auf Seiten des Managements minimieren und dessen Orientierung am Aktionärsinteresse maximieren? Mit diesen Fragen beschäftigt sich die angloamerikanisch geprägte, ursprünglich in den ökonomischen und rechts-

wissenschaftlichen Fachdisziplinen angesiedelte Corporate Governance-Forschung.

Grundsätzlich wird die Problemstellung der klassischen Corporate Governance-Forschung in der hier gewählten Perspektive übernommen. Der dem Shareholder-Ansatz immanente Funktionalismus wird jedoch um eine machttheoretische Perspektive ergänzt, um dadurch neben den funktionalen Gesichtspunkten die verteilungsrelevanten Eigenschaften der Institutionen der Unternehmenskontrolle in den Blick zu bekommen und der Heterogenität der Eigentümerinteressen Rechnung zu tragen.

Zu diesem Zwecke wird die auf die Manager-Eigentümer-Beziehung begrenzte Perspektive der traditionellen Corporate Governance-Forschung durch die Einbeziehung zusätzlicher Stakeholder erweitert. Ihre sachliche Rechtfertigung findet diese Erweiterung in der institutionellen Einbindung weiterer Stakeholder in die deutsche Kontrollpraxis. Zu den Stakeholdern zählen neben den Managern und strategischen Aktionären vor allem die Mitarbeiter sowie die Partnerunternehmen (Kreditgeber, Zulieferer, Kunden etc.). Jede dieser Stakeholdergruppen verfügt über individuelle Ziele und spezifische Vorstellungen vom Unternehmensinteresse und ist darum bemüht, ihren Partikularinteressen unternehmenspolitisch Geltung zu verschaffen. Der Anspruch bestimmter Aktionäre auf die Erwirtschaftung von Renditen stellt demnach nur einen Teil des Unternehmensinteresses dar, der nicht nur zu den Managerinteressen, sondern auch zu den Interessen der anderen Stakeholder in Widerspruch geraten kann. Dementsprechend handelt es sich bei dem faktischen Unternehmensinteresse um einen Kompromiss zwischen konfligierenden Interessen, der auf politischen Auseinandersetzungen beruht und die unternehmenspolitischen Kräfteverhältnisse abbildet (Davis/Thompson 1994: 146). Wie diese Kräfteverhältnisse beschaffen sind, ist eine Frage nach der Verteilung von Rechten und Pflichten der unterschiedlichen Stakeholder und des institutionellen Designs des Corporate Governance-Systems, innerhalb dessen sie verankert sind.

Eine weitere Modifikation betrifft die analytisch-begriffliche Abbildung der Eigen-

tümer sowie die Konzeptualisierung der Eigentümerinteressen. In der vorliegenden Untersuchung werden die Eigentümer nicht wie im herkömmlichen Agency-Modell als homogene Gruppe behandelt, sondern anhand ihrer jeweiligen Interessen sowie – in Anlehnung an Hirschmans (1970) Terminologie – der Art ihrer Beziehungen zu den Unternehmen differenziert.

Zunächst wird zwischen Streubesitzaktionären und strategischen Aktionären unterschieden. Bei Streubesitzaktionären handelt es sich um Investmentgesellschaften, Versicherungen, Pensionsfonds sowie private Kleinanleger und Belegschaftsaktionäre. Ihre Anteile betragen in der Regel höchstens ein bis zwei Prozent des Aktienkapitals. Diese Anlegergruppen sind (in unterschiedlich starkem Ausmaß) an der Maximierung einzelwirtschaftlich erzielter Renditen interessiert und repräsentieren eher den im Shareholder-Ansatz thematisierten Eigentümer. Aufgrund der risikoverteilenden Struktur ihrer Portfolios können Streubesitzaktionäre von ihren Beteiligungsunternehmen riskante Geschäftsstrategien einfordern. Sinkt die Eigenkapitalrendite unter ein vorher angekündigtes Niveau, machen Streubesitzaktionäre im Regelfall von der Exit-Option Gebrauch, d.h. sie stoßen ihre Anteilscheine ab. Einschränkung muss hinzugefügt werden, dass zumindest ein Teil der privaten Kleinanleger, insbesondere die Belegschaftsaktionäre sowie emotional gebundene und mit einem geringeren Fachwissen ausgestattete Anleger, langfristige Bindungen zu ihren Beteiligungsunternehmen eingehen.¹

Strategische Aktionäre halten einen Aktienanteil von mindestens fünf Prozent und sind daher den Großaktionären zuzurechnen. Hierzu gehören vor allem Nichtfinanzunternehmen, Banken, Familien sowie öffentliche Körperschaften. Die einzelnen Typen von Großaktionären zeichnen sich durch je spezifische Anlagemotive aus. So verfolgen öffentliche Körperschaften mit ihren Anlagen primär das Ziel der Beschäftigungssicherung; Industrieunternehmen sichern durch Verflechtungen ihren Einfluss auf ihre Lieferanten- und Kundennetze; die Banken verwenden Unternehmensverflechtungen, um ihre Kreditrisiken zu verringern; die Grün-

derfamilien schließlich bemühen sich, ihren Einfluss auf das Unternehmen über den Börsengang hinaus zu bewahren.² Insgesamt stellt die Maximierung der Rendite bei den strategischen Aktionären ein eher nachrangiges Anlagemotiv dar. Während die Streubesitzaktionäre einer mikrowirtschaftlichen Investitionslogik folgen, betrachten strategische Aktionäre die Aktiengesellschaft als Teil eines makroökonomischen und gesellschaftlichen Ganzen. Während Streubesitzaktionäre, insbesondere institutionelle Investoren, ihre Beteiligungsunternehmen ausschließlich unter Renditegesichtspunkten wahrnehmen und bei einer Performanzverschlechterung dementsprechend kurzfristig abwandern, unterhalten strategische Aktionäre längerfristige Beziehungen zu den Unternehmen und deren Vorständen. Dementsprechend wandern sie bei einer Performanzverschlechterung nicht ab, sondern nehmen über den Aufsichtsrat oder andere Kanäle ihre Voice-Option wahr.

In der folgenden Analyse wird zwischen internen und externen Governance-Mechanismen unterschieden. Im Allgemeinen lassen sich Governance-Mechanismen als institutionelle Arrangements begreifen, die zur Reduzierung von Agency-Kosten dienen und aus politischen Konflikten zwischen den Stakeholdern hervorgegangen sind. Während die internen Governance-Mechanismen auf strategischen Kontrollbeziehungen zwischen den Stakeholdern beruhen, vermitteln externe Governance-Mechanismen diese Beziehungen über marktförmige Prozesse. Die von Streubesitzaktionären zur Reduzierung von Agency-Kosten eingesetzten Governance-Mechanismen sind – mit Ausnahme des Stimmrechtes – marktförmiger Natur, während die Beziehungen zwischen Managern und strategischen Aktionären vorwiegend über interne Governance-Mechanismen geregelt werden. Ein Corporate Governance-System ist demnach ein Ensemble von Governance-Mechanismen, deren Zusammenspiel die Interaktionen zwischen den Stakeholdern regelt und die Verteilung von Machtressourcen zwischen diesen widerspiegelt (vgl. de Jong 1997). Idealtypisch wird zwischen einem internen und einem externen Corporate Governance-System unterschieden. Während im internen

Corporate Governance-System die Großaktionäre den vorherrschenden Eigentümertypus darstellen und die Beziehungen über strategische Koordinationsmechanismen koordiniert werden, dominieren im externen Corporate Governance-System die renditeorientierten Streubesitzaktionäre, wobei die Koordination dementsprechend über externe Governance-Mechanismen erfolgt. Die von Berle und Means konstatierte Trennung von Eigentum und Kontrolle gilt in ihrer vollen Bedeutung nur für das externe Corporate Governance-System, da die Manager im internen System mehr oder weniger direkt von Großaktionären kontrolliert werden. Empirisch stellt sich die institutionelle Ordnung der Corporate Governance als ein Mix aus internen und externen Governance-Mechanismen dar. Die empirische Beschaffenheit von Corporate Governance-Systemen variiert mit der Art des Mischungsverhältnisses sowie der Form und Ausprägung der einzelnen Governance-Mechanismen.

Bei den nachfolgend untersuchten externen Governance-Mechanismen handelt es sich um den Rechtsschutz von Minderheitsaktionären, Produktmarkt Wettbewerb und den Markt für Unternehmenskontrolle, bei den internen Governance-Mechanismen um Bankenkontrolle, Unternehmensverflechtungen und den mitbestimmten Aufsichtsrat.³

3. Governance-Mechanismen

3.1 Externe Governance-Mechanismen

3.1.1 Rechtsschutz

Ein zentraler Bestandteil von Corporate Governance-Regimen ist der rechtliche Rahmen, innerhalb dessen die Aktiengesellschaft operiert. Von besonderer Bedeutung für die institutionelle Konfiguration von Corporate Governance-Systemen und die vorherrschenden Kräfte- und Eigentümerverhältnisse ist hierbei die rechtliche Ausgestaltung des *Stimmrechts*. Wie La Porta et al. (1998) gezeigt haben, waren die Streubesitzaktionäre in den angelsächsischen Common Law-Ländern Mitte der 1990er Jahre mit dem um-

fassendsten Rechtsschutz ausgestattet, während in den Ländern mit zivilrechtlicher Tradition, insbesondere in Deutschland, der Investorenschutz vergleichsweise schwach ausgeprägt war. Auf einer Skala von 0 (kein Schutz) bis 6 (maximaler Schutz) lag der „Anti Director Rights“-Index zum Zeitpunkt der Untersuchung bei 1. Im Vergleich hierzu rangierten die USA bei 3 und Großbritannien bei 5 (ebd.: Anhang, Tabelle 2). Die schwache Position der Minderheitsaktionäre zeigt sich darüber hinaus an der Verbreitung von Depot-, Höchst- und Mehrfachstimmrechten sowie stimmrechtslosen Aktien, vermittels derer die Großaktionäre ihre Kontrollmacht von der Größe ihrer Kapitalbeteiligungen entkoppeln können (Becht/Böhmer 2001).

Da sich die komparativen Vorteile der Großaktionäre mit abnehmendem Rechtsschutz vergrößern, die Investitionsbereitschaft der Streubesitzaktionäre sich hingegen verringert, weist die Eigentümerstruktur in den Civil Law-Ländern eine größere Konzentration auf als in den Common Law-Ländern (vgl. Abschnitt 3.2.3).

3.1.2 Produktmarkt Wettbewerb

In der Corporate Governance-Literatur taucht häufig das Argument auf, dass Wettbewerb auf Produktmärkten eine disziplinierende Wirkung auf das Management ausüben kann und dadurch zu einer Senkung von Agency-Kosten beiträgt (Allen/Gale 1999; Roe 2003). Die Überwachungseffizienz erscheint hierbei als Funktion der Wettbewerbsintensität. Während das Management auf monopolistischen Märkten unbemerkt Renten abschöpfen kann, ohne das Überleben des Unternehmens zu gefährden, werden die Gewinnmargen und der Opportunitätsspielraum mit zunehmender Wettbewerbsintensität kleiner. In einem wettbewerbsintensiven Umfeld führen Missmanagement und die Verfolgung von Eigeninteressen zum Verlust von Marktanteilen und werden dadurch für Außenstehende erkennbar. Produktmarkt Wettbewerb dient den Eigentümern demzufolge nicht nur als Disziplinierungsmechanismus, sondern zugleich auch als Mittel zur Sichtbarmachung managerialer Performanz (Allen/Gale

1999: 25). Es lässt sich argumentieren, dass Produktmarktwettbewerb im Interesse renditeorientierter Streubesitzaktionäre wirkt, da keine Aktienblöcke zur Unternehmenskontrolle benötigt werden und das Management zu einer kapitalmarktorientierten Unternehmensführung angeregt wird (Roe 2003: 130).

Eine Einschätzung der Wettbewerbsintensität innerhalb des deutschen Systems vermittelt die Studie von Martins, Scarpetta und Pilat (1996). Der für 14 OECD-Länder durchgeführte Vergleich zeigt, dass die – anhand der Höhe der Gewinnmargen gemessene – Wettbewerbsintensität im produzierenden Gewerbe Deutschlands zwischen 1970 und 1992 deutlich geringer war als in den USA und Großbritannien.

3.1.3 Der Markt für Unternehmenskontrolle

Neben dem Produktmarktwettbewerb steht den Streubesitzaktionären mit dem Markt für Unternehmenskontrolle ein weiteres Instrument zur Verfügung, mittels dessen das Management zu einer kapitalmarktorientierten Unternehmensführung angetrieben werden kann (Manne 1965; de Jong 1997). Hierbei handelt es sich um einen relativ eigenständigen Markt, auf dem Organisationen (in Form von Aktienpaketen) Verfügungsrechte über Unternehmen tauschen (Windolf 1994).

Die Attraktivität eines Unternehmens als Übernahmeobjekt korreliert in aller Regel negativ mit seinem Marktwert. Am Markt unterbewertete Unternehmen können relativ günstig erworben werden, um nach einer Restrukturierungsphase für einen höheren Preis wieder verkauft zu werden. Um potenzielle Bieterunternehmen fernzuhalten und das im Falle einer feindlichen Übernahme anstehende Ausscheiden zu verhindern, bemüht sich das Management, den Marktpreis des eigenen Unternehmens zu maximieren und kommt dem Interesse der Streubesitzaktionäre dadurch entgegen. In Corporate Governance-Systemen mit einem ausgeprägten Übernahmemarkt stellt die Maximierung des Kurswertes somit einen Konvergenzpunkt dar, auf den die Interes-

sen der Streubesitzaktionäre und der Manager zulaufen.

Im Unterschied zum angelsächsischen Corporate Governance-System ist der Markt für Unternehmenskontrolle in Deutschland traditionell schwach ausgeprägt (Franks/Mayer 1998). Wie im Weiteren verdeutlicht wird, kann diese Tatsache als Effekt der in Deutschland stark ausgeprägten internen Governance-Mechanismen betrachtet werden.

3.2 Interne Governance-Mechanismen

3.2.1 Bankenmonitoring

Während das weitaus restriktivere US-amerikanische Bankensystem traditionell durch eine strikte Trennung von kommerziellen Geschäften und Investmentbanking gekennzeichnet ist, sind Privatkunden-, Kredit- und Wertpapiergeschäfte im deutschen Universalbankensystem unter demselben Dach vereint. Die durch den rechtlichen Rahmen ermöglichte Diversifikation resultiert in einem völlig unterschiedlichen Verhältnis zwischen Banken und Industrie. Während die US-amerikanischen Banken eine passive Haltung bei der Überwachung von Industrieunternehmen einnehmen, verfügen deutsche Universalbanken über eine strategisch zentrale Position im deutschen Corporate Governance-System, die ihnen die interne Unternehmensüberwachung ermöglicht. Mittels der parallelen Vergabe von Industriekrediten, der Beteiligung am Aktienbesitz, der Ausübung von Depotstimmrechten, ihrer Präsenz im Aufsichtsrat wie auch nicht zuletzt über informelle Kanäle nehmen die deutschen Universalbanken traditionell Einfluss auf die strategische Ausrichtung der Industrieunternehmen (vgl. Monopolkommission 1978). Hierbei wurden in erster Linie makrowirtschaftliche Interessen verfolgt. Durch Kartellierung und – nach dem Zweiten Weltkrieg – Konzernierung haben Großbanken auf eine Beschränkung des Produktmarktwettbewerbs hingewirkt (Hilferding 1947; Shonfield 1965). Gleichzeitig haben die Hausbanken die von ihnen überwachten Unternehmen durch die Schaffung von

Abwehrblöcken vor feindlichen Übernahmen durch ausländische Unternehmen geschützt. Die Hausbanken konnten die Vorstände der Industrieunternehmen auf gesamtwirtschaftliche Interessen verpflichten und durch die Einbettung in einen „organisierten Kapitalismus“ ein Gegengewicht zu der einzelwirtschaftlichen Investitionslogik der Streubesitzaktionäre bilden.

3.2.2 Der mitbestimmte Aufsichtsrat

Im Unterschied zum angloamerikanischen „single board-System“, in dem Vorstand und Kontrolleure in demselben Leitungsorgan – dem Board of Directors – sitzen, schreibt das deutsche Aktiengesetz eine strikte Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat vor („two-tier“-System). Mit dem Aufsichtsrat steht den Stakeholdern im deutschen Corporate Governance-System ein eigenständiges Kontrollgremium zur Verfügung, vermittels dessen der Vorstand bestellt und kontrolliert wird. Das Management ist dazu verpflichtet, dem Aufsichtsrat Informationen über laufende Geschäfte zuzuleiten (Informationspflicht) und dessen Mitglieder bei wichtigen Entscheidungen zu konsultieren (Konsultationspflicht). Darüber hinaus gibt es einen in der Satzung festgelegten Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte, zu deren Durchführung das Management auf die Zustimmung des Aufsichtsrates angewiesen ist. Auf diese Weise soll die Einbeziehung der Stakeholder in wichtige unternehmensinterne Entscheidungsprozesse gewährleistet werden. Der im Aufsichtsrat vorherrschende Koordinationsmodus ist strategischer Natur. Die Hälfte der im Aufsichtsrat vertretenen Akteure wird von den Arbeitnehmern gewählt, die andere Hälfte von der Hauptversammlung. Der mit einem Doppelstimmrecht ausgestattete Aufsichtsratsvorsitzende wird von der Kapitaleseite bestellt. Ein Blick auf die genauere Zusammensetzung der deutschen Aufsichtsräte im Jahre 1979 zeigt, dass beteiligungslose Aufsichtsratsmitglieder (Vertreter beteiligungsloser Partnerunternehmen, mit Depotstimmrechten ausgestattete Bankenvertreter und Berater) etwa die Hälfte der Kapitaleignermandate einnahmen, während die Eigentümer direkt nur zu

einem Viertel, die Streubesitzaktionäre sogar nur zu 7,2% repräsentiert waren (Gerum/Steinmann/Fees 1988: 48). Die Arbeitnehmerbank setzte sich zu 60,9% aus Belegschaftsangehörigen und zu 39,1% aus Gewerkschaftsvertretern zusammen (ebd.: 58). Auffällig hieran ist die Dominanz unternehmensübergreifender Interessen sowie die relativ schwache Position der Eigentümer, insbesondere die der Streubesitzaktionäre. Der Aufsichtsrat kann daher als Instrument betrachtet werden, das der Ergänzung der Eigentümerinteressen bzw. der Interessen von Streubesitzaktionären um Arbeitnehmerinteressen, gesellschaftliche und makrowirtschaftliche Interessen dient.

3.2.3 Unternehmensverflechtung

Der Einfluss der Großaktionäre auf das Unternehmensgeschehen liegt in der netzwerkförmigen Verflechtung zwischen den deutschen Großunternehmen begründet. Wie Jürgen Beyer (1999) herausgearbeitet hat, bestehen sowohl die Kapitalbeteiligungen als auch die Personalverflechtungen größtenteils aus hierarchischen, d.h. einseitig gehaltenen Industriebeteiligungen und zu einem sehr viel kleineren Teil aus reziproken, zwischen den großen Finanzunternehmen entsendeten Ring- und Überkreuzverflechtungen (ebd.: 527).

Die Beschaffenheit des Kapitalverflechtungsnetzwerkes lässt sich anhand der Struktur und Konzentration der Beteiligungsverhältnisse näher charakterisieren. Der internationale Vergleich der Eigentümerstrukturen zeigt, dass sich das Kapital der deutschen Aktiengesellschaften 1992/93 zu 36,1% im Besitz von Nichtfinanzunternehmen befand, während diese in den USA und Großbritannien nur auf einen Anteil von 0,1 bzw. 10,1% kamen. Umgekehrt waren in den USA 71,5% und in Großbritannien 44,6% des Aktienkapitals gestreut. In Deutschland waren es lediglich 2,8% (Windolf/Nollert 2001: 65). Dass sich die Aktiengesellschaften in den angelsächsischen Ländern mehrheitlich im Streubesitz befinden, in Deutschland hingegen die strategisch orientierten Großaktionäre überwiegen, zeigt auch der Vergleich der Konzentration des Aktienstocks. Der durchschnittliche Anteil der drei größten Aktionä-

re am gesamten Aktienkapital der 10 größten Nichtfinanzunternehmen betrug Mitte der 1990er Jahre im Falle Deutschlands 48%, in Großbritannien dagegen nur 19% und in den USA 20% (La Porta et al. 1998). Auch hinsichtlich der Personalverflechtungen wurde für deutsche Aktiengesellschaften eine größere Verflechtungsdichte nachgewiesen als in den USA und Großbritannien (Windolf/Nollert 2001: 60). Während sich für die größtenteils atomisierten Anteilseigner in den angelsächsischen Ländern direkte Überwachung weder lohnt noch möglich ist, befinden sich die deutschen Eigentümer aufgrund der Größe ihrer Kapitalbeteiligungen in der Lage, parallel zu ihren Kapitalbeteiligungen Aufsichtsratsvertreter in die Beteiligungsunternehmen zu entsenden und deren Manager auf diesem Wege direkt zu kontrollieren. An der Parallelität von Kapital- und Personalverflechtungen zeigt sich, dass Eigentum und Kontrolle in Deutschland stärker gekoppelt sind als in Großbritannien oder den USA (Windolf/Beyer 1995: 18f.).

3.3 Zwischenfazit

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die internationalen Unterschiede hinsichtlich der Ausprägung der internen und externen Governance-Mechanismen.

Während das angloamerikanische System auf einem umfassenden Rechtsschutz von Minderheitsaktionären, wettbewerbsintensiven Gütermärkten und einem großen Übernahmemarkt beruht, stellen die Bankenkontrolle, der mitbestimmte Aufsichtsrat und Unternehmensverflechtungen die Hauptpfeiler des deutschen Corporate Governance-Sys-

tems dar. Die Bedeutungslosigkeit externer Governancemechanismen im deutschen Modell resultiert (zum Teil) aus dem marktbeschränkenden Einfluss der Großbanken und Unternehmensverflechtungen.

Das Übergewicht der externen Governance-Mechanismen in den USA und Großbritannien enthält institutionelle Anreize für die Diversifizierung des Aktienkapitals und kovariert daher mit einer gestreuten Eigentümerstruktur. Die Manager werden zwar über marktförmige Governance-Mechanismen zu einer aktionärsorientierten Unternehmensführung angespornt. Da die Aktionäre aufgrund der schwach ausgeprägten internen Governance-Mechanismen jedoch keine direkte Kontrolle ausüben können, sind die managerialen Opportunitätsspielräume vergleichsweise groß.

In Deutschland ist die Prädominanz interner Governance-Mechanismen mit größeren Machtressourcen strategischer Aktionäre verbunden und kann daher als Ursache für die hohe Konzentration des Aktienbesitzes betrachtet werden. Die strategischen Aktionärsorientierungen haben insgesamt ein größeres Gewicht in der Anlegerschaft als in den angelsächsischen Ländern. Die deutschen Vorstände sind in ihren Handlungsspielräumen stärker eingeschränkt als die US-amerikanischen oder britischen Manager, da sie sich mit den Arbeitnehmervertretern abstimmen müssen *und sich der direkten Kontrolle durch die Eigentümer ausgesetzt sehen*. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle, wie sie von Berle und Means beschrieben wurde, trifft daher in stärkerem Maße auf das angelsächsische als auf das deutsche Corporate Governance-Modell zu.

Tabelle 1: Governance-Mechanismen im Systemvergleich

	Governance-Mechanismus	Angloamerikanisches System	Deutsches System
Externe Mechanismen	Rechtsschutz	+	-
	Produktmarkt Wettbewerb	+	-
	Markt für Unternehmenskontrolle	+	-
Interne Mechanismen	Bankenmonitoring	-	+
	Mitbestimmung	-	+
	Unternehmensverflechtung	-	+

4. Kontinuität und Wandel im deutschen Corporate Governance-Regime

Im Folgenden wird die Frage behandelt, inwieweit sich das deutsche Corporate Governance-System im Verlaufe der 1990er Jahre dem angloamerikanischen Modell angenähert hat. Im ersten Abschnitt wird erörtert, inwieweit die internen Governance-Mechanismen erodiert sind. Im zweiten Abschnitt wird der Frage nach der Ausweitung der externen Governance-Mechanismen nachgegangen.

4.1 Zur Erosion interner Governance-Mechanismen

4.1.1 Der Strategiewechsel der Großbanken

Die von den deutschen Großbanken seit den späten 1980er Jahren vollzogene Hinwendung zum Investmentbanking kann als *endogener* Schock betrachtet werden, der zur nachhaltigen Transformation des deutschen Corporate Governance-Systems einen entscheidenden Beitrag geleistet hat. Während sich die Geschäftsbedingungen in den traditionellen Kernbereichen infolge geringerer Nachfrage, wachsender Konkurrenz und erhöhter Ausfallrisiken verschlechtert haben, gewann das Investmentbanking aufgrund wachsender Betätigungsmöglichkeiten bei der Organisation von Fusionen und Übernahmen, dem Handel mit Staatsanleihen, der Privatisierung von Staatsunternehmen und der privaten Altersvorsorge an Attraktivität. Im Zuge der Restrukturierung wurde langfristig angelegtes Beteiligungskapital entweder abgestoßen oder in eigene, nach mikrowirtschaftlichen Investitionsstrategien verwaltete

Holdings ausgegliedert (vgl. Breuer 2001: 13). Tabelle 2 dokumentiert das Desinvestitionsverhalten der vier größten Finanzunternehmen zwischen 1996 und 2000.

Die Deutsche Bank und die Münchener Rückversicherung haben zwischen 1996 und 2000 etwa die Hälfte ihrer Kapitalbeteiligungen aus dem Kreis der größten 100 deutschen Aktiengesellschaften veräußert. Auch die Dresdner Bank und, in etwas geringerem Ausmaß, die Allianz haben einen Teil ihrer Beteiligungen abgestoßen (zum Strategiewechsel der Allianz siehe Beyer 2003: 132ff.). Allein zwischen 1996 und 2000 haben die vier größten Finanzgesellschaften Deutschlands sich von durchschnittlich 44% ihrer Kapitalbeteiligungen an den 100 größten Unternehmen Deutschlands getrennt (einschließlich Finanzunternehmen).

Mit der Veräußerung von Kapitalbeteiligungen verringert sich auch die funktionale Bedeutung der über Personalverflechtungen ausgeübten internen Kontrolle. Konsequenterweise hat die Deutsche Bank die Zahl ihrer Aufsichtsratsmandate im Kreis der 100 größten Unternehmen Deutschlands von 40 im Jahre 1980 auf 17 im Jahre 1998 reduziert. Zudem wurde 2001 von der Deutschen Bank angekündigt, in Zukunft gar keine Aufsichtsratsmandate mehr zu übernehmen (Beyer 2003: 131). Ferner lässt sich der Rückzug der Großbanken aus der internen Kontrolle an dem Befund von Wójcik (2001: 32) ablesen, dass sich der Anteil der drei Großbanken (Deutsche Bank, Dresdner Bank und Commerzbank) an den ausgeübten Stimmrechten aller börsennotierten Industrieunternehmen von 46% des Marktwertes der zugrunde liegenden Aktien im Jahre 1997 auf 31% im Jahre 2001 reduziert hat.

Die Befunde sprechen dafür, dass die deutschen Großbanken infolge veränderter Präfe-

Tabelle 2: Kapitalbeteiligungen großer Finanzunternehmen unter den 100 größten Unternehmen Deutschlands

	Anzahl der Beteiligungen		
	1996	1998	2000
Allianz	28	23	22
Deutsche Bank	15	10	8
Dresdner Bank	13	10	8
Münchener Rück-Versicherung	13	13	6

Quelle: Monopolkommission (2000, 2002).

renzen die Spielregeln, nach denen ihre Beziehungen zu den Vorständen der Industrieunternehmen koordiniert werden, umdefiniert haben. Wurden die Finanzbeziehungen ehemals über strategische Koordinationsmodi reguliert („relational contracting“), hat im Verlauf der 1990er Jahre eine Verschiebung hin zu marktlichen Koordinationsmechanismen stattgefunden („arm’s length bargaining“).

Im dem Maße, in dem die Banken sich dem Investitions- und Überwachungsverhalten der Streubesitzaktionäre angenähert haben, werden verbesserter Investorenschutz und die Stärkung des Übernahmemarktes sowie der Produktmarktkonkurrenz zu zentralen Anliegen der Privatbanken.

4.1.2 Entflechtungstendenzen in der „Deutschland AG“

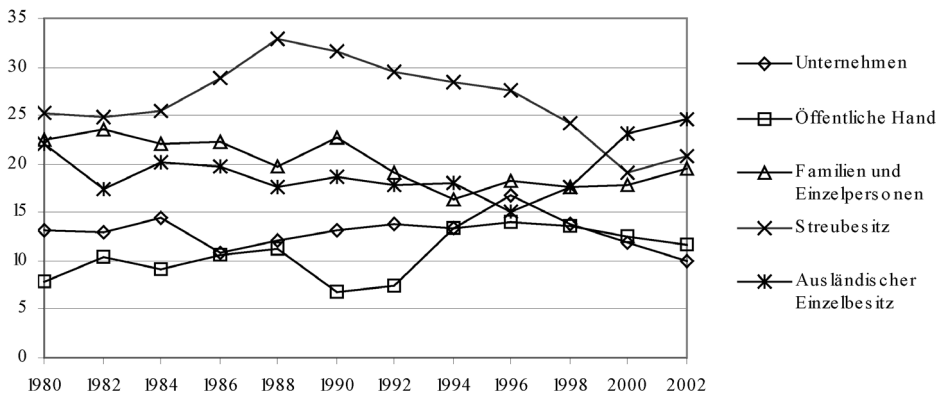
Bei den netzwerkförmigen Governance-Mechanismen zeigt sich insgesamt ein weniger eindeutiges Bild. Die vorhandene Literatur zur Entwicklung der Kapital- und Personalverflechtungen in Deutschland gelangt in dieser Frage zu widersprüchlichen Aussagen, die den ambivalenten Charakter der stattgefundenen Entwicklung widerspiegeln. Während Windolf (2002: 426) und Höpner (2003: 137) im Hinblick auf die Personalverflechtungen einen Trend zur Entflechtung nachweisen, stellt Heinze (2003) die Konti-

nuität der personellen Netzwerkbeziehungen heraus. Hinsichtlich der Kapitalverflechtungen betonen Höpner und Krempel (2003) sowie Wójcik (2001) einen Trend zur Lockerung der Netzwerkbeziehungen, während Kogut und Walker (2001) sowie Vitols (2003) um den Nachweis der Kontinuirung der Verflechtungsbeziehungen bemüht sind.

Wie weiter unten noch deutlich werden wird, haben die externen Governance-Mechanismen im Verlaufe der 1990er Jahre an Bedeutung gewonnen, wodurch sich die Position der Streubesitzaktionäre gegenüber den Großaktionären verbessert hat. Aufgrund des erweiterten Rechtsschutzes und einer größeren Marktdisziplin sehen sich Minderheitsaktionäre stärkeren Investitionsanreizen ausgesetzt, während sich die komparativen Vorteile der Großaktionäre verringert haben. Im Hinblick auf die Eigentümerstruktur kann daher erwartet werden, dass sich der Anteil des Streubesitzes vergrößert hat und dass die Großaktionäre ihre Anteile reduziert haben.

Ein Blick auf die Entwicklung der Eigentümerstrukturen der 100 größten deutschen Unternehmen zwischen 1980 und 2002 (Abb. 1) zeigt, dass sich der Anteil des Streubesitzes entgegen der Erwartung reduziert hat (zwischen 1988 und 2000 von 33% auf 19%). Entsprechend hat sich die absolute Anzahl der mindestens zu 75% im Streubesitz befindlichen Unternehmen von 22 auf 8 verringert. Diese Entwicklung erklärt sich

Abbildung 1: Eigentümerstruktur der 100 größten Unternehmen, 1980-2002



aus einer veränderten Zusammensetzung des Samples, welche ihrerseits auf die Zusammenschlüsse deutscher Großunternehmen (vornehmlich im Finanz-, Energie- und Stahlsektor) zurückgeht. Von den durch Übernahmen und Fusionen neu entstandenen Unternehmen befindet sich kein einziges zu 75% oder mehr im Streubesitz, die zusammengeschlossenen Streubesitzunternehmen hingegen sind aus dem Sample verschwunden.

Erst nach 2000 setzt eine geringfügige Vergrößerung des Streubesitzanteils ein. Ob es sich hierbei um eine Trendwende handelt, die sich – etwa aufgrund der im Jahre 2002 in Kraft getretenen Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen – über das Jahr 2002 hinweg fortsetzt, kann anhand der vorliegenden Daten nicht beurteilt werden. Die These von der Zunahme des Streubesitzes muss angesichts der vorliegenden Daten jedenfalls zurückgewiesen werden.

Demgegenüber befanden sich 2002 durchschnittlich 27,7% im Besitz ausländischer Muttergesellschaften (25 Unternehmen mehrheitlich), 20% im Familienbesitz (19 Unternehmen mehrheitlich) und 11,7% waren das Eigentum öffentlicher Körperschaften (11 Unternehmen mehrheitlich) (Monopolkommission 2004: 266). Hieran zeigt sich, dass die Konzentration der Eigentümerstrukturen und die unternehmenspolitische Bedeutung strategischer Aktionäre nach wie

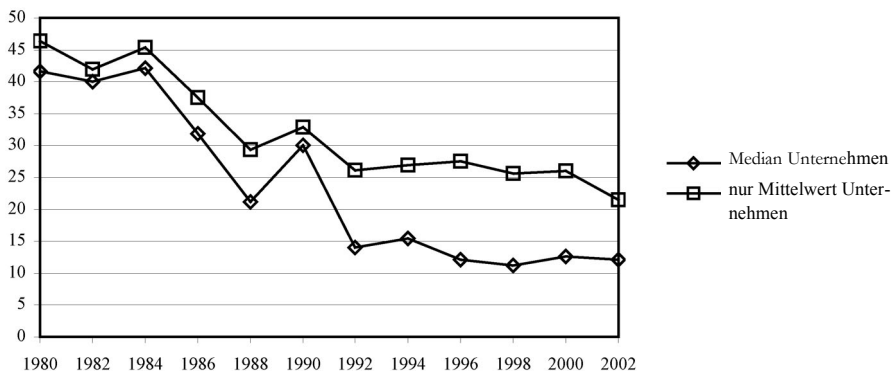
vor deutlich größer als in den angelsächsischen Ländern sind.

Anders verhält es sich mit Hinblick auf die Unternehmensbeteiligungen. Die zwischen den Großunternehmen bestehenden Kapitalverflechtungen haben sich im Einklang mit unserer Erwartung zwischen 1996 und 2002 von 16,8% auf 9,9% deutlich verringert. Entsprechend hat sich die Anzahl der Kapitalverflechtungen zwischen den „100 Größten“ von 51 auf 39 verringert. Diese Beobachtung erklärt sich größtenteils aus den zuvor behandelten Veräußerungsaktivitäten der Großbanken bzw. der Allianz.

Darüber hinaus zeigt sich in Abbildung 2, dass sich die durchschnittliche Größe der (direkt gehaltenen) Kapitalbeteiligungen zwischen 1984 und 2002 von 45% auf 21,5% reduziert hat. Der von Wójcik (2001) konstatierte Trend zur *Dekonzentration der Kapitalverflechtungen* wird hierdurch nachdrücklich bestätigt.

Analog zur Abschmelzung der Kapitalbeteiligungen lässt sich auch im Hinblick auf die Personalverflechtungen ein rückläufiger Trend feststellen. Die von der Monopolkommission (1980, 2000) ermittelte Verflechtungsdichte hat sich zwischen 1980 (12,4%) und 2000 (5,4%) mehr als halbiert. Diese Zahlen sind Ausdruck der Tatsache, dass die Banken und andere Unternehmen parallel zur Reduzierung ihrer Kapitalbetei-

Abbildung 2: Größe der Kapitalbeteiligungen zwischen den 100 größten Unternehmen, 1980-2000



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Hauptgutachten der Monopolkommission.

lungen einen großen Teil ihrer Aufsichtsratsvertreter aus den Beteiligungsunternehmen abgezogen haben (vgl. Höpner 2003: 137; Windolf 2002).

Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass sowohl die Kapital- als auch die Personalverflechtungen zwischen den „100 Größten“ in Auflösung begriffen sind.

Trotz der Auflösung der Beziehungen zwischen den deutschen Großunternehmen weisen die nach wie vor großen Anteile der ausländischen Muttergesellschaften, Familien und öffentlichen Körperschaften sowie der geringe Streubesitzanteil auf die fortexistierende Dominanz strategischer Großaktionäre und damit auch auf die Grenzen der Konvergenz hin.

4.1.3 Reproduktion durch Adaption: Mitbestimmung im Prozess institutioneller Konversion

Der Aufsichtsrat ist von den Prozessen institutionellen Wandels weniger stark betroffen als die Bankenkontrolle. Der mitbestimmte Aufsichtsrat zeichnet sich vor allem durch seine *Wandlungsresistenz* aus. Tatsächlich ist der Aufsichtsrat in seinen Kompetenzen durch die Corporate Governance-Reformen, insbesondere das 1998 in Kraft getretene Gesetz zur Kontrolle und Transparenz (KonTraG), gegenüber dem Management gestärkt worden, so z.B. bei der Bestellung der Wirtschaftsprüfer (Cioffi 2002: 369f.). Der mit der zweigliedrigen Leitungsstruktur eingeschlagene Pfad hat sich daher eher verfestigt, als dass er sich dem monistischen System angenähert hätte.

Auch die Institution der Mitbestimmung stößt trotz anfänglicher Ablehnung sowohl bei den Arbeitgebern (Mitbestimmungskommission 1998) als auch bei den Anteilseignern mittlerweile auf breite Zustimmung (Hauser-Ditz/Höpner 2002; Zugehör 2003: 182).

Fragt man jedoch danach, worauf die allgemeine Akzeptanz der Mitbestimmung basiert, so zeigt sich, dass sich diese zwar als institutionelle Form reproduziert hat, ihrem Inhalt nach jedoch einen *Funktionswandel* durchlaufen hat (Jackson 2005). Die Neuausrichtung weiter bestehender Institutionen auf

neue Ziele oder Funktionen wird von Kathleen Thelen (2003: 226) als „institutionelle Konversion“ bezeichnet. Hinsichtlich der Mitbestimmung sind hiervon die Belegschaftsinteressen, das Verhältnis der Mitbestimmungsträger zu den Aktionären sowie das Verhältnis zwischen Betriebsräten und Gewerkschaften betroffen.

Traditionell waren die von den Mitbestimmungsträgern verfolgten Interessen weniger am wirtschaftlichen Erfolg des Einzelunternehmens orientiert als an unternehmensübergreifenden Klasseninteressen. Die Gewerkschaften spielten bei der Definition der Arbeitnehmerinteressen die führende Rolle. Im Zuge der Intensivierung des Produktmarktwettbewerbs und der hierdurch bedingten Modernisierung der Arbeitsorganisation wurden die Arbeitnehmer jedoch stärker in die Planung und Gestaltung operativer Prozesse miteinbezogen und dazu angehalten, „selbst unternehmerisch zu denken“ (Mitbestimmungskommission 1998: 77). Der Trend zum „Co-Management“ wurde durch die Einführung ertragsabhängiger Lohnkomponenten noch verstärkt (Kurdelbusch 2002). Die hierdurch bedingte Fokussierung der Belegschaftsinteressen auf die einzelwirtschaftliche Performanz hat zu einer Annäherung an die Interessen der Aktionäre geführt und gleichzeitig eine Entsolidarisierung innerhalb der Konzernbelegschaften hervorgerufen. Im Zuge der Herausbildung klassenübergreifender Allianzen sind die betrieblichen Mitbestimmungsträger von unternehmensübergreifenden Interessen abgerückt und haben dadurch zur Schwächung der Gewerkschaften beigetragen (Höpner 2003: 194ff.).

4.2 Zur Entfaltung externer Governance-Mechanismen

4.2.1 Die Modernisierung des Finanzplatzes Deutschland

Die von der Kohl-Regierung begonnene und unter Rot-Grün noch entschlossener fortgesetzte „Modernisierung des Finanzplatzes Deutschland“ wurde von einer Allianz aus deutschen Privatbanken und Aktionärsverbänden sowie US-amerikanischen Anlegern

forciert (Deeg 2001; Ziegler 2000). Ziel der Reformen war die Schaffung der gesetzlichen Voraussetzungen für die Vergrößerung des deutschen Finanzmarktes. Ein Kernbestandteil der legislativen Maßnahmen war die Verbesserung des Rechtsschutzes und der Informationsversorgung von Streubesitzaktionären. Dass sich die Rechte der Minderheitsaktionäre zwischen der Mitte der 1990er Jahre und dem Beginn des darauffolgenden Jahrzehnts tatsächlich verbessert haben, zeigt die von Pagano und Volpin (2003) für das Jahr 2000 vorgenommene Aktualisierung des „Anti-Director Rights“-Index (vgl. Abschnitt 2.1.1). Betrug dieser auf einer Skala von 0 (kein Schutz) bis 6 (maximaler Schutz) zur Mitte der 1990er noch 1, konnte der entsprechende Wert bis Anfang des nächsten Jahrzehnts auf 3 erhöht werden. Weitere Maßnahmen zur Erweiterung des Aktionärsschutzes waren das KonTra-Gesetz mit der darin vorgesehenen *One-Share-One-Vote-Regelung* (Cioffi 2002: 370), das 2002 in Kraft getretene Übernahmegesetz mit seinem Gleichbehandlungsgrundsatz sowie die von einer gesetzlichen Verpflichtung zur Abgabe einer Entsprechungserklärung flankierte Einführung des Corporate Governance-Kodex. Dieses Bündel aus legislativen Maßnahmen zur Erweiterung der Rechte von Minderheitsaktionären ist Ausdruck und Resultat des Machtgewinns finanzorientierter Streubesitzaktionäre (zu weiteren Einzelheiten der Corporate Governance-Reformen siehe Cioffi 2002; Deeg 2001; Lütz 2000; Ziegler 2001).

4.2.2 Die Internationalisierung der Gütermärkte

Im Rahmen des Europäischen Binnenmarktprogramms hat sich der Produktmarkt Wettbewerb intensiviert und dadurch als Governance-Mechanismus an Bedeutung gewonnen. Nach der Unterzeichnung der Einheitlichen Europäischen Akte im Jahre 1986 durch die EU-Mitgliedsstaaten wurde eine Vielzahl von Richtlinien erlassen und von den Nationalstaaten umgesetzt, welche die Marktintegration vertieft und den Binnenmarkt auf Sektoren wie Luftverkehr, Tele-

kommunikation, Energie und Finanzdienstleistungen ausgeweitet haben. Durch die Beseitigung der verbliebenen Handelsbeschränkungen und staatlicher Beihilfen für inländische Unternehmen wurden die Markteintrittskosten für Wettbewerber aus dem EU-Ausland erheblich abgesenkt und die Zahl konkurrierender Unternehmen vergrößert. Sowohl für den europäischen Raum (Europäische Kommission 1998) als auch für Deutschland lässt sich eine Intensivierung des Produktmarkt Wettbewerbs feststellen. Die OECD (2004) und der Global Competitiveness Report von 2001/2002 (zitiert nach OECD 2004) stellen Deutschland sehr gute Noten bei der Wettbewerbsfähigkeit nationaler Gütermärkte aus (ebd.: 40).

Nicoletti, Scarpetta und Boyland (1999) haben in ihrer Studie 21 nationale Regulierungssysteme hinsichtlich des Ausmaßes der Wettbewerbsbeschränkung verglichen. Die Angaben beziehen sich auf das Jahr 1998. Insgesamt rangiert Deutschland innerhalb der Gruppe relativ liberaler Länder auf Platz zehn. Vernachlässigt man die Binnenregulierung – hierzu gehören staatliche Kontrolle (z.B. Staatsbesitz) und Hürden bei der Unternehmensgründung – und blickt nur auf die Regulierungspolitik gegenüber ausländischen Unternehmen, so befindet sich Deutschland auf Rang sechs und liegt damit sogar deutlich vor den USA, die sich hier auf Rang 13 befinden. Im Hinblick auf die Intensität lokalen Wettbewerbs rangiert Deutschland von 30 verglichenen Ländern direkt hinter den USA auf Platz zwei. Bei den Marktzugangschancen liegt Deutschland vor den USA und Großbritannien zusammen mit Belgien auf Platz eins (ebd.).

Nicht nur die Öffnung der Binnenmärkte gegenüber ausländischen Konkurrenten hat die deutschen Unternehmen einem stärkeren Wettbewerb ausgesetzt. Auch die Tatsache, dass diese selbst verstärkt auf ausländischen Märkten operieren, spricht für einen verschärften Wettbewerb (Hassel et al. 2000).

4.2.3 Die Expansion des Marktes für Unternehmenskontrolle

Infolge der Erosion institutioneller Barrieren haben sich der Markt für Unternehmenskontrolle sowie die Gefahr einer feindlichen Übernahme vergrößert. Erstens wurden im Rahmen der Realisierung der Corporate Governance-Reformen zentrale rechtliche Funktionsbedingungen des Übernahmemarktes in Deutschland hergestellt. Mit der Einführung der One-Share-One-Vote-Regelung wurden die von deutschen Vorständen in der Vergangenheit zum Schutz gegen feindliche Übernahmen eingesetzten Stimmrechtsbeschränkungen verboten. Die Einführung des Übernahmegesetzes hat den Streubesitzaktionären mehr Rechtssicherheit bei feindlichen Übernahmen verschafft. Zudem wurde potenziellen Bieterunternehmen durch die Reform der Bilanzierungsvorschriften die Identifizierbarkeit von Übernahmeobjekten erleichtert.

Eine weitere Funktionsbedingung der Durchführbarkeit feindlicher Übernahmen ist die Ausstiegswilligkeit eines hinreichend großen Anteils der Aktionäre. Während bislang das Übergewicht strategischer Aktionäre und eine hohe Konzentration des Aktienkapitals ein Bollwerk gegenüber feindlichen Übernahmen bildeten,⁴ hat sich das Übernahmrisiko infolge der in Abschnitt 3.1.2 dokumentierten Dekonzentration des Aktienkapitals vergrößert.

Schließlich haben die Großbanken ihre Marktbegrenzungsstrategie im Zuge ihrer Hinwendung zum Investmentbanking aufgegeben und sind zu Befürworterinnen eines aktiven Übernahmemarktes geworden. Während der 1990er Jahre gab es in Deutschland drei Versuche einer feindlichen Übernahme: Von 1990 bis 1993 hat sich der italienische Reifenhersteller Pirelli bemüht, den deutschen Konkurrenten Continental zu übernehmen. Dieser Übernahmever such scheiterte an einem „Abwehrblock“, an dessen Aufbau die Deutsche Bank und die Allianz beteiligt waren. Beim Übernahmekampf zwischen Krupp und Thyssen im Jahre 1997 unterstützte die Deutsche Bank die feindliche Übernahme. Das Ergebnis bestand in einer Fusion zwischen Thyssen und Krupp.

Auch bei der feindlichen Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone-Airtouch 1999/2000 gab es keinerlei Rettungsversuche auf Seiten der deutschen Großbanken (Höpner/Jackson 2003: 158f.).

In ähnlicher Weise wurde argumentiert, dass sich die Einstellung der Arbeitnehmer gegenüber feindlichen Übernahmen gewandelt hat. An der Übernahme des Mannesmann-Konzerns sei deutlich geworden, dass die Arbeitnehmer ihre grundsätzliche Ablehnung gegenüber feindlichen Übernahmen aufgeben hätten (ebd.: 155ff.).

Auch wenn die Anzahl feindlicher Offer ten bislang vergleichsweise gering ausgefallen ist, haben sich infolge der Erosion unternehmensübergreifender Interessen bei Banken und Belegschaften die Übernahmearreize für potenzielle Bieterunternehmen vergrößert. Demzufolge sehen sich die Manager einer größeren Gefahr der feindlichen Übernahme ausgesetzt und müssen den Interessen der Streubesitzaktionäre in stärkerem Ausma ße als bislang Rechnung tragen.

5. Ergebnisse

Als Wirkung sowohl exogener als auch endogener Ursachen ist es im deutschen Corporate Governance-System während der 1990er Jahre zu einer Verschiebung von internen zu externen Governance-Mechanismen gekommen. Die Privatbanken haben sich im Zuge ihrer Hinwendung zum Investmentbanking von großen Teilen ihrer Industriebeteiligungen getrennt und sich aus der internen Unternehmenskontrolle zurückgezogen. Als Resultat hat sich die Dichte der Personal- und Kapitalverflechtungen verringert. Mit ihrer Annäherung an das Verhalten finanzorientierter Aktionäre haben die Banken auf eine Stärkung externer Governance-Mechanismen hingewirkt. Der Gesetzgeber hat im Zuge der Corporate Governance-Reformen den rechtlichen Schutz von Streubesitzaktionären erweitert und diese dadurch gegenüber Insidern gestärkt. Parallel hierzu haben der Markt für Unternehmenskontrolle und der Produktmarkt Wettbewerb an Bedeutung gewonnen. Diese Entwicklungen

können in ihrer Gesamtwirkung als Annäherung des deutschen Corporate Governance-System an das angloamerikanische System interpretiert werden. Gleichwohl weisen die Persistenz der Eigentümerstrukturen, die Stärkung des Aufsichtsrates und die Reproduktion der Mitbestimmung auf das relative Beharrungsvermögen der internen Governance-Mechanismen und die partielle Kontinuierung strategischer Koordinationsmechanismen hin. Aufgrund des nach wie vor relativ geringen Streubesitzanteils und des fortexistierenden Einflusses strategischer, direkte Kontrolle ausübender Großaktionäre sind Eigentum und Kontrolle auch nach dem dargelegten Wandel nicht im selben Maße wie in den USA oder Großbritannien voneinander getrennt. Zudem verstärken die eher stärker als schwächer in unternehmensinterne Entscheidungsprozesse eingebundenen Mitbestimmungsträger den verhandlungsförmigen Charakter des deutschen Corporate Governance-Regimes.

Wenn die dokumentierte Entfesselung der Marktkräfte sowie der Machtgewinn institutioneller Investoren eine Charakterisierung der stattgefundenen Entwicklungen als pfadabhängige Reproduktion des traditionellen Modells unangemessen erscheinen lassen, so ist die Konvergenzthese angesichts der fortexistierenden Unterschiede zwischen beiden Systemen gleichermaßen fragwürdig. Eher noch lässt sich der aufgewiesene Umbau der institutionellen Architektur der Unternehmenskontrolle als ein Prozess der *Hybridisierung* bezeichnen, als dessen Resultat ein Mischsystem entstanden ist, welches Elemente des externen und des internen Corporate Governance-Regimes in sich vereinigt. Angesichts der Koexistenz markt- und verhandlungsförmiger Überwachungsmechanismen im neu entstandenen Corporate Governance-System lässt sich dieses *zwischen* den beiden Idealtypen lokalisieren. Vor diesem Hintergrund erscheint nicht nur die Unterscheidung zwischen liberalen und koordinierten Marktökonomien als zu grobkörnig, um die inneren Widersprüche fortgeschrittener Marktökonomien auf den Begriff zu bringen. Auch die gängigen Vorstellungen vom Verlauf *institutionellen Wandels* müssen im Lichte der präsentierten Ergebnisse

neu bewertet werden. Die zu Beginn dieses Textes erwähnte Debatte um „Konvergenz versus Divergenz“ erweist sich zur Erfassung des dokumentierten Wandels als ebenso ungeeignet wie die Dichotomie zwischen institutioneller Reproduktion und institutioneller Innovation. Angesichts der durch die Desaggregation des Corporate Governance-Systems aufgewiesenen Kombination aus institutionellem Wandel und institutioneller Kontinuität haben sowohl die Anhänger der Konvergenzthese als auch die Vertreter der Divergenzthese Recht und Unrecht zugleich. Zentrale Systemelemente bleiben zwar – zum Teil in veränderter Funktion – erhalten, werden jedoch durch systemfremde Governance-Mechanismen ergänzt. Dieses Phänomen lässt sich in der Terminologie von Thelen (2003: 225) als ein Prozess *institutioneller Überlagerung* („institutional layering“) bezeichnen. Hierbei handelt es sich um eine *inkrementelle* Form institutionellen Wandels, die eher evolutionären als revolutionären Charakter hat. Graduelle Veränderungen können sich über längere Zeiträume hinweg jedoch zu umfassenden Veränderungen akkumulieren und einen Systemwechsel herbeiführen.

Was Thelen in ihrem Text für politische Institutionen dargestellt hat, findet entsprechend der vorliegenden Resultate auch Anwendung auf den Wandel wirtschaftlicher Institutionen. Begriffe wie „Konversion“ oder „institutionelle Überlagerung“ schärfen unseren Blick für bislang stark vernachlässigte graduelle Veränderungen, die in ihrer Tragweite ebenso große Bedeutung haben können wie leicht erkennbare Brüche und Zäsuren.

Ob und in welcher Weise sich die beschriebenen Veränderungstendenzen in Zukunft fortsetzen und letztlich doch auf eine Konvergenz zum angelsächsischen System hinwirken oder ob sich mit dem Prozess der Hybridisierung ein eigenständiges System herausgebildet hat, das zur dauerhaften Etablierung neuer Formen der Unternehmenskontrolle führt, ist eine offene Frage, die zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht beantwortet werden kann.

Anmerkungen

- 1 Auch innerhalb der Subkategorie institutioneller Investoren erscheint eine weitere Differenzierung sinnvoll. So unterscheidet Michel Goyer (2005: 23ff.) zwischen „pension funds“ und „mutual funds“. Während Pensionsfonds ihren Kunden einen versicherungsmathematisch bestimmten Ertrag garantieren, die Höhe der Einzahlungen hingegen unbestimmt ist („defined benefits schemes“), verhält es sich bei den Investmentfonds umgekehrt („defined contribution schemes“). Ein weiterer Unterschied zwischen den beiden Eigentübertypen liegt in der Tatsache begründet, dass Investmentfonds im Unterschied zu Pensionsfonds jederzeit in der Lage sein müssen, ihren Kunden das von ihnen verwaltete Kapital auszu zahlen, und daher zu einem kurzfristigeren Investitionsverhalten neigen. Drittens unterscheiden sich Pensionsfonds von Investmentfonds dadurch, dass die Portfolios der erstgenannten den gesamten Markt abbilden („indexing“), während Investmentfonds die Marktperformance durch die gezielte Auswahl unterbewerteter Unternehmen zu übertreffen suchen. Aus diesem Grunde weisen die Pensionsfonds eher ein gesamtwirtschaftlich orientiertes Investitionsverhalten auf, die Investmentfonds hingegen sind stärker einzelwirtschaftlich orientiert.
- 2 Einen Spezialfall strategischer Aktionäre stellen die als Mehrheitseignerinnen auftretenden ausländischen Muttergesellschaften dar, die um die Vergrößerung von Marktanteilen bemüht und in diesem Sinne eher langfristig orientiert sind, jedoch weniger stark in den wirtschaftlichen Gesamtzusammenhang eingebunden sind als die inländischen Großaktionäre.
- 3 Neben den in diesem Text diskutierten Governance-Mechanismen stellt die variable, anreizkompatible *Managervergütung* etwa in Form von Erfolgsprämien oder Stock Options einen weiteren, traditionell im angelsächsischen Modell, seit den 1990er Jahre jedoch zunehmend auch in Deutschland eingesetzten Governance-Mechanismus dar, der sowohl im Hinblick auf seine Agency-Kosten reduzierende Wirkung als auch hinsichtlich seines Einflusses auf die Formierung des Unternehmensinteresses von großer Bedeutung ist (Shleifer/Vishny 1997). Auch der Arbeitsmarkt für Manager kann als Governance-Mechanismus aufgefasst werden (Fama 1980).
- 4 Der negative Zusammenhang der Konzentration der Eigentümerstrukturen und der Anzahl

feindlicher Übernahmen wird von Rossi und Volpin (2003: 10) bestätigt.

Literatur

- Allen, Franklin/Douglas Gale (1999): Corporate Governance and Competition. Wharton School Working Paper 99-28. Philadelphia, Pennsylvania: The Wharton Financial Institutions Center.
(<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/99/99-28.pdf>).
- Bebchuk, Lucian A./Mark J. Roe (1999): A Theory of Path Dependency in Corporate Governance and Ownership. Columbia Law School Center for Law and Economic Studies Working Paper No. 131. New York: Columbia Law School.
- Becht, Marco/Ekkehart Böhmer (2001): Ownership and Voting Power in Germany. In: Fabrizio Barca/Marco Becht (Hrsg.), The Control of Corporate Europe. Oxford: Oxford University Press, S. 128-153.
- Berle, Adolf A./Gardiner C. Means (1999): The Modern Corporation and Private Property. New Brunswick/London: Transaction Publishers.
- Beyer, Jürgen (1999): Unternehmensverflechtung und Managerherrschaft in Deutschland. In: Leviathan 27, S. 518-537.
- Beyer, Jürgen (2003): „Deutschland AG“ a. D.: Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen. In: Wolfgang Streeck/Martin Höpner (Hrsg.), Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der „Deutschland AG“. Frankfurt a.M./New York: Campus, S. 118-146.
- Breuer, Rolf E. (2001): Rede auf der Hauptversammlung der Deutschen Bank AG, Frankfurt a.M., 17. Mai.
- Cioffi, John W. (2002): Restructuring „Germany Inc“: The Politics of Company and Takeover Law Reform in Germany and the European Union. In: Law & Policy 24, S. 355-402.
- Davis, Gerald F./Tracy A. Thompson (1994): A Social Movement Perspective on Corporate Control. In: Administrative Science Quarterly 39, S. 141-173.
- Deeg, Richard (1999): Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: the Case of German Finance. MPIfG Discussion Paper 01/6. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- De Jong, Henk W. (1997): The Governance Structure and Performance of Large European

- Corporations. In: *Journal of Management and Governance* 1, S. 5-27.
- Europäische Kommission (1998): *Impact On Competition And Scale Economies: Competition Issues*, The Single Market Review, Sub-series V, Vol. 3. London: Kogan Page. Earthscan.
- Fama, Eugen F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. In: *Journal of Political Economy* 88, S. 288-307.
- Franks, Julian/Colin Mayer (1998): *Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany*. In: *Journal of Banking & Finance* 22, S. 1385-1403.
- Gerum, Elmar/Horst Steinmann/Werner Fees (1988): *Der mitbestimmte Aufsichtsrat. Eine empirische Untersuchung*. Stuttgart: C.E. Poeschel Verlag.
- Goyer, Michel (2005): *Institutional Complementarity and Change: Assessing the Impact of the Transformation of Corporate Governance in France and Germany*. Unveröffentlichtes Manuskript.
- Hall, Peter/David Soskice (2001): *An Introduction to Varieties of Capitalism*. In: Peter Hall/David Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, S. 1-68.
- Hassel, Anke/Martin Höpner/Antje Kurdelbusch/Britta Rehder/Rainer Zugehör (2000): *Dimensionen der Internationalisierung: Ergebnisse der Unternehmensdatenbank „Internationalisierung der 100 größten Unternehmen in Deutschland“*. MPIfG Working Paper 00/1. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Hauser-Ditz, Axel/Martin Höpner (2002): *Bewertung der Unternehmen am Neuen Markt. Gibt es einen Mitbestimmungs-Discount?* In: Bertelsmann-Stiftung und Hans-Böckler-Stiftung (Hrsg.), *Mitbestimmung in der New Economy – Ein Widerspruch? Kooperative Unternehmensführung und Mitarbeiterbeteiligung im Neuen Mittelstand*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung, S. 55-66.
- Heinze, Thomas (2003): *Zwischen Stabilität und Wandel. Empirische Befunde zur institutionellen Dynamik im System der Corporate Governance*. In: Jürgen Beyer (Hrsg.), *Vom Zukunfts- zum Auslaufmodell? Die deutsche Wirtschaftsordnung im Wandel*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag, S. 108-132.
- Hilferding, Rudolf (1947): *Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*. Berlin: JHW Dietz Nachf.
- Hirschman, Albert O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations and States*. Cambridge: Harvard University Press.
- Höpner, Martin (2003): *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*. Frankfurt a.M./New York: Campus.
- Höpner, Martin/Gregory Jackson (2003): *Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann*. In: Wolfgang Streeck/ Martin Höpner (Hrsg.), *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der „Deutschland AG“*. Frankfurt a.M./New York: Campus, S. 147-168.
- Höpner, Martin/Lothar Krempel (2003): *The Politics of the German Company Network*. MPIfG Working Paper 03/9. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Jackson, Gregory (2005): *Contested Boundaries: Ambiguity and Creativity in the Evolution of German Co-determination*. In: Wolfgang Streeck/Kathleen Thelen (Hrsg.), *Beyond Continuity. Institutional Change in Advanced Political Economies*. Oxford: Oxford University Press, S. 229-254.
- Jensen, Michael C./William Meckling (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In: *Journal of Financial Economics* 3, S. 305-360.
- Kogut, Bruce/Gordon Walker (2001): *The Small World of Germany and the Durability of National Networks*. In: *American Sociological Review* 66, S. 317-335.
- Kurdelbusch, Antje (2002): *The Rise of Variable Pay in Germany. Evidence and Explanations*. In: *European Journal of Industrial Relations* 8, S. 325-350.
- La Porta, Rafael/Florencio Lopez-de-Silanes/Andrei Shleifer/Robert Vishny (1998): *Law and Finance*. In: *Journal of Political Economy* 106, S. 1113-1155.
- Lütz, Susanne (2000): *From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition*. MPIfG Discussion Paper 00/2. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Manne, Henry (1965): *Mergers and the Market for Corporate Control*. In: *Journal of Political Economy* 73, S. 110-120.
- Martins, Joaquim Oliveira/Stefano Scarpetta/Dirk Pilat (1996): *Mark-Up Ratios in Manufacturing Industries. Estimates for 14 OECD Countries*. Economic Department Working Papers No. 162. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Mitbestimmungskommission (1998): *Mitbestimmung und neue Unternehmenskulturen. Bilanz und Perspektiven*. Gütersloh: Bertelsmann Stiftung.

- Monopolkommission (1978): Fortschreitende Konzentration bei Großunternehmen. II. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (1980): Fusionskontrolle bleibt vorrangig. III. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (1984): Ökonomische Kriterien bei der Rechtsanwendung. V. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (1988): Die Wettbewerbsordnung erweitern. VII. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (1992): Wettbewerbspolitik oder Industriepolitik. IX. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (1996): Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs. XI. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (1998): Marktöffnung umfassend verwirklichen. XII. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (2000): Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen. XIII. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (2002): Netzwettbewerb durch Regulierung. XIV. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Monopolkommission (2004): Wettbewerbspolitik im Schatten „Nationaler Champions“. XV. Hauptgutachten der Monopolkommission. Baden-Baden: Nomos.
- Nicoletti, Giuseppe/Stefano Scarpetta/Olivier Boylaud (1999): Summary Indicators of Product Market Regulation with an Extension to Employment Protection Legislation. OECD, Economics Department Working Papers Nr. 226. Paris: OECD.
- OECD (2004): Enhancing Market Openness Through Regulatory Reform, OECD Reviews of Regulatory Reform. Paris: OECD.
- Pagano, Marco/Paolo Volpin (2003): The Political Economy of Corporate Governance. London: London Business School.
- Roe, Mark J. (2003): Political Determinants of Corporate Governance. Political Context, Corporate Impact. Oxford: Oxford University Press.
- Rossi, Stefano/Paolo Volpin (2003): Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions. Financial Working Paper No.25/2003. Brüssel: European Corporate Governance Institute.
- Shleifer, Andrei/Robert W. Vishny (1997): A Survey of Corporate Governance. In: *The Journal of Finance* 52, S. 737-783.
- Shonfield, Andrew (1994): *Modern Capitalism. The Changing Balance of Public and Private Power*. London: William Pickering.
- Streeck, Wolfgang/Martin Höpner (Hrsg.) (2003): *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der „Deutschland AG“*. Frankfurt am Main/New York: Campus.
- Thelen, Kathleen (2003): *How Institutions Evolve: Insights from Comparative-historical Analysis*. In: James Mahoney/Dietrich Rueschemeyer (Hrsg.), *Comparative-historical Analysis: Innovations in Theory and Method*. Cambridge: Cambridge University Press, S. 208-240.
- Vitols, Sigurt (2003): *Negotiated Shareholder Value: The German Version of an Anglo-American Practice*. WZB Discussion Paper SP II 2003-25. Berlin: WZB.
- Windolf, Paul (1994): *Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle*. In: *Zeitschrift für Soziologie* 23, S. 79-92.
- Windolf, Paul (2002): *Die Zukunft des Rheinischen Kapitalismus*. In: Jutta Allmendinger/Thomas Hinz (Hrsg.), *Organisationssoziologie. Sonderheft der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag, S. 414-442.
- Windolf, Paul/Jürgen Beyer (1995): *Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich*. In: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 47, S. 1-36.
- Windolf, Paul/Michael Nollert (2001): *Institutionen, Interessen, Netzwerke: Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich*. In: *Politische Vierteljahresschrift* 42, S. 51-78.
- Wójcik, Darius (2001): *Change in the German System of Corporate Governance. Evidence from Blockholdings, 1997-2000*. Unveröffentlichtes Manuskript.
- Ziegler, J. Nicholas (2000): *Corporate Governance and the Politics of Property Rights in Germany*. In: *Politics and Society* 28, S. 195-221.
- Zugehör, Rainer (2003): *Die Zukunft des rheinischen Kapitalismus. Unternehmen zwischen Kapitalmarkt und Mitbestimmung*. Opladen: Leske + Budrich.