

Deutschland, USA, Japan

Corporate Governance für Kapitalgesellschaften im internationalen Vergleich

VON CAND. WI.-ING. CHRISTIAN BOCK

Der vorliegende Artikel ist ein Auszug aus einer Seminararbeit, die im Rahmen des Seminars "Corporate Governance" am Institut für Entscheidungstheorie und Unternehmensforschung, Abteilung Finanzwirtschaft und Banken, Prof. Dr. H. Göppl, im Wintersemester 2002/2003 entstand. Ziel war die vergleichende Darstellung der herrschenden Corporate Governance-Systeme in den Ländern Deutschland, den Vereinigten Staaten von Amerika (USA) und Japan. Dabei stand die Corporate Governance in großen Kapitalgesellschaften im Vordergrund, da hier die Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung zu finden ist, deren Probleme die Corporate Governance zu lösen versucht. In Deutschland wird daher die Aktiengesellschaft, in den USA und Japan die Äquivalente "public listed corporation" bzw. "kabushiki-kaisha" betrachtet.

Corporate Governance

Der Begriff der "Corporate Governance" ist in der Literatur nur vage definiert. Im weiteren Sinn befasst sich Corporate Governance mit dem gesamten System der Leitungs- und Kontrollmechanismen einer Unternehmung.¹ Diese Kontrollmechanismen werden notwendig, da durch die Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung vor allem Interessenkonflikte zwischen Eigentümern/Investoren und dem Management entstehen.

Doch wie sich bereits aus dem Namen ergibt, befasst sich Corporate Governance mit der gesamten Unternehmung und davon ausgehend auch mit den verschiedenen Einflüssen in deren Umfeld. Die Unternehmung setzt sich in ihrem engeren Rahmen aus Management, Mitarbeitern, Eigentümern sowie materiellen und immateriellen Aktiva zusammen. Im weiteren Rahmen kommt noch ihr Umfeld in Form

der verschiedenen Zulieferer, der Gewerkschaften, der Kunden, des Staates und anderer mehr oder weniger involvierter Interessengruppen hinzu.²

All diese Interessengruppen verfolgen verschiedene, teilweise gegenläufige Interessen. So sind Aktionäre im Allgemeinen vornehmlich an der Steigerung des Unternehmenswertes interessiert, während z.B. für Mitarbeiter gesicherte Arbeitsplätze und für Zulieferer langfristige Geschäftsbeziehungen im Vordergrund stehen. Und auch das Management, das sich diesen verschiedenen Ansprüchen ausgesetzt sieht, verfolgt mitunter eigene Interessen wie z.B. ein hohes Gehalt oder die Durchführung von Prestige-Projekten.

Hiervon ausgehend kann bei Corporate Governance-Systemen allgemein zwischen markt- und institutionenorientierten bzw. Shareholder- und Stakeholder-Systemen unterschieden werden.³ Shareholder-Systeme finden sich vorwiegend in den angelsächsischen Ländern und stellen mit ihrer marktorientierten Ausrichtung die Interessen der Aktionäre in den Mittelpunkt der Betrachtung. Stakeholder-Systeme dagegen berücksichtigen in ihrer institutionenorientierten Sichtweise auch weitere Interessengruppen aus der Unternehmung und ihrem Umfeld. Beispiele hierfür sind die Corporate Governance-Systeme in Deutschland und Japan.

Deutschland

Interne Firmenkontrollstrukturen

Um in Deutschland an der Börse gelistet zu werden, muss ein Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft (AG) oder Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) bestehen. Den rechtlichen Rahmen hierzu bildet das Aktiengesetz von 1965 in der aktuell gültigen Fassung.⁴

Eine AG kann Stammaktien und Vorzugsaktien ausgeben. Stammaktien berechnen ihre Inhaber, einen entsprechenden An-

teil am Gewinn zu erhalten, Informationen zu verlangen und auf der Hauptversammlung abzustimmen. Vorzugsaktien beinhalten bevorzugende Rechte bei der Gewinnverteilung und können auch ohne Stimmrecht ausgegeben werden.

Deutsche Aktiengesellschaften haben drei Organe: Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand. Die Hauptversammlung findet gewöhnlich einmal im Jahr statt, es sei denn, besondere Umstände (z.B. eine beabsichtigte Fusion) machen weitere Versammlungen erforderlich. Die meisten Entscheidungen - darunter die Wahl der Repräsentanten der Anteilseigner im Aufsichtsrat - werden mit einfacher Mehrheit getroffen. Entscheidungen, die eine qualifizierte Mehrheit (meist Drei-Viertel-Mehrheit) benötigen, sind z.B. die Änderung der Unternehmensverfassung, Kapitalerhöhungen, Kapitalherabsetzungen, die freiwillige Liquidation der Unternehmung, die Eingliederung der Gesellschaft in eine andere AG⁵, Fusionen⁶ und die Umwandlung in eine andere Rechtsform⁷.

Der Aufsichtsrat wählt, überwacht und entlässt wenn nötig den Vorstand. Aufsichtsratssitzungen sollten alle drei Monate aber mindestens einmal im Jahr stattfinden. Der Aufsichtsrat entscheidet mit einfacher Mehrheit. Der Vorsitzende und die anderen Mitglieder müssen keine Aktionäre und dürfen keine Vorstandsmitglieder oder deren dauernde Vertreter, Prokuristen oder Generalbevollmächtigte der Gesellschaft sein. Die Mitglieder des Aufsichtsrats können für ihre Tätigkeit eine angemessene Vergütung erhalten.

Der Vorstand trägt die volle Verantwortung für die Leitung der Gesellschaft. Um

¹ Vgl. Steiger (1994), S. 530f.

² Vgl. Früh (1999), S. 15f.

³ Vgl. Früh (1999), S. 11f.

⁴ Die nachfolgend beschriebenen Regelungen finden sich im Aktiengesetz (AktG) §§ 1-277.

⁵ AktG § 319 (2)

⁶ Umwandlungsgesetz (UmwG) § 65 (1)

⁷ UmwG § 233 (2) (Ausnahmen: Umwandlung in BGB-Gesellschaft, OHG oder Partnerschaftsgesellschaft)

diese Aufgabe zu erfüllen, hat er die uneingeschränkt Vertretungsberechtigung. Der Vorsitzende bzw. Sprecher und die weiteren Mitglieder werden vom Aufsichtsrat für einen Zeitraum von maximal fünf Jahren gewählt. Wiederwahlen und ein Widerruf aus materiellen Gründen sind möglich.

Aber auch die Arbeitnehmer als große Stakeholdergruppe finden in der deutschen Gesetzgebung Berücksichtigung. Wurde der Aufsichtsrat ursprünglich geschaffen, um die Interessen der Aktionäre gegenüber dem Vorstand zu vertreten, so ist er inzwischen zu einem Instrument geworden, um die internen Konflikte zwischen Kapital und Belegschaft über ihre Vertreter in diesem Gremium im Sinne der deutschen Mitbestimmungsgesetze zu lösen.

Dieses System mit der strikten Trennung von Aufsichtsrat und Vorstand wird als "Two-Tier-System" bezeichnet.

Buchführung, Veröffentlichungspflichten und Buchprüfung

Die deutschen Veröffentlichungs- und Abschlussprüfungsregelungen basieren auf einem kreditororientierten und durch steuerliche Regelungen bestimmten Buchführungssystem. Der römischen Rechtstradition folgend sind die deutschen Buchführungsvorschriften bestimmt durch kodifizierte gesetzliche Regelungen, die im Handelsgesetzbuch (HGB) und im Aktiengesetz enthalten sind. Der Gläubigerschutz wird realisiert durch das Realisationsprinzip⁸, das Niederwertprinzip⁹, das Imparitätsprinzip¹⁰ und die Vorschriften zur Bildung von gesetzlichen Rücklagen bei AGs und KGaAs¹¹.

Die deutsche Steuergesetzgebung verbietet es Unternehmen, bestimmte Vermögensgegenstände im Übermaß nach dem HGB abzuwerten. Da die Steuerbilanz auf Basis der Bewertungsansätze der Handelsbilanz erstellt werden muss, können deutsche Unternehmen nicht von den Bewertungsansätzen des Steuerrechts profitieren, solange sie diese nicht zuvor auch in der Handelsbilanz angewendet haben (Maßgeblichkeitsprinzip)¹². Daher sind Wertansätze in der Handelsbilanz meist durch steuerliche Überlegungen geprägt. Vermögensgegenstände sind unterbewertet und die

Gewinn- und Verlustrechnung spiegelt nicht exakt die finanzielle und wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Unternehmen wider.

Die Vereinigten Staaten von Amerika

Interne Firmenkontrollstrukturen

Während in Deutschland und Japan die Gesetzgebung für Kapitalgesellschaften auf oberster legislativer Ebene erfolgt, ist sie in den USA Sache der einzelnen Staaten. Hieraus resultiert eine Vielzahl an unterschiedlichen Aktientypen mit unterschiedlichen Stimm- und/oder Dividendenrechten.

Die Beziehung zwischen Aktionären und leitenden Organen der Gesellschaft wird durch Gesellschaftsgesetze, Gesellschaftschartas und Gesellschaftsverordnungen geregelt.¹³ Die Aktionäre sind die Eigentümer der Gesellschaft, haben aber nur begrenzte Befugnisse, bei der Unternehmensführung und -kontrolle mitzuwirken. Regionale Unterschiede außer Acht lassend haben Aktionäre grundsätzlich das Recht auf einen entsprechenden Anteil der Dividenden, können Direktoren wählen und absetzen, Änderungen des Gesellschaftsvertrages und andere grundlegende Änderungen wie z.B. Fusionen, Auflösung oder Neudisposition von großen Teilen des Firmenvermögens annehmen oder ablehnen. Im Gegensatz zu deutschen Aktionären können sie zudem Direktoren ohne Grund entlassen, Einsicht in die Unternehmensbücher nehmen und stellvertretend im Namen der Gesellschaft klagen. Aktionäre können ihre Stimme bei jährlichen oder wenn nötig speziellen Aktionärsversammlungen abgeben. Entscheidungen werden grundsätzlich mit einfacher Mehrheit getroffen.

Ein Unternehmen wird durch das von den Aktionären gewählte Board of Directors (BoD) geführt. Es ist zuständig für alle Aufgaben, die in Deutschland von Aufsichtsrat und Vorstand wahrgenommen werden ("One-Tier-System"). Für einen jeweils fest umrissenen Aufgabenbereich kann das BoD durch Ausschüsse (sog. "Board Commit-

tees") vertreten werden.

Sowohl das Board als auch die Committees treffen sich in der Regel nur einige Male im Jahr. Daher werden die wichtigsten Managementaufgaben von den Executive Officers wahrgenommen. Durch diese Trennung vom Tagesgeschäft reduziert sich die Funktion des BoD in erster Linie auf die Überwachung der geschäftsführenden Officers. Im Gegensatz zum deutschen System ist es zulässig, dass Officers Mitglieder des BoD sind. Diese "Inside Directors" sind in der Praxis die wichtigsten Officers und gestalten die Politik des BoD maßgeblich, da sie gegenüber den "Outside Directors" über Informationsvorteile verfügen und die Meinungsbildung des BoD durch selektive Informationsweitergabe beeinflussen können. Die Outside Directors gehen hauptberuflich einer anderen Tätigkeit nach und sollen durch ihre neutrale Sicht für eine Kontrolle der Unternehmensführung sorgen.

In der Regel werden die Mitglieder des BoD jedes Jahr neu gewählt. Es ist jedoch möglich, das BoD in zwei oder drei Gruppen zu teilen, die dann jeweils zwei bzw. drei Jahre im Amt bleiben. Jedes Jahr wird eine der Gruppen neu gewählt.

Die wichtigste Person im amerikanischen Modell ist der Chief Executive Officer (CEO), der de jure vom Board bestellt wird und mit der Geschäftsführung im Allgemeinen betraut ist sowie die übrigen Executive Officers vorschlägt. De facto ist der CEO jedoch auch maßgeblich an der Besetzung des BoD beteiligt, dessen "Chairman" er häufig auch ist.

Eine Interessenvertretung von Stakeholdern wie z.B. den Mitarbeiter der Gesellschaft ist gesetzlich nicht vorgesehen.

Buchführung, Veröffentlichungspflichten und Buchprüfung

Dem englischen Rechtssystem folgend basieren die US amerikanischen Buchführungsstandards nicht auf kodifiziertem Recht sondern auf allgemein anerkannten Buchführungsprinzipien (Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)). Diese Prinzipien orientieren sich vornehmlich an den Aktionären und sind unabhängig von steuerlichen Betrachtungen.

Verglichen mit den deutschen oder ►

⁸ HGB § 252 (1) Nr. 4.

⁹ HGB § 253 (2), (3)

¹⁰ HGB § 252 (1) Nr. 4.

¹¹ AktG § 150

¹² EStG § 5 (1)

¹³ Die nachfolgend beschriebenen Regelungen finden sich überwiegend im Revised Models Business Corporation Act (RMBCA).

japanischen Buchführungsvorschriften gibt es nicht nur Unterschiede bzgl. der Gliederung sondern auch bei Bewertungsansätzen. So dürfen z.B. kurzfristige Investitionen zum Marktwert bilanziert werden.

Anleihen dürfen nicht emittiert werden, bevor sie nicht bei der SEC registriert wurden, wozu grundlegende Informationen über das Unternehmen als auch weitergehende Finanzdaten anzugeben sind. Zudem verpflichtet der Securities Exchange Act von 1934 die Unternehmen, diese Finanzdaten regelmäßig zu aktualisieren.

Die US-amerikanischen Buchführungsstandards, Buchprüfungsregelungen und Veröffentlichungspflichten sollen die Informationsasymmetrien zwischen Unternehmensinsidern und Personen außerhalb des Unternehmens reduzieren. Selbst kleine Investoren können sich leicht einen Überblick über die finanzielle und wirtschaftliche Situation ihrer Gesellschaft verschaffen. Stille Reserven sind schwieriger zu bilden und leichter zu entdecken.¹⁴ Aber dass auch dieses System die Aktionäre nicht unbedingt vor kriminellen Energien des Managements schützt, zeigen Beispiele wie Anderson und Enron.

Japan

Interne Firmenkontrollstrukturen

Eine japanische "kabushiki-kaisha"¹⁵ kann mehrere Klassen von Aktien emittieren, die sich in Bezug auf Dividendenberechtigung oder Zinsen unterscheiden können. Die Haftung der Aktionäre ist aber in allen Fällen auf den Nennbetrag der Aktien beschränkt.

Jede Gesellschaft hat drei Organe: die Hauptversammlung, die Direktoren mit dem Board of Directors sowie die Rechnungsprüfer. Die Hauptversammlung muss mindestens einmal im Jahr stattfinden. Nach dem japanischen Handelsgesetz müssen Beschlüsse grundsätzlich mit der einfachen Mehrheit der anwesenden Stimmen, die mindestens die Hälfte aller Stimmrechte ausmachen müssen, gefasst werden. Bestimmte Entscheidungen wie Satzungsänderungen, Änderungen des Grundkapitals,

Auflösung des Unternehmens oder Übernahme anderer Unternehmen erfordern eine Zwei-Drittel-Mehrheit der anwesenden Stimmen, die wieder mindestens die Hälfte aller Stimmrechte ausmachen müssen.

Jede Gesellschaft muss mindestens drei Direktoren haben, die durch die Hauptversammlung gewählt werden. Sie kommen meist aus den obersten Führungsebenen des Unternehmens. Der erste Direktor darf nur für maximal ein Jahr gewählt werden, alle weiteren für maximal zwei. Direktoren können durch eine Zwei-Drittel-Mehrheit ihres Postens enthoben werden. Geschieht dies grundlos, können sie Schadensersatzansprüche gegenüber dem Unternehmen geltend machen.

Das Board of Directors bestimmt die Geschäftsführung und ist für diese verantwortlich. Hierzu werden Kompetenzen an einzelne Direktoren delegiert. Bestimmte Sachverhalte sind jedoch nicht delegierbar. Sie müssen vom gesamten Board entschieden werden. Soweit durch die Unternehmenssatzung nicht anders vorgesehen, werden Entscheidungen des Board mit einfacher Mehrheit der mindestens zur Hälfte anwesenden Direktoren getroffen. Die Direktoren wählen ihren Sprecher, der im Allgemeinen „Präsident“ genannt wird. Das Gehalt der Direktoren wird durch die Unternehmenssatzung oder durch einen Beschluss der Hauptversammlung festgesetzt.

Die Rechnungsprüfer überwachen die Geschäftsführung der Direktoren. Um Interessenkonflikte auszuschließen, dürfen sie weder Direktoren noch sonstige Mitarbeiter der Gesellschaft sein. Die Rechnungsprüfer werden in der Regel auf drei Jahre gewählt. Nur der erste wird lediglich für ein Jahr gewählt. Alle anderen Regelungen bzgl. Wahl, Abwahl und Entlohnung entsprechen denen der Direktoren.

Im Gegensatz zur deutschen oder US-amerikanischen Gesetzgebung sieht das japanische Handelsgesetz auch eine Versammlung der Inhaber von Anleihen einer Gesellschaft vor. Obwohl diese Versammlung nicht als ein Organ der Gesellschaft betrachtet wird, kann sie mit der Zustimmung eines Gerichtes Beschlüsse zu Angelegenheiten fassen, die einen starken Einfluss auf die Interessen der Anleihegläubiger haben.¹⁶

Buchführung, Veröffentlichungspflichten und Buchprüfung

Die japanischen Regelungen bzgl. Buchführung, Veröffentlichungspflichten und Buchprüfung basieren sowohl auf kodifiziertem Recht als auch auf allgemein anerkannten Buchführungsprinzipien. Die gesetzlichen Regelungen finden sich zum einen im Handelsgesetz und zum anderen im Wertpapier- und Börsengesetz. Während die Regelungen des Handelsgesetzes kreditororientiert sind und für alle Gesellschaften gelten, sind die Regelungen des Wertpapier- und Börsengesetzes eher aktionärsorientiert und gelten nur für Gesellschaften, die Kapital am Kapitalmarkt beschaffen. Die allgemein anerkannten Buchführungsregelungen wurden vom Finanzministerium zusammengefasst und enthalten interpretative Auslegungen der Gesetze oder decken Bereiche ab, die nicht gesetzlich geregelt sind. Analog zu Deutschland wird die Buchführung von steuerlichen Betrachtungen beeinflusst.

Die japanischen Regelungen bzgl. Buchführung, Veröffentlichungspflichten und Buchprüfung sind eine Kombination der deutschen und US-amerikanischen Regelungen. Kreditororientierte und von steuerlichen Gesichtspunkten geprägte Bilanzierungsregeln werden durch aktionärsorientierte Berichte über die finanzielle Situation der Gesellschaft ergänzt. Durch die zunehmende Anpassung an US-amerikanische Standards wird die Position der Kleinaktionäre im Gegensatz zu Deutschland weiter gestärkt. Doch noch ist die herrschende Informationsasymmetrie größer als in den USA.¹⁷

Corporate Governance-Mechanismen und ihre Bedeutung in den betrachteten Ländern

Gesetzlich vorgeschriebene Aufsichts- und Kontrollgremien

Die gesetzlich vorgeschriebenen Aufsichts- und Kontrollgremien sind zumindest theoretisch die erste Möglichkeit der Anteilseigner, die von ihnen bestellten Manager zu kontrollieren. Wie sich aus den Beschreibungen der Zusammensetzung dieser Gre-

¹⁴ Vgl. Dietl (1998), S. 148ff.

¹⁵ Die beschriebenen Regelungen finden sich im Japanischen Handelsgesetzbuch (CC), Artikel 165-456.

¹⁶ Vgl. Dietl (1998), S. 132ff.

mien in den verschiedenen Ländern ergibt, existieren große Unterschiede.

Das deutsche zweischichtige System mit Aufsichtsrat und Vorstand bietet auf den ersten Blick einen besseren Schutz vor Handlungen des Managements, die nicht im Interesse der Aktionäre sind. Dies gilt vor allem in Hinblick auf Japan, wo die Boards of Directors von Direktoren aus dem Unternehmen dominiert werden - oft ergänzt durch ehemalige Manager von Stakeholdern mit großem Aktienbesitz. In Deutschland besteht der Aufsichtsrat bei großen Gesellschaften je zur Hälfte aus Vertretern der Aktionäre und der Arbeitnehmer. Somit sind die beiden großen Stakeholdergruppen vertreten und können die Zielsetzung der Unternehmung beeinflussen und tragen auch gemeinsam die Verantwortung hierfür. In den USA ist das Board of Directors in erster Linie den Aktionären verpflichtet. Der Maximierung des Shareholder-Value steht im Vordergrund.¹⁸

Doch trotz dieser teils signifikanten Unterschiede lassen die bislang nur begrenzt verfügbaren empirischen Studien nur den Schluss zu, dass sie alle gleich effektiv oder ineffektiv sind. Es lässt sich lediglich festhalten, dass offensichtlich die Präsenz von externen Mitgliedern im Aufsichtsrates bzw. externen Direktoren keinen Einfluss auf die Vergütung des Topmanagements in Bezug auf Performancegrößen wie Gewinn oder Aktienkurenentwicklung hat. Im Gegensatz dazu scheinen jedoch Großaktionäre und die Bindungen an eine Hausbank einen positiven Effekt zu haben.¹⁹

Konzentrierte Stimmrechte und Überwachung durch Finanzinstitute

Großaktionäre bzw. konzentrierte Stimmrechte sind mit die wichtigsten Wege, auf denen Aktionäre sicherstellen können, dass das Management in ihrem Interesse handelt. Im Extremfall besitzt ein Aktionär oder eine Familie alle Aktien eines Unternehmens. In diesem Fall besteht kein Interessenkonflikt unter den Anteilseignern und das Management wird somit gezwungen, im Interesse des einen Anteilseigners zu handeln. Im anderen Extremfall sind die gesamten Aktien des Unternehmens weit gestreut und keiner der Kleinaktionäre hat ein

Interesse, das Management zu überwachen, da die Kosten für die Überwachung über dem anteiligen Ertrag liegen dürften. Dann gibt es natürlich noch den Fall, dass es einen oder mehrerer Großaktionäre und viele Kleinaktionäre gibt. In diesem Fall haben die Großaktionäre einen Anreiz, die Geschäftsführung zu überwachen. Shleifer und Vishny (1986)²⁰ fanden heraus, dass der Firmenwert mit dem Aktienbesitz der Großaktionäre ansteigt. Doch dies ist nicht zwingend wenn z.B. der Großaktionär risikooavers ist. Zudem hat die Überwachung durch Großaktionäre den Nachteil, dass sie Initiativen des Managements dämpfen kann, wenn dieses mit einem Misserfolg und Sanktionen durch den Großaktionär rechnet. Es existiert also ein trade-off zwischen Kontrolle und Initiative.

Der Aktienbesitz in Deutschland ist hoch konzentriert. 1994 hatten fast 75 Prozent der börsennotierten Unternehmen einen Großaktionär, der mindestens fünfzig Prozent der Stimmrechte kontrolliert.²¹ Im Vergleich dazu hat in den USA und Japan nur ein Bruchteil der Unternehmen einen Großaktionär, was vor allem in den USA auf die neoklassischen Regelungen der Kapitalmärkte zurückzuführen ist. In Japan wirkt die Gesetzgebung Aktienkonzentrationen bei Privatinvestoren entgegen bzw. beschränkt den Aktienbesitz von Finanzintermediären. Holdings sind generell verboten. Dennoch übersteigt die Besitzintermediation²² in Japan mit 68,6 Prozent sogar die deutsche Rate von 64 Prozent. In den USA werden immerhin 43,8 Prozent der Aktien nicht direkt gehalten. Dieser hohe Anteil in Japan führt jedoch nicht zu einem hohen Anteil an Besitzkonzentration.²³

In Deutschland werden durch die Überwachungsfunktionen, die durch Banken im Auftrag von Kleinaktionären, die ihrer Bank

eine Vollmacht zur Ausübung ihrer Stimmrechte übertragen haben, selbst Unternehmen mit großem Streubesitz eng überwacht.²⁴

Eine Studie aus 1992²⁵ bestätigt die Bedeutung von Vollmachtsstimmrechten und die Präsenz von Bankvertretern in Aufsichtsräten. Aus den Daten von 1986 ergab sich, dass bei den sieben Unternehmen mit dem größten Streubesitz achtzig Prozent der auf den Hauptversammlungen vertretenen Stimmrechte durch Banken vertreten waren. Weiter ergab sich, dass 96 von 100 der größten Unternehmen in der Rechtsform einer AG oder KGaA geführt wurden. Banken waren in 62 Aufsichtsräten dieser 96 Unternehmen vertreten. Bezogen auf diese 62 Unternehmen hatten Banken 13 Prozent der Aufsichtsratsitze inne. Diese Zahl stellt jedoch immerhin schon einen Rückgang gegenüber einer Studie von 1978²⁶ dar, in der es noch 20 Prozent waren, was jedoch weniger auf einen sinkenden Einfluss der Banken als vielmehr auf die Ausweitung der Mitbestimmung im Aufsichtsrat durch das MitbestG von 1976 zurückzuführen ist.

Aus beiden Studien ergeben sich weitere interessante Zahlen. So wurden 65 Prozent der Aufsichtsratsvorsitzenden und gar 100 Prozent der Vertreter der Vorsitzenden durch die drei damals größten Banken gestellt. Dabei entsendete allein die Deutsche Bank 50 Prozent der Vorsitzenden, 100 Prozent ihrer Stellvertreter und 35 Prozent der übrigen Bankvertreter in Aufsichtsräten.

In Japan resultiert die enge Bindung von Unternehmen an ihre Hausbanken aus den Kreditvergabepraktiken während des Zweiten Weltkrieges. Dieses System zeichnet sich durch langfristige Beziehungen aus, und da die Banken sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalgeber sind, haben sie ein starkes Interesse, die Unternehmen auch in Krisensituationen zu unterstützen.

Die hohe Besitzkonzentration bei Banken bzw. ihre Rolle als Intermediäre in Deutschland und Japan und der fehlende Markt für Unternehmenskontrolle in diesen Ländern führt zu der Annahme, dass das Agency-Problem in diesen Ländern durch Finanzinstitute gelöst wird. Bislang scheint hierüber jedoch vor allem in Bezug auf Japan keine Einigkeit zu herrschen. Festzuhalten ►

¹⁷ Vgl. Dietl (1998), S. 134ff.

¹⁸ Vgl. Kojima (1997), S. 151f.

¹⁹ Vgl. Kang und Shivdasani (1995), Franks und Mayer (1997), zitiert nach Allen und Gale (2000), S. 95f.

²⁰ Zitiert nach Allen und Gale (2000), S.102.

²¹ Dietl (1998), S. 124

²² Aktien werden von anderen Unternehmen und damit indirekt durch die Aktionäre dieser Unternehmen gehalten.

²³ Vgl. Dietl (1998), S. 141.

²⁴ Vgl. Dietl (1998), S. 122ff.

²⁵ Vgl. Böhm (1992), zitiert nach Dietl (1998), S. 124ff.

²⁶ Monopolkommission (1978), zitiert nach Dietl (1998), S. 124ff.

bleibt, dass japanische Unternehmen in den achtziger Jahren die sich nun für sie ergebenden Möglichkeiten an den Kapitalmärkten nutzten und ihre Bindungen zu Banken lockerten.²⁷ Zudem führt der starke Einfluss der Banken und Großaktionäre in Deutschland und Japan unweigerlich zu der Frage, wer diese kontrolliert, da sich hier unter Umständen die gleichen Agency-Probleme ergeben. Bislang scheint es auch hierauf keine erschöpfende Antwort zu geben.²⁸

In Deutschland und Japan haben Großaktionäre häufig noch weitere Beziehungen zu den betroffenen Gesellschaften. So sind Banken zusätzlich Fremdkapitalgeber oder aktienhaltende Unternehmen stehen in engen geschäftlichen Beziehungen zueinander. Das Ziel dieser Großaktionäre ist dann in erster Linie meist nicht die Überwachung des Managements sondern die Aufrechterhaltung der geschäftlichen Beziehungen, wodurch Interessenkonflikten unter den Stakeholdern vermieden werden können. Die breite Streuung der Aktien in den USA führt hingegen zu einer Trennung der Interessengruppe der Aktionäre von den anderen Stakeholdern. Daher stehen in den USA andere Corporate Governance-Mechanismen im Vordergrund.²⁹

Verschuldung

Der Einfluss von Fremdkapitalgebern auf die Corporate Governance einer Unternehmung ergibt sich hauptsächlich aus dem entstehenden Reputationsverlust und aus dem den Fremdkapitalgebern unter Umständen zustehenden Recht, das Unternehmen zu liquidieren, wenn Verbindlichkeiten nicht bedient werden. Dass Fremdkapitalgebern auch in der Corporate Governance von großen Gesellschaften eine große Bedeutung zukommen kann, zeigen Beispiele wie der Unternehmenszusammenbruch der Philipp Holzmann AG.

Der Markt für Unternehmenskontrolle

In seiner viel beachteten Abhandlung "Mergers and the Market for Corporate Control" von 1965 stellt Henry Manne die These auf, dass ein effizienter Markt für Unternehmenskontrolle essentiell für die Effizienz einer kapitalistisch organisierten Wirtschaft ist. Der Markt für Unternehmenskontrolle er-

laubt es fähigen Managern, in kurzer Zeit die Kontrolle über viele Ressourcen zu erlangen. Unfähige Manager dagegen werden durch fähigere ersetzt. Somit dient der Markt für Unternehmenskontrolle nicht zuletzt als Anreizinstrument, was den Corporate Governance-Effekt dieser Methode ausmacht.³⁰

Der Markt für Unternehmenskontrolle arbeitet dabei in drei Weisen: proxy contests, Fusionen und feindliche Übernahmen.

Bei einem sog. "proxy contest" versucht eine Gruppe von Aktionären, die verbleibenden Aktionäre davon zu überzeugen, das Management abzuwählen. Hierzu können die verbleibenden Aktionäre den "aufbegehrenden" Aktionären eine Vollmacht über ihre Stimmen erteilen. Solche Kämpfe mit Vollmachtsstimmrechten sind in der Regel schwierig zu gewinnen, da in den USA wie bereits beschrieben die Aktien meist breit gestreut sind. Aber auch in Ländern mit höheren Konzentrationen von Stimmrechten ist dieses Vorgehen praktisch ohne Bedeutung.³¹

Fusionen entstehen, wenn sich beide Unternehmen einig sind, dass hierdurch ein Mehrwert geschaffen wird. Eine Fusion kann durch Aktientausch oder ein Übernahmeangebot des einen Unternehmens für die Aktien des anderen Unternehmens abgewickelt werden. Fusionen kommen in allen betrachteten Ländern vor.

Feindliche Übernahmen treten auf, wenn sich die beiden betroffenen Unternehmen nicht auf eine Fusion einigen können. Dann kommt es zu einem Übernahmeangebot der einen Unternehmung direkt an die Aktionäre der anderen Gesellschaft. Bislang gibt es keine Anzeichen, dass eine feindliche Übernahme zu einer wesentlichen Verbesserung der Effizienz des übernommenen Unternehmens führt. Dies liegt an drei Problemen, die mit feindlichen Übernahmen verbunden sind: Free-Riding, Konkurrenz unter Bietern und Abwehrmaßnahmen des Managements des Übernahmeobjekts. Trotz dieser drei Probleme kommen feindliche Übernahmen

in allen betrachteten Ländern vor, wobei die Häufigkeit in den USA deutlich höher ist.³²

Anreizkompatible Vergütungsstrukturen

Geht man davon aus, dass Investoren Informationen möchten und dass Aktienkurse dies reflektieren, kann man anreizkompatible Vergütungssysteme dadurch schaffen, dass man sie abhängig vom Aktienkurs der Unternehmung macht. Dies kann z.B. durch direkten Aktienbesitz des Managements geschehen, durch Aktienoptionen oder durch entsprechend gestaltete Boni. Nimmt man an, dass der Aktienkurs einer Gesellschaft ausreichend Informationen über die zukünftige Rentabilität des Unternehmens enthält, können theoretisch sehr effektive Anreizsysteme geschaffen werden, die den Aktienkurs im Sinne der Anteilseigner erhöhen. Auch Daten aus der Buchführung werden regelmäßig dazu verwendet, anreizkompatible Vergütungen zu gestalten. Doch haben diese den Nachteil, dass sie sich im Vergleich zu Aktienkursen leichter manipulieren lassen.

Zusätzlich besteht die Möglichkeit, dem Management seine Entlassung bei schlechter Unternehmensperformance anzudrohen, was einen entsprechenden Reputationsverlust nach sich ziehen würde. Andererseits kann es natürlich auch passieren, dass sehr gute Manager von anderen Unternehmen abgeworben werden. Vom Markt für qualifizierte Führungskräfte gehen also auch Anreize aus.

Aber Anreizsysteme haben nicht nur Vorteile. So haben z.B. Anreizsysteme, die an die Entwicklung des Aktienkurses gebunden sind, den Nachteil, dass die Manager nur ein begrenztes Risiko haben. Das verleitet sie zu Projekten mit großem Risiko, da sie von einem eventuellen Gewinn übermäßig profitieren, während sie die Verluste eines Fehlschlages nicht direkt zu tragen haben.

Wettbewerb auf den Produktmärkten

Der Wettbewerb auf den Produktmärkten wird in der Literatur vielfach als ein bedeutender Lösungsansatz für das Agency-Problem bezeichnet. Wenn die Unternehmensleitung Unternehmensressourcen verschwendet oder für sich selbst beansprucht,

²⁷ Vgl. Allen und Gale (2000), S. 101ff.

²⁸ Vgl. Shleifer und Vishny (1997), S. 761, Allen und Gale (2000), S. 105ff.

²⁹ Vgl. Kojima (1997), S. 152f.

³⁰ Vgl. Manne (1965), zitiert nach Allen und Gale (2000), S. 97.

³¹ Vgl. Allen und Gale (2000), S. 97f.

³² Vgl. Allen und Gale (2000), S. 97ff.

wird das Unternehmen nicht in der Lage sein, im Wettbewerb zu bestehen.³³ Es ließen sich jedoch keine Anzeichen dafür finden, dass dieser Wettbewerb auf den Produktmärkten in den betrachteten Ländern zu unterschiedlichen Auswirkungen führt, was nicht zuletzt auch auf die Internationalisierung dieser Märkte zurückzuführen sein dürfte.

Zusammenfassung

Wie sich aus den vorausgegangenen Beschreibungen der gesetzlichen Regelungen mit Auswirkungen auf die Corporate Governance und der weiteren Corporate Governance-Möglichkeiten in den einzelnen Ländern ergibt, sind Corporate Governance-Strukturen unterschiedlich stark gesetzlich verankert bzw. verfolgen unterschiedliche Zielsetzungen.

In Deutschland herrscht wie beschrieben ein Stakeholder-System. D.h. die Corporate Governance versucht hier nicht nur den Interessenkonflikt zwischen den Eigentümern und der Unternehmensleitung zu lösen, sondern berücksichtigt auch weitere Interessengruppen. So ist die Mitbestimmung der Arbeitnehmer gesetzlich verankert und reicht von Betriebsräten bis zur paritätischen Mitbestimmung in den Unternehmen der Montanindustrie. Ähnlich wie das japanische System baut auch das deutsche auf langfristige Unternehmensbeziehungen. Diese ergeben sich durch gegenseitigen Aktienbesitz und gegenseitigen Sitze in Kontrollgremien.

In Deutschland haben zudem die Banken einen erheblichen Einfluss auf die Corporate Governance. Denn trotz Anreicherung des deutschen Kapitalmarktes mit neoklassischen Elementen wird die Kapitalallokierung noch immer von den großen Universalbanken dominiert. Darüber hinaus nehmen sie durch eigenen Aktienbesitz und Vollmachtsstimmrechte Monitoringfunktionen für Kleinaktionäre wahr.

In den USA herrscht dagegen ein reines Shareholder-System, das die Aktionäre und den Schutz ihrer Interessen in den Mittelpunkt der Betrachtung stellt. Die Regeln

gen des US-amerikanischen Kapitalmarktes repräsentieren dabei den Prototyp der neoklassischen Regelansätze. Die Trennung zwischen Geschäfts- und Investmentbanken garantiert einen innovativen, von vielen Wettbewerbern umkämpften Investmentsektor. Selbst kleine Unternehmen haben direkten Zugang zu einem gut entwickelten Kapitalmarkt und Kleinanleger profitieren von den strengen Regelungen bzgl. Buchführung, Veröffentlichungspflichten, Buchprüfung, Insidergeschäften und Marktmanipulationen. Finanzintermediäre werden effektiv daran gehindert, die Kontrolle über Nichtbankgesellschaften zu übernehmen.

Das japanische Corporate Governance-System zählt wie das deutsche zu den Stakeholdersystemen. Doch im Gegensatz zu Deutschland ergaben sich in Japan nach dem Zweiten Weltkrieg fundamentale Änderungen in der Gesetzgebung. Viele der gesetzlichen Regelungen der Vorkriegszeit, die Firmenbeziehungen betrafen, wurden durch neoklassische Elemente ersetzt, so dass das japanische Finanzumfeld heute als Mischung aus neoklassischen und gesetzlichen Elementen gesehen werden kann.

Aber Corporate Governance-Mechanismen ergeben sich nicht allein aus gesetzlichen Regelungen. Vielfach wirken auch gewachsene Unternehmensbeziehungen Interessenkonflikten entgegen. So sind z.B. in Japan die sog. "Keiretsu" zu finden. So werden enge Verbindungen zwischen Unternehmen bezeichnet. Sie basieren auf gegenseitigem Aktienbesitz, persönlichen Bindungen, gegenseitige Krediten, Handel und Informationsaustausch. Auch wenn der gegenseitige Aktienbesitz zwischen zwei Firmen eher gering ist, gewinnt er bezogen auf ein gesamtes Keiretsu enorm an Bedeutung.³⁴

Auch das allgemeine Verständnis einer Unternehmung in der Gesellschaft spielt eine Rolle. So waren in einer Studie 97,1 Prozent der japanischen Manager der Auffassung, dass ein Unternehmen zum Wohle aller Stakeholder existiert. In Deutschland waren es 82,7 Prozent und in den USA 24,4 Prozent. Zusätzlich hielten 97,1 Prozent der befragten Manager in Japan die Erhaltung von Arbeitsplätzen für wichtiger als die Auszahlung einer Dividende. In Deutschland

waren es 59,1 Prozent und in den USA 10,8 Prozent.³⁵ Geht man davon aus, dass diese Zahlen auch das Verständnis einer Unternehmung bei den Shareholdern bzw. in den Stakeholdergruppen widerspiegeln, lässt sich erkennen, warum sich in den betrachteten Ländern die verschiedenen Systeme mit ihren unterschiedlichen Schwerpunkten entwickelt haben.

Daher ist auch die Frage nach dem besten System nicht allgemein zu beantworten. Die beschriebenen Ausprägungen der Corporate Governance-Systeme in den betrachteten Ländern gehen auf unterschiedliche geschichtliche Hintergründe und gesellschaftliche Gegebenheiten zurück. Und schließlich ist jedes System nur so gut wie seine Umsetzung. Denn selbst das Shareholdersystem der USA, das die Kräfte der Märkte zu erhalten und zu stärken versucht und häufig als Vorbild gesehen wird, machte in letzter Zeit mit spektakulären Unternehmenszusammenbrüchen auf sich aufmerksam, bei denen es offensichtlich versagt hat. Festzuhalten bleibt aber, dass die betrachteten Länder zu den wirtschaftlich erfolgreichsten Industrienationen gehören, wozu sicherlich auch ihre Corporate Governance-Systeme beigetragen haben. ■

Literatur

- Allen F., Gale D. (2000): Comparing Financial Systems. The MIT Press.
- Böhm J. (1992): Der Einfluss der Banken auf Großunternehmen. S + W Steuer- und Wirtschaftsverlag
- Dietl, H. (1998): Capital Markets and Corporate Governance in Japan, Germany and The United States. Routledge.
- Franks J., Mayer C. (1997): Ownership, Control and the Performance of German Corporations. London Business School.
- Früh H.-G. (1999): Die Rolle der Banken in der Corporate Governance. Haupt.
- Kang J., Shivdasani A. (1995): Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan. Journal of Financial Economics 38, 29-58.
- Manne H. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control. The Journal of Political Economy, 73, 110-120.
- Monopolkommission (1978): Hauptgutachten II: Fortschreitende Konzentration bei Großunternehmen. Nomos.
- Prowse, S.D. (1992): The structure of corporate ownership in Japan. The Journal of Finance, 47, 1121-1140.
- Shleifer A., Vishny W. (1997): A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance, 52, 737-783
- Shleifer A., Vishny W. (1986): Large Shareholders and Corporate Control. The Journal of Political Economy, 94, 461-488
- Steiger, M. (1994): Corporate Governance. In: Gerke W., M. Steiner M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Finanz- und Börsenwesens, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel.

³³ Vgl. Allen und Gale (2000), S. 108ff.

³⁴ Vgl. Prowse (1992), zitiert nach Dietl (1998), S. 141f.

³⁵ Vgl. Yoshimori (1995), S. 33f., zitiert nach Allen und Gale (2000), S. 113f.