

Zwischen Stabilität und Wandel. Empirische Befunde zur institutionellen Dynamik im System der Corporate Governance

Thomas Heinze

1 Einleitung und zentrale Hypothese

Seit Ende der 1990er Jahre, insbesondere seit der mit Erfolg durchgeführten feindlichen Übernahme von Mannesmann durch das britische Unternehmen Vodafone, ist institutioneller Wandel Gegenstand einer intensiven Diskussion im Bereich der Corporate Governance-Forschung. In dieser Diskussion wusste man sich langezeit darüber einig, dass unternehmensbezogene Verfügungsrechte in Deutschland durch ein Netzwerk von Kapital- und Personalverflechtungen koordiniert werden, das sich über große Publikumsgesellschaften erstreckt und in dem Finanz-Unternehmen eine zentrale Rolle spielen. Die Existenz dieses *insiderorientierten* Unternehmenskontroll-Systems wird jedoch zunehmend in Frage gestellt. Es wird immer öfter die These vertreten, dass der Mannesmann-Fall sichtbarer Ausdruck einer seit mehreren Jahren beobachtbaren Entwicklung im System der deutschen Corporate Governance sei, die letztlich einem funktionsstüchtigen deutschen Markt für Unternehmenskontrolle zur Herausbildung verhilft. Gerade jene *outsiderorientierte* Kontrolleinrichtung, die sich in Unternehmenskontroll-Systemen der angelsächsischen Welt entwickelt hat (z.B. UK, USA), ersetzt demnach die bisher in Deutschland vorfindbare Kontrolleinrichtung (vgl. Beyer und Hassel 2002; Höpner und Jackson 2001; Jürgens et al. 2000).¹

Diese Aussage möchte ich aufgreifen. Meine Hypothese ist, dass der gegenwärtig stattfindende institutionelle Wandel nur dann hinreichend erfasst werden kann, wenn man ein zweistufiges methodisches Vorgehen wählt. In einem ersten Schritt sind die *institutionellen Randbedingungen* des Unternehmenskontroll-Systems auf Veränderungen hin zu überprüfen. Aus den so gewonnenen Befunden lassen sich erste Schlussfolgerungen zur institutionellen Dynamik gewinnen. In einem zweiten Schritt ist der *institutionelle Kern* selbst zu untersuchen. Die Tiefe und Reichweite der Veränderungen an diesem Kern erst entscheidet die Frage, ob der initiierte institutionelle Wandel fundamentalen Charakter hat oder nicht.

¹ Für eine solche Konvergenz-Hypothese hinsichtlich des französischen Corporate Governance-Systems vgl. Goyer (2001).

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut. In Abschnitt 2 werden das externe und interne Unternehmenskontroll-System in ihrer Funktionsweise überblickshaft gegenübergestellt. Dabei kommen jene institutionellen Einrichtungen zur Sprache, die diese Kontroll-Systeme flankieren und stützen. In Abschnitt 3 werden empirische Ergebnisse präsentiert, mit denen die strukturellen Veränderungen an diesen institutionellen Randbedingungen für Deutschland nachgezeichnet werden können. In Abschnitt 4 werden die strukturellen Veränderungen am institutionellen Kern des Systems der deutschen Corporate Governance analysiert. Dafür wird das Personalverflechtungsnetzwerk großer deutscher Aktiengesellschaften einer strukturellen Analyse unterzogen. Aus diesen Beobachtungen wird ein vorläufiges Fazit formuliert. In Abschnitt 5 wird abgeschätzt, welche Marktpotenziale für einen deutschen Markt für Unternehmenskontrolle bestehen. In Abschnitt 6 werden die Befunde diskutiert.

2 Governanceformen von Unternehmenskontrolle

Die kapitalistische Produktion von Gütern und Dienstleistungen ist in ein Ensemble rechtlicher und ökonomischer Institutionen eingebettet, zu denen zählen (vgl. Soskice 1999: 109-110; Hall und Soskice 2001: 17-21):

1. die industriellen Beziehungen (z.B. Löhne, Arbeitsbedingungen),
2. das Aus- und Weiterbildungssystem (z.B. betriebliche und universitäre Ausbildung),
3. die Beziehungen zwischen den Unternehmen (z.B. Technologietransfer, Standardisierung) und
4. das Unternehmenskontroll-System (z.B. Leitungsorganschaft, Aktienmärkte).

Diese Institutionen greifen in ihrem Funktionieren ineinander, sie stehen in Wechselbeziehungen und entwickeln im Zeitverlauf funktionale Komplementaritäten. Das wechselseitige Aufeinander-Eingespieltsein äußert sich darin, dass sich die Institutionen im Zeitverlauf zu einem kohärenten institutionellen Regime verdichten und sich ein dem Produktionssystem spezifischer *Governance-modus* wirtschaftlichen Handelns ausdifferenziert (vgl. Hall und Soskice 2001). Der jeweilige Governancemodus ist nicht nur auf der Produktionssystemebene präsent, sondern auch auf den Subebenen der erwähnten institutionellen Systeme, zu denen u.a. das Unternehmenskontroll-System zählt. Im Folgenden greife ich die Unternehmenskontroll-Systemebene heraus und erläutere deren Governancemodi.

Im *atlantisch-liberalen Produktionssystem* heißt der Governancemodus *Markt*. Dies bedeutet, dass Unternehmenskontrolle eine Ware ist, die auf einem dafür ausdifferenzierten Markt für Unternehmenskontrolle gehandelt wird, für die es Preise gibt und deren Nachfrage zyklischen Schwankungen unterworfen

ist. Eine Vielzahl empirischer Untersuchungen hat für Großbritannien und die USA gezeigt, dass sich dort Märkte für Unternehmenskontrolle entwickelt haben (vgl. Singh 1975; Jensen und Ruback 1983; Mayer 1994; Dickerson et al. 1998). Ausgangslage ist das „*principal agent*“-Problem, wie Aktionäre als Inhaber von Eigentumsrechten sicherstellen können, dass die von ihnen mit der Wertsteigerung ihres Eigentums beauftragten Manager tatsächlich die ihnen anvertrauten Verfügungsrechte effizient verwalten. Eine der zentralen Antworten der ökonomischen Literatur auf dieses Problem ist die Vorstellung eines disziplinierenden *Marktes für Unternehmenskontrolle*, der die managerialen Kontrollrechte begrenzt, indem an den Aktienmärkten der Wert eines Unternehmens (als sichtbarer Ausdruck des Managerhandelns in vergangenen Zeitperioden) kontinuierlich über den Preismechanismus überprüft wird (*shareholder value*), und im Fall ineffizienten Managements die Kontrollrechte entzogen werden können (Manne 1965; Jensen und Ruback 1983). Solche Kontrollwechsel, zumeist in Form öffentlicher Übernahmeofferten, haben vor allem die Funktion, die in den Händen des Managements befindlichen Kontrollrechte verflüssigen und übertragen zu können. An den Aktienbörsen in den USA und in Großbritannien sind öffentliche – und gerade auch feindliche – Übernahmen entsprechend ein vielbeobachtetes Phänomen (Buddenbrock 1999; Jensen und Ruback 1983).²

Im *rheinisch-organisierten Produktionssystem*, insbesondere in Deutschland, heißt der Governancemodus *Relational Contracting*. Unternehmenskontrolle wird in ein System regulierter Konkurrenz eingebunden, dessen Struktur sich auf der Meso-Ebene durch Konzerne kennzeichnet und auf der Makro-Ebene durch ein Kapital- und Personalverflechtungsnetzwerk großer Unternehmen (Ziegler 1984; Windolf und Beyer 1995; Franks und Mayer 1995). Unternehmen, die Anteile an anderen Unternehmen halten bzw. diese ganz besitzen, entsenden Manager in deren Kontrollorgane. Von diesen Unternehmen gehen wiederum Verflechtungsbeziehungen in andere Unternehmen aus usw. Spezifisch ist an dieser Konfiguration zweierlei. Zum einen fügen Manager ihrer bürokratischen Kontrollfunktion im eigenen Unternehmen die des Eigentümers in den Kontrollorganen anderer Unternehmen hinzu (Windolf 1994: 90). Die in der Aktiengesellschaft durch Rollendifferenzierung voneinander getrennten Eigentums- und

² Die Bilanzfälschungsskandale bei Enron, Worldcom u.a. haben das Vertrauen in diesen Marktmechanismus in den USA offensichtlich erschüttert. Dabei kommt die Beschreibung von Utzig (2002: 594) dem recht nahe, was weiter unten als „institutioneller Kern“ behandelt wird: „Der unverzichtbare Rohstoff für den marktwirtschaftlichen Koordinations- und Wettbewerbsprozess sind Informationen. Jedem ökonomischen Lehrbuch kann entnommen werden, dass der Preismechanismus nur dann reibungslos funktioniert, wenn die in den Preisen enthaltenen Informationen unverfälscht sind. Diese Prämisse gilt für die Kapitalmärkte in besonderem Maße. Die aufgedeckten Manipulationen haben (...) alle Informationen an den Kapitalmärkten in den USA unter den Vorbehalt der Verfälschung gestellt. (...) Damit reicht die Krise an den Kern des amerikanischen Wirtschaftsmodells.“

Verfügungsrechte werden so auf aggregierter Ebene über ein Netzwerk sich wechselseitig kontrollierender, multipler Direktoren rekombiniert. Die Beantwortung der Frage, ob Manager ihr Unternehmen effizient führen oder nicht, obliegt somit primär den Netzwerk-Peers und nicht einem Markt. Zum anderen sind für diese Netzwerkkonfiguration formale Strukturen kennzeichnend, die den Typus der ausgeübten Kontrolle beschreiben.

Windolf und Beyer (1995) und Beyer (1996) identifizieren für die Mehrzahl der konzernierten deutschen Unternehmen vor allem *Stern- und Pyramidenstrukturen*, innerhalb welcher Kontrolle von oben nach unten verläuft (*top down control*). Für das Verflechtungszentrum, in welchem vor allem Finanzunternehmen eine wichtige Rolle spielen, finden sie hingegen eher *Kreis- oder Cliquenstrukturen*, innerhalb welcher ein auf Reziprozität beruhendes Kontrollverhältnis typisch ist (*reciprocal control*).³ Im Ganzen ist diese *Deutschland AG* (Adams 1994) eine alternative institutionelle Antwort auf das mit der Ausdifferenzierung von Eigentum und bürokratischem Management entstandene „*principal agent*“-Problem in Publikumsgesellschaften.

Hervorgebracht und stabilisiert werden die genannten Governancemodi auf der *Kontrollsystemebene* durch das komplexe Zusammenspiel einer Reihe von institutionellen Einrichtungen, die betreffen:

1. die Funktionsfähigkeit der Aktienmärkte (z.B. Liquidität, Zugangs- und Transparenzregulation),
2. die Struktur des Aktienbesitzes und seine Konzentration (z.B. Beteiligungsgrenzen, Publizitätspflichten, Insiderhandelgesetzgebung),
3. die institutionelle Stellung der Aktionäre (z.B. Schutz von Minderheitsaktionären, Aktientypen),
4. die institutionelle Stellung von kreditgebenden Banken (erlaubte Geschäftsfelder, Beteiligungsgrenzen, Mandatsträgerschaftsregulation, Vollmachtsstimmrecht) und
5. die Durchführbarkeit von Kontrollwechseln (Übernahmeregulierung, Stimmrechtsbarrieren).

Diese Institutionen werden bis Anfang der 1990er Jahre folgendermaßen charakterisiert (Heinze 2001: Tabellen 1, 2; Vitols 2001: 339): Aufgrund unterentwickelter, illiquider und korporatistisch regulierter Aktienmärkte sind Unternehmen vorwiegend auf Kreditfinanzierung durch Banken angewiesen; geringe Publizitätsvorschriften und Beteiligungsgrenzen sowie ein kodifiziertes Konzernrecht sorgen für hohe Konzentration des Aktienbesitzes in den Händen von Banken und Nicht-Finanzunternehmen; geringer Rechtsschutz für Minderheitsaktionäre kanalisiert privates Anlagekapital in den Anleihemarkt und verhindert

³ Für eine Übersicht dieser Strukturformen vgl. Abschnitt 4.2.

eine aktive Aktienkultur; Banken werden durch das Universalgeschäftsrecht, das Vollmachtsstimmrecht und unmaßgebliche Begrenzung von Mandatsträgerschaften in Aufsichtsräten anderer Unternehmen institutionell gestärkt; und das Fehlen einer effektiven Regulierung öffentlicher Übernahmeofferten sowie zahlreiche Manipulationsmöglichkeiten bei Stimmrechten (Höchststimmrechtsklauseln, Mehrfachstimmrechte, Vinkulierung von Namensaktien) verhindern den Transfer von Verfügungsrechten auf Aktienmärkten. Insgesamt sind diese Institutionen so kalibriert, dass der Aufbau wechselseitiger kapitalmäßiger und personeller Verflechtungsstrukturen erleichtert wird. *Netzwerk-Governance* ist in diesem Sinne kein Zufallsprodukt, sondern Resultat vielfältiger institutionell-funktionaler Komplementaritäten, deren Wurzeln bis in das späte 19. Jahrhundert zurückreichen.⁴

3 Entwicklungsdynamiken im deutschen Unternehmenskontroll-System: institutionelle Randbedingungen

Seit Ende der 1980er Jahre haben zahlreiche institutionelle Veränderungen stattgefunden. Im Folgenden sollen diese überblickshaft zusammengefasst werden (vgl. Beyer und Hassel 2002: 316-318; Heinze 2001: 658-667; Windolf 2001: 18-31; Jürgens et al. 2000).

1. *Organisation der Aktienmärkte*: Der Abbau korporatistischer Strukturen an den deutschen Aktienmärkten, erweiterte Publizitäts- und Transparenzrichtlinien und die Bilanzierungsmöglichkeit nach internationalen Standards haben die informationelle Ausstattung der Finanzmarktakteure und die Investitionsneigung an den Aktienmärkten teilweise verbessert.⁵
2. *Struktur des Aktienbesitzes*: Ein steigender Anteil institutioneller Anleger am inländischen Aktienbesitz dokumentiert die Öffnung vormals korporatistisch organisierter Aktienmärkte und steigende Renditeerwartungen der Anleger.
3. *Regulation von Kontrollwechseln*: Die Abschaffung von Instrumenten zur Stimmrechtsmanipulation und die gesetzliche Regelung von Kontrollwechseln haben die Rechtssicherheit für Übernahmen erhöht und den Schutz der Minderheitsaktionäre erhöht.

⁴ Für Hinweise zur Kartelltradition und zur engen kapitalmäßigen und personellen Verflechtung von Industrie- und Finanzunternehmen zwischen 1880-1930 vgl. Jeidels (1905), Riesser (1910), Hilferding (1968), auch: Fohlin (1999). Für Hinweise ab 1945 vgl. Ziegler (1985: 91-94) und Emmerich und Sonnenschein (1996: 3-4).

⁵ Internationale Rechnungslegungsstandards sind zum einen IAS (*International Accounting Standards*), und zum anderen US-GAAP (*General Accepted Accounting Principles*).

Auf der anderen Seite bestehen einige zentrale institutionelle Einrichtungen fort (vgl. Deutsche Bundesbank 2001: 28, Hopt 2000: 798-809, Korn und Ferry 1998: 35).

1. *Konzernrecht*: Es gibt nach wie vor keine effektiven Beteiligungsgrenzen im deutschen Konzernrecht, so dass ein unverändert hoher Anreiz zur Konzentration des Aktienbesitzes existiert.
2. *Mitbestimmung*: Die Mitbestimmung in den Aufsichtsräten und die Trennung der Leitungsorgane verhindern weiterhin die schnelle Auswechselbarkeit des Managements eines von einer Übernahmeofferte betroffenen Unternehmens.
3. *Technikorientierung deutscher Vorstände*: Die deutliche Produktions- und Technikorientierung deutscher Vorstände kontrastiert mit der Orientierung angelsächsischer Manager an aktienmarktbasierten Leistungsparametern.
4. *Unternehmensfinanzierung*: Das historisch dominante Verhältnis von hoher Innenfinanzierung und kreditbasierter Außenfinanzierung besteht fort; der Boom der Beteiligungsfinanzierung zwischen 1997 und 1999 hat sich nicht verstetigt.

In der Summe deuten die empirischen Befunde auf ein *uneinheitliches Gesamtbild* bei den institutionellen Randbedingungen des deutschen Unternehmenskontroll-Systems. Die Richtung der derzeitigen Entwicklung ist nur schwer auszumachen, nicht zuletzt deswegen, weil sich institutionelle Veränderungen nicht additiv gegen institutionelle Kontinuitäten verrechnen lassen.

4 Entwicklungsdynamiken im deutschen Unternehmenskontroll-System: institutioneller Kern

Aufgrund dieser bislang uneinheitlichen Befunde soll im Folgenden ein Blick auf den institutionellen Kern des deutschen Unternehmenskontroll-Systems geworfen werden. Leitfrage ist, ob und in welchem Umfang die initiierten institutionellen Veränderungen Erosionsspuren am Personalverflechtungsnetzwerk großer deutscher Kapitalgesellschaften (als institutionellem Kern des deutschen Unternehmenskontroll-Systems) hinterlassen haben. Begrenzt wird die Analyse zum einen auf personelle Verflechtungen der Aktiengesellschaften, die zu den 100 größten deutschen Unternehmen gehören und zum anderen auf den Zeitraum von 1989 bis 2001, in den die Mehrzahl der in Abschnitt 3 skizzierten institutionellen Veränderungen fällt.

Datenbasis sind die mit einschlägigen Quellen des Hoppenstedt-Verlages (Hoppenstedt 1989, 2001) erstellten Personalverflechtungsnetzwerke derjenigen Aktiengesellschaften, die nach den Hauptgutachten der Monopolkommission zu den nach Wertschöpfung 100 größten deutschen Unternehmen gehören (Monopolkommission 1990, 2000). Insgesamt konnten auf diese Weise für die beiden

Beobachtungszeitpunkte die Netzwerke der einerseits gerichteten und andererseits ungerichteten Personalverflechtung von jeweils 69 Aktiengesellschaften erstellt werden (vgl. Heinze 2002b: 405-407). Zwei Arbeitshypothesen sollen im Mittelpunkt der Analyse stehen:

Hypothese 1: Das historisch tradierte Geflecht von Finanz- und Industriekapital unterliegt einem *quantitativen Auflösungsprozess*.

Hypothese 2: Das historisch tradierte Geflecht von Finanz- und Industriekapital unterliegt zudem einem *qualitativen Auflösungsprozess*, der zentrale Strukturmerkmale des Personalnetzwerks betrifft:

(2a) Die Kontrolle großer Kreditnehmer wurde bisher dadurch gelöst, dass Vorstände von Finanz-Unternehmen in deren Aufsichtsräte entsandt wurden, in welchen sie Informationen und Kontrollrechte erhalten. Durch häufige Kooptation von Finanz-Vorständen in Aufsichtsräte anderer Unternehmen weisen Finanz-Unternehmen eine hohe Zentralität im Netzwerk auf. Mit der verbesserten Funktion der Kapitalmärkte nimmt die Bedeutung dieses Kontroll-Mechanismus ab. Finanz-Unternehmen sind nicht mehr die zentralen Akteure im Netzwerk.

(2b) Nicht nur Finanz-Unternehmen, sondern auch Nicht-Finanzunternehmen entsenden Vorstände in Aufsichtsräte anderer Unternehmen. Kontrollieren diese Unternehmen wiederum andere Unternehmen, bilden sich Verflechtungsformen, die in Gestalt von Sternen und Pyramiden, aber auch Cliques und Kreisen kennzeichnend für Unternehmenskontrolle in Deutschland gewesen sind.⁶ Die zunehmende Herausbildung eines Marktes für Unternehmenskontrolle macht diese Strukturformen überflüssig und leitet einen Auflösungsprozess ein. Die Struktur des Netzwerks gerichteter Beziehungen gerät aus den Fugen.

(2c) Die Meso- und Makroebene des ungerichteten Netzwerks wird bisher über kohäsive Subgruppen und eine Zentrum-Peripherie-Struktur integriert. Diese Strukturen machen die Netzwerk-Governance „zerreißfest“. Die nachlassende Kontroll-Funktion des Netzwerks macht diese Meso- und Makro-Strukturen überflüssig. Eine allgemeine Desintegration des Netzwerks setzt ein.

4.1 Allgemeine Eigenschaften der Teilnetzwerke

Zunächst soll Hypothese 1 betrachtet werden. Ein Blick auf Tabelle 1, in der allgemeine Eigenschaften der Teilnetzwerke gerichteter und ungerichteter Personalverflechtung zusammengestellt sind, lässt *erstens* den Schluss zu, dass ein quantitativer Rückgang der Verflechtung im Teilnetzwerk der gerichteten und ungerichteten Verflechtung zu beobachten ist. Die Gesamtdichten der beiden Teilnetzwerke nehmen ab.

⁶ Zur Erläuterung dieser Strukturformen vgl. Abschnitt 4.2.

Tabelle 1: Gerichtete und ungerichtete Personalverflechtung in Deutschland

	Gerichtet		Ungerichtet	
	1989	2001	1989	2001
(1) Anzahl Verflechtungen	151	114	782	664
(2) Dichte, dichotomisiert (in %)	3,1	2,3	12,8	11,2
(3) Dichte der verbundenen Unternehmen, dichotomisiert (in %)	4,1	4,6	17,6	15,4
(4) Anteil Mehrfachbeziehungen (in %)	4,9	5,6	29,9	26,2
(5) Finanz sendet an Nicht-Finanz (in % von Zeile 1)	54,3 (82)	32,5^a (37)	31,7 ¹ (242)	37,0 ¹ (248)
(6) Nicht-Finanz sendet an Finanz (in % von Zeile 1)	14,6 (22)	17,5 (20)		
(7) Nicht-Finanz sendet an Nicht-Finanz (in % von Zeile 1)	27,2 (41)	42,1 (48)	62,9 ² (492)	56,6^{a2} (376)
(8) Isolierte Unternehmen (in % von N)	13,0	29,0	14,5	14,5
(9) Anzahl Unternehmen (N)	69	69	69	69

¹ Personalverflechtungen zwischen Finanz- und Nicht-Finanzunternehmen

² Personalverflechtungen innerhalb des Nicht-Finanzsektors

^a Mittelwertdifferenz zu 1989 signifikant auf 5%-Niveau (t-Test)

Quelle: Heinze (2002b: 397), in Klammern Anzahl Verflechtung

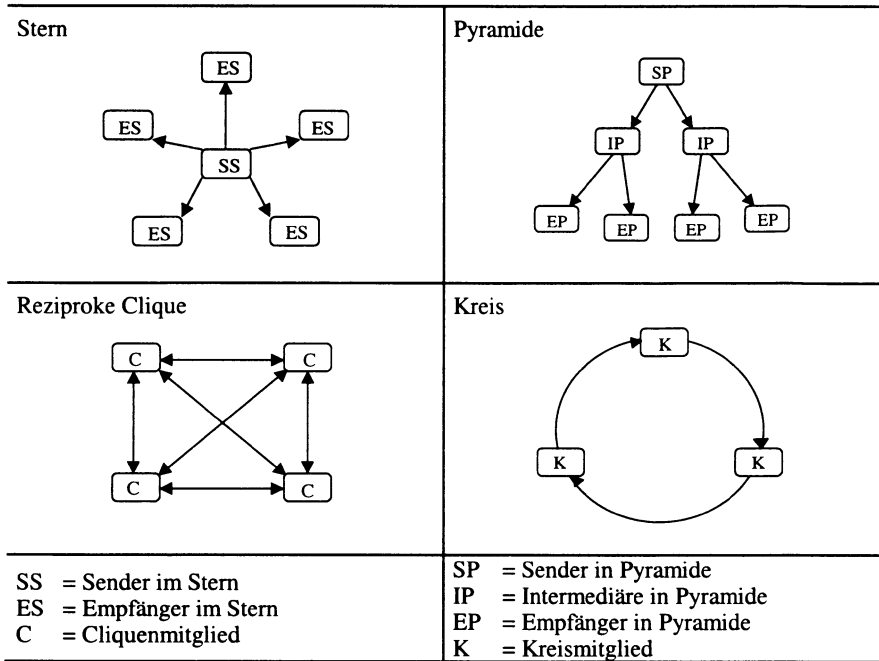
Zweitens: Diese Abnahme der Dichten ist zum einen darauf zurückzuführen, dass Finanzeinrichtungen ihre Informations- und Einflusskanäle zu Nicht-Finanzunternehmen im gerichteten Netzwerk abbauen, und zum anderen die wechselseitige Verflechtung von Nicht-Finanzunternehmen im Netzwerk der ungerichteten Beziehungen zurückgegangen ist. *Drittens:* Die Anteile der Mehrfachbeziehungen und die Verflechtungsdichte der verbundenen Unternehmen nehmen im Teilnetzwerk der gerichteten Beziehungen zu; bei den ungerichteten Verflechtungen ist sie leicht rückläufig.

Unter dem Strich sprechen die empirischen Befunde für die Bestätigung von Hypothese 1. Es gibt einen quantitativen Erosionsprozess der Teilnetzwerke. Allerdings deuten relativ stabile Mehrfachbeziehungen auf Strukturmerkmale hin, die im Folgenden näher analysiert werden sollen.

4.2 Strukturmerkmale gerichteter Personalverflechtung

Im Folgenden soll Teilhypothese 2b überprüft werden, die behauptet, dass die Strukturformen gerichteter Personalverflechtung im Verlauf der letzten 12 Jahre von Erosion betroffen sind. Um welche Strukturformen geht es hier?

Abbildung 1: Grundformen von Kapital- und Personalverflechtung (gerichtet)



Quelle: Windolf und Beyer (1995:4)

In der Literatur werden zum einen vier zentrale formale Strukturformen: Kreis, Pyramide, Stern oder reziproke Clique, und zum anderen vier Typen von Rollenträgern innerhalb dieser Strukturformen: Sender, Empfänger, Intermediäre (zugleich Sender und Empfänger) und Isolierte unterschieden (Windolf und Beyer 1995, Beyer 1996). Abbildung 1 veranschaulicht diese Strukturformen.

Wie bereits weiter oben erwähnt, sind für die Mehrzahl der konzernierten deutschen Unternehmen vor allem *Stern- und Pyramidenstrukturen* und damit „top down“-Kontrollverhältnisse typisch. Für das Verflechtungszentrum, in welchem vor allem Finanzunternehmen eine wichtige Rolle spielen, sind dagegen *Kreis- oder Cliquenstrukturen* und damit auf Reziprozität beruhende Kontrollverhältnisse kennzeichnend.

Tabelle 2 präsentiert eine Übersicht der Anteile dieser Strukturformen, aus der sich zwei zentrale Ergebnisse festhalten lassen. *Erstens*: Der Anteil der Empfänger in Pyramiden – das sind Unternehmen, die innerhalb einer Pyramidenstruktur Vorstände anderer Unternehmen in ihre Aufsichtsräte kooptieren ohne selbst solche zu entsenden – verringert sich deutlich. Diese Unternehmen

rutschen in die Kategorie der Isolierten ab. Ansonsten bleiben die Anteile der in Stern- und Pyramidenstrukturen eingebundenen Unternehmen relativ stabil.

Tabelle 2: Strukturformen gerichteter Personalverflechtung (in Prozent)

	1989		2001	
	Alle	Finanz	Alle	Finanz
Sender	4,3	14,3	5,8	--
– in Sternen	1,4	7,2	2,9	--
– in Pyramiden	2,9	7,2	2,9	--
Empfänger	46,4	14,3	34,8	35,7
– in Sternen	--	--	1,4	--
– in Pyramiden	46,4	14,3	33,4	35,7
Intermediäre	34,8	50,0	30,4	42,9
– in Kreisen	7,2	7,2	8,7	7,2
– in reziproken Cliquen	15,9	28,6	11,6	28,6
– in Pyramiden	11,6	14,3	10,1	7,2
Isolierte	14,5	21,4	29,0	21,4
Gesamt	100 (N=69)	100 (N=14)	100 (N=69)	100 (N=14)

Quelle: Heinze (2002b: 398), durch Rundung Abweichungen im Nachkommabereich.

Zweitens: Finanz-Unternehmen ziehen sich aus der Rolle als Sender zunehmend zurück; ihr Anteil in dieser Kategorie sinkt auf Null.⁷ Sie befinden sich nun zunehmend in der Kategorie der Empfänger. Demgegenüber bleiben die Anteile der für Finanz-Unternehmen typischen Verflechtungsformen Kreis und reziproke Clique im Zeitverlauf konstant.

In der Summe deuten die empirischen Befunde auf eine Widerlegung von Hypothese 2b. Zwar fallen Verflechtungsempfänger aus dem Netzwerk, weil sich Finanz-Unternehmen im Rückzug aus den gerichteten Verflechtungen befinden. Allerdings erodieren die Anteile der für das *interne* Kontroll-Modell typischen Strukturformen nicht. Kreis- und Cliquenstrukturen für die Finanz-

⁷ Die ausgerufenen Verstärkung der zukünftigen Bedeutung des Investment-Banking bei großen deutschen Banken, die einen Rückgang ihrer klassischen Kreditgeberrolle beinhaltet, ist angesichts des enormen Bedeutungszuwachses der internationalen Finanzmärkte kein Lippenbekenntnis geblieben (vgl. Deutsche Bank 2001), sondern hat zu einer spürbaren Reduktion des Engagements im Personalnetzwerk geführt. Vgl. hierzu auch Beyer (2002).

Unternehmen sowie Stern- und Pyramidenstrukturen für alle Unternehmen reproduzieren sich weitgehend.

4.3 Strukturmerkmale ungerichteter Personalverflechtung

Ungerichtete Verflechtungen können als indirekt bezeichnet werden, weil ihnen kein gerichtetes Informations- oder Kontrollmotiv zugrunde liegt. Ihre besondere Bedeutung ist darin zu sehen, dass sie Aufschluss über den Grad der Netzwerkintegration, das heißt den Grad der Zerreißfestigkeit geben. Auf der Makro-Ebene des Netzwerks wird Zerreißfestigkeit durch Zentrum-Peripherie-Strukturen erreicht, auf der Meso-Ebene durch kohäsive Subgruppen (Cliques). Die Entwicklung dieser beiden Strukturformen im Sinne von Hypothese 2c soll Gegenstand der folgenden Analyse sein.

4.3.1 Zentrum-Peripherie-Struktur

Verflechtungsnetzwerke weisen Positionen auf, die einen sozialen Raum aufspannen. Darunter ist zu verstehen, dass sich Akteure aufgrund der wechselseitig ähnlichen Struktur ihrer Außenbeziehungen zu spezifischen Positionen zuweisen lassen. Für die Teilnetzwerke der ungerichteten Personalverflechtung verlaufen diese sozialen Positionen entlang der Dimension zentral-peripher. Sie spannen einen sozialen Raum auf, der von „Zentrum“ über „Semiperipherie“ bis „Peripherie“ reicht. Zur Identifikation dieser Positionen wird mit UCINET 5 (Borgatti et al. 1999) eine Blockmodellanalyse durchgeführt (vgl. Wasserman und Faust 1999: 419-422, 681-684; Jansen 1999: 224-227), deren Ergebnisse in Tabelle 3 dargestellt sind.

Das in Tabelle 3 dargestellte Zentrum-Peripherie-Modell identifiziert innerhalb des Netzwerks mehrere Blöcke und deren wechselseitige Beziehungen. Zwei zentrale Ergebnisse lassen sich festhalten. *Erstens*. Die Unternehmensblöcke 1 und 2 stechen durch ihre im Zeitverlauf stabilen und hohen internen Blockdichten hervor (0.98 bzw. 0.95). Daneben weisen sie die stärkste Inter-Blockdichte zueinander auf (0.45 bzw. 0.44). Sie bilden offensichtlich eine Art doppelten Kern des Netzwerks. Block 1 kann – wie eine Re-Analyse der n-fach geknüpften Verflechtungsbeziehungen zeigt – als *innerer Kern* bezeichnet werden, Block 2 dagegen als *äußerer Kern*.⁸

⁸ Bei dieser Re-Analyse werden alle Verflechtungen mit $n > 1$ als „1“ kodiert, alle anderen mit „0“. Die „zufälligen“ Verflechtungen werden also nicht berücksichtigt. Danach wird die Blockmodellanalyse erneut durchgeführt. Für 1989 finden sich 8 der 10 zu Block 1 gehörenden Unternehmen, für 2001 9 der 12 zu Block 1 gehörenden Unternehmen im dichtesten Block der Re-Analyse wieder.

Tabelle 3: Zentrum-Peripherie-Struktur ungerichteter Verflechtung⁹

		1	2	3	4
1989	1	0,95	0,45	0,29	0,02
	2	0,45	0,78	0,24	0,04
	3	0,29	0,24	0,17	0,03
	4	0,02	0,04	0,03	0,02
	Block 1: N=12; Block 2: N=9; Block 3: N=16; Block 4: N=32; R ² = 0,36				
2001	1	0,98	0,44	0,29	0,04
	2	0,44	0,88	0,16	0,06
	3	0,29	0,16	0,31	0,03
	4	0,04	0,06	0,03	0,02
	Block 1: N=10; Block 2: N=7; Block 3: N=18; Block 4: N=34; R ² = 0,32				
	1 = innerer Kern; 2 = äußerer Kern; 3 = Semiperipherie; 4 = Peripherie				

Quelle: Heinze (2002b: 400), dargestellt sind die Matrizen der Blockdichten.

Zweitens. Die nicht-integrierten Unternehmen in Block 4 bilden die Peripherie, nicht nur weil sie intern schwach integriert sind, sondern weil sie auch nahezu keine Verflechtungsstrukturen zu anderen Blöcken aufweisen. Diese Peripherie ist im Zeitverlauf mit der Hälfte aller Unternehmen konstant. *Drittens.* Die Semiperipherie umfasst die Unternehmen, deren Aufsichtsräte nur wenige andere Aufsichtsratsmandate wahrnehmen und entsprechend über ein relativ geringes Maß an Informations- und Kontrollchancen verfügen (Block 3). Diese sind 1989 nach außen stärker integriert als nach innen; in 2001 kehrt sich dieser Trend um.

4.3.2 Cliquenstrukturen

Für die Meso-Ebene des Netzwerkes interessieren vor allem Cliquen als kohäsive Subgruppen, deren Mitglieder sich wechselseitig direkt erreichen (Wasser-

⁹ Folgende Unternehmen sind in Block 1 und 2 zu finden:

1989 (Block 1): Dresdner Bank, BASF, Karstadt, Linde, RWE, Thyssen, VEBA, Siemens, VW, Münchener Rück, MAN, Beiersdorf

1989 (Block 2): Daimler Benz, Allianz, Holzmann, Lufthansa, Bayer, Mannesmann, Hoechst, Metallgesellschaft, Degussa

2001 (Block 1): Dresdner Bank, Deutsche Bank, Allianz, Münchener Rück, E.ON, Siemens, Thyssen, MG Technologies

2001 (Block 2): Preussag, Continental, Schering, Hochtief, Karstadt, Bayer, VW

man und Faust 1999: 254-257, Jansen 1999: 185-190). Im Gegensatz zur Blockmodellanalyse, mit der die Unternehmen auf positionale Ähnlichkeit untersucht werden, analysiert die Cliquenanalyse die Verbundenheitsstruktur des Netzwerks. Zwei Ergebnisse lassen sich aus Tabelle 4 ableiten.

Tabelle 4: Cliquenstrukturen ungerichteter Verflechtung

		Cliquengröße			
		7	8	9	
(1)	Cliquen	16	7	3	1989
(2)	Cliquen mit Finanz-Unternehmen	14	7	3	
(3)	Cliquenmitglieder	25	17	13	
(4)	Mehrfache Cliquenzugehörigkeit (in %)	84,0	82,3	76,9	
(5)	Finanz-Unternehmen in Cliquen	5	4	3	
(6)	Cliquen	7	5	--	2001
(7)	Cliquen mit Finanz-Unternehmen	6	5	--	
(8)	Cliquenmitglieder	15	11	--	
(9)	Mehrfache Cliquenzugehörigkeit (in %)	93,3	81,8	--	
(10)	Finanz-Unternehmen in Cliquen	4	4	--	

Quelle: Heinze (2002b: 401).

Erstens ist ersichtlich, dass zwischen 1989 und 2001 die Anzahl der Cliquen mit 7 und 8 Mitgliedern abnimmt und die 9er Cliquen verschwinden (Zeilen 1 und 6). Die Integration des Netzwerks hat somit auf der Meso-Ebene abgenommen. *Zweitens* bleiben jedoch die Anteile der mehrfachen Cliquenzugehörigkeit (Zeilen 4 und 9), ebenso wie die Anzahl der Finanz-Unternehmen (Zeilen 5 und 10) in den Cliquen stabil. Unternehmen sind – sofern sie in die kohäsiven Untergruppen der Netzwerke integriert werden – mehrfach eingebunden, und treffen dort nahezu immer auf dieselben Finanz-Unternehmen (Zeilen 2 und 7).¹⁰

In der Summe deuten die empirischen Befunde der mit ungerichteten Beziehungen aufgespannten Unternehmensnetzwerke für die zwei Beobachtungspunkte 1989 und 2001 auf partielle strukturelle Erosionen. Auf der einen Seite nimmt die Zahl kohäsiver Subgruppen ab. Auf der anderen Seite zeigt jedoch das Zentrum-Peripherie-Modell, dass sich Zentrum (innerer und äußerer Kern), Semipe-

¹⁰ Allianz AG Holding, Deutsche Bank AG, (ehemalige) Dresdner Bank AG und Münchener Rückversicherungsgesellschaft.

riperie und Peripherie zwischen 1989 und 2001 reproduziert haben. Ebenso deuten die Tatsache multipler Cliquenmitgliedschaften und das gleichbleibende Engagement von Finanz-Unternehmen in den Cliquen auf strukturelle Kontinuitäten. Hypothese 2c erfährt keine Unterstützung.

4.4 *Eigenschaften zentraler Akteure*

Wurden bisher Eigenschaften der Meso- und Makro-Ebene isoliert analysiert, soll nun geklärt werden, wer die zentralen Akteure im Netzwerk sind (vgl. Hypothese 2a). Dazu werden Regressionsanalysen gerechnet. Zentralität als zu erklärende Variable wird bei den gerichteten Verflechtungen über die Anzahl entsendeter Mandatsträger (*outdegree*), bei den ungerichteten Verflechtungen über die Anzahl der gemeinsamen Mandatsträger (*degree*) operationalisiert. Weiterhin werden die bereits eingeführten Variablen *Rolle im Netzwerk* und *Zugehörigkeit zu Cliquenstrukturen* sowie die Kontrollvariablen *Alter*, *Unternehmensgröße (Beschäftigtenzahl)* und *Aktiennotierung (Dax 30)* in die Modelle mit einbezogen.¹¹

Aus den in Tabelle 5 präsentierten Regressionsergebnissen lassen sich zwei zentrale Befunde ableiten. *Erstens* wirkt sich die Zugehörigkeit zum Finanzsektor positiv auf die Anzahl gerichteter Verflechtungen aus. Finanzeinrichtungen sind 1989 wie auch 2001 im *outdegree*-Netzwerk des untersuchten Unternehmens-Samples zentrale Akteure, und dies obwohl sie den Umfang ihrer Verflechtungen zu den Nicht-Finanzunternehmen verringert haben (vgl. Tabelle 1).

Hypothese 2a hat sich nicht bestätigt.¹² *Zweitens* ist im *degree*-Netzwerk 2001 die Rolle der Intermediären mit hoher Zentralität verbunden. Unternehmen, die gleichzeitig Sender und Empfänger sind, und zwar in den Formen Kreis, reziproke Clique und Pyramide realisieren eine hohe Anzahl von Verflechtungen.¹³ Gleichzeitig vermittelt die Einbindung in Cliquen hohe Zentrali-

¹¹ Eine ähnliche Regressionsanalyse, mit allerdings teilweise anderen Regressoren, findet sich bei Windolf und Nollert (2001). Anzumerken bleibt, dass die Zentrum-Peripherie-Struktur nicht im Regressionsmodell operationalisiert wurde, um eine mögliche Tautologie zu vermeiden (unabhängige und abhängige Variablen würden dasselbe messen).

¹² Ein erster Unterschied zwischen 1989 und 2001 liegt in der gestiegenen Bedeutung der Variable „Dax 30“. Es sind somit vor allem die im deutschen Aktienindex notierten Finanz-Unternehmen, die zentrale Positionen im Netzwerk einnehmen: die Deutsche Bank, die Allianz, die Münchener Rück und die (ehemalige) Dresdner Bank. Ein zweiter Unterschied dokumentiert die abnehmende Relevanz von integrierenden Strukturmerkmalen im gerichteten Netzwerk: So verschwinden die positiven Effekte der Variable *Intermediäre* in 2001, während die negativen Effekte der Variablen *Isolierte* und *Empfänger* erst in 2001 wirken.

¹³ Widersprüchlich erscheint auf den ersten Blick der signifikante Effekt für die Empfänger. Allerdings nimmt deren Zahl – wie Tabelle 2 dokumentiert – zwischen 1989 und 2001 erheblich ab, wobei ein großer Teil in die Kategorie der isolierten Unternehmen rutscht. Übrig bleiben offensichtlich die im Teilnetzwerk der ungerichteten Beziehungen gut integrierten Emp-

tät, wobei dies vorwiegend große Unternehmen sind, und (im Vergleich zu 1989) in abnehmendem Maße solche, die Dax 30 angehören.

Tabelle 5: Regressionsmodelle (OLS) zur Erklärung von Zentralität

	1989		2001	
	outdegree (AV)	Degree (AV)	outdegree (AV)	degree (AV)
Einflussgrößen (UV)	B [t emp.]	B [t emp.]	B [t emp.]	B [t emp.]
Konstante	-,15 [-,30]	-1,99 [-,35]	-,24 [-,30]	-18,30a [-2,44]
Alter	,00 [0,83]	,00 [,68]	,00 [,01]	-,00 [-,59]
Größe	,00 [,20]	,35 [,77]	,01 [1,16]	1,95a [2,83]
Dax 30 (D)	,01 [,29]	6,10a [2,92]	,57a [3,33]	2,90c [1,80]
Finanzsektor (D)	,49a [2,95]	1,02 [,54]	,43a [2,80]	,70 [,49]
Rolle im Netzwerk				
Isolierte (D)	-,16 [-,48]	-,25 [-,07]	-,63b [-2,37]	1,88 [,75]
Empfänger (D)	-,17 [-,54]	2,59 [,73]	-,87a [-3,47]	6,50a [2,72]
Intermediäre (D)	,93° [2,76]	3,39 [,88]	-,01 [-,36]	8,36a [3,26]
Clique (D)	,66° [4,03]	15,24a [8,12]	,41b [2,27]	11,29a [6,61]
Modellstatistik				
R ²	0,75	0,77	0,74	0,81
N	69	69	69	69
Df (Residuen)	60	60	60	60

Signifikanz: a: signifikant auf 1%-Niveau; b: signifikant auf 5%-Niveau; c: signifikant auf 10%-Niveau

Anmerkungen:

1) Operationalisierung der unabhängigen Variablen (UV): *Alter* = Bezugsjahr - Gründungsjahr; *Größe* = Beschäftigtenzahl im Bezugsjahr; *Dax 30* = gelistet (1), nicht gelistet (0); *Finanzsektor* = Bank, Versicherung (1), Rest = (0); *Rolle im Netzwerk* = jeweils (1) für Isolierte, Empfänger und Intermediäre, Sender als Referenzkategorie nicht als Dummy kodiert; *Clique* = Zugehörigkeit zu einer 8-er Clique (1), Rest (0), vgl. Tabelle 5

2) Operationalisierung der abhängigen Variablen (AV): outdegree = Anzahl gerichteter Verflechtungen; degree = Anzahl ungerichteter Verflechtungen

3) D = Dummy-Variable (0/1-kodiert)

4) AV outdegree wurde aufgrund schiefer Verteilung logarithmisch transformiert: $\ln(\text{outdegree}+1)$

5) UV Größe wurde ebenfalls logarithmisch transformiert: $\ln(\text{Größe})$

Quelle: Heinze (2002b: 403).

fänger des gerichteten Netzwerks. In diesem Sinne handelt es sich um einen Effekt des Verflechtungsrückgangs im gerichteten Netzwerk.

4.5 Vorläufiges Fazit

Vorläufig lassen sich aus den empirischen Befunden zu den Veränderungen am institutionellen Kern des deutschen Unternehmenskontroll-Systems zwei Schlussfolgerungen ziehen.

Erstens. Die Personalverflechtung im Ganzen ist zurückgegangen, und zwar in stärkerem Maße im Teilnetzwerk der gerichteten Beziehungen (outdegree) als im Teilnetzwerk der ungerichteten Beziehungen (degree). Im Netzwerk gerichteter Verflechtung ziehen vor allem Unternehmen des Finanzsektors ihre Informations- und Kontrollfühler aus den Nicht-Finanzunternehmen zurück, im ungerichteten Netzwerk nehmen dagegen Beziehungen zwischen Nicht-Finanzunternehmen ab. Hypothese 1 kann als bestätigt angesehen werden.

Zweitens. Die quantitative Erosion korrespondiert nicht mit einer strukturellen Verfallsautomatik. Zwar gibt es Anzeichen, dass die Eingebundenheit der Unternehmen in kohäsive Strukturen (Cliquenstruktur, Rollenstruktur) abgenommen hat. Allerdings erscheint die Meso- oder Makrostruktur der untersuchten Teilnetzwerke als ausgesprochen robust. Einzelne Erosionserscheinungen können nicht verdecken, dass Finanz-Unternehmen nach wie vor die zentralen Akteure sind, dass sie in redundante Cliquenstrukturen eingebunden sind und dass sie konstant zum inneren Kern des Netzwerks gehören. Mehrfach geknüpfte Beziehungen bleiben stabil und die Gesamtgestalt des Netzwerks als Zentrum-Peripherie-Struktur wird vollständig reproduziert. Dieser Befund kann mit dem stabilen Anteil von Mehrfachverflechtungen erklärt werden, welche die strukturelle Aushöhlung des Netzwerks verhindern. Die Hypothesen 2a, 2b und 2c finden keine Unterstützung.

5 Ein Marktmechanismus als neuer institutioneller Kern des deutschen Unternehmenskontroll-Systems?

Wie in Abschnitt 2 herausgestellt wurde, stellt der Markt für Unternehmenskontrolle einen alternativen Governance-Mechanismus zur Koordination wirtschaftlichen Handelns dar. Zunächst ist kurz zu erläutern, was unter einem solchen Markt zu verstehen ist. Anschließend sind die Potenziale abzuschätzen, die ein solcher Markt für Unternehmenskontrolle in Deutschland hat.

Der Markt für Unternehmenskontrolle wird in der Literatur definiert als Einrichtung zur Lösung des „*principal agent*“-Problems, mithilfe welcher Aktionäre als Inhaber von Eigentumsrechten an Unternehmen sicherstellen können, dass die mit der Wertsteigerung ihres Eigentums beauftragten Manager tatsächlich die ihnen anvertrauten Verfügungsrechte effizient verwalten (Manne 1965). Effizientes, das heißt den Wert eines Unternehmens steigerndes manageriales Handeln spiegelt sich wider in hohen Aktienkursen und positiven Periodenergebnissen. Die Eigentümer haben in diesem Fall keine Anreize, ihre Anteile an

den Aktienmärkten zu veräußern. Sinkende Aktienkurse indizieren dagegen wenig zukunftsfähige, mithin ineffiziente Unternehmensstrategien des amtierenden Managements. Mit sinkendem Aktienkurs steigt die Wahrscheinlichkeit, dass fremde Bieter auf den Plan treten, die das Unternehmen auf den Pfad der Produktivität zurückbringen wollen, indem sie ein neues Managementteam einsetzen. Gleichzeitig steigt die Bereitschaft der bisherigen Anteilseigner, ihre Eigentumstitel an den fremden Bieter gegen einen Aufschlag zu veräußern. Wird eine Übernahmeofferte abgegeben und liegt der Angebotspreis so weit oberhalb des Aktienkurses, dass die Aktionäre eine attraktive Prämie einstreichen und die mit der Auswechslung des Managements antizipierte Wertsteigerung zumindest dem an die Zielaktionäre ausgezahlten Barwert plus der entstehenden Transaktionskosten entspricht, kommt es zum Transfer der Eigentums- und gleichzeitig Verfügungsrechte (Jensen und Ruback 1983: 5f.). Der Markt für Unternehmenskontrolle bewertet somit die Kontrollrechte an Unternehmen und transferiert sie im Fall ineffizienten Managements.^{14 15}

Kontrollwechsel bzw. Kontrolltransfers können auf unterschiedliche Weise vonstatten gehen (vgl. Abb. 2). Neben der vor allem in den USA verbreiteten Stimmrechtsbeleihung (proxy contests) gehören hierzu gemeinschaftlich ausgehandelte Unternehmenszusammenschlüsse (mergers) und drei Formen des Aktienankaufs. Relativ unumstritten ist in der Literatur, dass von diesen drei Formen zum einen sukzessiver Aktienankauf, der bei Erreichen einer bestimmten Schwelle (z.B. 30 Prozent) zu öffentlichen Pflichtofferten an die Aktionäre des Zielunternehmens führt, und zum anderen freiwillige öffentliche Übernahmeofferten zum Markt für Unternehmenskontrolle zählen (gepunktete Einrahmung in Abb. 2). In diesem Sinne werden letztlich „(...) Mehrheitsbeteiligungen durch massenhaften, öffentlichen Aufkauf von Beteiligungstiteln gebildet (...), mit dem Ziel, Einfluss auf die Unternehmenspolitik der Gesellschaft zu nehmen“ (Flassak 1995: 148).

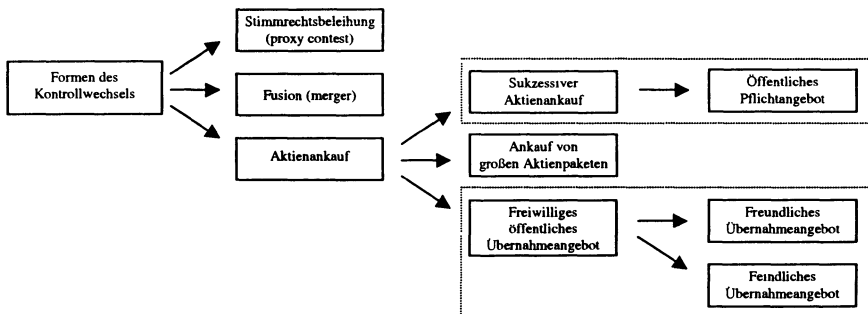
Umstritten ist dagegen, ob der außerbörsliche Handel mit Aktienpaketen noch unter die Definition des Marktes für Unternehmenskontrolle fällt. Nach Lahmann (1994: 62) existieren „(...) unterschiedliche Auffassungen darüber, ob lediglich organisierte Wertpapierbörsen und Freiverkehrsmärkte oder auch Handelsnetzwerke von Finanzintermediären und private Handelssysteme in die De-

¹⁴ Dabei ist die idealtypische Funktion nicht nur in der konkreten Übernahme, also als „ex post“-Mechanismus zu sehen: die Überlegung ist vielmehr, dass Manager den möglichen Kontrollwechsel antizipieren und alles daran setzen werden, das Unternehmen durch geeignete Maßnahmen auf den Weg der Effizienz zurückzuführen. In dieser Form sorgt dieser Markt ebenso für eine „ex ante“-Steuerung managerialen Handelns (Flassak 1995: 160).

¹⁵ Dieser Marktmechanismus wird in den Wirtschaftswissenschaften als effizient betrachtet. Allerdings gibt es für die von Manne (1965) und Jensen und Ruback (1983) postulierte Theorie ambivalente empirische Ergebnisse (vgl. Jenkinson und Mayer 1994, Walsh und Kosnik 1993).

finition eingeschlossen werden sollen.“¹⁶ Eine Reihe empirischer Studien hat insbesondere für Deutschland den außerbörslichen Ankauf von Aktienpaketen und die daraus resultierenden Verschiebungen in der Eigentümerstruktur untersucht. Franks und Mayer (1998) und Jenkinson und Ljungqvist (1999) analysieren einzelne Transferfälle von großen Aktienpaketen, die aufgrund ihres „feindlichen“ Charakters öffentlich Schlagzeilen gemacht haben. Köke (2001) erörtert mit einem umfangreichen Unternehmenssample die aggregierten Transferaktivitäten zwischen 1987 und 1994 und kommt zu dem Ergebnis „(...) that Germany has an active market for large share blocks“ (Köke 2001: 16). Während Jenkinson und Ljungqvist (1999) und Köke (2001) die Blockverkäufe dem Markt für Unternehmenskontrolle zurechnen, verdeutlichen sie nach Franks und Mayer (1998: 1386) gerade die Funktionsweise des insiderorientierten Kontrollsystems: „(...) they allow us to observe the operation of German corporate governance and the behaviour of banks with an unusual measure of clarity.“

Abbildung 2: Systematik von Kontrollwechsel-Formen



Quelle: eigene Erstellung (vgl. Manne 1965: 114ff, Flassak 1995: 150ff).

Im Weiteren werden außerbörslich organisierte Transfers von Aktienpaketen nicht zum Markt für Unternehmenskontrolle gerechnet. Zum einen erfolgen diese Kontrolltransfers unter Rückgriff auf jenes in Abschnitt 4 analysierte Personalverflechtungsnetzwerk von Eigentümer-Managern, die neben ihrer Leitungsfunktion im eigenen Unternehmen gleichzeitig die des Eigentümers in anderen Unternehmen wahrnehmen. Die Reallokation von Aktienpaketen in diesem Netzwerk kann dabei durchaus „feindlichen“ Charakter haben, wenn sich konkurrierende *soziale Kreise* gegenüberstehen. Weil aber diese sozialen Kreise regelmäßig miteinander verflochten sind, werden Konkurrenz und Kooperation auf spezifische Weise miteinander verschmolzen (Windolf 1997: 102). Zum

¹⁶ Aufschlussreich hierzu ist auch die Diskussion in Gröner (1992: 32f).

zweiten ist der außerbörsliche Transfer von Aktienpaketen nur entfernt mit der von Manne (1965) und Jensen und Ruback (1983) entworfenen Konzeption informationseffizienter Aktienmärkte vereinbar. Die Fallbeschreibungen in Franks und Mayer (1998) und Jenkinson und Ljunqvist (1999) legen beredtes Zeugnis ab über die informellen und insiderhaften Transferabläufe, in denen gerade Nicht-Aktionären (Banken, politische Akteure) eine wichtige Rolle zufällt und in welchen Kleinaktionäre nicht an den gezahlten Paketzuschlägen beteiligt werden (vgl. Wenger und Hecker 1995).

Folglich soll gefragt werden, wie die gegenwärtige Praxis von öffentlichen Übernahmeofferten an deutschen Aktienmärkten beschaffen ist. Weiterhin wird gefragt, wie viele Aktiengesellschaften an einem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle überhaupt in toto angeboten und erworben werden können.

Für die Beantwortung der ersten Frage kann die Statistik der durch die Übernahmekommission zwischen 1996 und 2001 dokumentierten Übernahmeofferten herangezogen werden, die in Tabelle 6 dargestellt ist. Die Übernahmekommission, die mit der Verabschiedung des Übernahmekodex 1995 eingerichtet wurde und deren Verantwortlichkeit mit dem 2001 verabschiedeten Übernahmegesetz¹⁷ seit 2002 vom neugeschaffenen Bundesaufsichtsamt für Finanzdienstleistungen (BaFin) wahrgenommen wird, unterscheidet zwischen freiwilligen Übernahmeangeboten, Pflichtangeboten und kritisierten Übernahmeangeboten. Alle drei Übernahmetypen sind dem Markt für Unternehmenskontrolle zuzurechnen.¹⁸

Tabelle 6 zeigt, dass die Zahl der freiwilligen Übernahmeangebote seit 1996 stark ansteigt und im Jahr 2000 mit 38 Offerten einen vorläufigen Höhepunkt erreicht. Gleiches gilt für die Pflichtangebote. Allein die Anzahl der Offerten ist nur eine Seite der Medaille. Zusätzlich ist der Aktienanteil, den der Bieter vor Angebotsabgabe in den eigenen Händen hält, zu ermitteln. Hierbei ergibt sich ein erstaunlicher Befund. Definiert man Anteile über 50 Prozent als nominale Kontrollmehrheit, dann zeigt sich, dass im Zeitverlauf drei Viertel aller Übernahmeofferten abgegeben werden, um bestehende Kontrollanteile zu konsolidieren. Diese Offerten haben wenig bzw. gar nichts mit dem zu tun, was in der Theorie des Marktes für Unternehmenskontrolle über die Typik von öffentlichen Übernahmen gesagt wird.

¹⁷ Das „Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“, kurz Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), wurde am 16. November 2001 vom Deutschen Bundestag verabschiedet. Für einen Überblick zum Regelungsumfang vgl. Albach (2002) und Schmidt und Prigge (2002).

¹⁸ Kritisiert heißt, dass der (frühere) Übernahmekodex verletzt wurde. Diese Fälle werden im Folgenden nicht weiter berücksichtigt.

Tabelle 6: Öffentliche Übernahmeofferten in Deutschland zwischen 1996 und 2001

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Freiwillige Übernahmeangebote	13	13	20	31	38	25
Bieter hält > 50% vor Angebotsabgabe	12	8	17	21	27	19
Bieter hält < 25% vor Angebotsabgabe	1	1	3	1	7	4
davon Fusionen	--	1	1	--	k.A.	1
Pflichtangebote	--	3	2	1	12	8
Bieter hält > 50% vor Angebotsabgabe	--	3	2	1	11*	8
Summe	13	16	22	32	50	33

* für einen Fall keine Angabe erhältlich

Quelle: <http://www.kodex.de>; Übernahmekommission (1997, 1998, 1999).

Gleiches gilt für die Pflichtangebote, bei denen die Bieter in nahezu allen Fällen deutlich mehr als 50 Prozent halten.¹⁹ Definiert man weiterhin Anteile unter 25 Prozent als Ausschluss der Sperrminorität, die es dem Bieter vor Abgabe einer freiwilligen Offerte nicht ermöglicht, Kontrolle über die Zielgesellschaft auszuüben, so fallen in den Beobachtungszeitraum 1996-2001 insgesamt 17 freiwillige Übernahmeofferten. Von diesen muss man noch drei Fusionen abziehen, die vor Angebotsabgabe ausgehandelt wurden, also außerbörslich arrangiert sind. Es bleiben somit 14 echte Übernahmeofferten binnen 6 Jahren. Auch wenn diese Zahl unsicher ist, weil für das Jahr 2000 (allein 7 Offerten) die Anzahl der Fusionen nicht bestimmt werden konnte, bedeutet dies für die betrachteten Jahre 1996 bis 2001 im Jahresdurchschnitt etwas mehr als zwei öffentliche Übernahmeofferten. Ohne das Ausnahmejahr 2000 sind es sogar nur etwas mehr als eine echte Offerte pro Jahr.

Wenn öffentliche Übernahmeofferten nicht zur Regel gehören, ist die Frage zu stellen, wer überhaupt als potenzieller Übernahmekandidat in Frage kommt. Gesucht sind somit jene börslich notierten Unternehmen, die sich mehrheitlich in Streubesitz befinden. Hierzu gibt Tabelle 7 Auskunft.

Wie in Tabelle 7 ersichtlich, gibt es im Zeitverlauf einen relativ konstanten Anteil von Unternehmen, die sich mehrheitlich in Streubesitz befinden. Definiert man mehrheitlich als Ausschluss der Sperrminorität von 75 Prozent auf den Hauptversammlungen, dann sind dies im Zeitverlauf etwa 10 Prozent der 100

¹⁹ Unternehmen mit vor Inkrafttreten des Übernahmekodex 1995 akkumulierten Kontrollanteilen – und das ist Mehrzahl der Fälle – sind von Pflichtangeboten befreit. Diese Regelung ist mit §35 auch in das neue WpÜG übernommen worden.

größten deutschen Unternehmen, auch wenn der Argumentation von Becht und Böhmer (1999) folgend der wahre Anteil eher geringer ausfallen dürfte. Von den 10 Unternehmen, die sich 2000 in mindestens 75-prozentigem Streubesitz befinden, sind alle börslich notiert, 7 befinden sich im DAX 30 und die Mehrzahl weist überdurchschnittlich hohe Anteile institutioneller Anleger auf. Es handelt sich um Continental, Siemens, Deutsche Lufthansa, Bayer, Vodafone Gruppe, Deutsche Bank, Commerzbank, K+S Aktiengesellschaft, DaimlerChrysler und Volkswagen.

Tabelle 7: Anzahl der 100 größten deutschen Unternehmen in Streubesitz

	1988	1990	1992	1994	1996	1998	2000
> 50% Streubesitz	28	30	29	29	27	22	20
> 75% Streubesitz	9	6	13	13	11	12	10

Quelle: Monopolkommission (1992, 1996, 2000, 2002).

An anderer Stelle habe ich die Vermutung geäußert, dass es sich bei diesen Unternehmen um ein Segment handelt, für welches die Kontrollbedingungen des externen Governance-Mechanismus gelten (Heinze 2001: 667f). Dieses Segment ist relativ klein und weist kein sektorales Profil auf. Als Fazit kann festgehalten werden, dass es bisher offensichtlich keine kritische Masse von Unternehmen gibt, die auf einem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle gehandelt werden können.

6 Diskussion

Was ist aus den empirischen Befunden insgesamt zu schlussfolgern? Kann die Leitfrage, ob es mehr Stabilität oder mehr Wandel gibt, beantwortet werden?

Abschnitt 3 hat gezeigt, dass die empirischen Befunde für die institutionellen Randbedingungen des deutschen Unternehmenskontroll-Systems auf ein *uneinheitliches Gesamtbild* deuten. Es erscheint schwer, aus den gegenwärtigen Veränderungs- und Beharrungstendenzen eine klare Entwicklungsrichtung zu destillieren. Aus diesem Grund wurden im Folgenden der historisch tradierte institutionelle Kern des deutschen Unternehmenskontroll-Systems (Personalverflechtungsnetzwerk) strukturell untersucht und die Potenziale eines alternativen institutionellen Kerns (Marktmechanismus) abgeschätzt.

Abschnitt 4 hat gezeigt, dass die quantitative Erosion von Verflechtungsbeziehungen nicht korrespondiert mit dem Verschwinden zentraler Strukturmomente des Personalverflechtungsnetzwerks. Zwar geht die Verflechtungsdichte absolut zurück, und zwar in stärkerem Maße im Teilnetzwerk der gerichteten

Beziehungen (outdegree), wo Unternehmen des Finanzsektors verstärkt ihre Informations- und Kontrollfühler aus den Nicht-Finanzunternehmen zurückziehen, als im Teilnetzwerk der ungerichteten Beziehungen (degree), wo die Beziehungen zwischen Nicht-Finanzunternehmen abnehmen. Allerdings reproduziert sich die Struktur des Personalverflechtungsnetzwerks im Großen und Ganzen. Dies hängt offensichtlich zusammen mit dem stabilen Anteil von Mehrfachverflechtungen, welche die strukturelle Aushöhlung des Netzwerks verhindern.

Abschnitt 5 hat gezeigt, dass drei Viertel der bisherigen Übernahmeofferten Konsolidierungscharakter haben, das heißt bestehende Kontrollverhältnisse ausbauen. Zudem gibt es bisher keine kritische Masse von Unternehmen, die auf einem deutschen Markt für Unternehmenskontrolle gehandelt werden können. Nur für 10 Prozent der größten 100 deutschen Unternehmen kommt aufgrund ihrer breiten Aktienstreuung jene Kontrollwechseltypik in Frage, welche die angelsächsischen „markets for corporate control“ kennzeichnet.

Zu schlussfolgern ist deshalb, dass der institutionelle Wandel bislang keine fundamentalen Züge trägt. Der Markt-Mechanismus hat sich auf der Unternehmenskontroll-Systemebene nicht soviel Platz verschaffen können, dass damit die Funktion des strukturell nach wie vor intakten Netzwerks nachhaltig geschwächt worden wäre. Netzwerk-Governance durch das Personalverflechtungsnetzwerk scheint vorerst kein Auslaufmodell zu sein. Der Wandel am institutionellen Kern des deutschen Unternehmenskontroll-Systems hat sich in Grenzen gehalten. Gestützt wird diese Schlussfolgerung, insbesondere mit Blick auf Abschnitt 4, durch eine Simulationsanalyse der Kapitalverflechtungsmatrix deutscher Großunternehmen, die zeigt, dass es massiver Umstrukturierungen bedürfte, um die Auflösung des Netzwerk der Kapitalverflechtung großer deutscher Unternehmen in seiner gegenwärtigen Form herbeizuführen (Kogut und Walker 2001).

Literatur

- Adams, M. (1994): Die Usurpation Von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtung in der „Deutschland AG“, in: Die Aktiengesellschaft 4: 148-158.
- Albach, H. (2002): Das neue Übernahmegesetz, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 72: 449-455.
- Becht, M. und E. Boehmer (1999): Transparency of Ownership and Control in Germany, Working Paper, Humboldt-Universität, Berlin.
- Beyer, J. (1996): Governance Structures. Unternehmensverflechtungen und Unternehmenserfolg im internationalen Vergleich, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 3/96: 79-101.
- Beyer, J. (2002): Deutschland AG a.D. Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen, MPIfG Working Paper 02/4, Köln.
- Beyer, J. und A. Hassel (2002): The Effects of Convergence: Internationalization and the Changing Distribution of Net Value Added in Large German Firms, in: Economy and Society 31: 309-332.
- Borgatti, S. et al. (1999): Ucinet 5 for Windows: Software for Social Network Analysis, Natick.
- Buddenbrock, A. von (1999): Abwehrstrategien gegen feindliche Übernahmen, S. 277-287 in: R. von Rosen und W. G. Seifert (Hrsg.): Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Eschborn.

- Deutsche Bank* (2001): Die Corporate Governance-Grundsätze der Deutschen Bank. Corporate Governance als Teil des Selbstverständnisses der Deutschen Bank, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank*, Hrsg. (2001): Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991-2000, Statistische Sonderveröffentlichung 4, Frankfurt am Main.
- Dickerson, A. P. et al.* (1998): Takeover Risk and the Market for Corporate Control. The Experience of British Firms in the 1970s and 1980s, Working Paper, University of Kent, Canterbury.
- Emmerich, V. und J. Sonnenschein* (1996): Konzernrecht, München.
- Flassak, H.* (1995): Der Markt für Unternehmenskontrolle. Eine ökonomische Analyse vor dem Hintergrund des deutschen Gesellschaftsrechts, Köln.
- Fohlin, C.* (1999): The Rise of Interlocking Directorates in Imperial Germany, in: *Economic History Review* 52: 307-333.
- Franks, J. und C. Mayer* (1995): Ownership and Control. S. 171-195 in: *H. Siebert* (Hrsg.): Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation Increase Competitiveness?, Tübingen.
- Franks, J. und C. Mayer* (1998): Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany, in: *Journal of Banking and Finance* 22: 1385-1403.
- Goyer, M.* (2001): Corporate Governance and the Innovation System in France 1985-2000, in: *Industry and Innovation* 8: 135-158.
- Gröner, H.*, Hrsg. (1992): Der Markt für Unternehmenskontrollen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, Berlin.
- Hall, P. und D. Soskice* (2001): An Introduction to Varieties of Capitalism. S. 1-68 in: *P. Hall und D. Soskice* (Hrsg.): Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage, Cambridge.
- Heinze, T.* (2001): Transformation des deutschen Unternehmenskontroll-Systems?, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 53: 641-675.
- Heinze, T.* (2002a): Die Frage der institutionellen Kontinuitäten im deutschen Unternehmenskontroll-System, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 54: 369-372.
- Heinze, T.* (2002b): Die Struktur der Personalverflechtung großer deutscher Aktiengesellschaften zwischen 1989 und 2001, in: *Zeitschrift für Soziologie* 31: 391-410.
- Hilferding, R.* (1968) [1910]: Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus, Frankfurt am Main.
- Höpner, M. und G. Jackson* (2001): Entsteht ein Markt für Unternehmenskontrolle? Der Fall Mannesmann, in: *Leviathan* 29: 544-563.
- Hoppenstedt*, Hrsg. (1989): Saling Aktienführer 1990, Darmstadt.
- Hoppenstedt*, Hrsg. (2001): Marketing-CD Firmendatenbank 2/2001, Darmstadt.
- Hopt, K. J.* (2000): Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa?, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 29: 779-818.
- Jansen, D.* (1999): Einführung in die Netzwerkanalyse. Grundlagen, Methoden, Anwendungen, Opladen.
- Jeidels, O.* (1905): Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie mit besonderer Berücksichtigung der Eisenindustrie, Leipzig.
- Jenkinson, T. und A. Ljungqvist* (1999): The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance, Working Paper, Oxford University, Oxford.
- Jenkinson, T. und C. Mayer* (1994): Hostile Takeovers. Defence, Attack and Corporate Governance, London.
- Jensen, M. C. und R. S. Ruback* (1983): The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence, in: *Journal of Financial Economics* 11: 5-50.
- Jürgens, U., Naumann, K. und J. Rupp* (2000): Shareholder Value in an Adverse Environment: the German Case, in: *Economy and Society* 29: 54-79.

- Kogut, B. und G. Walker (2001): The Small World of Germany and the Durability of National Networks, in: *American Sociological Review* 66: 317-335.
- Köke, J. (2001): Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, Causes, and Consequences, Working Paper, Centre for European Economic Research, Mannheim.
- Korn/Ferry International, Hrsg. (1998): *European Boards of Directors Study 1998*, London.
- Lahmann, K. (1994): *Insiderhandel. Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas*, Berlin.
- Manne, H. G. (1965): Mergers and the Market for Corporate Control, in: *Journal of Political Economy* 73: 110-120.
- Mayer, C. (1994): Stock-markets, Financial Institutions, and Corporate Performance. S. 179-194 in: N. Dimsdale und M. Prevezer (Hrsg.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford.
- Monopolkommission, Hrsg. (1990): *Hauptgutachten 1988/89. Wettbewerbspolitik vor neuen Herausforderungen*. Baden-Baden.
- Monopolkommission, Hrsg. (1996): *Hauptgutachten XI (1994/95): Wettbewerbspolitik in Zeiten des Umbruchs*, Baden-Baden.
- Monopolkommission, Hrsg. (2000): *Hauptgutachten 1998/99. Wettbewerbspolitik in Netzstrukturen*, Baden-Baden.
- Monopolkommission, Hrsg. (2002): *Hauptgutachten 2000/2001. Netzettbewerb durch Regulierung*, Baden-Baden.
- Riesser, J. (1910): Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhang mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland, Jena.
- Schmidt, H. und S. Prigge (2002): Übernahmekonzeptionen und Übernahmengesetz, in: *Die Betriebswirtschaft* 62: 225-241.
- Singh, A. (1975): Take-Overs, Economic Natural Selection, and the Theory of the Firm. Evidence from the Postwar United Kingdom Experience, in: *Economic Journal* 85: 497-515.
- Soskice, D. (1999): Divergent Production Regimes. Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s. S. 271-289 in: H. Kitschelt et al. (Hrsg.), *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*, Cambridge.
- Übernahmekommission, Hrsg. (1997): *Öffentliche Kauf- und Umtauschangebote nach dem Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, Bd.1*, Frankfurt am Main.
- Übernahmekommission, Hrsg. (1998): *Öffentliche Kauf- und Umtauschangebote nach dem Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, Bd.2*, Frankfurt am Main.
- Übernahmekommission, Hrsg. (1999): *Öffentliche Kauf- und Umtauschangebote nach dem Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen vom 14. Juli 1995, Bd.3*, Frankfurt am Main.
- Utzig, S. (2002): Corporate Governance, Shareholder Value und Aktienoptionen – die Lehren aus Enron, Worldcom und Co., in: *Die Bank* 9/2002: 594-597.
- Vitols, S. (2001): Varieties of Corporate Governance: Comparing Germany and the UK. S. 337-360 in: P. Hall und D. Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism: Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Cambridge.
- Walsh, J. P. und R. D. Kosnik (1993): Corporate Raiders and their disciplinary role in the Market for Corporate Control, in: *Academy of Management Journal* 36: 671-700.
- Wasserman, S. und K. Faust (1999): *Social Network Analysis. Methods and Applications*, 2nd Edition, Cambridge (UK).
- Wenger, E. und P. Hecker (1995): Übernahme- und Abfindungsregeln am deutschen Aktienmarkt, in: *IFO-Studien* 41: 51-87.

- Windolf, P.* (1994): Die neuen Eigentümer. Eine Analyse des Marktes für Unternehmenskontrolle, in: *Zeitschrift für Soziologie* 23: 79-92.
- Windolf, P.* (1997): Eigentum und Herrschaft. Elitenetzwerke in Deutschland und Großbritannien, in: *Leviathan* 25: 76-106.
- Windolf, P.* (2001): The Transformation of Rhenanian Capitalism. Paper to the Conference on Shareholder Value and Globalization, Bad Homburg, May.
- Windolf, P. und J. Beyer* (1995): Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 47: 1-36.
- Windolf, P. und M. Nollert* (2001): Institutionen, Interessen, Netzwerke. Unternehmensverflechtung im internationalen Vergleich, in: *Politische Vierteljahresschrift* 42: 51-78.
- Ziegler, R. et al.* (1985): Industry and Banking in the German Corporate Network. S. 91-111 in: *F. N. Stokman et al.*, (Hrsg.), *Networks of Corporate Power. A Comparative Analysis of Ten Countries*, Cambridge.
- Ziegler, R.* (1984): Das Netz der Personen- und Kapitalverflechtungen deutscher und österreichischer Unternehmen, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 36: 557-584.