

Geleitwort

Die Forschung zum Einfluss der Unternehmensverfassung auf den Effizienzgrad einer Aktiengesellschaft erlebt seit zehn Jahren eine neue Blüte. Das hat zu einer Reihe von Untersuchungen zur Aktionärsstruktur geführt. Erstaunlich wenig Aufmerksamkeit fand jedoch selbst in Europa die naheliegende Frage, ob mehrere Großaktionäre eine Verbesserung der Aktionärsstruktur gegenüber nur einem Hauptaktionär darstellen. Eine Verbesserung scheint plausibel, weil sich gegenseitiges Überwachen lohnen kann. Löhnen könnte sich aber auch die gemeinsame Ausbeutung der Streubesitzaktionäre. Praktisch relevant wird die Frage nach Konspiration oder gegenseitiger Überwachung natürlich erst dann, wenn es Gesellschaften mit mehreren Großaktionären gibt. Tatsächlich haben, wie man dank der neuen kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten weiß, knapp die Hälfte der amtlich notierten deutschen Aktiengesellschaften wenigstens zwei Aktionäre mit einem Stimmenanteil von mindestens 5%.

Die Arbeit von Sven Kehren setzt sich zum Ziel, die Interaktion von Paketaktionären genauer zu untersuchen. Gegenstand ist der Zusammenhang zwischen Aktionärsstruktur, Machtverhältnissen und Unternehmenserfolg. Weitere Paketaktionäre, so die theoretische Literatur, können den Agency-Konflikt zwischen dem geschäftsführenden Hauptaktionär und den übrigen Aktionären auf unterschiedliche Art und Weise lindern: durch Überwachungsanreize außenstehender Paketaktionäre, über die Verringerung des Machtpotentials des Hauptaktionärs, den geringeren Fehlanreiz des höheren Kapitalanteils bei gemeinsamer Geschäftsführung oder wegen der Verhandlungsprobleme bei der Verteilung von Sondervorteilen.

Die Operationalisierung von Macht und Einfluss der Aktionäre ist Voraussetzung für vertiefte Analysen der Aktionärsstruktur und ihrer Auswirkungen, z.B. für eine Regression des Unternehmenserfolgs auf die Aktionärsstruktur. Die Aktionärsstruktur ist mehrdimensional. Aus der Spieltheorie sind Machtindizes entstanden. Herr Kehren setzt verschiedene Varianten des Banzhaf- und des Shapley-Shubik-Indizes ein, um die Aktionärsstruktur zu erfassen. Die beiden Machtindizes scheinen das Machtpotential der Aktionäre besser abzubilden als der Stimmenanteil des Hauptaktionärs, da in ihre Berechnung die Anteile aller Aktionäre und das Mehrheitserfordernis eingehen. Um die Anteile, die in einen Machtindex eingehen, richtig zu erfassen, muss geprüft werden, ob hinter verschiedenen Aktionären nicht letztlich derselbe Entscheidungsträger steht, gleichgültig über wie viele Zwischenglieder der Einfluss wirkt. Herr Kehren entwickelt einen eigenen Ansatz um sicherzustellen, dass er in

seinen Aktionärsstrukturen diese weisungsgebenden Aktionäre und damit die letzten Glieder der Kette erfasst.

Die Untersuchungen zu Paketaktionären, Macht und Unternehmenserfolg in Deutschland haben noch nicht auf die Aktionärsdaten zurückgegriffen, die jetzt dank der Veröffentlichungspflichten des Wertpapierhandelsgesetzes verfügbar und genauer als die bisherigen Daten sind. Das wird hier nachgeholt. Die Daten zum Erfolg deutscher Aktiengesellschaften für die Jahre 1996 bis 2000 wurden aus verschiedenen Quellen zusammengeführt. Multiple Regressionsmodelle und nichtlineare univariate Techniken ergeben nur schwache Zusammenhänge zwischen Aktionärsstruktur und Unternehmenserfolg. Auch der erwartete positive Einfluss eines zweitgrößten Paketaktionärs auf den Unternehmenserfolg ist nur schwach ausgeprägt. Das wirft die Frage auf, ob es an Überwachung oder an der Notwendigkeit dazu fehlt, weil sich die vielen Hauptaktionäre gar nicht so opportunistisch verhalten, wie die Wissenschaft glaubt.

Hartmut Schmidt