

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	9
Abbildungsverzeichnis	13
Tabellenverzeichnis	16
Abkürzungsverzeichnis	19
1 Einleitung	22
1.1 Problemstellung	22
1.2 Vorgehensweise	24
2 Institutionelle Investoren	27
2.1 Definition und Abgrenzung institutioneller Investoren	27
2.2 Bedeutung der institutionellen Investoren	29
2.2.1 Wachstum und Zusammensetzung der verwalteten Vermögen	29
2.2.2 Veränderung der Aktionärsstrukturen	32
2.2.3 Erwartete zukünftige Entwicklung	34
2.3 Implikationen der zunehmenden Institutionalisierung	35
2.3.1 Zukünftige Rolle der privaten Investoren	35
2.3.2 Zukünftige Rolle der institutionellen Investoren bei der Finanzierung von KMU	40
2.3.3 Veränderung der Marktstruktur	43
2.3.3.1 Bedürfnisse institutioneller Investoren	45
2.3.3.2 Marktmodelle bestehender Wertpapierbörsen	48
2.3.3.3 Aufkommen alternativer Handelsplattformen	51
2.3.4 Langfrist- versus Kurzfristorientierung	53
2.3.5 Deutsche Aktionärsstrukturen zwischen Fest- und Streubesitz	57
2.4 Zusammenfassung	61
3 Corporate Governance	63
3.1 Definition und Einordnung von Corporate Governance	63
3.2 Corporate Governance durch institutionelle Investoren	65
3.2.1 Theoretischer Überblick zur Corporate Governance	65
3.2.2 Prinzipal-Agent-Theorie	65
3.2.3 Theorie der Verfügungsrechte	68
3.3 Implikationen der Corporate Governance durch institutionelle Investoren	71
3.3.1 Potentielle positive Effekte	71

3.3.2	Potentielle negative Effekte	75
3.4	Internationaler Vergleich der Corporate Governance	79
3.4.1	Vergleich nationaler Finanzsysteme	79
3.4.2	Vergleich nationaler Systeme der Corporate Governance	81
3.5	Corporate Governance in Deutschland	86
3.5.1	Beschreibung der am Corporate-Governance-Prozess Beteiligten	86
3.5.2	Corporate Governance in Deutschland nach Einführung des KonTraG	89
3.6	Empirische Untersuchungen zur Beurteilung des Shareholder Activism	93
3.7	Zusammenfassung	100
4	Trade-off zwischen Liquidität und Corporate Governance	102
4.1	Exit versus Voice	102
4.2	Theoretische Ansätze zur Modellierung des Trade-offs zwischen Liquidität und Corporate Governance	104
4.2.1	Modelle auf Basis von Liquiditätsüberlegungen	105
4.2.1.1	Der Ansatz von COFFEE (1991)	105
4.2.1.2	Der Ansatz von BHITE (1993)	108
4.2.1.3	Das Modell von ADMATI/PFLEIDERER/ZECHNER (1994)	111
4.2.1.4	Das Modell von BOLTON/THADDEN (1998)	112
4.2.2	Modelle bei asymmetrischer Informationsverteilung	119
4.2.2.1	Das Modell von HOLMSTRÖM/TIROLE (1993)	119
4.2.2.2	Das Modell von MAUG (1998)	121
4.2.2.3	Das Modell von KAHN/WINTON (1998)	126
4.3	Empirische Befunde	133
4.4	Zusammenfassung und Zwischenfazit	138
5	Empirische Analyse des Anlageverhaltens institutioneller Investoren in Deutschland und ihrer Einstellung zur Corporate Governance	141
5.1	Ziel und Durchführung der Untersuchung	141
5.2	Profil der Befragten	143
5.3	Umfrageergebnisse zu Corporate Governance	148
5.3.1	Erwartungen und Einstellungen der Investoren	148
5.3.2	Bedeutung der Corporate Governance	149
5.3.3	Bisherige Aktivitäten auf dem Gebiet der Corporate Governance	153
5.4	Zukünftige Anforderungen an Unternehmen und Gesetzgeber	163

5.5	Handelsmotivation und -aktivität der institutionellen Investoren	166
5.6	Non-Response-Analyse	171
5.7	Zusammenfassung und Zwischenfazit	173
6	Empirische Analyse der Investor-Relations-Aktivitäten deutscher Aktiengesellschaften und ihrer Einstellung zur Corporate Governance	175
6.1	Ziel und Durchführung der Untersuchung	175
6.2	Profil der Befragten	177
6.3	Bedeutung der Investor Relations	186
6.4	Potentieller Einfluß der Investoren auf Unternehmensentscheidungen	194
6.5	Bedeutung der Corporate Governance	200
6.5.1	Zukünftige Rolle der Corporate Governance	200
6.5.2	Beurteilung eines freiwilligen Verhaltenskodex	208
6.5.3	Beurteilung des KonTraG	211
6.6	Non-Response-Analyse	214
6.7	Zusammenfassung und Zwischenfazit	216
7	Empirische Analyse des Trade-offs zwischen Liquidität und Corporate Governance am deutschen Aktienmarkt	218
7.1	Untersuchte Fragestellung und Vorgehensweise	218
7.2	Generierung von Hypothesen	220
7.3	Datenquellen	227
7.4	Verwendete Variablen	230
7.5	Deskriptive Ergebnisse	237
7.6	Schätzgleichung	246
7.7	Schätzergebnisse	249
7.7.1	Probit-Regressionen	249
7.7.2	Tobit-Regressionen für das Jahr 1997	251
7.7.3	Tobit-Regressionen für das Jahr 1993 und Vergleich zwischen 1997 und 1993	257
7.8	Zusammenfassung und Zwischenfazit	260
8	Schlußbetrachtung	262
8.1	Zusammenfassung der Ergebnisse	262
8.2	Handlungsempfehlungen	269
Anhang 1:	Ergänzende Tabellen zu den Kapiteln 5, 6 und 7	273

Anhang 2: Originalfragebogen der Umfrage unter institutionellen Investoren (vgl. Kapitel 5)	296
Anhang 3: Originalfragebogen der Umfrage unter deutschen Aktiengesellschaften (vgl. Kapitel 6)	315
Verzeichnis der verwendeten Literatur	328
Verzeichnis der verwendeten Gesetzestexte, Gesetzesvorlagen und sonstigen Quellen	351

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 5-1:	Zuordnung der Befragten zu Berufsgruppen	143
Abbildung 5-2:	Art der Anlageentscheidungen	143
Abbildung 5-3:	Marktwert des verwalteten Aktienvermögens	144
Abbildung 5-4:	Anzahl der Aktiengesellschaften, in die investiert wird	145
Abbildung 5-5:	Aufteilung des Vermögens	146
Abbildung 5-6:	Mehrheitsverhältnisse	147
Abbildung 5-7:	Stellungnahmen zu verschiedenen Thesen	148
Abbildung 5-8:	Berücksichtigung des Einflusses bei Anlageentscheidungen	150
Abbildung 5-9:	Zukünftig stärkere Auseinandersetzung mit der Corporate Governance (inländische Teilnehmer)	151
Abbildung 5-10:	Zukünftig stärkere Auseinandersetzung mit der Corporate Governance (ausländische Teilnehmer)	152
Abbildung 5-11:	Eigenständige Ausübung des Stimmrechts	155
Abbildung 5-12:	Anzahl der Vorschläge auf Hauptversammlungen	156
Abbildung 5-13:	Gebrauch der Rederechte auf Hauptversammlungen	156
Abbildung 5-14:	Anzahl der persönlichen Gespräche im vergangenen Jahr	157
Abbildung 5-15:	Angesprochene Themengebiete bei persönlichen Gesprächen	158
Abbildung 5-16:	Existenz eines Kriterienkatalogs bezüglich Unternehmenskontrolle	159
Abbildung 5-17:	Bedeutung einzelner Kriterien für effektive Corporate Governance	160
Abbildung 5-18:	Eingeleitete Maßnahmen bei Nichterfüllung der Anforderungen	162
Abbildung 5-19:	Bedeutung verschiedener Anreize	163
Abbildung 5-20:	Faktoren, die die Veränderung von Aktienpositionen bestimmen	167
Abbildung 5-21:	Gründe für einen sofortigen Abschluß	168
Abbildung 5-22:	Haltedauer einer Aktienposition in Monaten	169
Abbildung 5-23:	Ordervolumen pro Transaktion in Mio. DM	170
Abbildung 6-1:	Umsatzhöhe im abgelaufenen Geschäftsjahr	177
Abbildung 6-2:	Zum Börsenhandel zugelassenes Grundkapital	178
Abbildung 6-3:	Jahr der letzten Aktionärserhebung	179
Abbildung 6-4:	Anteil institutioneller Investoren am Grundkapital	180
Abbildung 6-5:	Anteil ausländischer Aktionäre am Grundkapital	181

Abbildung 6-6:	Festbesitzanteil vom Grundkapital	182
Abbildung 6-7:	Akzeptanz des freiwilligen Übernahmekodex	184
Abbildung 6-8:	Listing an ausländischen Börsen	185
Abbildung 6-9:	Existenz von Investor-Relations-Abteilungen	187
Abbildung 6-10:	Ziele der Investor-Relations-Arbeit	189
Abbildung 6-11:	Informationsbedarf von institutionellen Investoren und Analysten	190
Abbildung 6-12:	Informationskanäle für institutionelle Investoren und Analysten (Gesamtbetrachtung)	191
Abbildung 6-13:	Informationskanäle für institutionelle Investoren und Analysten (Teilbetrachtung)	192
Abbildung 6-14:	Kontaktfrequenz zu Investoren und Multiplikatoren (Gesamtbetrachtung)	195
Abbildung 6-15:	Kontaktfrequenz zu Investoren und Multiplikatoren (Teilbetrachtung)	196
Abbildung 6-16:	Wege der Einflußnahme institutioneller Investoren auf die Unternehmensstrategie	197
Abbildung 6-17:	Reaktionsmöglichkeiten auf erhöhte Ansprüche von institutionellen Investoren und Analysten	198
Abbildung 6-18:	Stellungnahme zu verschiedenen Thesen	200
Abbildung 6-19:	Vergleich der Antworten zwischen Unternehmen und Investoren (Stellungnahme zu verschiedenen Thesen)	201
Abbildung 6-20:	Anzahl der Vorschläge institutioneller Investoren auf Hauptversammlungen	202
Abbildung 6-21:	Anzahl der persönlichen Gespräche (One-on-Ones)	203
Abbildung 6-22:	Angesprochene Themengebiete auf Hauptversammlungen	204
Abbildung 6-23:	Angesprochene Themengebiete bei persönlichen Gesprächen	205
Abbildung 6-24:	Zukünftig stärkere Auseinandersetzung mit Corporate Governance	206
Abbildung 6-25:	Vergleich der Antworten zwischen Unternehmen und Investoren (zukünftig stärkere Auseinandersetzung mit Corporate Governance)	207
Abbildung 6-26:	Vorliegen eines freiwilligen Verhaltenskodex der Corporate Governance	210
Abbildung 6-27:	Akzeptanz eines freiwilligen Verhaltenskodex	211
Abbildung 6-28:	Beurteilung ausgewählter Regelungen des KonTraG	212

Abbildung 7-1:	KAG-Anteil in Relation zur Marktkapitalisierung	242
Abbildung 7-2:	KAG-Anteil in Relation zur Umschlagshäufigkeit	243
Abbildung 7-3:	KAG-Anteil in Relation zum Festbesitz	244
Abbildung 7-4:	KAG-Anteil in Relation zur Eigenkapitalrendite	245

Tabellenverzeichnis

Tabelle 2-1:	Wachstum des von institutionellen Anlegern verwalteten Vermögens (alle Angaben in Mrd. US-\$)	29
Tabelle 2-2:	Zusammensetzung des von institutionellen Investoren verwalteten Vermögens nach Institutsgruppen in 1997 (alle Angaben in Mrd. US-\$)	30
Tabelle 2-3:	Portfoliozusammensetzung institutioneller Investoren nach Anlageklassen in verschiedenen Jahren (in Prozent des in nationaler Währung gehaltenen Vermögens)	32
Tabelle 2-4:	Aktionärsstruktur in ausgewählten Industriestaaten (in Prozent des gesamten Aktienumschlufs)	33
Tabelle 2-5:	Die Größe der Aktienmärkte im internationalen Vergleich (Stand: Ende 1998)	36
Tabelle 3-1:	Überblick über die Ergebnisse empirischer Studien	98
Tabelle 4-1:	Überblick über die ausgewählten Modellierungsansätze	105
Tabelle 5-1:	Aufteilung der Institutionen (Prozentangaben in Klammern)	141
Tabelle 5-2:	Art des Anlageapproachs (Mehrfachnennungen möglich)	144
Tabelle 5-3:	Mutterunternehmen	147
Tabelle 5-4:	Bedeutung der effizienten Unternehmensüberwachung	150
Tabelle 5-5:	Übertragung der Stimmrechte	155
Tabelle 5-6:	Bedeutung verschiedener Anreize (in Prozent)	165
Tabelle 5-7:	Aufteilung der geplanten Stichprobe (Prozentangaben in Klammern)	171
Tabelle 5-8:	Aufteilung der Institutionen, die nicht geantwortet haben (Prozentangaben in Klammern)	171
Tabelle 6-1:	Aufteilung der Unternehmen in der Stichprobe	176
Tabelle 6-2:	Überblick über internationale Verhaltenskodizes	208
Tabelle 6-3:	Aufteilung der geplanten Stichprobe (Prozentangaben in Klammern)	214
Tabelle 6-4:	Aufteilung der Unternehmen, die nicht geantwortet haben (Prozentangaben in Klammern)	214
Tabelle 7-1:	Erwartete Vorzeichen der erklärenden Variablen	236
Tabelle 7-2:	Deskriptive Statistik für 1997	237
Tabelle 7-3:	Deskriptive Statistik für 1993	238
Tabelle 7-4:	Verzeichnis der verwendeten Einflußgrößen und Variablen	247
Tabelle 7-5:	Probit-Regressionen für das Standardmodell 1997 mit EK-Rendite und Buchwert-Marktwert-Verhältnis als erklärende Variablen	250

Tabelle 7-6:	Probit-Regressionen für das Standardmodell 1997 mit Momentum und Buchwert-Marktwert-Verhältnis als erklärende Variablen	251
Tabelle 7-7:	Standardmodell 1997 mit EK-Rendite als erklärender Variable	253
Tabelle 7-8:	Standardmodell 1997 mit Momentum als erklärender Variable	254
Tabelle 7-9:	Standardmodell 1997 mit EK-Rendite und Buchwert-Marktwert-Verhältnis als erklärende Variablen	255
Tabelle 7-10:	Standardmodell 1997 mit Momentum und Buchwert-Marktwert-Verhältnis als erklärende Variablen	256
Tabelle 7-11:	Erwartete und geschätzte Vorzeichen der erklärenden Variablen	257
Tabelle 7-12:	Standardmodell 1993 mit EK-Rendite als erklärende Variable	258
Tabelle 7-13:	Standardmodell 1997 & 1993 mit EK-Rendite als erklärende Variable	259
Tabelle A-1:	Stellungnahmen zu verschiedenen Thesen (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 5-7)	274
Tabelle A-2:	Bedeutung einzelner Kriterien für effektive Corporate Governance (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 5-17)	275
Tabelle A-3:	Bedeutung verschiedener Anreize (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 5-19)	276
Tabelle A-4:	Ziele der Investor-Relations-Arbeit (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-10)	277
Tabelle A-5:	Informationsbedarf von institutionellen Investoren und Analysten (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-11)	278
Tabelle A-6:	Informationskanäle für institutionelle Investoren und Analysten (Gesamtbetrachtung) (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-12)	279
Tabelle A-7:	Informationskanäle für institutionelle Investoren und Analysten (Teilbetrachtung) (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-13)	280
Tabelle A-8:	Kontaktfrequenz zu Investoren und Multiplikatoren (Gesamtbetrachtung) (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-14)	281
Tabelle A-9:	Kontaktfrequenz zu Investoren und Multiplikatoren (Teilbetrachtung) (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-15)	282

Tabelle A-10:	Wege der Einflußnahme institutioneller Investoren auf die Unternehmensstrategie (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-16)	283
Tabelle A-11:	Reaktionsmöglichkeiten auf erhöhte Ansprüche von institutionellen Investoren und Analysten (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-17)	284
Tabelle A-12:	Stellungnahme zu verschiedenen Thesen (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-18)	285
Tabelle A-13:	Beurteilung ausgewählter Regelungen des KonTraG (Vollständige Prozentangaben zu Abbildung 6-28)	286
Tabelle A-14:	Standardmodell 1993 mit Momentum als erklärende Variable	287
Tabelle A-15:	Standardmodell 1993 mit EK-Rendite und Buchwert-Marktwert-Verhältnis als erklärende Variablen	287
Tabelle A-16:	Standardmodell 1993 mit Momentum und Buchwert-Marktwert-Verhältnis als erklärende Variablen	288
Tabelle A-17:	Standardmodell 1997 & 1993 mit Momentum als erklärende Variable	289
Tabelle A-18:	Standardmodell 1997 & 1993 mit Eigenkapitalrendite und Buchwert-Marktwert-Verhältnis als erklärende Variablen	290
Tabelle A-19:	Standardmodell 1997 & 1993 mit Momentum und Buchwert-Marktwert-Verhältnis als erklärende Variablen	291
Tabelle A-20:	Deskriptive Statistik für 1997: logarithmierte erklärende Variablen	292
Tabelle A-21:	Deskriptive Statistik für 1993: logarithmierte erklärende Variablen	293
Tabelle A-22:	Korrelationsmatrix 1997 (exogene Variablen um 1 Periode verzögert, Ausnahme: Festbesitz)	294
Tabelle A-23:	Korrelationsmatrix 1993 (exogene Variablen um 1 Periode verzögert, Ausnahme: Festbesitz und Umschlagshäufigkeit)	295