

Jens Raskop

**Der Deutsche Corporate
Governance Kodex (DCGK)
als Instrument zur Reduzierung
der Kapitalkosten deutscher
Publikumsaktiengesellschaften?**

**Eine institutionenökonomische Analyse
im Spannungsfeld
zwischen Markt, Organisation und Norm**

Verlag P.C.O. Bayreuth

Inhaltsverzeichnis.....	I
Abbildungsverzeichnis.....	IX
Abkürzungsverzeichnis.....	X
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Gang der Arbeit.....	4
1.3 Bisherige Entwicklung.....	7
1.3.1 Gründe des Gesetzgebers für die Reform der deutschen CG.....	7
1.3.2 CG als Reaktion von Publikumsaktiengesellschaften auf die Anforderungen institutioneller Anleger.....	9
2 Neue Institutionenökonomie als theoretische Referenzbasis.....	11
2.1 Begriffsbestimmung von Institutionen und Neuer Institutionenökonomie.....	11
2.1.1 Institutionen.....	11
2.1.2 Neue Institutionenökonomie.....	12
2.2 Annahmen zu Umweltbedingungen und zum Verhalten von Individuen.....	13
2.2.1 Umweltbedingungen.....	13
2.2.1.1 Asymmetrische Informationen.....	13
2.2.1.2 Spezifität.....	14
2.2.2 Verhalten von Individuen.....	15
2.2.2.1 Methodologischer Individualismus.....	15
2.2.2.2 Begrenzte Rationalität.....	15
2.2.2.3 Eigennutzstreben und Opportunismus.....	16
2.3 Ausgewählte Forschungszweige der Neuen Institutionenökonomie.....	16
2.3.1 Unvollständige Verträge.....	16

2.3.2	Property Rights-Theorie.....	18
2.3.3	Transaktionskostentheorie	20
2.3.4	Agency-Theorie	21
2.3.4.1	Formen der Verhaltensunsicherheit	22
2.3.4.1.1	Qualitätsunsicherheit.....	23
2.3.4.1.2	Holdup.....	24
2.3.4.1.3	Moral Hazard	25
2.3.4.2	Agency-Kosten.....	26
2.3.4.3	Kooperationsdesigns bei Verhaltensunsicherheit	26
2.3.4.3.1	Abbau der Informationsasymmetrie.....	27
2.3.4.3.2	Immunsierung gegenüber den Schädigungsmöglichkeiten..	28
2.3.4.3.3	Schaffung eines Anreizsystems	28
2.4	Institutionenökonomisches Modell zur CG als Kapitalkosten senkendes Kooperationsdesign zwischen Kapitalgebern und -nehmern	31
2.4.1	Interaktion zwischen Kapitalgebern und -nehmern als Agency-Beziehung. 33	
2.4.1.1	Informations- und Anreizprobleme bei Eigenfinanzierung	34
2.4.1.2	Informations- und Anreizprobleme bei Fremdfinanzierung	35
2.4.1.3	Agency-Kosten der Finanzierungsbeziehungen.....	36
2.4.2	Zusammenhang zwischen den Kapitalkosten, dem Marktwert von Finanzierungstiteln und dem Risiko	37
2.4.2.1	Kapitalkosten.....	37
2.4.2.1.1	Fremdkapitalkosten	37
2.4.2.1.2	Eigenkapitalkosten	38
2.4.2.2	Marktwert und Kapitalkosten unter Sicherheit	39
2.4.2.3	Unsicherheit und Risiko	39
2.4.2.4	Glaubwürdigkeitsproblem und Qualitätsunsicherheit.....	40
2.4.2.5	Agency-Kosten induzierte Risikozuschläge in den Kapitalkosten ...	42
2.4.3	Begriffsbestimmung, Ebenen und Mechanismen von CG sowie Einordnung des DCGK.....	44
2.4.3.1	Begriffsbestimmung	44
2.4.3.2	Ebenen.....	46
2.4.3.3	Mechanismen	48
2.4.3.3.1	Markt.....	49
2.4.3.3.2	Organisation	50

III

2.4.3.3.3 Norm	51
2.4.4 Vergleichsmaßstab zur normativen Analyse von CG-Regulierungen und Grenzen der Aussagefähigkeit	52
2.5 Zwischenergebnis	56
3 CG in der deutschen Publikumsaktiengesellschaft	59
3.1 CG als Verteilung von Verfügungsrechten	59
3.1.1 Unternehmensexterne Verfügungsrechte	61
3.1.1.1 Verfügungsrechte in Abhängigkeit vom Rechtssystem	61
3.1.1.1.1 Deutschland	62
3.1.1.1.2 USA	63
3.1.1.2 Verfügungsrechte in Abhängigkeit von der Rechtsform	63
3.1.1.3 Verfügungsrechte auf dem Kapitalmarkt	65
3.1.1.3.1 Verfügungsrechte in Abhängigkeit von der Finanzierungsform	66
3.1.1.3.2 Verfügungsrechte in Abhängigkeit von der Kapitalgeberstruktur	67
3.1.2 Unternehmensinterne Verfügungsrechte	70
3.1.2.1 Verfügungsrechte in Abhängigkeit vom Unternehmensziel	71
3.1.2.2 Verfügungsrechte im Board- und Vorstands-/Aufsichtsratsmodell ..	72
3.1.2.2.1 Vorstands-/Aufsichtsratsmodell	73
3.1.2.2.2 Boardmodell	73
3.1.2.3 Verfügungsrechte in Abhängigkeit von der Aktionärspräsenz	74
3.2 CG als mehrstufiges Agency-theoretisches Kontrollproblem	75
3.2.1 Aktionär und Depotbank	76
3.2.2 Kapitalgeber und Aufsichtsrat	77
3.2.3 Aufsichtsrat und Vorstand	79
3.2.4 Gläubiger und Vorstand	83
3.2.5 Aufsichtsrat und Abschlussprüfer	84
3.3 Zwischenergebnis	87

4 Einfluss von CG auf die Kapitalkosten in der Empirie	90
4.1 Empirische Studien zum Zusammenhang von CG und Kapitalkosten	90
4.1.1 CG und Eigenkapitalkosten	90
4.1.1.1 Internationale Studien	92
4.1.1.1.1 McKinsey/Weltbank	92
4.1.1.1.2 Gugler/Mueller/Yurtoglu	93
4.1.1.2 Studien in den USA.....	94
4.1.1.2.1 Bhagat/Black	94
4.1.1.2.2 Gompers/Ishii/Metrick	95
4.1.1.3 Studien in Großbritannien	96
4.1.1.3.1 Dahya/McConnell/Travlos	96
4.1.1.3.2 Dedman	97
4.1.1.4 Studie von De Jong/DeJong/Mertens/Wasley in den Niederlanden .	98
4.1.1.5 Studien in Deutschland	99
4.1.1.5.1 Pellens/Hillebrandt/Ulmer.....	99
4.1.1.5.2 Drobetz/Schillhofer/Zimmermann	99
4.1.2 CG und Fremdkapitalkosten	102
4.2 Prämissen, Aussagen und Grenzen der neo-klassischen Kapitalmarkttheorie....	103
4.2.1 Prämissen	103
4.2.2 Ausgewählte Aussagen	104
4.2.2.1 Kapitalkosten unter Unsicherheit.....	104
4.2.2.2 Marktwertmaximierung von Unternehmen.....	106
4.2.2.3 Informationseffizienz des Kapitalmarktes	109
4.2.3 Grenzen der Aussagefähigkeit	111
4.2.3.1 Kapitalmarktmodelle zur Ermittlung von Kapitalkosten unter Unsicherheit	111
4.2.3.2 Anteilswertmaximierung als Unternehmensziel	112
4.2.3.3 Informationseffizienz und CG-Problem.....	113
4.3 Zwischenergebnis	115

5 Über die Eignung des DCGK als Instrument zur Reduzierung der Kapitalkosten deutscher Publikumsaktiengesellschaften	118
5.1 Leitlinien des DCGK.....	118
5.1.1 Rechtsnatur	118
5.1.2 Zielsetzungen	120
5.1.2.1 Deregulierung (Ordnungs- und Qualitätssicherungsfunktion).....	120
5.1.2.2 Senkung der Kapitalkosten (Kommunikationsfunktion)	121
5.2 Inhalt des DCGK und dessen Entsprechenserklärung.....	123
5.2.1 Ausgewählte Inhalte.....	123
5.2.1.1 Unternehmensziel und Verfügungsrechte für die Aktionäre	124
5.2.1.2 Empfehlungen zur Beziehung zwischen Aufsichtsrat und Vorstand	125
5.2.1.3 Empfehlungen für den Vorstand.....	127
5.2.1.4 Empfehlungen für den Aufsichtsrat	128
5.2.1.5 Empfehlungen zur Transparenz und Rechnungslegung.....	130
5.2.1.6 Empfehlungen für den Abschlussprüfer.....	131
5.2.2 Kommunikation der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG	132
5.2.2.1 Form und Zeitpunkt der Abgabe.....	132
5.2.2.2 Szenarien möglicher Entsprechenserklärungen	135
5.3 Sanktionen zur Durchsetzung der Kodex-Regeln	136
5.3.1 Sanktionen de jure.....	138
5.3.1.1 Binnenhaftung.....	138
5.3.1.2 Außenhaftung.....	139
5.3.1.3 Einschränkung des Bestätigungsvermerks und Bußgeld	141
5.3.2 Sanktionen de facto.....	142
5.4 Deskriptive Empirie zum Stand der erklärten Einhaltung des DCGK.....	144
5.5 Bewertung der instrumentellen Eignung des DCGK zur Senkung von Kapitalkosten.....	148
5.5.1 Kapitalmarktebene	149

5.5.1.1	Abbau von Informationsasymmetrien (Kommunikationsfunktion)	150
5.5.1.2	Qualitätsgarantie durch Normimport aus dem Marktmodell (Qualitätssicherungsfunktion)	154
5.5.1.3	Transaktionskostensenkung durch Standardkodex (Ordnungsfunktion)	156
5.5.1.3.1	Kapitalgeber	156
5.5.1.3.2	Kapitalnehmer	157
5.5.2	Unternehmensebene	161
5.5.2.1	Abbau von Informationsasymmetrien	161
5.5.2.1.1	Signalling des Managements	161
5.5.2.1.2	Screening der Kapitalgeber	164
5.5.2.2	Immunisierung gegenüber Schädigungsmöglichkeiten	166
5.5.2.2.1	Unabhängigkeit des Managements	166
5.5.2.2.2	Professionalisierung des Aufsichtsrats	167
5.5.2.2.3	Unabhängigkeit des Abschlussprüfers	168
5.5.2.2.4	Verfügungsrechte für Anleger	169
5.5.2.3	Schaffung eines Anreizsystems	170
5.5.2.3.1	Vergütung des Managements	170
5.5.2.3.2	Haftung und Kapitalmarktsanktion	173
5.5.2.3.3	Reputationsaufbau des Managements	175
5.6	Zwischenergebnis	176
6	Alternative/Additive Lösungsansätze zur Reduzierung der Kapitalkosten deutscher Publikumsaktiengesellschaften durch CG	180
6.1	Abbau von Informationsasymmetrien durch Finanzintermediäre	181
6.1.1	Finanzintermediation aufgrund von asymmetrischer Information und Transaktionskosten	182
6.1.2	Darstellung und Bewertung des Kooperationsdesigns	183
6.1.2.1	Abbau von Informationsasymmetrien	184
6.1.2.1.1	Signalling des Managements	184
6.1.2.1.2	Screening der Kapitalgeber	185
6.1.2.2	Immunisierung gegenüber Schädigungsmöglichkeiten	186
6.1.2.3	Schaffung eines Anreizsystems	186
6.1.3	Probleme der zweistufigen Agency-Beziehung	187

VII

6.1.3.1	Abhängigkeit	188
6.1.3.2	Eigeninteresse	188
6.1.3.3	Konvergenzanreiz	189
6.1.4	Lösungsansätze des erneuten Agency-Problems	189
6.1.4.1	Aufbau von Glaubwürdigkeit durch Beteiligung beim Kapitalnehmer	189
6.1.4.2	Reputationsbildung des Intermediärs	191
6.1.4.3	Bezahlung des Intermediärs durch den Prinzipal	191
6.1.4.4	Prüfung der Glaubwürdigkeit durch BAFin	192
6.1.5	Auswirkungen auf die Kapitalkosten	193
6.2	Immunsierung gegenüber den Schädigungsmöglichkeiten durch Verschaffung von Verfügungsrechten für Minderheitsaktionäre	194
6.2.1	Verfügungsrechte auf dem Markt für Unternehmenskontrolle	194
6.2.1.1	Idealtypische Wirkung des Marktes für Unternehmenskontrolle ...	194
6.2.1.2	Hypothesen über Ziele und Motive von Markttransaktionen	196
6.2.1.2.1	Marktwertsteigerung	196
6.2.1.2.2	Hybris	198
6.2.1.2.3	Managerkapitalismus	198
6.2.1.2.4	Sondervorteile	199
6.2.1.3	Abbau institutioneller Marktzutrittsschranken	199
6.2.2	Verfügungsrechte auf dem Markt für Stimmrechte	202
6.2.2.1	Handelbarkeit des Aktienstimmrechts	203
6.2.2.2	Abschaffung des Aktienstimmrechts	204
6.2.2.3	Abschaffung des Vollmachtstimmrechts	206
6.2.2.4	Markt für Stimmrechtsvertreter	207
6.2.3	Auswirkungen auf die Kapitalkosten	211
6.3	Schaffung eines Anreizsystems durch Organhaftung	214
6.3.1	Organhaftung de lege lata	214
6.3.2	Organhaftung de lege ferenda	217
6.3.3	Auswirkungen auf die Kapitalkosten	220
6.4	Wandel der deutschen CG zum Marktmodell	221

VIII

6.4.1	Gründe für den Wandel der CG	221
6.4.1.1	Änderung der Knappheitsverhältnisse	222
6.4.1.1.1	Nachfrageseite.....	222
6.4.1.1.2	Angebotsseite	223
6.4.1.2	Wandel des Aktionärsbildes.....	223
6.4.2	Szenarien möglicher Entwicklungen	224
6.4.2.1	Dominanz	225
6.4.2.2	Konvergenz	226
6.4.2.3	Fortbestand und Pfadabhängigkeit.....	227
6.4.3	Konsequenzen des Wandels.....	229
6.4.3.1	Institutionelle Anleger als Kontrollintermediäre	229
6.4.3.2	Unternehmensziel.....	232
6.4.4	Handlungsoptionen für Unternehmen und Gesetzgeber	233
6.4.4.1	Unternehmen	233
6.4.4.2	Gesetzgeber	236
6.4.5	Auswirkungen auf die Kapitalkosten.....	240
6.5	Zwischenergebnis.....	241
7	Thesenförmige Zusammenfassung	246
	Anhang I: Genese des DCGK	254
	Anhang II: Der DCGK i. d. F. vom 21. Mai 2003	258
	Anhang III: Tabellen	272
	Literaturverzeichnis	279
	Rechtsprechungsverzeichnis	312
	Quellenverzeichnis.....	313