

Carsten Burhop

Banken, Aufsichtsräte und Corporate Governance im Deutschen Reich (1871-1913)¹

I. Einleitung

Die Entstehung einer großen Zahl börsennotierter Aktiengesellschaften während der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts brachte die Frage nach der Gestaltung der Verfassung dieser Unternehmen auf die Tagesordnung der zeitgenössischen Akteure. In der ersten Jahrhunderthälfte war vor allem über die Vor- und Nachteile der beschränkten Haftung der Aktionäre diskutiert worden. Nachdem dieser Gegenstand im Sinne der modernen Haftungsbeschränkung entschieden worden war, rückte zunächst die Verantwortlichkeit der Gründer gegenüber der Gesellschaft und anschließend, vor allem im Verlauf der letzten beiden Dekaden vor dem Ersten Weltkrieg, die innere Organisation der Aktiengesellschaft in den Fokus der öffentlichen Diskussion. Besondere Aufmerksamkeit richtete sich dabei auf die Kompetenzverteilung zwischen der Generalversammlung, dem Aufsichtsrat und dem Vorstand. Des Weiteren wurde über die Minderheitenrechte von Aktionären sowie über die Frage nach der erfolgsorientierten Vergütung von Aufsichtsrat und Vorstand debattiert.²

Eine wichtige Institution sowohl für die interne Organisation von Aktiengesellschaften als auch für die Beziehungen der Aktiengesellschaften untereinander war der Aufsichtsrat. Die genauere Abgrenzung der Aufgabengebiete von Aufsichtsrat und Vorstand durch die Aktienrechtsnovelle von 1884 hatte dazu geführt, dass der

- 1 Die in diesem Beitrag vorgestellten Daten wurden in einem gemeinsam mit Christian Bayer, Universität Dortmund, durchgeführten Forschungsprojekt zum Thema „Der Zusammenhang von Aktienrechtsnormen, erfolgsorientierter Entlohnung von Vorständen und Aufsichtsräten und Unternehmenserfolg im Deutschen Reich“ erhoben. Herzlich bedanken möchte ich mich bei der Deutschen Forschungsgemeinschaft, die dieses Projekt gefördert hat (BU 1805 / 3-1). Des Weiteren möchte ich mich bei Marina Boland, Kathrin Datema, Eva große Kohorst, Miriam Knoop, Annika Petersen, Juliane Schrader und Thorsten Lübbers für ihre Hilfe bei der Zusammenstellung des Datensatzes bedanken.
- 2 Das Preußische Gesetz über Eisenbahnaktiengesellschaften von 1838 und das Preußische Aktiengesetz von 1843 äußerten sich nicht zur inneren Organisation von Aktiengesellschaften. Vgl. dazu Bernhard Großfeld, Die rechtspolitische Beurteilung der Aktiengesellschaft im 19. Jahrhundert, in: Helmut Coing/ Walter Wilhelm (Hrsg.), Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert. Bd. 4: Eigentum und industrielle Entwicklung. Wettbewerbsordnung und Wettbewerbsrecht. Frankfurt am Main 1979, S. 236-254, hier S. 236; Klaus J. Hopt, Ideelle und wirtschaftliche Grundlagen der Aktien-, Bank- und Börsenrechtsentwicklung im 19. Jahrhundert, in: Helmut Coing/ Walter Wilhelm (Hrsg.), Wissenschaft und Kodifikation des Privatrechts im 19. Jahrhundert. Bd. 5: Geld und Banken. Frankfurt am Main 1980, S. 128-168, hier S. 134-146. Die zeitgenössische Diskussion war sehr umfangreich und lässt sich nachvollziehen anhand von Felix Hecht, Das Börsen- und Aktienwesen der Gegenwart und die Reform des Aktienrechts. Mannheim 1874; Otto Warschauer, Die Reorganisation des Aufsichtsratswesens in Deutschland. Berlin 1902; Richard Passow, Die Aktiengesellschaften. Jena 1922.

Aufsichtsrat vornehmlich zu einem Gremium wurde, das für die strategische Ausrichtung von Unternehmen und für die Einbindung von Aktiengesellschaften in Netzwerke an Bedeutung gewann. Die zunehmende Vernetzung von Aktiengesellschaften durch die wechselseitige Besetzung von Aufsichtsräten der einen Gesellschaft mit Vorstandsmitgliedern der anderen Gesellschaft verstärkte die Entstehung einer „organisierten“ Ökonomie in Deutschland.³ Die Aktiengesellschaft als solche, ihre innere Organisation sowie der feste Zusammenschluss von Aktiengesellschaften in Verbänden und Kartellen und schließlich die organisierte Zusammenarbeit mit staatlichen Institutionen bilden die Kernbestandteile dieser organisierten Ökonomie.⁴

Wichtige Pfeiler der organisierten Ökonomie waren die großen Aktienkreditbanken, die besonders viele Aufsichtsratsmandate mit ihren Vertretern besetzten. Zwar war der Aufsichtsrat seit Inkrafttreten des Allgemeinen Deutschen Handelsgesetzbuches im Jahre 1861 für alle Aktiengesellschaften vorgeschrieben, aber erst mit der Aktienrechtsnovelle von 1884 konnte dieses Gesellschaftsorgan seine volle Bedeutung für die Netzwerkbildung entfalten. Mit der Novelle wurde er deutlicher vom Vorstand abgegrenzt und es wurde ihm eine Aufsichtspflicht auferlegt. Zugleich wurde reglementiert, dass Aufsichtsratsmitglieder nicht zwangsläufig Aktionäre der Gesellschaft sein mussten.⁵ Dies und die Tatsache, dass viele Aktionäre ihr Stimmrecht auf Banken übertrugen, führten zu einer Zunahme von Aufsichtsratsmandaten durch Bankenvertreter.⁶ Obgleich Banken kaum in nennenswertem Umfang an anderen Aktiengesellschaften beteiligt waren, nahmen sie einen relativ großen Anteil der Aufsichtsratsmandate bei börsennotierten Unternehmen ein.⁷ Bereits im Jahre 1882 war bei zwölf Prozent aller in Berlin notierten Gesellschaften der Vorsitzende bzw. der stellvertretende Vorsitzende des Aufsichtsrates ein Bankenvertreter; bis zur Jahrhundertwende stieg dieser Anteil auf über 20 Prozent an.⁸ Demgegenüber betrug der Anteil, den Banken am Grundkapital anderer Aktiengesellschaften hielten, offensichtlich nie mehr als neun Prozent.⁹

3 Paul Windolf, Unternehmensverflechtung im organisierten Kapitalismus: Deutschland und USA im Vergleich, 1896-1938, in: Zeitschrift für Unternehmensgeschichte 51 (2006), S. 191-222, hier S. 191 f.

4 Knut Wolfgang Nörr, Das Unternehmen in der Wirtschafts- und Rechtsordnung 1880 bis 1930. Ein Beitrag zur Morphologie der organisierten Wirtschaft, in: Helmut Coing et al. (Hrsg.), Staat und Unternehmen aus der Sicht des Rechts. Tübingen 1994, S. 15-34, hier S. 17 f. Die langfristige Persistenz des deutschen Wirtschaftssystems wird u. a. betont von Werner Abelshauser, Umbruch und Persistenz. Das deutsche Produktionsregime in historischer Perspektive, in: Geschichte und Gesellschaft 27 (2001), S. 503-523.

5 Norbert Reich, Auswirkungen der deutschen Aktienrechtsreform von 1884 auf die Konzentration der deutschen Wirtschaft, in: Norbert Horn/ Jürgen Kocka (Hrsg.), Recht und Entwicklung der Großunternehmen im 19. und frühen 20. Jahrhundert. Göttingen 1979, S. 255-273, hier S. 265-268; Adolf Cahn, Der Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft. Berlin 1907, S. 51.

6 Reich, Auswirkungen (wie Anm. 5), S. 268-273; Windolf, Unternehmensverflechtung (wie Anm. 3), S. 194 f.

7 Caroline Fohlin, The History of Corporate Ownership and Control in Germany, in: Randall K. Morck (Hrsg.), A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups to Professional Managers. Chicago 2005, S. 223-277, hier S. 237, 239 ff.; Caroline Fohlin, Finance, Capitalism and Germany's Rise to Industrial Power. Cambridge 2007, S. 107-125.

8 Fohlin, Finance (wie Anm. 7), S. 134.

9 Ebd., S. 120.

Über die Funktion des Aufsichtsrats im Allgemeinen und über die Rolle, die Bankiers und Bankmanager in Aufsichtsräten spielen, wird bis heute kontrovers debattiert. Zunächst einmal scheint das deutsche Aktienrecht die Möglichkeit einer klaren Aufgabenteilung zwischen ausführendem Organ (Vorstand) und kontrollierendem Organ (Aufsichtsrat) deutlich überschätzt zu haben.¹⁰ In der Praxis lag entweder wesentlich mehr exekutive Macht beim Aufsichtsrat als vom Gesetzgeber vorgesehen war oder der Aufsichtsrat war so schwach, dass er seine Pflichten kaum erfüllen konnte.¹¹ In zahlreichen Aktiengesellschaften verfügte faktisch der Aufsichtsrat sowohl über die ausführende als auch über die kontrollierende Gewalt.¹² Erst nachdem die durchschnittliche Unternehmensgröße stark zugenommen hatte und das Vertrauen in angestellte Unternehmensvorstände gestiegen war, erreichte der Vorstand nach der Jahrhundertwende eine weitergehende Autonomie vom Aufsichtsrat.¹³

Damit war die vom Gesetzgeber geforderte Kompetenztrennung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat stärker verwirklicht. Gleichwohl nahm zu Beginn des 20. Jahrhunderts die Kritik am Aufsichtsrat zu. Kritisiert wurde insbesondere das oftmals abgestimmte Verhalten zwischen Vorstand und einzelnen Großaktionären, welches häufig zu Lasten kleinerer Aktionäre ging.¹⁴ Darüber hinaus wurde eine angeregte Debatte über die Vor- und Nachteile der engen Verzahnung von Banken und Industrieunternehmen durch gegenseitige Besetzung von Aufsichtsposten geführt. Da Banken nur in geringem Umfang als Eigenkapitalgeber auftraten, lag die Vermutung nahe, dass sie auch im Aufsichtsrat vornehmlich ihre Interessen als Fremdkapitalgeber wahrnahmen. Dadurch wurde das Problem der Vorstandsüberwachung durch die Aktionäre um eine weitere Stufe verlagert: War bisher lediglich der Aufsichtsrat an sich zwischen die Generalversammlung und den Vorstand getreten, so befand sich nun eine zusätzliche Gruppe zwischen den Aktionären und dem Vorstand einer Gesellschaft; es kam zunehmend zu einer Überwachung von Vorstandsmitgliedern einer Aktiengesellschaft durch die Vorstandsmitglieder einer anderen Gesellschaft.¹⁵

10 Die effektive Trennung von Unternehmenseigentum und Unternehmensführung wird international vergleichend untersucht von Leslie Hannah, *The 'Divorce' of Ownership from Control from 1900 onwards. Re-calibrating Imagined Global Trends*, in: *Business History* 49 (2007), S. 404-438.

11 Norbert Horn, *Aktienrechtliche Unternehmensorganisation in der Hochindustrialisierung (1860-1920). Deutschland, England und die USA im Vergleich*, in: Horn/ Kocka, *Recht* (wie Anm. 5), S. 144 f., S. 150-153.

12 Hans Pohl, *Zur Geschichte von Organisation und Leitung deutscher Großunternehmen seit dem 19. Jahrhundert*, in: *Zeitschrift für Unternehmensgeschichte* 26 (1981), S. 143-178, hier S. 163 f.

13 Jürgen Kocka, *Industrielles Management. Konzeptionen und Modelle in Deutschland vor 1914*, in: *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* 56 (1969), S. 332-372, hier S. 342 f.; ders., *Unternehmer in der deutschen Industrialisierung*. Göttingen 1975, S. 116; ders., *Legitimationsprobleme und -strategien der Unternehmen und Manager im 19. und frühen 20. Jahrhundert*, in: Hans Pohl/ Wilhelm Treue (Hrsg.), *Legitimation des Managements im Wandel. Zur Diskussion über Funktion und Auftrag der Unternehmensleitung in den letzten 150 Jahren* (Zeitschrift für Unternehmensgeschichte, Beiheft 28). Wiesbaden 1983, S. 7-21.

14 Horn, *Unternehmensorganisation* (wie Anm. 11), S. 165; Klaus J. Hopt, *Zur Funktion des Aufsichtsrats im Verhältnis von Industrie und Bankensystem*, in: Horn/ Kocka (Hrsg.), *Recht* (wie Anm. 5), S. 235 ff.; Erwin Steinitzer, *Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft*. Leipzig 1908.

15 Hopt, *Funktion* (wie Anm. 14), S. 232-235; Pohl, *Geschichte* (wie Anm. 12), S. 164.

Ob diese Form der Organisation realwirtschaftliche Konsequenzen hatte, ist bisher quantitativ nur wenig untersucht worden. Insbesondere liegt kaum statistische Evidenz über das Wirken von Bankenvertretern in Aufsichtsräten vor.¹⁶ Für die beiden letzten Dekaden vor dem Ersten Weltkrieg konnten in den vorliegenden Arbeiten nur geringe Auswirkungen gemessen werden. Die Tatsache, dass ein Unternehmen einen oder mehrere Bankenvertreter im Aufsichtsrat hatte, wirkte sich weder auf die Aktienkursentwicklung noch auf die Dividendenzahlungen aus.¹⁷ Andererseits ist umstritten, ob die Finanzierung von Investitionen erleichtert wurde, wenn Bankenvertreter im Aufsichtsrat von Industrie- und Bergbauunternehmen vertreten waren.¹⁸

Ziel dieses Aufsatzes ist es, weitere quantitative Evidenz über den Zusammenhang zwischen der Präsenz von Bankenvertretern in Aufsichtsräten von Industrie- und Bergbauaktiengesellschaften und der *Corporate Governance* dieser Unternehmen vorzulegen. Dazu wird zunächst in Kapitel II das Problem anhand der modernen Theorie und der zeitgenössischen Diskussion auf wenige Kernfragen reduziert. In Abschnitt III werden die verwendeten Daten vorgestellt und in Abschnitt IV die Ergebnisse präsentiert.

II. Die theoretische und die zeitgenössische Diskussion

Ein grundlegendes wirtschaftstheoretisches Problem von Aktiengesellschaften mit weit gestreuter Aktionärsstruktur liegt in der ungleichmäßigen Verteilung von Information bei gleichzeitig voneinander abweichenden Zielen der beteiligten Parteien. Grundsätzlich kann man davon ausgehen, dass diejenigen Personen, die die Geschäfte einer Aktiengesellschaft führen, mehr über die Chancen und Risiken der Aktiengesellschaft wissen als die Aktionäre. Da zudem die Informationen, die die Aktionäre erhalten, von der Unternehmensführung bereitgestellt werden, kann diese den Wissensstand der Aktionäre weitgehend kontrollieren. Des Weiteren kann davon ausgegangen werden, dass Aktionäre und Unternehmensleitung unterschiedliche Ziele verfolgen: Die Aktionäre wünschen hohe Dividenden und steigende Aktienkurse, während die Mitglieder der Unternehmensleitung an ihrem privaten Einkommen und möglicherweise an der Macht über viele Mitarbeiter interessiert sind.

Die zentrale Frage, die sich den Aktionären stellt, ist, wie sie einen Ertrag aus ihrer Investition – sei es in Form von Dividenden oder in Form von Kurssteige-

16 Jürgen Kocka, Großunternehmen und der Aufstieg des Manager-Kapitalismus im späten 19. und frühen 20. Jahrhundert. Deutschland im internationalen Vergleich, in: *Historische Zeitschrift* 232 (1981), S. 39-60, hier S. 43 f.

17 Fohlin, *History* (wie Anm. 7), S. 250 f.; dies., *Finance* (wie Anm. 7), S. 193-202.

18 Marco Becht/ Carlos D. Ramirez, Does Bank Affiliation Mitigate Liquidity Constraints? Evidence from Germany's Universal Banks in the pre World War I Period, in: *Southern Economic Journal* 70 (2003), S. 254-272, finden einen positiven Einfluss von Bankenvertretern. Caroline Fohlin, Relationship Banking, Liquidity and Investment in the German Industrialization, in: *Journal of Finance* 53 (1998), S. 1737-1758, unterstützt diese Hypothese nicht.

rungen – erhalten. Für dieses Problem bieten sich zwei Lösungen an. Erstens können die Aktionäre mit der von ihnen beauftragten Unternehmensleitung einen umfassenden Arbeitsvertrag abschließen, der für jede mögliche Situation eine genaue Arbeitsanweisung vorsieht. Zweitens können die Aktionäre eine Unternehmensverfassung schaffen, die dafür Sorge trägt, dass ihre Ziele verwirklicht werden. Da die erste Lösung offensichtlich nicht praktikabel ist, schaffen die Aktionäre bei Gründung der Gesellschaft eine in den Statuten unter Berücksichtigung der staatlichen Rechtsordnung festgelegte Unternehmensverfassung.¹⁹

Eine solide Unternehmensverfassung besteht aus drei Komponenten: monetären Anreizen für die Vorstandsmitglieder, formalisierten Überwachungsstrukturen und Zuweisung bestimmter Residualrechte an die Aktionärsversammlung.²⁰ Besonders bedeutsam ist in diesem Zusammenhang das Stimmrecht der Aktionäre. Die Unternehmensverfassung wird zu einem bestimmten Zeitpunkt von den Aktionären – oder den Gründern der Gesellschaft – gestaltet. Es ist wichtig, dass die Aktionäre jederzeit die Möglichkeit haben, die Unternehmensverfassung durch Generalversammlungsbeschlüsse zu modifizieren.

In der Praxis führt die Bildung einer Unternehmensverfassung jedoch nicht zur Lösung des Prinzipal-Agenten-Problems, sondern verlagert dieses lediglich auf eine andere Ebene. Ein prägnantes Beispiel dafür ist der Aufsichtsrat. Der wesentliche Grund für die Schaffung des Aufsichtsrates liegt in der Tatsache, dass die Überwachung des Vorstandes ein öffentliches Gut ist, zumindest wenn die Interessen der Aktionäre hinreichend homogen sind. Wenn sich ein Aktionär dafür entscheidet, den Vorstand zu überwachen, dann profitieren alle anderen Aktionäre von der Überwachungsleistung dieses Aktionärs. Da Überwachung mit Kosten für denjenigen Aktionär verbunden ist, der sie ausübt, er aber nur mit dem Anteil seines Aktienbesitzes an den Erträgen der Überwachung partizipiert, übersteigen die Überwachungskosten möglicherweise die Erträge, die aus der Überwachung resultieren. In diesem Fall stellt der Aktionär seine Überwachungstätigkeit ein und der Vorstand bleibt entweder unkontrolliert oder wird durch Großaktionäre, die einen wesentlichen Anteil der Überwachungserträge erhalten, überwacht. Wenn die Interessen der Großaktionäre jedoch von denjenigen der Minderheitsaktionäre abweichen, ist diese Struktur nicht optimal.²¹

Überwachungs- und Anreizprobleme stellten auch für die zeitgenössischen Beobachter wesentliche Probleme der Aktiengesellschaft dar; zunächst stellte die

19 Oliver Hart, Corporate Governance. Some Theory and Implications, in: *Economic Journal* 105 (1995), S. 678-689, hier S. 678.; Jean Tirole, Corporate Governance, in: *Econometrica* 69 (2001), S. 1-35, hier S. 2.; Andrei Shleifer/Robert W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, in: *Journal of Finance* 52 (1997), S. 737-783, hier S. 740 f.; Jean Tirole, *The Theory of Corporate Finance*. Princeton 2006, S. 15-65; Franklin Allen/ Douglas Gale, *Comparing Financial Systems*. Cambridge/ Mass. 2000, S. 79-125.

20 Tirole, Corporate Governance (wie Anm. 19), S. 5. Sanktionen bei Fehlverhalten von Aufsichtsrats- und Vorstandsmitgliedern wurden zunehmend im Gesetz verankert.

21 Zudem sei darauf hingewiesen, dass die Überwachungsleistung von Großaktionären, die nicht die ganzen Früchte der Überwachungsleistung ernten – dies ist regelmäßig der Fall, wenn sie weniger als 100 Prozent der Aktien besitzen –, unter dem optimalen Produktionsniveau von Überwachungsdienstleistungen bleibt.

Diskussion über die Aktiengesellschaft aber andere Aspekte in den Vordergrund. Insbesondere nach der Gründerkrise von 1873 wurde erneut über die Vor- und Nachteile der Aktiengesellschaft an sich, die beschränkte Haftung der Aktionäre und die Kontrolle des Gründungsvorgangs diskutiert. Probleme der Unternehmensverfassung wurden hingegen kaum berührt.²² So hielt beispielsweise der Reichstagsabgeordnete und Rechtswissenschaftler Wilhelm Oechelhäuser die Aktiengesellschaft für eine der Personengesellschaft unterlegene Rechtsform, da die Geschäftsleitung einer Aktiengesellschaft die Ziele der Eigentümer nicht „innig“ verfolge, so dass nicht kosteneffizient produziert werde: „[...] so herrscht doch in vielen, namentlich neuen Aktiengesellschaften, eine Atmosphäre des gemüthlichen Leichtsinns, der Bequemlichkeit, der Verschwendung.“ Zudem entstünden durch die Gesellschaftsorgane zusätzliche Kosten.²³

Auch zu Beginn des 20. Jahrhunderts wurde die Gründung einer Aktiengesellschaft noch als das entscheidende Problem betrachtet, während den Problemen bestehender Gesellschaften nur nachgeordnete Bedeutung zugebilligt wurde: „Der Schwerpunkt der Pathologie des Aktienwesens und die Wurzel des Übels befinden sich zweifellos innerhalb der Gründungssphäre, und nicht im Bereiche der Tätigkeit bereits gegründeter Gesellschaften.“²⁴ Es wurden jedoch vier Mechanismen zur Kontrolle und Motivation des Vorstandes diskutiert: Tantiemen; Überwachung durch Großaktionäre; Überwachung durch den Aufsichtsrat; Überwachung durch den Markt für Fusionen und Übernahmen. Allerdings wurde erkannt, dass die drei Überwachungsmodelle lediglich zu einer Verlagerung des Überwachungsproblems, nicht jedoch zu seiner Lösung beitragen.²⁵

Insbesondere die im Rahmen der Gründung geschaffenen Unternehmensstrukturen wurden als entscheidend für den langfristigen Erfolg einer Aktiengesellschaft angesehen, so dass bei der Reform der Gründungsgesetzgebung im Jahre 1884 auch die Standards der Unternehmensverfassung geändert wurden. War der Vorstand zuvor nur verpflichtet, sich gesetzes- und statutenkonform zu verhalten, so musste er nach 1884 auch den Anweisungen des Aufsichtsrates Folge leisten.²⁶ Gleichzeitig wurde die exekutive Tätigkeit des Aufsichtsrates deutlich beschränkt, so dass seine Funktion als Kontrollorgan deutlicher hervortrat. Außerdem ist festzuhalten, dass – zumindest nach der Aktienrechtsnovelle von 1884 – der Aufsichtsrat im juristischen Sinne eine hinreichende Kontrollinstanz darstellte. Denn da er selbst keine exekutive Funktion in der Gesellschaft ausüben durfte, handelte es

22 Vgl. u. a. Karl von Gareis, Die Börse und die Gründungen, nebst Vorschlägen zur Reform des Börsenrechts und der Actiengesetzgebung. Berlin 1874, insbes. S. 35-48.

23 Wilhelm Oechelhäuser, Die Nachteile des Aktienwesens und die Reform der Aktiengesetzgebung. Berlin 1878, S. 4 f.

24 Lev I. Petrazickij, Aktienwesen und Spekulation. Berlin 1906, S. 152.

25 Steinitzer, Theorie (wie Anm. 14).

26 Theodor Hergenmann, Der Vorstand der Aktiengesellschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen 3 (1893), S. 318.

sich um ein Organ, das selbst nicht mehr kontrolliert, sondern nur noch entlastet werden musste.²⁷

Zudem verzichtete der Gesetzgeber mit der Aktienrechtsnovelle von 1884 darauf, dass ein Aufsichtsratsmitglied auch Aktionär sein musste.²⁸ Man wollte dadurch qualifizierten Personen, die nicht Aktionäre der Gesellschaft waren, die Möglichkeit zur Kontrolle der Gesellschaft geben. Der Einwand, dass nur Aktionäre das notwendige Interesse an der Gesellschaft mitbrächten, wurde hingegen verworfen.²⁹ Bei diesem Einwand wurde freilich übersehen, dass auch Aufsichtsratsmitglieder, die nicht Aktionäre waren, durchaus qualifiziert und interessiert sein konnten, obwohl ihre Interessen nicht notwendig denjenigen der Aktionäre entsprechen mussten. Ausdrücklich erwähnt wurde jedoch, dass der Aufsichtsrat auch eine Verantwortlichkeit gegenüber den Fremdkapitalgebern habe, da er sicherstellen müsse, dass das Aktienkapital, welches als Garantie für die Fremdkapitalgeber galt, jederzeit und in vollem Umfang vorhanden sei.³⁰ Aus dieser Verpflichtung kann ein Motiv für die Mitgliedschaft von Fremdkapitalgebern im Aufsichtsrat abgeleitet werden.

Des Weiteren wurde in der langwierigen Reformdiskussion anerkannt, dass die Kompetenzen des Vorstandes genauer festgelegt werden mussten als die Kompetenzen der anderen Organe der Gesellschaft, da in ihm nur die Beauftragten der Eigentümer tätig waren.³¹ Trotz der stärkeren Kompetenzabgrenzung galten Vorstandmitglieder am Anfang des 20. Jahrhunderts weiterhin als weitgehend autonom: „So wird vor allem darauf hingewiesen, dass die Direktoren schon kraft ihrer besseren Kenntnis des Geschäfts, ihrer Vertrautheit mit allen Einzelheiten des verwickelten Geschäftsmechanismus eine natürliche Überlegenheit über die Aktionäre besitzen, diese aber dasjenige weder wissen noch wissen können, was sie unbedingt wissen müssten, um die Oberaufsicht und Leitung des Unternehmens wirksam durchführen zu können.“³² Insbesondere wurde darauf hingewiesen, dass die Informationskosten zu hoch seien und einer wirksamen Kontrolle durch einzelne Aktionäre im Weg stünden: „Die Direktoren und Aufsichtsräte haben also bei der Ohnmacht der Generalversammlung das letzte Wort.“³³ Diesem Missstand versuchte der Gesetzgeber mit der Aktienrechtsnovelle von 1897 erneut Herr zu werden, indem er die Befugnisse des einzelnen Aktionärs sowie die Minderheitenrechte stärkte.³⁴ Er betrachtete also derartige Probleme nach wie vor als so schwerwiegend, dass sie einer noch strengeren gesetzlichen Regelung bedurften.

27 Karl von Gareis, Das deutsche Handelsrecht. Ein kurzgefasstes Lehrbuch des im Deutschen Reich geltenden Handels-, Wechsel- und Seerechts, systematisch dargestellt auf Grund der deutschen Reichsgesetze. Berlin 1903, S. 227.

28 Cahn, Aufsichtsrat (wie Anm.5), S. 51.

29 Stenographische Berichte über die Verhandlungen des Reichstages. 5. Legislaturperiode, IV. Session 1884, Anlagen, Aktenstück Nr. 20, S. 287.

30 Ebd., S. 292.

31 Ernst Hoeland, Organe der Aktiengesellschaft. Jena 1886, S. 35.

32 Petrazickij, Aktienwesen (wie Anm. 24), S. 152 f.

33 Hecht, Börsen- und Aktienwesen (wie Anm. 2), S. 87.

34 Jacob Riesser, Die Neuerungen im deutschen Aktienrecht. Berlin 1899, S. 11.

Die weitgehende Autonomie des Vorstandes gegenüber dem Aktionärswillen wurde von manchem Experten aber auch als Vorteil angesehen. Denn während der Vorstand das langfristige Interesse des Unternehmens im Blick habe, wurde den Aktionären ein Interesse an kurzfristigen Kurssteigerungen und hohen Dividenden unterstellt. Eine Unternehmenspolitik, die nur auf den kurzfristigen Erfolg an der Börse abstelle, könne dem langfristigen Erfolg der Aktiengesellschaft abträglich sein. Daher solle der Vorstand stark genug sein, um kurzfristig orientierte Aktionäre von der Durchsetzung dieser Ziele abzuhalten.³⁵

Hinsichtlich der Anreizproblematik wurde vor allem über die Vergütung des Aufsichtsrates diskutiert, wohingegen die Besoldung des Vorstandes zwar als ein ähnliches, aber untergeordnetes Problem betrachtet wurde.³⁶ Selbst von Kritikern der Aktiengesellschaft wurde bereits in den 1870er Jahren anerkannt, dass Vorstandsmitglieder eine erfolgsorientierte Entlohnung erhalten sollten: „Was zuerst die Direktoren betrifft, so wird sich nichts dagegen sagen lassen, dass sie, als Entschädigung wie als Sporn, außer dem Gehalt auch eine Tantieme erhalten.“³⁷ Grundsätzlich konnten Vorstandsmitglieder zwar besoldet oder unbesoldet für die Gesellschaft tätig werden; eine Besoldung wurde jedoch allgemein anerkannt. Die Vergütung konnte in Form eines festen Gehalts und/ oder in Form von Tantiemen gezahlt werden. Entscheidend war der mit dem einzelnen Vorstandsmitglied abgeschlossene Dienstvertrag. Darüber hinaus mussten die Statuten der Gesellschaft beachtet werden, die oftmals eine Regelung bezüglich der Tantiemen enthielten. Die Vergütung konnte auch jedes Jahr erneut durch die Generalversammlung oder den Aufsichtsrat beschlossen werden. Einige Aktienrechtler vertraten beispielsweise die Auffassung, dass der Vorstand einen Anspruch auf Tantiemen habe, wobei selbst der Mangel an flüssigen Mitteln kein Grund sei, die Tantiemen zurückzuhalten.³⁸ Die Tantiemenfrage wurde insgesamt als wichtig und regelungsbedürftig betrachtet. Daher enthielt das Aktienrecht ab 1897 zwei Paragraphen, die die Bemessungsgrundlage für die Tantiemen des Vorstandes und des Aufsichtsrates regelten.³⁹ Insbesondere wurde reglementiert, dass eine Tantieme nur aus dem Bilanzgewinn, der vier Prozent des eingezahlten Aktienkapitals überstieg, gezahlt werden durfte.

35 Richard van der Borgh, *Volkswirtschaftliche Bedeutung der Aktiengesellschaften*, in: J. Conrad et al. (Hrsg.), *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*. Bd. 1. Jena ³1909, S. 295 ff. Richard van der Borgh galt seit den 1880er Jahren als Experte für Aktiengesellschaften und war zu Beginn des 20. Jahrhunderts Vorsitzender der Kartell-Enquete des Reichstages und später Präsident des Kaiserlichen Statistischen Amtes.

36 Hoeland, *Organe* (wie Anm. 31), S. 30.

37 Oechelhäuser, *Nachteile* (wie Anm. 23), S. 75.

38 Theodor Hergenmann, *Der Vorstand der Aktiengesellschaft*. Leipzig 1893, S. 16.

39 Cahn, *Aufsichtsrat* (wie Anm. 5), S. 49.

III. Datenquellen

Die in diesem Aufsatz verwendeten Rechnungslegungs- und Aktienmarktdaten sind aus einer Vielzahl von Quellen zusammengetragen worden. Die zentrale Quelle ist „Saling’s Börsenpapiere“, ein ab 1880 jährlich publiziertes Börsenhandbuch, das wesentliche Informationen über alle an der Berliner Börse notierten Gesellschaften zusammenfasst.⁴⁰ Insbesondere werden diesem Börsenhandbuch Unternehmensbilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen, Dividenden, Jahresschlusskurse der Aktien, die Namen der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder sowie wichtige Elemente des Gesellschaftsstatuts entnommen. Die Qualität der Überlieferung nimmt dabei im Laufe der Jahre bis zum Ersten Weltkrieg zu.⁴¹

Auf der Grundlage von „Saling’s Börsenpapieren“ haben Rudi Rettig und Thomas Bittner die Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Aktienkurse und Dividenden für eine große Stichprobe von Industrie- und Bergbauunternehmen für den Zeitraum 1880 bis 1911 erfasst.⁴² Diese Datensätze wurden von Christian Bayer und dem Verfasser für die Jahre 1870 bis 1879 anhand der Angaben aus „Saling’s Börsenpapieren“ und der Berliner Börsenzeitung ergänzt. Des Weiteren wurden von ihnen zusätzliche Daten über Tantiemenzahlungen an den Vorstand und den Aufsichtsrat sowie die Namen aller Vorstandsmitglieder, der Name des Aufsichtsratsvorsitzenden und Informationen über Stimmrechtsbeschränkungen erhoben.⁴³ Der so entstandene Datensatz kann für zahlreiche Fragestellungen verwendet werden. Beispielsweise hat Rettig das Investitions- und Finanzierungsverhalten von Unternehmen untersucht und Bittner evaluierte die Auswirkungen der Gründung des Rheinisch-Westfälischen Kohlensyndikats auf die daran beteiligten Unternehmen. Christian Bayer und der Verfasser untersuchten Fragen der Unternehmensverfassung. Allerdings konzentrierten sie sich auf das Corporate Governance von Banken sowie auf die Auswirkungen von Rechtsnormen auf Teilaspekte von Corporate Governance. Insbesondere haben sie die Konsequenzen der Aktienrechtsreform von 1884 für die erfolgsorientierte Entlohnung von Vorstandsmitgliedern bei Großbanken und Industrieunternehmen sowie für den Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Abberufung von Vorstandsmitgliedern von Großbanken untersucht.⁴⁴

40 Für die Jahre vor 1880 liegen nur unregelmäßig Ausgaben von Saling’s Börsenpapiere vor. Ab 1900 werden auch die nur an den Provinzbörsen notierten Gesellschaften erfasst. Diese finden hier jedoch keine Berücksichtigung.

41 Beispielsweise wird bis 1900 regelmäßig nur der Name des Aufsichtsratsvorsitzenden genannt. Ab 1900 sind alle Aufsichtsratsmitglieder namentlich aufgeführt.

42 Rudi Rettig, Das Investitions- und Finanzierungsverhalten deutscher Großunternehmen 1880-1911. Diss. Münster 1978 [unveröffentlicht]; Thomas Bittner, An Event-Study of the Rhenish-Westphalian Coal Syndicate, in: *European Review of Economic History* 9 (2005), S. 337-364.

43 Christian Bayer/ Carsten Burhop, If only I could sack you! Management Turnover and Performance in Great German Banks between 1874 and 1913, in: *Applied Economics Letters* [erscheint 2007]; Christian Bayer/ Carsten Burhop, A Corporate Governance Reform as a Natural Experiment for Incentive Contracts, in: *Schmalenbach Business Review* [angenommenes Manuskript]; Christian Bayer/ Carsten Burhop, Corporate Governance and Incentive Contracts – Historical Evidence from a Legal Reform [unveröffentlichtes Arbeitspapier].

44 Die erfolgsorientierte Entlohnung von Bankvorständen wurde auch untersucht von Carsten Burhop, Executive

Im vorliegenden Beitrag wird nun vornehmlich der Zusammenhang zwischen der Besetzung des Aufsichtsratsvorsitzes mit einem Bankenvertreter und der Unternehmensverfassung von Industrie- und Bergbauaktiengesellschaften untersucht. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die vorhandenen Daten. Insgesamt liegen für den Zeitraum 1871 bis 1911 für ca. 70 Unternehmen insgesamt 1.432 Beobachtungen vor. Die Datenlücken resultieren zunächst aus Überlieferungslücken, sind jedoch auch darauf zurückzuführen, dass nicht alle Unternehmen bereits im Jahre 1871 bestanden bzw. manche Unternehmen durch Fusion verschwanden. Aufgrund der großen Anzahl der noch vorhandenen Informationen erscheint dies jedoch unproblematisch. Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass große Unternehmen bzw. Unternehmen mit einer guten Corporate Governance mehr und bessere Informationen bereitgestellt haben, so dass die Stichprobe zugunsten dieser Unternehmen verzerrt sein könnte.

Die Kontrolle durch Bankenvertreter, die Motivation der Vorstandsmitglieder durch Tantiemenvereinbarungen und die Beschränkung von Aktionärsrechten war bei Industrie- und Bergwerksaktiengesellschaften während der Jahre 1871 bis 1911 weit verbreitet. Tabelle 1 fasst wichtige Kennzahlen zusammen. Während der ersten Teilperiode von 1871-1894 zahlten Bergwerksaktiengesellschaften (Industrieaktiengesellschaften) rund 6,9 Prozent (10,4 Prozent) ihres Bilanzgewinns als Tantiemen an die Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats. Im Verlauf der zweiten Teilperiode (1895-1911) ging der Tantiemenanteil bei Bergwerksaktiengesellschaften auf rund 5,3 Prozent zurück, während der Gewinnanteil der beiden Gesellschaftsorgane bei Industrieunternehmen mit 9,7 Prozent nahezu konstant blieb.⁴⁵ Darüber hinaus sei darauf hingewiesen, dass sich der Anteil des Vorstands an den Gesamtantimen im Zeitablauf von ca. 60 Prozent auf knapp 70 Prozent erhöhte, während der Anteil des Aufsichtsrats entsprechend gesunken ist. Dies ist ein Äquivalent zur Verschiebung der relativen Machtpositionen in den deutschen Aktiengesellschaften.

Auch in absoluten Zahlen haben sich die Tantiemenzahlungen deutlich erhöht.⁴⁶ Im Bergbaubereich haben sich die realen Tantiemenzahlungen im Zeitablauf etwa verdreifacht, wohingegen im verarbeitenden Gewerbe nur eine Verdoppelung eingetreten ist. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass sich die durchschnittliche Anzahl der Vorstandsmitglieder und vermutlich auch die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder – dazu liegen keine Zeitreihen vor – zwischen 1871 und 1911 leicht erhöht hat, so dass der Anstieg pro Kopf geringer war. Im verarbeitenden Gewerbe hat sich die durchschnittliche Anzahl der Vorstandsmitglieder bei den in der

Remuneration and Firm Performance: The Case of Large German Banks, 1854-1910, in: *Business History* 46 (2004), S. 525-543; ders., Die Vergütung des Führungspersonals deutscher Großbanken, 1871-1913, in: *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* 92 (2005), S. 281-300.

45 Die gewählte Periodisierung lehnt sich an Fohlin, *Finance* (wie Anm. 7), an, so dass die Ergebnisse vergleichbar sind. Fohlin untersucht die Jahre 1895 bis 1912.

46 Alle nominalen Angaben wurden mit Hilfe des Hoffmannschen Sozialprodukt-Deflators auf Werte für das Jahr 1913 deflationiert. Vgl. Walther G. Hoffmann, *Das Wachstum der deutschen Wirtschaft seit der Mitte des 19. Jahrhunderts*. Berlin 1965.

Tabelle 1: Beschreibende Statistik

	Bergbau		verarbeitendes Gewerbe	
	1871-1894	1895-1911	1871-1894	1895-1911
Tantiemen für Vorstand und Aufsichtsrat, in Mark (in Preisen von 1913)	65.921	191.962	47.488	89.126
Tantiemen in Prozent Bilanzgewinn	6,9%	5,3%	10,4%	9,7%
Anteil der Unternehmensjahre mit einem Bankier als Vorsitzenden des Aufsichtsrats	27,6%	19,7%	16,6%	32,2%
Anteile der Unternehmensjahre mit Stimmrechtsbeschränkung	48,2%	14,2%	66,2%	23,2%
Anzahl der Unternehmen	26	24	41	37
Anzahl der Beobachtungen	251	239	523	426

Quelle: Eigene Berechnungen; die Datenherkunft ist im Text beschrieben.

Stichprobe enthaltenen Unternehmen von 1,75 in der Periode 1871-1894 auf 2,22 während der Jahre 1895-1911 erhöht. Bei Bergbauaktiengesellschaften betragen die jeweiligen Zahlen 2,17 und 2,31.⁴⁷

Die durchschnittliche Tantieme eines Aufsichtsrats im verarbeitenden Gewerbe (Bergbau) betrug während der Jahre 1871-1894 rund 16.000 Mark (18.000 Mark) und während der Jahre 1895-1911 ca. 28.000 Mark (58.000 Mark). Während der ersten Dekade des 20. Jahrhunderts hatte der durchschnittliche Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft im verarbeitenden Gewerbe (Bergbau) rund 6,63 (9,65) Mitglieder, sodass das durchschnittliche Aufsichtsratsmitglied immerhin rund 4.000 Mark (6.000 Mark) an Tantiemen bezogen hat. Vergleicht man die Tantiemenzahlungen mit dem durchschnittlichen Nettosozialprodukt pro Kopf, dann zeigt sich, dass Vorstandsmitglieder von Bergbau- und Industrieaktiengesellschaften eine sehr hohe erfolgsorientierte Entlohnung erhalten haben. Zwischen 1871 und 1894 betrug das durchschnittliche reale Jahreseinkommen pro Kopf lediglich 505 Mark, so dass allein die durchschnittlichen Tantiemenzahlungen an ein Vorstandsmitglied einer Industrieaktiengesellschaft (Bergwerksaktiengesellschaft) das

47 Fohlin, Finance (wie Anm. 7), S. 127, 132, führt aus, dass ein Unternehmensvorstand in den beiden Dekaden vor dem Ersten Weltkrieg durchschnittlich rund zwei Mitglieder hatte und die Anzahl nahezu konstant war. Ein Aufsichtsrat umfasste laut Fohlin durchschnittlich fünf Personen.

32-fache (36-fache) des Durchschnittseinkommens ausmachte. In den Jahren 1895 bis 1911 betrug das durchschnittliche pro Kopfeinkommen 688 Mark, so dass ein Vorstandsmitglied einer Industrieaktiengesellschaft (Bergwerksaktiengesellschaft) das 40-fache (84-fache) an Tantiemen bezog.⁴⁸

Die zweite Corporate Governance-Variable, die hier betrachtet wird, ist die Begrenzung von Stimmrechten. Bereits das Aktienrecht von 1870 gewährte jeder Aktie eine Stimme auf der Generalversammlung. Allerdings konnte das Statut der Gesellschaft eine anderslautende Regel beinhalten.⁴⁹ So sahen beispielsweise die Statuten der Norddeutschen Bank aus Hamburg, einer 1856 gegründeten, bedeutenden Regionalbank, vor, dass mindestens fünf Aktien notwendig waren, um eine Stimme auf der Generalversammlung auszuüben. Außerdem war die maximale Zahl auf zehn Stimmen begrenzt. Die Ausübung des Stimmrechts durch Dritte war nur in wenigen, ausdrücklich genannten Fällen möglich.⁵⁰ Die Aktienrechtsnovelle von 1884 stärkte die Aktionärsrechte und schrieb vor, dass jeder Aktionär mindestens eine Stimme haben sollte. Nach wie vor konnte die maximale Stimmenzahl je Aktionär jedoch begrenzt werden.⁵¹ Allerdings galt diese neue Regelung nur für neue Aktiengesellschaften, so dass die Stimmrechtsbeschränkungen für Kleinaktionäre bei bestehenden Gesellschaften nicht berührt wurden. An dieser Rechtslage änderte auch die Aktienrechtsnovelle von 1897 nichts.⁵²

In der Praxis haben viele Unternehmen das Stimmrecht der Aktionäre begrenzt, wobei allerdings ein Trend zur Aufhebung dieser Beschränkungen zu erkennen ist. Während der Jahre 1871-1894 war immerhin bei zwei Dritteln der Industrieaktiengesellschaften das Stimmrecht in irgendeiner Form beschränkt.⁵³ Dieser Anteil ging in der zweiten Periode bis auf rund 23 Prozent zurück.⁵⁴ Auch Bergwerks-

48 Das reale Nettosozialprodukt pro Kopf wurde berechnet anhand der Bevölkerungszahlen von Hoffmann, Wachstum (wie Anm. 46), und anhand der Sozialproduktszahlen von Carsten Burhop/ Guntram B. Wolff, A Compromise Estimate of German Net National Product 1851-1913 and Its Implication for Growth and Business Cycles, in: *Journal of Economic History* 65 (2005), S. 613-657. Burhop, Vergütung (wie Anm. 44), S. 292, zeigt, dass die erfolgsabhängige Entlohnung bei Großbanken noch höher war.

49 Karl von Gareis, *Das deutsche Handelsrecht. Ein kurzgefasstes Lehrbuch des im Deutschen Reich geltenden Handels-, Wechsel- und Seerechts, systematisch dargestellt auf Grund der deutschen Reichsgesetze*. Berlin 1880, S. 209. Als Grund für die Beschränkung des Stimmrechts wurde u. a. angeführt, dass Generalversammlungen sonst zu zahlreich besucht würden, stürmisch und unfruchtbar sein würden. Die Begründung zur Aktienrechtsreform von 1884 führt aus, dass mit der Erhöhung des Nominalbetrags der Aktien (von 300 auf 1.000 Mark) und dem gleichzeitigen Erfordernis der Volleinzahlung (gegenüber der bisherigen Möglichkeit, die Einzahlungserfordernis auf 40 Prozent zu begrenzen) die Anzahl der Aktionäre begrenzt würde. Vgl. *Stenographische Berichte* (wie Anm. 29), S. 294.

50 § 39 der Statuten der Norddeutschen Bank. Abgedruckt in Rudolph Meyer, *Die Actien-Gesellschaften. Handbuch für Banquiers, Actionaire und Geschäftsleute. I. Abtheilung: Die Banken, A. Die deutschen Banken*. Berlin 1873, Nr. CLVII, S. 5.

51 Karl von Gareis, *Das deutsche Handelsrecht. Ein kurzgefasstes Lehrbuch des im Deutschen Reich geltenden Handels-, Wechsel- und Seerechts, systematisch dargestellt auf Grund der deutschen Reichsgesetze*. Berlin 1888, S. 264. Die Begrenzung des Höchststimmrechts war durchaus umstritten und stand nach Ansicht mancher Autoren im Widerspruch zum Grundgedanken der Aktiengesellschaft. Vgl. etwa Felix Hecht, *Zur Reform des Actiengesellschaftsrechts*. Berlin 1882, S. 27; *Stenographische Berichte* (wie Anm. 29), S. 294.

52 von Gareis, *Handelsrecht* (wie Anm. 27), S. 245 f.

53 Unter einem Fall wird hier ein Jahr für eine Firma gefasst.

54 Hannah, *Divorce* (wie Anm. 10), S. 414-421, führt aus, dass Stimmrechtsbegrenzungen bei Industrieaktiengesellschaften am Anfang des 20. Jahrhunderts die Norm waren.

gesellschaften beschränkten ihr Stimmrecht, und zwar in fast der Hälfte der Fälle während der Jahre 1871-1894 und in 14 Prozent der Fälle während der beiden folgenden Dekaden.

Trotz der neuen gesetzlichen Regelung ab 1884 beschnitten viele Aktiengesellschaften weiterhin gerade die Rechte der Kleinaktionäre, indem sie den Besitz von mehreren Aktien für die Ausübung einer Stimme auf der Generalversammlung vorschrieben. Teilweise wurden Kleinaktionäre sogar von der Teilnahme an der Generalversammlung ausgeschlossen. Vor 1884 beschränkten 93 Prozent (76 Prozent) der Industrieaktiengesellschaften (Bergbaugesellschaften) das Stimmrecht für Kleinaktionäre, während Großaktionäre nur in 30 Prozent (30 Prozent) der Fälle einer Höchststimmrechtsbeschränkung unterlagen. Während der Jahre 1884 bis 1911 lag nur noch in 35 Prozent (19 Prozent) der Fälle eine Beschränkung für Kleinaktionäre bei Industrieaktiengesellschaften (Bergbaugesellschaften) vor. Großaktionäre wurden in je 17 Prozent der Fälle in ihren Rechten beschnitten.

Die dritte Corporate Governance-Variable, die hier betrachtet wird, informiert über die Zahl der Aufsichtsratsvorsitzenden von Industrie- und Bergwerksaktiengesellschaften, die aus dem Bankgewerbe stammten. Die ausschließliche Betrachtung der Vorsitzenden führt sicherlich zu weniger starken Hinweisen auf den Einfluss von Banken auf Industrie- und Bergwerksunternehmen als die Studien von Fohlin bzw. Windolf über die Netzbildung in der deutschen Wirtschaft.⁵⁵ Der Vorteil des vorliegenden Ansatzes ist hingegen die größere Tiefenwirkung in zeitlicher Hinsicht. Windolf untersucht in seiner Studie über die Vernetzung der deutschen Firmen durch Aufsichtsratsmandate lediglich zwei Stichjahre für die Periode vor dem Ersten Weltkrieg (1895 und 1913). Fohlin untersucht zwar Änderungen im Zeitablauf, aber auch ihre Studie beginnt erst 1895 und endet 1912. Die hier vorliegende Studie untersucht damit erstmals den Zusammenhang für die Zeit vor 1895. Dies ist umso wichtiger, als sich der Anteil der Aufsichtsratsvorsitzenden, die aus dem Bankenbereich stammten, im Zeitablauf stark veränderte und auch branchenspezifische Muster aufwies. Bei Bergwerksaktiengesellschaften ging der Anteil der aus dem Bankgewerbe stammenden Aufsichtsratsvorsitzenden von 28 Prozent (1871-1894) auf 20 Prozent (1895-1911) zurück, während er sich bei Industrieaktiengesellschaften von 17 Prozent auf 32 Prozent verdoppelte.

Daraus ergeben sich zwei Forschungsfragen bezüglich der Gründe und Wirkungen einer Mitgliedschaft von Bankenvertretern in Aufsichtsräten. Zunächst ist die Frage zu klären, welche (quantitativ messbaren) Gründe dazu geführt haben, dass der Aufsichtsratsvorsitz mit einem Bankenvertreter besetzt worden ist. Zweitens ist zu klären, ob die Tatsache, dass ein Bankenvertreter den Aufsichtsratsvorsitz einnahm, messbare Folgen für die erfolgsorientierte Entlohnung oder für die Stimmrechtsgestaltung hatte.

55 Fohlin, Finance (wie Anm. 7), S. 106-168; Windolf, Unternehmensverflechtung (wie Anm. 3).

IV. Ergebnisse

Der Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft wurde bei allen Unternehmen, die hier untersucht werden, von der Generalversammlung gewählt, obwohl dies erst seit der Aktienrechtsnovelle von 1884 gesetzlich vorgeschrieben war. Bis zur Aktienrechtsnovelle konnten nur Aktionäre in den Aufsichtsrat gewählt werden, seitdem konnten auch natürliche Personen, die nicht Aktionäre waren, in dieses Organ gewählt werden. Damit stieg die Möglichkeit von Banken, Mandate im Aufsichtsrat einzunehmen. Nach 1884 konnten sie somit auch in Gesellschaften aktiv werden, von denen sie keine eigenen Aktien besaßen, denen sie aber beispielsweise durch die Ausübung von Depotstimmrechten oder durch Kreditbeziehungen eng verbunden waren.

Hohe Informationskosten halten die Mehrzahl der Aktionäre üblicherweise von der Überwachung des Vorstandes ab. Fraglich ist nun, welche Vorteile die Überwachung des Vorstandes durch Vertreter von Banken für die Aktiengesellschaft, die Aktionäre bzw. die Banken hat. Für die Aktiengesellschaft könnte ein wesentlicher Vorteil darin liegen, dass sie leichteren Zugang zu Krediten erhält. Auch für Aktionäre könnten dadurch höhere Gewinne entstehen, vorausgesetzt, dass die Rentabilität der kreditfinanzierten Anlagen höher ist als die Finanzierungskosten. Für die Banken liegt der Vorteil in der direkten Überwachung und Beeinflussung der Kreditnehmer, wodurch das Ausfallrisiko sinkt.

Die Beziehungen zwischen Banken und ihren Firmenkunden können auf der Grundlage von informationsökonomischen Theorien erklärt werden.⁵⁶ Vor Beginn der Eigen- oder Fremdkapitalfinanzierung können Banken die vorgeschlagenen Investitionsprojekte prüfen, eine Empfehlung aussprechen und dadurch ungleiche Informationsverteilungen zwischen den Parteien abbauen. Wenn die Finanzierung durch Eigen- oder Fremdkapital schließlich gewährt worden ist, können Bankvertreter die laufenden Geschäfte sowie den Erfolg der Aktiengesellschaft überwachen und darüber anderen Finanziers berichten. In erster Linie werden durch diese Aktivitäten die Risiken der Geldgeber reduziert, so dass beispielsweise Kreditzinsen sinken und die Wahrscheinlichkeit steigt, eine Finanzierung für ein gegebenes Projekt zu sichern. Diese Vorteile beziehen sich unmittelbar nur auf die Fremdkapitalfinanzierung. Für die Eigenkapitalgeber bzw. Aktionäre greifen die Vorteile nur, wenn die Banken ihre Informationen unverzerrt zur Verfügung stellen. Die Tatsache, dass ein Bankier im Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft sitzt, signalisiert den Aktionären, dass der Vorstand der Aktiengesellschaft überwacht wird. Dies muss allerdings nicht unbedingt ein positives Signal sein, denn Banken werden ihre begrenzten Überwachungsressourcen zunächst für ihre großen bzw. besonders risikoreichen Kunden verwenden.⁵⁷

56 Fohlin, Finance (wie Anm. 7), S. 153-156, gibt einen kurzen Überblick über die relevanten Theorien; die hier dargebotene Diskussion lehnt sich eng an die Argumente von Fohlin an.

57 Zu den grundlegenden Modellen für Überwachung, Kreditrationierung und Signalisierung vgl. u. a. Michael A.

Aus diesen Theorien lassen sich verschiedene, ökonomisch testbare Hypothesen ableiten. Wenn die Überwachung durch Bankenvertreter zu einem leichteren Zugang zu Krediten führt, dann sollten Firmen mit hohen Investitionen und hohem Fremdkapitalanteil einen Bankenvertreter als Aufsichtsratsvorsitzenden haben (Überwachungshypothese). Zugleich sollten verhältnismäßig hoch verschuldete Firmen einen größeren Bedarf haben, ihre Solidität durch die Besetzung des Aufsichtsratsvorsitzes mit einem Bankier zu signalisieren (Signalisierungshypothese). Des Weiteren sollten Firmen, die stark wachsende Gewinne aufweisen, in der Zukunft stärker investieren, da sie offensichtlich in einem lohnenden Geschäftsfeld tätig sind. Andererseits können Firmen mit einem hohen Gewinnniveau Investitionen leichter aus dem Gewinn finanzieren, so dass sie einen geringeren Vernetzungsgrad mit Banken benötigen. Die zukünftigen Investitionen können leichter über Kredite finanziert werden, wenn ein Bankenvertreter im Aufsichtsrat sitzt. Zudem ist anzumerken, dass Firmen, die einen leichteren Zugang zu Fremdkapital haben, einen höheren Verschuldungsgrad aufweisen sollten, so dass eine positive Korrelation zwischen dem Verschuldungsgrad und der Tatsache, dass ein Bankenvertreter den Aufsichtsratsvorsitz übernommen hat, zu erwarten ist.

Demgegenüber ist zu berücksichtigen, dass ein Bankenvertreter an der Spitze des Aufsichtsrats auch ein positives Signal für Eigenkapitalgeber sein kann, etwa in dem Sinne, dass Aktien aus Kapitalerhöhungen leichter an der Börse zu platzieren wären. Dies würde langfristig dazu führen, dass eine positive Korrelation zwischen der Höhe des Aktienkapitals und der Wahrscheinlichkeit, dass ein Bankier an der Spitze des Aufsichtsrats steht, bestehen sollte. Im Umkehrschluss wirkt sich dies auf den Verschuldungsgrad aus, so dass die theoretische Vorhersage zwischen Verschuldungsgrad und Bankenvertretung nicht mehr eindeutig ist.

Schließlich kann man davon ausgehen, dass größere Firmen mehr Informationen produzieren als kleinere Firmen, so dass größere Firmen einen geringeren Bedarf haben, ihre Qualität durch einen Bankenvertreter an der Spitze des Aufsichtsrates zu signalisieren. Wenn jedoch Skalenerträge bei der Fremdkapitalfinanzierung vorliegen – die Überwachungskosten sind unabhängig vom Kreditvolumen –, dann könnten Banken versuchen, vornehmlich mit größeren Firmen in Beziehung zu treten, so dass eine positive Beziehung zwischen Firmengröße und der Wahrscheinlichkeit eines Bankiers als Aufsichtsratsvorsitzenden bestehen könnte. Tabelle 2 fasst die Vorhersagen der Theorie zusammen.

Spence, Job Market Signalling, in: *Quarterly Journal of Economics* 87 (1974), S. 355-374; Joseph E. Stiglitz/ A. Weiss, Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, in: *American Economic Review* 71 (1981), S. 393-410; Douglas A. Diamond, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: *Review of Economic Studies* 51 (1984), S. 393-414.

Tabelle 2: Theoretische Vorhersagen zum Zusammenhang zwischen Aufsichtsratsvorsitz und ökonomischen Fundamentaldaten

	Auswahlhypo- these	Signalisierungs- hypothese	Überwachungs- hypothese
Anlagevermögen	+	–	+
Aktienkapital	+	+	+
Bruttoinvestitionen	+		+
Verschuldungsgrad	+	?	+
Bilanzgewinn	–		
Wachstum des Bilanzge- winn	+		

Die Tabelle gibt das erwartete Vorzeichen des Regressionskoeffizienten an.

Getestet werden diese Hypothesen mit Hilfe einer Probit-Regression. Bei dieser ist die abhängige Variable eine Binärvariable, die den Wert eins annimmt, wenn bei einer Aktiengesellschaft in einem Jahr der Vorsitzende des Aufsichtsrats ein Bankenvertreter war; die Variable nimmt den Wert null an, wenn dies nicht der Fall war. Als unabhängige Variablen werden das Anlagevermögen und das Aktienkapital in Mio. Mark als Maße für die Unternehmensgröße, die Bruttoinvestitionen in Prozent der Gesamtaktiva als Maß für die Investitionen, die Fremdkapitalquote sowie das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital als Verschuldungsmaßstäbe sowie der Bilanzgewinn und das Wachstum des Bilanzgewinns als Indikatoren für die Gewinnsituation herangezogen.

Des Weiteren wird eine Binärvariable verwendet, die den Wert eins annimmt, wenn das betrachtete Unternehmen eine Bergwerksaktiengesellschaft ist, und die den Wert null annimmt, wenn das betrachtete Unternehmen eine Industrieaktiengesellschaft ist. Durch diese Variable werden branchenspezifische Unterschiede abgebildet. Schließlich wird ein Jahrestrend eingeführt, der das generelle Wachstum der Wirtschaft auffängt.

Die Ergebnisse dieser Regression sind in Tabelle 3 dargestellt. Die Daten wurden dabei zwei Teilperioden zugewiesen. Die späte Phase (1895-1911) entspricht den Jahren, die bereits von anderen Autoren untersucht worden sind, so dass unsere Ergebnisse mit diesen verglichen werden können.⁵⁸ Die frühe Phase (1871-1894) zeigt im Vergleich zur späteren Phase – und dies ist der wesentliche Forschungsbeitrag dieses Aufsatzes –, ob die vorgefundenen Muster im Zeitablauf stabil sind.

58 Fohlin, Finance (wie Anm. 7), S. 157, untersucht die Jahre 1895-1912 mit einer nur leicht abweichenden Regressionspezifikation.

Tabelle 3: Erklärung der Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden

abhängige Variable: Binärvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn der Vorsitzende des Aufsichtsrates eines Unternehmens in einem Jahr ein Bankvertreter war	1871-1894		1895-1911	
	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert
Konstante	-37,614	0,095	3,516	0,864
Anlagevermögen (in Mio. Mark)	-0,027	0,124	-0,028	0,004
Aktienkapital (in Mio. Mark)	0,104	0,001	0,064	0,001
Bruttoinvestitionen (in Prozent Bilanzsumme)	-0,008	0,938	-0,036	0,838
Fremdkapital (in Prozent Eigenkapital)	0,630	0,004	0,287	0,067
Bilanzgewinn (in Mio. Mark)	-0,224	0,005	0,010	0,818
Wachstum des Bilanzgewinns (in Prozent)	0,006	0,182	-0,003	0,591
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn das Unternehmen im Bergbau tätig ist.	-0,138	0,377	-0,673	0,000
Jahrestrend	0,019	0,109	-0,002	0,837
Anzahl der Beobachtungen	673		638	
McFadden Pseudo R²	0,111		0,040	
Log likelihood	-306,0900		-363,71	
Prob>Chi2	0,0000		0,0002	

Methode: Probit-Regression.

Die Schätzungen basieren auf 673 (1871-1894) bzw. 638 (1895-1911) Beobachtungen für Industrie- und Bergwerksaktiengesellschaften. Für beide Perioden sind die Regressionen insgesamt zutreffend zur Erklärung des Sachverhalts, wobei der Erklärungsanteil von elf Prozent (1871-94) auf vier Prozent zurückgeht (1895-1911).

Für die erste Teilperiode finden wir eine statistisch signifikant positive Beziehung zwischen der Höhe des Aktienkapitals und dem Fremdkapital in Prozent des Eigenkapitals einerseits sowie der Wahrscheinlichkeit, einen Bankenvertreter als Vorsitzenden des Aufsichtsrates zu haben, andererseits. Zudem finden wir eine statistisch signifikant negative Beziehung zwischen dieser Variable und dem Bilanzgewinn. Die beiden erstgenannten Befunde stehen mit allen Theorien in Ein-

klang, der dritte Befund kann nur mit der Auswahlhypothese in Einklang gebracht werden.

Für die spätere Periode (1895-1911) ergibt die Regression einen statistisch signifikant positiven Zusammenhang zwischen der Höhe des Aktienkapitals bzw. – allerdings nur auf einem niedrigen Signifikanzniveau – der Fremdkapitalquote und der Wahrscheinlichkeit, einen Bankenvertreter als Aufsichtsratsvorsitzenden zu haben. Diese beiden Befunde sind mit allen drei Hypothesen zu vereinbaren. Des Weiteren finden wir einen statistisch signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Höhe des Anlagevermögens und der Wahrscheinlichkeit, einen Aufsichtsratsvorsitzenden aus dem Bankgewerbe zu haben. Dieser Befund ist mit der Signalisierungshypothese, jedoch nicht mit der Überwachungs- und Auswahlhypothese kompatibel.

Damit stützen wir für den Zeitraum 1895 bis 1911 die Signalisierungshypothese, die auch von Caroline Fohlin favorisiert worden ist.⁵⁹ Zusammengenommen deuten die statistischen Befunde darauf hin, dass in der frühen Periode vor allem Auswahlmotive für die Wahl des Aufsichtsratsvorsitzenden verantwortlich waren, während in den beiden letzten Dekaden vor dem Ersten Weltkrieg die positive Signalwirkung eines Bankiers an der Spitze des Aufsichtsrates ausschlaggebend war.

Um an die Spitze des Aufsichtsrats zu gelangen, musste der Bankenvertreter auf der Generalversammlung gewählt werden.⁶⁰ Die Mitglieder des Aufsichtsrats wurden dabei einzeln zur Wahl gestellt und es gab keine Regelung, dass die proportionale Berücksichtigung bestimmter Anteilseigner notwendig war. Damit ein Bankenvertreter an die Spitze des Aufsichtsrats gewählt werden konnte, war die Unterstützung durch die Mehrheit der anwesenden Stimmen notwendig. Wenn die Unternehmensstatuten keine vom Gesetz abweichende Regel – eine Aktie, eine Stimme – vorsah, dann konnte eine Mehrheit der vertretenen Aktien den Aufsichtsrat durch Wahl bestimmen. Jedoch sahen viele Gesellschaftsverträge Beschränkungen des Stimmrechts vor: Entweder war die Zahl der Stimmen je Aktionär begrenzt oder die Anzahl der Aktien, die für eine Stimme notwendig war, war größer als eins. Insbesondere die Begrenzung der Stimmzahl je Aktionär erschwerte die Kontrolle der Gesellschaften durch Banken, da die ihnen durch Depotvollmachten übertragenen Stimmen nicht voll genutzt werden konnten. Dies lässt erwarten, dass Banken an einer Abschaffung von Höchststimmrechtsbeschränkungen interessiert gewesen sein dürften.

Um diese Hypothese zu testen, spezifizieren wir eine Regression, bei der die abhängige Variable binär kodiert ist. Sie nimmt den Wert eins an, wenn die Anzahl der Stimmen je Aktionär begrenzt war; sie nimmt den Wert null an, wenn dies

59 Fohlin, Finance (wie Anm. 7), S. 167, führt aus, dass die Vertretung von Banken im Aufsichtsrat vor allem ein Signal für das Aktienemissionsgeschäft der Banken war.

60 Einen kurzen Überblick über den empirischen und theoretischen Forschungsstand zum Zusammenhang zwischen Stimmrechten und Corporate Governance gibt Marco Becht, European Corporate Governance: Trading off Liquidity against Control, in: European Economic Review 43 (1999), S. 1071-1083.

nicht der Fall war. Des Weiteren kontrollieren wir den Einfluss von ökonomischen Fundamentaldaten. Andererseits haben Banken kein Interesse daran, die Rechte der Kleinaktionäre zu stärken – also auf die Einführung der Regel „eine Aktie, eine Stimme“ zu drängen. In diesem Fall nimmt die abhängige Binärvariable den Wert eins an, wenn die Mindestzahl an Aktien, die zur Ausübung einer Stimme notwendig ist, größer als eins ist; anderenfalls nimmt die Binärvariable den Wert null an. Da die Aktienrechtsnovelle von 1884 die Rechte der Kleinaktionäre gestärkt hat, ist in den Regressionen für die frühe Periode (1871-1894) eine weitere Binärvariable aufgenommen worden, die den Wert eins annimmt, wenn die Beobachtung aus den Jahren 1884 bis 1894 stammt; stammt die Beobachtung aus den Jahren 1871 bis 1883 nimmt sie entsprechend den Wert null an.

Die Testergebnisse zu diesen Hypothesen werden in den Tabellen 4 und 5 gezeigt. Für die frühe Periode (1871-1894) ergibt sich ein statistisch signifikant positiver Zusammenhang zwischen Höchststimmrechtsbegrenzungen und dem Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital sowie ein statistisch negativer Zusammenhang zwischen der Höchststimmrechtsbegrenzung und der Tatsache, dass ein Bankier den Vorsitz im Aufsichtsrat innehatte. Das bedeutet, dass relativ hoch verschuldete Unternehmen, bei denen eine Überwachung durch Bankenvertreter besonders notwendig gewesen wäre, die Stimmrechte beschränkten. Unternehmen, die an vorderster Front von einem Bankenvertreter kontrolliert worden sind, hatten hingegen weniger Höchststimmrechtsbeschränkungen.

Für die späte Periode (1895-1911) zeigt sich kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen ökonomischen Fundamentaldaten und einer Höchststimmrechtsbegrenzung. Es gibt allerdings nach wie vor eine statistisch signifikant negative Beziehung zwischen der Tatsache, dass ein Bankenvertreter an der Spitze des Aufsichtsrates stand, und der Tatsache, dass es eine Höchststimmrechtsbeschränkung gab.



Tabelle 4: Erklärung von Stimmrechtsbeschränkungen: Höchststimmrecht

abhängige Variable: Binärvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Anzahl der Stimmen je Aktionär begrenzt ist	1871-1894		1895-1911	
	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert
Konstante	17,301	0,604	52,495	0,044
Anlagevermögen (in Mio. Mark)	-0,016	0,443	0,006	0,715
Aktienkapital (in Mio. Mark)	0,016	0,639	-0,019	0,547
Bruttoinvestitionen (in Prozent Bilanzsumme)	0,008	0,936	-0,266	0,390
Fremdkapital (in Prozent Eigenkapital)	0,498	0,019	-0,103	0,626
Bilanzgewinn (in Mio. Mark)	-0,142	0,144	-0,003	0,963
Wachstum des Bilanzgewinns (in Prozent)	0,004	0,392	0,003	0,433
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn der Vorsitzende des Aufsichtsrates ein Bankvertreter ist	-1,131	0,000	-0,704	0,000
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn das Unternehmen im Bergbau tätig ist	0,296	0,044	0,014	0,929
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn die Beobachtung nach dem Jahr 1883 liegt	-0,022	0,910		
Jahrestrend	-0,010	0,592	-0,028	0,041
Anzahl der Beobachtungen	673		638	
McFadden Pseudo R²	0,082		0,060	
Log likelihood	-352,97		-226,49	
Prob>Chi2	0,0000		0,0007	

Methode: Probit-Regression.

Zusammengefasst lässt sich also festhalten, dass Bankenvertreter offensichtlich auf den Abbau von Höchststimmrechtsbeschränkungen hinarbeiteten, um so ihre Depotstimmrechte ausüben zu können, bzw. dass nach Abschaffung von Höchststimmrechtsbeschränkungen die Bankenvertreter ihre Depotstimmrechte voll ausnutzen konnten, um einen ihrer Vertreter an die Aufsichtsratsspitze zu wählen.

Die gefundene Korrelation stellt nicht zwangsläufig einen kausalen Zusammenhang her. Es ist durchaus möglich, dass Unternehmen das Höchststimmrecht abgeschafft haben und Banken daraufhin die Möglichkeit der vollen Ausnutzung des Depotstimmrechts tatsächlich ausgeübt haben.

Tabelle 5: Erklärung von Stimmrechtsbeschränkungen: Kleinaktionärsbeschränkung

abhängige Variable: Binärvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn die Mindestzahl an Aktien, die für eine Stimme auf der Generalversammlung notwendig ist, größer als eins ist.	1871-1894		1895-1911	
	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert
Konstante	226,341	0,000	244,404	0,000
Anlagevermögen (in Mio. Mark)	-0,021	0,237	-0,012	0,510
Aktienkapital (in Mio. Mark)	0,061	0,058	0,002	0,958
Bruttoinvestitionen (in Prozent Bilanzsumme)	0,028	0,800	-0,597	0,112
Fremdkapital (in Prozent Eigenkapital)	0,580	0,006	-0,171	0,474
Bilanzgewinn (in Mio. Mark)	0,031	0,662	0,171	0,027
Wachstum des Bilanzgewinns in Prozent	-0,002	0,602	-0,009	0,787
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn der Vorsitzende des Aufsichtsrates ein Bankvertreter ist	-0,066	0,636	-0,206	0,201
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn das Unternehmen im Bergbau tätig ist.	-0,908	0,000	-0,624	0,001
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn die Beobachtung nach dem Jahr 1883 liegt.	-0,277	0,176		
Jahrestrend	-0,120	0,000	-0,129	0,000
Anzahl der Beobachtungen	673		638	
McFadden Pseudo R²	0,212		0,180	
Log likelihood	-356,00		-212,96	
Prob>Chi2	0,0000		0,0000	

Methode: Probit-Regression

Während der Jahre 1871 bis 1894 gab es einen statistisch signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Verschuldungsgrad der Aktiengesellschaft und der Beschränkung von Stimmrechten für Kleinaktionäre. Dies ist auch plausibel, da Firmen, die zu einem geringeren Teil auf Eigenkapital zurückgreifen, die Rechte der Eigenkapitalgeber stärker beschneiden können. Wie von uns vermutet, besteht kein Zusammenhang zwischen Stimmrechtsbeschränkungen für Kleinaktionäre und der Tatsache, dass ein Banker dem Aufsichtsrat vorsitzt.

Auch für die zweite Periode (1895-1911) lässt sich kein Zusammenhang zwischen der Tatsache, dass ein Bankenvertreter als Aufsichtsratsvorsitzender fungierte, und einer Stimmrechtsbeschränkung für Kleinaktionäre nachweisen. Es gibt jedoch – und auch dies ist intuitiv plausibel – einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen dem Niveau der Gewinne und den Stimmrechtsbeschränkungen. Solange Kleinaktionäre eine ausreichende Dividende aus hohen Unternehmensgewinnen erhielten, verlangten sie nicht nach Stimmrechten.⁶¹

Zusammenfassend lässt sich also feststellen, dass Bankenvertreter die Rechte der Kleinaktionäre nicht direkt gestärkt haben, aber durch die unbegrenzte Wahrnehmung von Depotstimmrechten die Interessen der Kleinaktionäre – und vermutlich auch ihre eigenen Interessen – wahrgenommen haben.

In einem letzten Schritt wenden wir uns nun dem Zusammenhang zu, der zwischen der Besetzung des Aufsichtsrats mit Bankenvertretern und der monetären Motivation der Vorstandsmitglieder durch Tantiemen bestehen könnte.⁶² Die moderne Theorie zur Kontrolle und Motivation von Agenten, die gleichzeitig mehrere Tätigkeiten für die Prinzipale ausüben – und dazu gehören Unternehmensvorstände sicherlich –, zeigt, dass eine Substitutionsbeziehung zwischen Kontroll- und Motivationsinstrumenten besteht.⁶³ Dies bedeutet, dass der Einsatz von Motivationsmechanismen zurückgeht, wenn der Einsatz von Kontrollmechanismen zunimmt. Daher können wir einen negativen Zusammenhang zwischen den Vorstandstantiemen und der Tatsache, dass ein Bankenvertreter an der Spitze des Aufsichtsrats war, vermuten. Tabelle 6 präsentiert entsprechende Ergebnisse.⁶⁴

61 Vgl. dazu auch Pohl, *Geschichte* (wie Anm. 12), S. 165. Carsten Burhop, *Die Kreditbanken in der Gründerzeit* (Schriftenreihe des Instituts für bankhistorische Forschung 21). Stuttgart 2004, S. 36, zeigt, dass bereits während der 1870er Jahre die Anzahl der Aktionäre, die eine Hauptversammlung von Großbanken besucht haben, in umgekehrtem Verhältnis zur Höhe der Dividenden stand.

62 Bayer/ Burhop, *Corporate Governance* (wie Anm. 43), führen aus, dass die bloße Korrelation von Unternehmenserfolg und Tantiemen noch kein Beleg für Anreizverträge ist, da eine derartige Korrelation auch aus anderen Gründen entstehen kann, beispielsweise durch konjunkturelle Einflüsse. Insofern sind die hier präsentierten Ergebnisse lediglich als erste Annäherung an den Zusammenhang zwischen monetären Anreizen und Unternehmenserfolg zu betrachten.

63 Vgl. dazu u. a. Bengt Holmstrom/ Paul Milgrom, *Multi-task Principal Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design*, in: *Journal of Law, Economics, and Organization* 7 (1991), S. 24-52; dies., *The Firm as an Incentive System*, in: *American Economic Review* 84 (1994), S. 972-991.

64 Bayer/ Burhop, *If only I could sack you* (wie Anm. 43); dies., *Corporate Governance Reform* (wie Anm. 43), untersuchen die Auswirkungen der Aktienrechtsreform auf Motivations- und Sanktionsmechanismen bei Banken. Des weitern untersuchen Bayer/ Burhop, *Corporate Governance* (wie Anm. 43), die Auswirkungen der Aktienrechtsreform von 1884 auf die Motivation von Managern von Industrieunternehmen; dabei berücksichtigen sie in einer Regression auch den potentiellen Einfluss von Überwachung durch Bankenvertreter. Hier wird hingegen auf diese Rolle der Bankenvertreter fokussiert und die Aktienrechtsreform von 1884 als Kontrollvariable genutzt.

Tabelle 6: Tantiemen als Funktion von Firmencharakteristika

abhängige Variable: Summe der Tantieme für Vorstand und Aufsichtsrat (in Mark)	1871-1894		1895-1911	
	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert
Bilanzgewinn (in Mark)	0,0703	0,000	0,0339	0,000
log (Bilanzsumme in Mark)	24.126,1	0,000	17.202,1	0,082
Fremdkapitalquote	9.158,6	0,595	58.778,1	0,245
Fremdkapitalquote*Bilanzgewinn	-0,0104	0,355	0,0567	0,001
Stimmrechtsbeschränkung	-550,7	0,873	-25.522,4	0,059
Stimmrechtsbeschränkung*Bilanzgewinn	0,0066	0,043	0,0317	0,000
Aufsichtsratsvorsitzender ist Bankier	25.365,7	0,000	15.410,1	0,105
Aufsichtsratsvorsitzender ist Bankier*Bilanzgewinn	-0,0252	0,000	0,0241	0,000
Aufsichtsratsvorsitzender ist ehemaliges Vorstandsmitglied	18.076,8	0,023	14.585,1	0,365
Aufsichtsratsvorsitzender ist ehemaliges Vorstandsmitglied *Bilanzgewinn	0,0103	0,031	-0,0116	0,077
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn das Unternehmen im Bergbau tätig ist	53.551,8	0,000	39.112,3	0,159
Binärvariable mit dem Wert 1, wenn das Unternehmen im Bergbau tätig ist * Bilanzgewinn	-0,0161	0,001	-0,0058	0,183
Jahrestrend	312,7	0,175	-1.648,9	0,008
Anzahl Beobachtungen	718		646	
Anzahl der Unternehmen	64		68	
adjustiertes R ²	0,8709		0,9275	
F-Test (p-Wert)	0,0000		0,0000	

Methode: Regression mit festen Effekten.

Für die frühe Periode zeigt sich ein statistisch signifikanter positiver Zusammenhang zwischen Tantiemenzahlungen, dem Bilanzgewinn und der Bilanzsumme, d. h. profitable und große Unternehmen zahlten höhere Tantiemen. Des Weiteren

steigt die marginale Tantiemenzahlung, wenn Stimmrechtsbeschränkungen vorliegen oder wenn ein ehemaliges Vorstandsmitglied an der Spitze des Aufsichtsrats steht. Die letztgenannte Variable führte zwischen 1871 und 1894 zudem zu einer positiven Niveaushiftung der Tantiemen. Dies deutet an, dass der Wechsel vom Vorstand an die Aufsichtsratsspitze zu höheren Kosten und zu stärkeren Anreizproblemen für die Aktionäre führte. Außerdem mussten entmachtete Aktionäre – wenn Beschränkungen des Stimmrechts vorlagen – die Motivation durch höhere marginale Tantiemen erhöhen. Stand ein Bankenvertreter an der Spitze des Aufsichtsrats, dann gab es einen Substitutionseffekt: Die erfolgsabhängige Vergütung wurde reduziert, die erfolgsunabhängige Vergütung wurde erhöht. Ob die Bankenvertreter insgesamt einen für die Aktionäre positiven Effekt hatten, kann generell nicht festgestellt werden.

Für die zweite Periode (1895-1911) lassen sich einige Unterschiede im Vergleich zur ersten Periode feststellen. Es gab zwar nach wie vor eine positive Beziehung zwischen Bilanzgewinn und Tantiemen, der positive Zusammenhang zwischen Tantiemen und Unternehmensgröße bestand jedoch nicht mehr, d. h. der Aufbau von Firmenimperien wurde nicht belohnt. Die Tatsache, dass ein ehemaliges Vorstandsmitglied an der Spitze des Aufsichtsrats stand, hatte nun keine statistisch signifikanten Effekte mehr. Hinsichtlich der Bankenvertreter an der Aufsichtsratsspitze gab es nun keinen signifikanten Effekt auf das erfolgsunabhängige Tantiemenniveau, aber einen statistisch signifikant positiven Effekt auf den marginalen Zusammenhang zwischen dem Umstand, dass ein Bankenvertreter an der Spitze des Aufsichtsrats stand, und der Tantiemenhöhe. Aktionäre mussten also die Anreize erhöhen, wenn ein Bankenvertreter an der Spitze des Aufsichtsrates stand; dies steht im Widerspruch zu den theoretischen Überlegungen.

V. Schluss

Die traditionelle Wirtschaftsgeschichtsschreibung sieht in den großen Aktienkreditbanken die Schwungräder der deutschen industriellen Revolution, die nicht zuletzt mit Hilfe von Aufsichtsratsmandaten großen Einfluss auf Industrieaktiengesellschaften ausgeübt hätten.⁶⁵ „Durch die Emissionstätigkeit der Banken und durch ihr unbeschränktes Depotstimmrecht – für diejenigen Aktien, welche ihre Kunden bei ihnen in Verwahrung gaben, übten die Banken das Stimmrecht in den Hauptversammlungen der betreffenden Aktiengesellschaften im eigenen Namen aus – entstand eine enge und dauernde Verflechtung zwischen den Banken und den großen Kapitalgesellschaften der Industrie und der Reederei, die sehr viel intensiver war als etwa in Frankreich oder Großbritannien.“⁶⁶

65 Vgl. beispielsweise Hubert Kiesewetter, *Industrielle Revolution in Deutschland. Regionen als Wachstumsmotor*. Stuttgart 2004, S. 276-277.

66 Karl Erich Born, *Wirtschafts- und Sozialgeschichte des Deutschen Kaiserreichs (1867/71-1914)*. Stuttgart 1985, S. 58.

Ökonometrische Untersuchungen ergänzten für die letzte Dekade vor dem Ersten Weltkrieg die gesammelte qualitative Evidenz zum Zusammenhang von Bankeneinfluss, Aufsichtsratsmandaten und Unternehmensentwicklung. Dabei stellte sich heraus, dass sich die herausragende Bedeutung von Bankenvertretern in Aufsichtsräten deutscher Industriektiengesellschaften erst am Ende des 19. Jahrhunderts beobachten lässt. Vor allem größere und profitable Unternehmen hatten häufig einen Bankenvertreter an der Spitze ihres Aufsichtsrates. Des Weiteren stellte sich heraus, dass die Verbindung von Industrie- und Bankaktiengesellschaften über Aufsichtsräte nicht notwendig zur Beseitigung von Kreditrestriktionen führte.

Der vorliegende Beitrag trägt weitere Ergebnisse zu dieser cliometrischen Forschung bei. Wir bestätigen die Ergebnisse von Caroline Fohlin, dass vor allem Unternehmen, die viele Aktien emittierten, einen Aufsichtsratsvorsitzenden aus dem Bankbereich hatten. Wir können zudem zeigen, dass dieses Resultat nicht nur für die beiden letzten Dekaden vor dem Ersten Weltkrieg, sondern für die gesamte Zeit des Kaiserreichs gilt. Außerdem können wir zeigen, dass ökonomische Fundamentaldaten während der Jahre 1871 bis 1894 einen stärkeren Einfluss auf die Besetzung des Aufsichtsratsvorsitzes hatten als in den Jahren 1895 bis 1913. Insofern scheinen ökonomische Motive in den beiden letzten Dekaden vor dem Weltkrieg durch außerökonomische Beweggründe abgelöst worden zu sein.

Ferner untersuchen wir erstmals den Zusammenhang zwischen Stimmrechtsbeschränkungen und Bankenvertretern in Aufsichtsräten. Es stellt sich heraus, dass Bankenvertreter während der Jahre 1871 bis 1911 verstärkt in denjenigen Unternehmen an der Spitze des Aufsichtsrates standen, die keine Begrenzungen des Stimmrechts hatten. Da die Begrenzung des Stimmrechts auf eine maximale Stimmzahl die volle Nutzung des Depotstimmrechts durch Banken verhinderte, wird an dieser Stelle eine Brücke zwischen diesen beiden Einrichtungen des deutschen Wirtschaftsmodells geschlagen. Wir können belegen, dass es keinen signifikanten Zusammenhang zwischen der Tatsache, dass Bankenvertreter den Vorsitz in Aufsichtsräten einnahmen, und der Abschaffung von Stimmrechtsrestriktionen für Kleinaktionäre gab. Banken förderten somit nicht die Aktionärsdemokratie.

Schließlich haben wir untersucht, ob Bankenvertreter durch ihre Aufsichtstätigkeit die monetäre Motivation der Unternehmensvorstände substituiert haben. Dafür konnten wir keine überzeugende Evidenz finden. Insgesamt lässt sich also festhalten, dass Bankenvertreter keine Kostenersparnis für die Aktionäre durch geringere Tantiemengewährung brachten, dass Bankenvertreter die Entstehung demokratischer Stimmrechte nicht gefördert haben und dass ökonomische Motive bei der Besetzung von Aufsichtsratsmandaten zunehmend in den Hintergrund gerückt sind.

(PD Dr. Carsten Burhop, Max-Planck-Institut zur Erforschung der Gemeinschaftsgüter, Kurt-Schumacher-Str. 10, D-53113 Bonn)