

# Inhalt

<b>A. Einleitung</b>	11
<b>B. Historischer Überblick</b>	15
I. Allgemeine Anfänge	15
II. Deutschland	21
1. Zeit vor dem Preußischen Aktiengesetz 1843	21
2. Preußisches Aktiengesetz von 1843	25
3. Die aktienrechtliche Regelung im ADHGB	26
4. Aktienrechtsreform 1937 und vorherige Diskussion in der Weimarer Republik	31
5. Aktienrechtsreform 1965	36
III. USA	41
1. Entstehen der allgemeinen Kompetenz der Direktoren	41
2. Reformversuche in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahrhunderts	44
<b>C. Darstellung der zu untersuchenden Regelungen</b>	48
I. Bundesrepublik Deutschland	48
II. EG-Regelungen	48
1. Strukturrichtlinie	48
2. Statut der Europäischen Aktiengesellschaft	54
III. USA	54
IV. Zwischenergebnis und weiterer Gang der Untersuchung	56
<b>D. Zielkriterien zur Beurteilung der Regelungen</b>	57
I. Gesetzliche Fixierung des Zielkriteriums	57
1. Bundesrepublik Deutschland	57
a) Gemeinwohlbindung des Vorstands	58
b) Unternehmensinteresse als Maßstab	59
c) Eignung als Maßstab für die Dividendenentscheidung	60
2. USA	61
II. Volkswirtschaftliche Kriterien	63
1. Interesse des kapitalistischen Aktionärs	68
2. Interesse am Bestand des Unternehmens	70
a) Sicherung des Unternehmensbestandes durch Rücklagenbildung	70
aa) Risiko	71
bb) Kapitalstruktur	72
cc) Rücklagenbildung als nachträgliche Veränderung der Kapitalstruktur	75
dd) Rücklagenbildung als Verschiebung zugunsten der Fremdkapitalgeber	77
ee) Rücklagenbildung zur Verschleierung von Fehlentwicklungen	77
b) Sicherung des Unternehmensbestandes durch selbstfinanzierte Investitionen	77

c) Sicherung des Unternehmensbestandes durch selbstfinanzierte Diversifikation	78
III. Zwischenergebnis	79
<b>E. Optimale Lösung unter theoretischen Aspekten</b>	80
I. Dividendenentscheidung bei vollkommenem Markt ohne Steuern	80
II. Transaktionskosten	84
1. Emissionskosten des Unternehmens	84
2. Transaktionskosten der Investoren	86
III. Der Einfluß der Besteuerung	86
1. USA	86
2. Bundesrepublik Deutschland	87
3. „Klientel“-Effekt	89
IV. Andere Einflußfaktoren	91
1. Asymmetrische Information	91
2. Irrationalität der Investoren und asymmetrische Informationen zwischen ihnen	92
3. Die Hypothese von der Effizienz des Kapitalmarktes	95
a) Die Aussage der Hypothese und ihre Akzeptanz	95
aa) Aussage	95
bb) Akzeptanz in den USA	95
cc) Akzeptanz in der Bundesrepublik	96
b) Konsequenzen der Hypothese	98
c) Empirische Belege	100
aa) USA	100
bb) Bundesrepublik	106
d) Kritik	114
aa) Verzögerte Reaktion auf bestimmte Ankündigungen	114
bb) Anzeichen für überlegene Information einzelner	114
cc) Kritik der verwendeten Preisbildungsmodelle	115
dd) Informationsparadoxon	117
e) Umfang der Effizienz	119
aa) Definitionen	119
bb) Aussagen der Effizienztests zum Umfang	120
cc) Untersuchungen zur Schwankungsbreite der Aktienkurse	120
f) Zusammenfassung und Schlußfolgerung für die Dividendenentscheidung	121
V. Anwendung der theoretischen Kriterien auf die zu beurteilenden Dividendenregelungen	123
<b>F. Einfluß der Dividendenentscheidung auf die Investitionsentscheidung und Konsequenzen</b>	125
I. Interessenkonflikt zwischen Management und Aktionären	126
II. Konsequenzen des Interessenkonflikts	128
1. Vertragliche Theorie der Firma in den USA	129
a) Ausgangsposition: Unternehmen als Nexus von Verträgen	129
b) Optimierung durch Marktkräfte	131
c) Normative Schlußfolgerungen	131
aa) Markt für Unternehmenskontrolle	132

bb) Gründungsvorgang einer Kapitalgesellschaft . . . . .	133
cc) Vergütung der Manager . . . . .	134
dd) Arbeitsmarkt für Manager . . . . .	134
ee) Die Funktion des Rechtssystems . . . . .	135
2. Verwaltungskompetenz unter dem Aspekt der M-Form Hypothese von Wil-	
liamson . . . . .	136
3. Managerielle Ansicht in den USA . . . . .	137
a) Ausgangsposition: Kritik an der deskriptiven Angemessenheit der vertrag-	
lichen Theorie . . . . .	137
b) Kritik der normativen Folgerungen des vertraglichen Ansatzes . . . . .	139
aa) Markt für Unternehmenskontrolle . . . . .	140
bb) Gründungsvorgang einer Kapitalgesellschaft . . . . .	142
cc) Vergütung des Managements . . . . .	143
dd) Arbeitsmarkt für Manager . . . . .	146
ee) Zusammenfassung . . . . .	147
<b>G. Alternativen zur Verwaltungskompetenz . . . . .</b>	<b>148</b>
I. Hauptversammlungskompetenz . . . . .	148
1. Bisherige Erfahrungen . . . . .	149
2. Probleme der Entscheidungsfindung bei Hauptversammlungsbeschlüssen . . . . .	150
3. Abstimmung großer Blöcke durch Institutionen . . . . .	153
4. Verbleibende Funktion der Hauptversammlung . . . . .	154
5. Aufsichtsrat . . . . .	156
II. Häufige Kompetenz Verwaltung/Hauptversammlung . . . . .	158
III. Zwangsausschüttungen . . . . .	158
1. Deutscher Vorschlag für volle Gewinnausschüttung . . . . .	159
2. Fox' Vorschlag für die USA . . . . .	161
3. Umkehrung des Dividendenbezugsrechts . . . . .	163
4. Gewinnunabhängige Zwangsausschüttung . . . . .	164
IV. Publizitätsvorschlag . . . . .	164
V. Jederzeitiges Kündigungsrecht des Aktionärs . . . . .	165
<b>H. Zusammenfassung der Regelungsvorschläge, Kritik und Stellungnahme . . . . .</b>	<b>166</b>
I. Zusammenfassung der Regelungsvorschläge . . . . .	166
II. Kritik und Stellungnahme . . . . .	167
1. Notwendigkeit der Änderung . . . . .	167
a) Spielraum der Verwaltung zur Berücksichtigung anderer Interessen . . . . .	167
b) Optimale Kapitalallokation . . . . .	169
2. Eignung der einzelnen Verbesserungsvorschläge . . . . .	171
a) Abstimmung der Hauptversammlung . . . . .	171
b) Gewinnabhängige Zwangsausschüttungen . . . . .	173
c) Gewinnunabhängige Zwangsausschüttungen . . . . .	176
d) Ergebnis . . . . .	177
<b>J. Resümee . . . . .</b>	<b>179</b>
<b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>	<b>185</b>