

Kursreaktionen auf Corporate-Governance-relevante
Unternehmensnachrichten am deutschen Kapitalmarkt

Dissertation

zur

Erlangung des akademischen Grades

doctor rerum politicarum (Dr. rer. pol.)

der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Universität Rostock

vorgelegt von

Jan-Hendrik Klumb

Rostock, 8. Juli 2011

PROMOTIONSDATEN

Erstgutachter: Prof. Dr. Wilfried Siebe (Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche
Fakultät der Universität Rostock)

Zweitgutachter: Prof. Dr. Guido Eilenberger (Wirtschafts- und
Sozialwissenschaftliche Fakultät der Universität Rostock)

Eingereicht: 08.07.2011

Verteidigt: 12.04.2012

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	11
1.1	Corporate Governance: Eine Annäherung.....	11
1.2	Problemstellung / Vorgehen	19
1.3	Struktur der Arbeit	24
2	Theoretische Fundierung des Corporate-Governance-Problems	26
2.1	Property-Rights-Theorie	26
2.2	Transaktionskostentheorie	28
2.3	Prinzipal-Agent-Theorie.....	30
2.3.1	Grundannahmen / Ausgangssituation.....	30
2.3.2	Anwendung auf wirtschaftswissenschaftliche Fragestellungen	34
2.4	Corporate Governance: Begriffsbestimmung.....	41
3	Corporate Governance: System- versus Unternehmensebene	46
3.1	Länderspezifische Corporate Governance.....	46
3.1.1	Unterscheidungsmerkmale	46
3.1.2	Begründung von Systemunterschieden	50
3.1.3	Konvergenz von Corporate-Governance-Systemen.....	51
3.2	Unternehmensspezifische Corporate Governance	53
3.2.1	Corporate-Governance-Kodizes	53
3.2.2	Unternehmensspezifische Corporate-Governance-Bewertungen und -Effekte	65
3.2.3	Wirkung "guter" Corporate Governance.....	84
4	Eingrenzung relevanter Corporate-Governance-Mechanismen und Ereignistypen.....	87
4.1	Aktionärsrechte	90
4.1.1	Rechtliche Rahmenbedingungen.....	91

4.1.2	Stand der Forschung	93
4.1.3	Untersuchungsrelevante Ereignistypen	102
4.2	Leitungsorgane	103
4.2.1	Größe / Zusammensetzung der Leitungsorgane.....	105
4.2.2	Unternehmensbeteiligung von Mitgliedern der Leitungsorgane	124
4.2.3	Entlohnung von Mitgliedern der Leitungsorgane.....	137
4.3	Blockbesitz / Paketaktionäre.....	154
4.3.1	Rechtliche Rahmenbedingungen.....	155
4.3.2	Stand der Forschung	159
4.3.3	Untersuchungsrelevante Ereignistypen	172
4.4	Kapitalentscheidungen	173
4.4.1	Kapitalstruktur	173
4.4.2	Dividendenpolitik	175
4.5	Zusammenfassung: Relevante Corporate-Governance-Mechanismen und Ereignistypen	176
5	Empirische Untersuchung.....	179
5.1	Methodik	179
5.1.1	Grundlagen und Voraussetzungen	180
5.1.2	Aufbau und Durchführung von Ereignisstudien.....	182
5.1.3	Ablauf der weiteren Untersuchung.....	189
5.2	Vorbereitung der Untersuchung.....	190
5.2.1	Hypothesenbildung.....	190
5.2.2	Wahl der zu berücksichtigenden Unternehmen	192
5.2.3	Wahl des Renditeerwartungsmodells.....	194
5.2.4	Wahl der Untersuchungszeiträume.....	195
5.2.5	Wahl des Referenzindex.....	200
5.2.6	Identifikation relevanter Ereignisse	201
5.3	Berechnung der Ankündigungseffekte.....	219
5.3.1	Aktionärsrechte	224
5.3.2	Leitungsorgane.....	225
5.3.3	Blockholdings	234

5.3.4	Übersicht über die empirischen Ergebnisse.....	236
6	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	238
	Literaturverzeichnis.....	245

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Texte in der F.A.Z. mit "Corporate Governance" seit 1993	11
Abbildung 2: Entwicklung der Vorstandsbezüge, der Personalkosten und der Aktienkurse in 17 DAX-Unternehmen im Zeitraum 1987-2005	15
Abbildung 3: Struktur der Arbeit	25
Abbildung 4: Das Prinzipal-Agent-Problem (Bsp. Unternehmensfinanzierung)	35
Abbildung 5: Prinzipal-Agent-Konflikt bzgl. der Unternehmensgröße	38
Abbildung 6: Shareholder- und Stakeholderorientierung	43
Abbildung 7: Schema des Auswahlprozesses für relevante Mechanismen	87
Abbildung 8: Wirkung einer Unternehmensbeteiligung des CEO auf den Unternehmenswert	128
Abbildung 9: Wertorientierte Anreizsysteme und Formen von Eigenkapitalinstrumenten.....	142
Abbildung 10: Struktur einer Call-Aktienoption.....	144
Abbildung 11: Aktienstreuung der DAX30-Unternehmen	168
Abbildung 12: Untersuchungszeiträume in Ereignisstudien.....	184
Abbildung 13: Untersuchungszeiträume der empirischen Studie	199
Abbildung 14: Ausschlusschema für nicht verwendbare Ereignisse	202
Abbildung 15: Höhe und Verteilung von Stimmrechtsmeldungen.....	216
Abbildung 16: Zeitliche Verteilung der untersuchungsrelevanten Ereignisse.....	217

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Bilanzskandale seit Mitte der 90er Jahre (Auswahl)	18
Tabelle 2: Literaturübersicht - Untersuchungen der Effekte unternehmensspezifischer Corporate Governance	64
Tabelle 3: Literaturübersicht - Untersuchungen der Effekte unternehmensspezifischer Corporate Governance	82
Tabelle 4: Übersicht über potenzielle Corporate-Governance-Mechanismen.....	88
Tabelle 5: Übersicht Literatur zu Aktionärsrechten.....	101
Tabelle 6: Übersicht Literatur zur Gremiengröße	113
Tabelle 7: Übersicht Literatur zur Gremienzusammensetzung	120
Tabelle 8: Übersicht Literatur zur Beteiligung von Organmitgliedern	135
Tabelle 9: Übersicht Literatur zur Entlohnung von Mitgliedern der Leitungsorgane .	152
Tabelle 10: Anteilsabhängige Aktionärsrechte und -pflichten in Deutschland.....	157
Tabelle 11: Übersicht Literatur zu Blockbesitz / Paketaktionären	171
Tabelle 12: Relevante Corporate-Governance-Mechanismen und Nachrichtenereignisse	177
Tabelle 13: Ablauf der empirischen Untersuchung	190
Tabelle 14: Hypothesen zum Zusammenhang zwischen Corporate-Governance- relevanten Unternehmensnachrichten und der erwarteten Kursreaktion	191
Tabelle 15: Untersuchte Unternehmen	194
Tabelle 16: Untersuchungszeiträume ausgewählter Ereignisstudien	197
Tabelle 17: Vorzugsaktien von im DAX-Segment vertretenen Unternehmen	204
Tabelle 18: Übersicht freiwillige Änderungen der Aufsichtsratsgröße.....	208
Tabelle 19: Übersicht Verkleinerungen von Vorstandsgremien	209
Tabelle 20: Übersicht Vergrößerungen von Vorstandsgremien	210
Tabelle 21: Aufsichtsratsstätigkeit ehemaliger Vorstandsmitglieder	211

Tabelle 22: Anzahl der untersuchungsrelevanten Ereignisse.....	218
Tabelle 23: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothese 2.2.b	226
Tabelle 24: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorie 2.2.b .	227
Tabelle 25: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothesen 2.4.a und 2.4.b	228
Tabelle 26: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorien 2.4.a und 2.4.b	229
Tabelle 27: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothesen 2.5.a und 2.5.b	230
Tabelle 28: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorien 2.5.a und 2.5.b	231
Tabelle 29: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothesen 2.6.a und 2.6.b	232
Tabelle 30: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorien 2.6.a und 2.6.b	233
Tabelle 31: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothesen 3.1.a und 3.1.b	234
Tabelle 32: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorien 3.1.a und 3.1.b	235
Tabelle 33: Übersicht über die empirischen Ergebnisse.....	236

Abkürzungsverzeichnis

Abn.	Abnormale
Abs.	Absatz
AktG	Aktiengesetz
AktGEG	Aktiengesetzeinführungsgesetz
AMEX	American Stock Exchange
Art.	Artikel
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Berein.	Bereinigung
Bzw.	Beziehungsweise
CEO	Chief Executive Officer
CEPS	Center for European Policy Studies
CG	Corporate Governance
D	Deutschland
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
D.h.	Das heißt
E	Spanien
EBIT	Earnings before Interests and Taxes (Gewinn vor Steuern und Finanzlasten)
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung

FTSE	Financial Times Stock Exchange Index
Ggf.	Gegebenenfalls
GMI	GovernanceMetrics International
HK	Hongkong
ISS	Institutional Shareholder Service
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KStG	Körperschaftssteuergesetz
Mgmt.	Management
NL	Niederlande
NYSE	New York Stock Exchange
O.J.	Ohne Jahresanagabe
O.S.	Ohne Seitenangabe
ROA	Return on Assets
S.	Seite; im Zusammenhang mit Gesetzesstellen: Satz
SAR	Stock Appreciation Rights
SE	Europäische Gesellschaft (Societas Eurpaea; SE)
SEAG	Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE)
SEBG	Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft (SE-Beteiligungsgesetz - SEBG)
SEC	Securities and Exchange Commission
SF	Finnland
Sign.-Niv.	Signifikanzniveau
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
vs.	Versus
VWGmbHÜG	Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

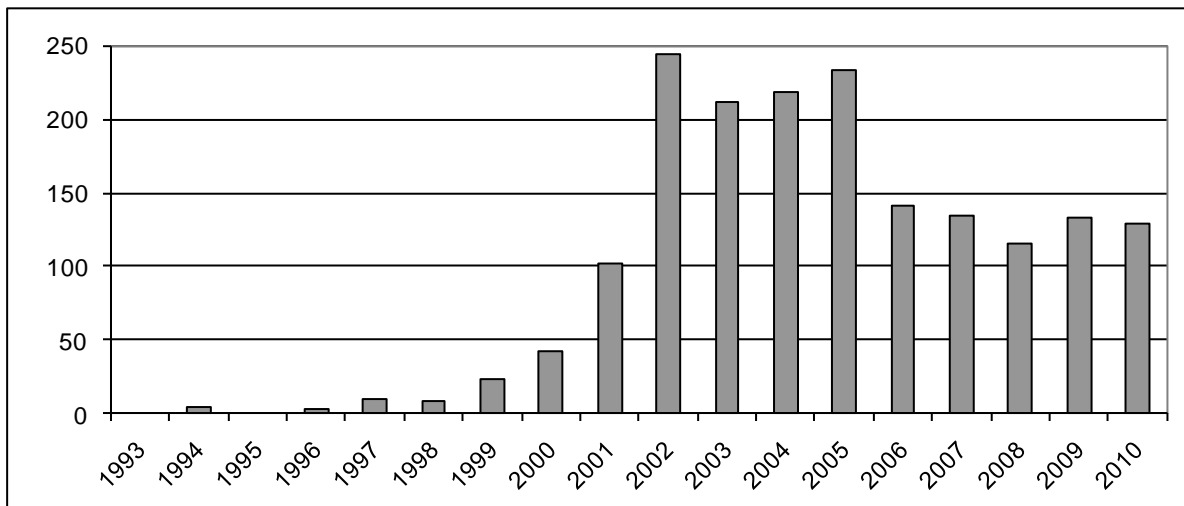
1 Einleitung

1.1 Corporate Governance: Eine Annäherung

Der Begriff Corporate Governance hat in den letzten Jahren eine beachtliche Karriere erlebt. Er wird im Zusammenhang mit einem breiten Spektrum von Ereignissen und Entwicklungen verwendet und ist Gegenstand vielfältiger Diskussionen und Aktivitäten in Wirtschaft und Politik. In den 1970er Jahren aufgekommen, ist die Bezeichnung in den Medien und in der Öffentlichkeit seit etwa 15 Jahren gebräuchlich,¹ wesentlichen Anteil an ihrer Popularisierung hatte der Report der Cadbury-Kommission in Großbritannien.²

In der Diskussion von Wirtschaftsfragen werden seit jeher prägnante Schlag- oder Modewörter in oft diffuser Weise eingesetzt.³ Vielfach handelt es sich um temporäre Phänomene, die eine Zeit lang Medien, Manager oder auch Politiker beschäftigen, um dann rasch an Aufmerksamkeit zu verlieren. Eine Möglichkeit, die langfristige Relevanz von in dieser Weise bezeichneten Themen zu prüfen, sind so genannte Medienindikatoren und hier insbesondere Printmedienindikatoren.⁴ Die Abbildung 1 zeigt die Anzahl der in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung veröffentlichten Artikel, in deren Text der Begriff "Corporate Governance" enthalten ist. Auffällig ist der für Modebegriffe typische steile Anstieg bis zum Jahr 2002.

Abbildung 1: Texte in der F.A.Z. mit "Corporate Governance" seit 1993⁵



¹ Vgl. Mallin, C. (2007): S. 11.

² Vgl. Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): S. 3.

³ Vgl. Kieser, A. (1997): S. 50.

⁴ Zur Nutzung von Printmedienindikatoren siehe Benders, J. / Nijholt, J. / Heusinkveld, S. (2006); Benders, J. et al. (2005).

⁵ Archiv F.A.Z., www.faz.de, Abruf 06.04.2009, Volltextsuche.

Nachdem sich die F.A.Z. dann einige Jahre intensiv mit dem Thema Corporate Governance beschäftigt hat, hat sich die Zahl der Artikel seit 2006 auf einem beachtlichen Niveau stabilisiert. Um ein Modephänomen handelt es sich demnach nicht. Vielmehr dürften die im Zusammenhang mit der Führung und Kontrolle von Aktiengesellschaften auftretenden Probleme so alt sein wie die Organisationsform Aktiengesellschaft selbst.⁶ Gegen die Charakterisierung der Beschäftigung mit Corporate-Governance-Problemen als vorübergehende Erscheinung spricht zudem der Wiederhall in der Wissenschaft. Empirische Forschungsarbeiten mit Corporate-Governance-Bezug reichen bis in die erste Hälfte des 20. Jahrhunderts zurück, in der die Grundlagen für diesen mittlerweile blühenden Zweig der Wirtschaftswissenschaft gelegt wurden.⁷ Die Schlagwortsuche in den wirtschaftswissenschaftlichen Datenbanken BLISS und ECONIS listet für die Jahre 2003 bis 2007 jeweils etwa 1000 Fachpublikationen mit Corporate-Governance-Bezug.⁸

Angesichts der umfangreichen Diskussion um Corporate Governance stellt sich die Frage, inwieweit den diskutierten Sachverhalten Bedeutung in der Realität des Wirtschaftsalltags zukommt. Zu der zunehmenden Auseinandersetzung mit dem Thema hat eine Reihe von jüngeren Entwicklungen einen bedeutenden Beitrag geleistet.⁹

- Weltweite Privatisierungswelle: Seit den frühen 1990er Jahren sind in vielen westlichen Staaten und Wachstumsländern umfangreiche Privatisierungsprogramme initiiert worden. In diesem Zusammenhang wird auch die Frage der Unternehmenskontrolle und -steuerung verstärkt diskutiert.
- Steigende Aktivität institutioneller Investoren: Das geänderte Spar- und Vorsorgeverhalten in vielen westlichen Ländern führt zu einer wachsenden Bedeutung institutioneller Investoren. Sie setzen ihre Eigentumsrechte zunehmend ein, um Druck auf die früher weniger stark kontrollierten Unternehmensgremien auszuüben.
- Wachsender Markt für Unternehmenskontrolle¹⁰: Auch die Welle von Unternehmensübernahmen in den USA seit den 1980er und in Europa seit den 1990er Jahren hat die Corporate-Governance-Diskussion befeuert.
- Stärkere internationale Verflechtung der Wirtschaft: Hier sind vor allem der Abbau von Kapitalverkehrskontrollen und der stärkere Welthandel zu nennen. Viele Unternehmen sind mittlerweile in mehreren Ländern börsennotiert und sehen sich stärkerer Kontrolle durch internationale Investoren ausgesetzt.

⁶ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 20.

⁷ Siehe etwa Berle A. / Means, G.C. (1932); Hunt, B.C. (1936).

⁸ Eigene Recherche.

⁹ Vgl. Becht, M. / Bolton, P. / Röell, A. (2002): S. 10ff.

¹⁰ Der Markt für Unternehmenskontrolle bezeichnet die Möglichkeit und die Evidenz von Unternehmensübernahmen.

- Unternehmenskrisen: Kaum eine Publikation zu Corporate-Governance-Fragen verzichtet auf einen Verweis auf die spektakulären Unternehmenskrisen der vergangenen Jahre, die meist durch in betrügerischer Absicht überhöhte publizierte Ertragszahlen gekennzeichnet waren.

Die Corporate-Governance-Problematik lässt sich in Anlehnung an Tirole in vier wesentliche Dysfunktionen fassen¹¹, die er als für die Kontroversen der vergangenen Jahre ursächlich benennt:

Mangelnde Transparenz

Hier bezieht sich Tirole vor allem auf die Entlohnung des Managements, deren tatsächliche Höhe für Anleger oft nicht erkennbar ist. Dies liegt zunächst am Fehlen einer entsprechenden gesetzlichen Regelung. Zwar musste in Deutschland bislang bereits die Gesamthöhe der Entlohnung von Vorständen börsennotierter Unternehmen bekannt gegeben werden, allerdings nur als Summe für alle Vorstandsmitglieder gemeinsam. Die Bezahlung einzelner Vorstände ließ sich so allenfalls schätzen. Im Deutschen Corporate Governance Kodex wurde von Beginn an die Veröffentlichung der individuellen Vergütung von Vorständen gefordert¹², mit genauen Angaben zur Höhe der Bezüge der jeweiligen Vorstandsmitglieder hielt sich ein Großteil der Unternehmen aber lange zurück.¹³ Die Bundesregierung hat die über eine lange Zeit mangelnde Bereitschaft der Unternehmen zur Bekanntgabe der individuellen Vorstandsbezüge 2005 zum Anlass genommen, mit dem Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz eine verpflichtende gesetzliche Regelung zu verabschieden.¹⁴ Sie kann allerdings durch einen entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung ausgesetzt werden.¹⁵ In den letzten Jahren ist die Zahl der Unternehmen, die individuelle Bezüge offen legen, kontinuierlich gestiegen, und weitere Unternehmen haben diesen Schritt angekündigt.¹⁶

Aber selbst wenn die Bezüge der Vorstände in dem vom Deutschen Corporate-Governance-Kodex und dem Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz vorgesehenen Detailgrad veröffentlicht werden, fehlen den Investoren wichtige Informationen zu den Leistungen des Unternehmens an die Vorstände. Zum einen sind Vorstände von Aktiengesellschaften in Deutschland von der Teilnahme am gesetzlichen Rentensystem befreit.¹⁷ Deshalb sind besondere arbeitsvertragliche Vereinbarungen zur betrieblichen Altersversorgung für Vorstände in Deutschland weit verbreitet. Diese Leistungsverpflichtungen der Unternehmen an ihre - dann ehe-

¹¹ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 17ff.

¹² Siehe Abschnitt 4.2.4 DCGK (2007).

¹³ Vgl. Werder, A.v. / Talaulicar, T. (2006): S. 2ff.

¹⁴ Siehe § 285 S. 9 HGB.

¹⁵ Siehe § 286 S. 5 HGB.

¹⁶ Vgl. Werder, A.v. / Talaulicar, T. (2006): S. 5.

¹⁷ Siehe § 1 S. 4 SGB VI; § 27 Abs. 1 Nr. 5 SGB III.

maligen - Vorstände unterliegen einer weitgehenden Vertragsfreiheit und werden im Regelfall von den Betroffenen individuell als Vertragsbestandteil ausgehandelt. Die damit einhergehenden Zahlungsverpflichtungen sind aus den obligatorischen Unternehmensberichten aber nicht vorstandsspezifisch erkennbar. Die im Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz getroffenen Regelungen schaffen hier nur begrenzt Abhilfe.

Zudem fehlen Auskünfte zu den weiter oben bereits beschriebenen Privilegien, die als geldwerte Leistungen angesehen werden müssen, tatsächlich aber von den Unternehmen ohne entsprechende Abzüge an den regulären Vorstandsbezügen bezahlt werden. Im Prinzip unterliegen solche Leistungen ebenfalls der Veröffentlichungspflicht des Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetzes¹⁸. Ob der private Nutzen, der aus der Nutzung von Unternehmensressourcen entsteht, ausreichend erfasst wird, ist aber fraglich. Systematische Untersuchungen zu dieser Fragestellung, die sich mit der Situation in Deutschland beschäftigen, scheint es bislang nicht zu geben. Für die USA hat wiederum Yermack mit der persönlichen Nutzung von Firmenflugzeugen großer Unternehmen durch deren CEOs eine verbreitete Form der geldwerten Vorteilsgewährung analysiert.¹⁹ Basis der Untersuchung bilden die in diesem Punkt eindeutigen Publizitätsvorschriften der SEC. Auffällig ist die starke Zunahme der Gewährung dieses Privilegs im Untersuchungszeitraum 1993-2002²⁰. Die Anforderungen der SEC an die Bekanntgabe der Vorteilsgewährung sind in diesen Zeitraum erheblich gewachsen.²¹ Es sind keine Gründe erkennbar, weshalb die Nutzung von Unternehmenseigentum durch die Unternehmensleitung in Deutschland eine erheblich geringere Rolle spielen sollte als in den USA.

Eine weitere Möglichkeit für Vorstände, über die eigenen Bezüge hinaus das Haushaltseinkommen zu erhöhen, besteht in der Beschäftigung oder Beauftragung von Familienmitgliedern.²² Zwar muss aus solchen Geschäftsbeziehungen nicht automatisch ein Schaden entstehen, problematisch sind sie aber wegen möglicher Interessenskonflikte und der Gefahr einer mangelnden Leistungskontrolle.

Wahrgenommene Höhe von Managementgehältern

Obwohl die genauen Bezüge einzelner Vorstände schwer zu bestimmen sind, lässt sich anhand der publizierten Daten für Vorstandsgremien als ganze für die letzten Jahre ein substanzielles Wachstum der Managementgehälter erkennen. In der folgenden Abbildung 2 sind den Vorstandsbezügen als der Summe aus Gesamtbarvergütung und langfristigen Anreizen die durchschnittlichen Gehälter aller in den untersuchten Unternehmen Beschäftigten gegenübergestellt.

¹⁸ Siehe § 286 S. 9 HGB.

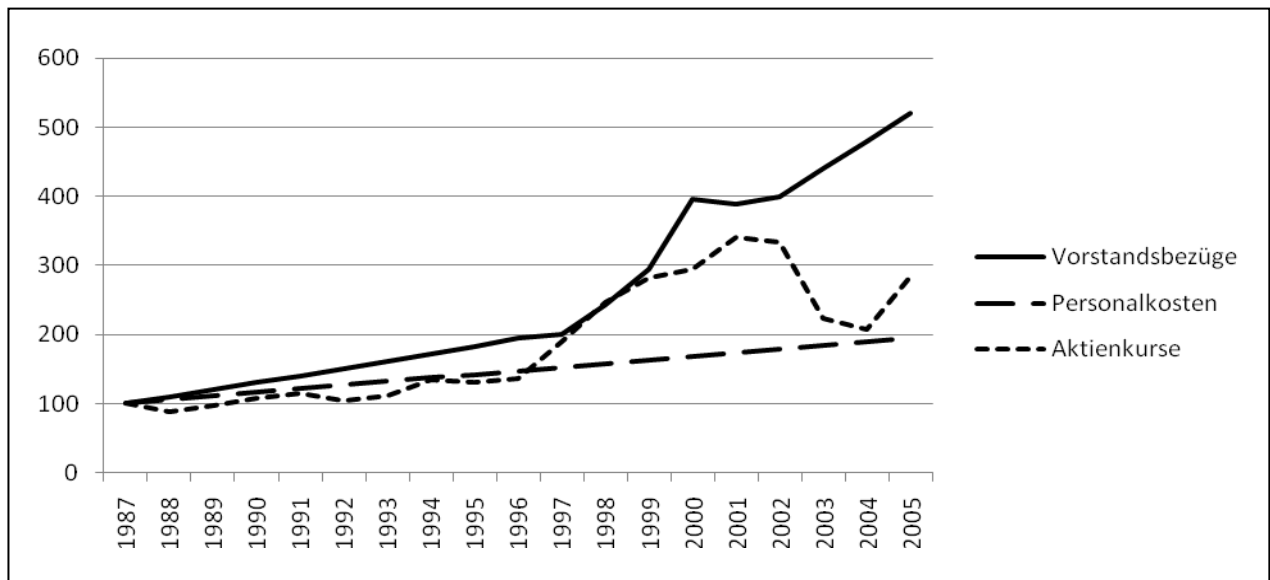
¹⁹ Vgl. Yermack, D. (2006), S. 214f.

²⁰ Vgl. Yermack, D. (2006), S. 238.

²¹ Vgl. Yermack, D. (2006), S. 212f.

²² Vgl. Tirole, J. (2006): S. 18.

Abbildung 2: Entwicklung der Vorstandsbezüge, der Personalkosten und der Aktienkurse in 17 DAX-Unternehmen im Zeitraum 1987-2005²³



Indexwerte (1987 = 100)

Zwar ist ein großer Teil des Wachstums auf die Zunahme variabler und zumindest nominell erfolgsabhängiger Gehaltsbestandteile, die an das Erreichen von festgelegten Zielen gekoppelt sind, zurückzuführen. Dennoch ist der offensichtliche Abstand zu den Durchschnittsgehältern der jeweiligen Gesamtheit der Beschäftigten im Unternehmen zumindest erklärungsbedürftig, weshalb in der Öffentlichkeit und unter Anlegern ein gewisses Unverständnis für diese Entwicklung festzustellen ist.²⁴

Auch in den USA sind die Gehälter von Managern stark gewachsen. Die Gesamtsumme der 1993-2003 an die jeweils fünf bestbezahlten Executives börsennotierter US-amerikanischer Unternehmen gezahlten Bezüge beträgt 350 Mrd. US-\$ und umfasst damit 6,6% der von diesen Unternehmen erzielten Nettogewinne. Flossen noch 1993-1995 nur etwa 5% der Nettogewinne an die Executives, waren es im Zeitraum 2001-2003 bereits 9,8%.²⁵ Die Bezüge der fünf bestbezahlten Executives haben sich im Untersuchungszeitraum - ebenso wie die der CEOs - weit mehr als verdoppelt.²⁶

²³ Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): S.9.

²⁴ Vgl. etwa O.V. (2004).

²⁵ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 284.

²⁶ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 285.

Bezug zwischen Leistung und Entlohnung des Managements

Nicht nur die absolute Höhe der Vorstandsbezüge wird vielfach kritisiert, sondern auch deren mangelnder Zusammenhang mit der erbrachten Leistung.²⁷ Dies ist zunächst einmal überraschend, da die relative Bedeutung der variablen, erfolgsabhängigen Vergütungsbestandteile von Vorständen in Deutschland in den vergangenen Jahren kontinuierlich zugenommen hat.²⁸ Eine tendenziell ähnliche Entwicklung ist in den USA festzustellen, wo der Anteil der variablen Bezüge von 1993 (41%) bis zum Jahr 2000 (78%) zunächst stark angestiegen ist, um dann bis zum Jahr 2003 (59%) noch einmal zurückzugehen.²⁹

Zwar ist die Sichtweise der Öffentlichkeit hier nicht immer ökonomisch stichhaltig. Die Medien werfen Vorstandsgremien Gehaltsexzesse oft gerade dann vor, wenn im Rahmen von Restrukturierungsmaßnahmen die Zahl der Beschäftigten im Unternehmen reduziert wird.³⁰ Hierbei handelt es sich um eine moralisch motivierte Kritik, die zumindest insofern als irrelevant zu betrachten ist, als mit dem Abbau von Arbeitsplätzen aus Sicht der Aktionäre regelmäßig eine Wertsteigerung an den Kapitalmärkten verbunden ist.³¹ Aber auch eine wissenschaftlich fundierte Betrachtungsweise weckt erhebliche Zweifel an der Begründung des Zuwachses von Vorstandsbezügen über Leistungsparameter. Für die USA lassen sich für den Zeitraum 1993-2003 lediglich etwa 40% des Gesamtanstiegs der Vorstandsgehälter mit den beiden wichtigsten Einflussgrößen der Unternehmensbewertung - Unternehmenserfolg und -größe³² - erklären, die Begründung für die übrigen etwa 60% des Anstiegs bleibt unklar.³³ Für Deutschland identifizieren Schmidt/Schwalbach (2007) das Fehlen eines signifikanten Zusammenhangs der Entwicklung von Vorstandsgehältern und Überrenditen.³⁴

Eine Reihe von Erklärungsansätzen versucht, die Abkoppelung des Gehaltszuwachses von Vorständen von ihrer Leistung zu begründen. Hier könnte der Arbeitsmarkt für Vorstandskräfte angeführt werden, wobei fraglich ist, weshalb das Angebot an geeigneten Führungskräften knapper oder die Nachfrage gestiegen sein soll.³⁵ Wahrscheinlicher erscheint eine Erhöhung der Verhandlungsmacht von

²⁷ Siehe etwa Palan, D. / Papendieck, U. (2007).

²⁸ Vgl. Schwalbach, J. / Großhoff, U. (1997); Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007).

²⁹ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 289.

³⁰ Hier sei etwa an die Diskussion um die Erhöhung der Vorstandsbezüge von durchschnittlich 30% bei Siemens im Jahr 2006 erinnert, die zeitlich mit der Insolvenz der verkauften Mobiltelefonsparte zusammenfiel.

³¹ Vgl. Teschke, V. (2005): S. 117f.

³² Vgl. Fama, E.F. / French, K.R. (1992): S. 449ff.

³³ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 293.

³⁴ Vgl. Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): S. 7f.

³⁵ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 295.

Vorständen beim Aushandeln von Vergütungspaketen.³⁶ Sie wird unter anderem allgemein mit einem zu geringen Überwachungsanreiz bei Aufsichtsräten und den umfangreichen personellen Verflechtungen auf der Leitungsebene speziell deutscher Unternehmen begründet.³⁷ Schließlich haben makroökonomische Rahmenbedingungen Einfluss auf aktienbasierte Entlohnungsschemata, da die Bewertung von Unternehmen an Kapitalmärkten von gesamtwirtschaftlichen Faktoren abhängt.³⁸ Deshalb profitieren Begünstigte von Aktienoptionsprogrammen insbesondere von einer allgemein positiven Entwicklung an den Kapitalmärkten:

"Stock options reward stock price appreciation regardless of the performance of the economy or sector. Why should CEOs be rewarded for doing nothing more than riding the wave of a strong bull market?"³⁹

Nicht nur in der Öffentlichkeit bestehen wegen des Missverhältnisses von Entlohnung und Leistung von Vorständen erhebliche Zweifel an der Rechtfertigung der stark gestiegenen Bezüge.⁴⁰

Bilanzmanipulationen

Die bereits erwähnten spektakulären Unternehmenskrisen der vergangenen Jahre sind vielfach durch die manipulative Gestaltung der Unternehmenspublizität verursacht worden. In den USA haben allein in den Jahren 2000 und 2001 rund 160 börsennotierte Unternehmen ihre Bilanzen nachträglich korrigieren müssen.⁴¹ Berühmt geworden sind die Fälle der Unternehmen WorldCom⁴² und Enron⁴³, die nach dem Bekanntwerden grösster Verzerrungen in der Bilanzierung insolvent wurden und deren Vorstandsvorsitzende zu langjährigen Haftstrafen verurteilt wurden. In der Folge kam es zu einer umfangreichen Änderung und Erweiterung der Sorgfalts- und Publizitätspflichten von in den USA börsennotierten Unternehmen, unter anderem in Form des Sarbanes-Oxley-Gesetzes.⁴⁴

Auch in Deutschland haben in den letzten Jahren eine Reihe von Bilanzskandalen für Aufsehen gesorgt. Neben mehreren kleineren und mittleren Unternehmen wie etwa dem Telematikanbieter Comroad waren mit der Metallgesellschaft, MLP und Siemens auch große deutsche Unternehmen in fragwürdige Aktivitäten verwickelt, auch wenn diese Fälle nicht zu vergleichbar dramatischen Folgen geführt haben wie die Vorfälle in den USA. In der folgenden Tabelle 1 ist eine Auswahl von Bilanz-

³⁶ Vgl. Bebchuk, L. / Fried, J. (2003): S. 4f.

³⁷ Vgl. Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): S. 3.

³⁸ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 300.

³⁹ Vgl. Abowd, J. M. / Kaplan D. S. (1999): S.162.

⁴⁰ Vgl. Albach, H. (2003): S. 40.

⁴¹ Vgl. Agrawal, A. / Chadha, S. (2005)

⁴² Zum WorldCom-Skandal siehe z.B. Sidak, J. G. (2003).

⁴³ Zum Enron-Skandal siehe z.B. Wilmarth, A.E. (2007).

⁴⁴ Zum Sarbanes-Oxley-Gesetz siehe etwa Menzies, C. (2004) und Menzies, C. (2006).

skandalen im weitesten Sinne, die größere öffentliche Aufmerksamkeit erfahren haben, aufgelistet:

Tabelle 1: Bilanzskandale seit Mitte der 90er Jahre (Auswahl)⁴⁵

Unternehmen (Land)	Branche	Schaden o. Korrektursumme (Begründung)
BayernHyp (D)	Bank	1,8 Mrd. Euro (Kreditrisiken)
Flowtex (D)	Maschinenbau	4 Mrd. Euro (Kreditbetrug)
Metallgesellschaft (D)	Rohstoffhandel	1,8 Mrd. Euro (Spekulationsverlust)
Comroad (D)	Telematik	90 Mio. Euro (Börsenwertverlust)
Parmalat (I)	Lebensmittel	10 Mrd. Euro (Fehlbuchungen)
Royal Ahold (NL/US)	Einzelhandel	500 Mio. US-\$ (Abschreibungen)
Barings Bank (UK)	Bank	850 Mio. Brit. Pfund (Spekulationsverlust)
Global Crossing (USA)	Kabelnetze	8 Mrd. US-\$ (Abschreibungen)
Adelphia (USA)	Kabelnetze	2,3 Mrd. US-\$ (Kreditrisiken)
Enron (USA)	Energiehandel	7,1 Mrd. US-\$ (Entschädigungen) 60 Mrd. US-\$ (Börsenwertverlust)
Tyco (USA)	Mischkonzern	100 Mrd. US-\$ (Börsenwertverlust)
Worldcom (USA)	Telekommunikation	11 Mrd. US-\$ (Fehlbuchungen)
Xerox (USA)	Büroelektronik	6 Mrd. US-\$ (Fehlbuchungen)
Bernard L. Madoff Investment (USA)	Vermögensverwalter	65 Mrd. US-\$ (Anlagebetrug)

Auch wenn den hier präsentierten Manipulationsfällen die Ausweisung überhöhter Bilanzwerte gemeinsam ist, können auch untertriebene Darstellungen des Unternehmensergebnisses im Sinne des Managements sein. Die Motivationen für Bilanzmanipulationen sind vielfältig:

- Persönliche Bereicherungsabsichten des Management
- Liquiditätsbedarf
- Ertragssteuervermeidung
- Verhandlungsmacht

⁴⁵ In Anlehnung an Mallin, C. (2007), S. 1ff.; Terlinde, C. (2005): S. 3ff.; eigene Darstellung

Mit der Auflistung von Dysfunktionen der Corporate Governance soll dennoch nicht der Eindruck erweckt werden, dass Manager generell inkompetent und unmoralisch handeln:

"Economists (...) rather stress both the potential extent of the problem and the endogeneity of managerial accountability. They argue that corporate governance failures are as old as the corporation, and that control mechanisms, however imperfect, have long been in place."⁴⁶

Die Corporate-Governance-Problematik ist der zentrale Gegenstand dieser Arbeit, die sich der Frage widmet, welchen der unter Corporate Governance subsumierten Mechanismen eine Bedeutung für die Investoren der führenden deutschen Unternehmen zukommt. Sie soll hier aus der Perspektive der Investoren⁴⁷ betrachtet werden:

"Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of financial corporations assure themselves of getting a return on their investment. (...) How do suppliers of finance control managers?"⁴⁸

Im Folgenden wird die der Arbeit zugrunde liegende Problemstellung erläutert.

1.2 Problemstellung / Vorgehen

Corporate Governance wird hier als Sammelbegriff für eine Reihe von Mechanismen betrachtet, die Investoren zur Sicherung der Rückflüsse auf Investments dienen und die gesetzgeberisch oder unternehmensspezifisch ausgestaltet werden können. Während gesetzliche Regelungen jeweils alle Unternehmen im Bereich einer Jurisdiktion betreffen, könnten sich unternehmensspezifische Unterschiede bei Corporate-Governance-Praktiken in variierenden Investmenterträgen niederschlagen. Genauer: Eine "gute" Corporate Governance müsste demnach gewährleisten, dass Unternehmen mit dem ihnen zur Verfügung gestellten Kapital effizienter umgehen und gegenüber Unternehmen mit "schlechter" Corporate Governance Performance-Vorteile erzielen.⁴⁹

Auf Basis der Efficient Capital Market Theory⁵⁰ wird deshalb unterstellt, dass sich die Wirksamkeit von Corporate-Governance-Mechanismen in der Bewertung von Unter-

⁴⁶ Tirole, J. (2006): S. 20.

⁴⁷ Eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem Corporate-Governance-Begriff aus verschiedenen Blickwinkeln folgt in Abschnitt 2.4.

⁴⁸ Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1997): S. 737.

⁴⁹ Vgl. Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 2.

⁵⁰ Siehe hierzu Eilenberger, G. (2003): S. 379ff.; Fama, E.F. (1970): S. 384ff.

nehmen am Kapitalmarkt niederschlagen muss.⁵¹ Eine in den vergangenen Jahren in der Finanzökonomie intensiv diskutierte Frage ist deshalb:

"Is the quality of firm-level corporate governance priced in stock markets? Does 'good' corporate governance *cause* higher stock market valuations?"⁵²

Mit der Frage nach einer solchen Wirksamkeit beschäftigt sich als Teilbereich der Kapitalmarktforschung das Feld der empirischen Corporate-Governance-Forschung,⁵³ deren Wurzeln bis in die erste Hälfte des 20. Jahrhunderts zurückreichen. Als Initialzündung gelten die Überlegungen von Berle/Means (1932) zur Rolle von Großaktionären und Stimmblöcken.⁵⁴

Viele neuere Publikationen aus dem Bereich der empirischen Corporate-Governance-Forschung versuchen, die positive Wirkung einer hohen unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Qualität nachzuweisen. Hierfür wird meist ein Sample von Unternehmen gebildet, die einer Bewertung hinsichtlich ihrer Corporate Governance unterzogen werden. Der auf diese Weise statisch gemessenen, zeitpunktbezogenen Corporate-Governance-Qualität wird eine Unternehmensbewertung gegenübergestellt und anschließend geprüft, inwieweit sich Bewertungsunterschiede anhand der festgestellten Qualitätsabweichungen erklären lassen.⁵⁵

Fragwürdig ist dabei zunächst die Art und Weise der Corporate-Governance-Qualität. In keiner der genannten Studien wird deren Messung auf ein methodisch einwandfreies Fundament gestellt. So werden Qualitätsmerkmale zwar auf breiter Basis erfasst, anschließend aber in fragwürdiger Weise in Punktesysteme umgerechnet. Einzelne Merkmalsbereiche werden in einer willkürlichen Gewichtung zu einer kardinalen Gesamtwertung aufaddiert und so scheinbar vergleichbare Ergebnisse erzeugt.⁵⁶

Den Versuch einer vergleichenden Corporate-Governance-Bewertung unternehmen verschiedene Autoren, Institutionen und Unternehmen. Ergebnis dieser Bemühungen sind eine Reihe von Corporate-Governance-Indizes und -Ratings, mittels derer jeweils definierte Gruppen von Unternehmen hinsichtlich ihres Corporate-Governance-Verhaltens bewertet werden. Wie problematisch und - zumindest in Teilen - willkürlich solche Evaluierungsansätze sind, erkennen ihre Schöpfer zum Teil sogar selbst.⁵⁷ Der

⁵¹ Vgl. etwa Beiner, S. et al. (2006): S. 252;

⁵² Beiner, S. et al. (2006): S. 250.

⁵³ Umfangreiche Übersichten über die bisherige Entwicklung der Forschungstätigkeit in diesem Bereich liefern Becht, M. / Bolton, P. / Röell, A. (2002); Schleifer, A. / Vishny, R.W. (1997).

⁵⁴ Vgl. Berle, A.A. / Means, G.C. (1932).

⁵⁵ Vgl. etwa Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003); Beiner, S. et al. (2006). Eine ausführliche Übersicht über methodisch verwandte Publikationen folgt in Abschnitt 3.2.

⁵⁶ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 9.

⁵⁷ Vgl. Bassen, A. / Pupke, D. / Zöller C. (2006): S. 551; Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 8.

Erklärungsgehalt solcher Indizes für firmenspezifische Erfolgsmaße ist auch empirisch umstritten.⁵⁸ Dies ist berechtigt, da eine auch nur grob akzeptable Gestaltungsweise solcher Ratings auf einer vorgelagerten komplexen Bestimmung und Gewichtung einzelner Merkmale aufbauen müsste. Der hierfür notwendige empirische Aufwand mag ein interessantes und unter Umständen sogar verwertbares Ergebnis liefern, wird von den meisten Autoren aber nur stark vereinfacht betrieben.

Bei der Unternehmensbewertung greifen die meisten Studien auf mehr oder weniger etablierte Instrumente zurück. Anders als bei der Erfassung unternehmensspezifischer Corporate Governance steht für die finanzielle Bewertung von Unternehmen ein reichhaltiger Methodenschatz zur Verfügung. Dennoch setzt auch hier bisweilen Kritik an. Exemplarisch sei die Wahl der Performancekennzahl Tobin's Q als Messgröße der Unternehmensperformance genannt, deren Berechnung - so sie im Sinne des Erfinders durchgeführt wird und damit Aussagekraft erlangen soll - einen erheblichen Aufwand erfordert. Einige Autoren greifen hier zu groben Vereinfachungen. Weiterhin müssen die Ursachen für einen hohen Wert von Q nicht unmittelbar in der Leistung des Managements liegen⁵⁹, etwa wenn er sich aus einer spezifisch erheblichen Marktmacht Marktmacht des Unternehmens ergibt. Den daraus entstehenden Free Cash Flow könnte das Management zum Verfolgen eigener Interessen nutzen.⁶⁰

Die ermittelten Ergebnisse der in dieser Weise effizienzorientiert konzipierten Studien sind vor allem hinsichtlich ihrer Kausalität problematisch. Auch wenn durchaus beachtliche Versuche unternommen werden, kausale Zusammenhänge zwischen Corporate-Governance-Mechanismen und dem Unternehmenserfolg herzustellen⁶¹, bleibt die erklärende Kraft der Literatur überschaubar:

"In fact, very little is known about the underlying mechanism that relates corporate governance practices and firm performance."⁶²

Mit dem Problem der Kausalität beschäftigen sich auch Gompers/Ishii/Metrick (2003), die als möglicherweise vernachlässigte Einflussfaktoren eine von den Investoren wahrgenommene, nicht näher spezifizierte Unternehmenskultur oder auch Verhaltenszyklen am Kapitalmarkt identifizieren.⁶³

Auch die hier vorliegende Arbeit wird untersuchen, inwieweit sich Corporate-Governance-Aspekte in der Unternehmensbewertung durch die Aktionäre niederschlagen. Auf die zweifelhafte Erfassung der Qualität dieser Aspekte in Form von Ratings soll

⁵⁸ Vgl. Gillan, S.L. / Hartzell, J.C. / Starks, L.T. (2003): S. 3.

⁵⁹ Vgl. Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): S. 8.

⁶⁰ Vgl. Gugler, K. / Mueller, D.C. / Yurtoglu, B.B. (2003): S. 2.

⁶¹ Vgl. insbesondere Beiner, S. et al. (2006).

⁶² Drobetz, W. / Gugler, K. / Hirschvogel, S. (2004): S. 3.

⁶³ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 31f.

allerdings zugunsten der Betrachtung einzelner Corporate-Governance-Mechanismen verzichtet werden. Aufgegeben werden soll zudem die statische Analyse der Wirkung dieser Mechanismen auf die Unternehmensbewertung. An deren Stelle wird eine dynamische Betrachtung der Bewertung von Unternehmen als Reaktion auf Corporate-Governance-relevante Nachrichten vorgenommen. Die Untersuchung von Veränderungen in den Corporate-Governance-Charakteristika von Unternehmen und deren unmittelbarer Wirkung auf die Unternehmensbewertung am Kapitalmarkt bildet eine methodische Alternative zu der integrierten Betrachtung der Corporate-Governance-Qualität von Unternehmen.

Die genannten Wirkungen werden deshalb im Rahmen einer Ereignisstudie untersucht. Ereignisstudien haben sich als brauchbar erwiesen, um die Wahrnehmung von neuen Informationen am Kapitalmarkt zu erfassen.⁶⁴ Mit einer Konzentration auf Corporate-Governance-relevante Nachrichten werden Veränderungen in den Rahmenbedingungen der Unternehmensbewertung sichtbar gemacht. Damit sollte es weniger schwer fallen, kausale Zusammenhänge zwischen der auslösenden Parameteränderung und deren Einschätzung durch die Aktionäre herzustellen:

"If corporate governance matters for firm performance (and if this relationship is fully incorporated by the market), stock prices should quickly adjust to any changes in firm-specific governance practices. This is the central notion of event studies, in which case expected stock returns would be unaffected beyond the event window."⁶⁵

Zwar ist auch der Einsatz des Ereignisstudienkonzepts einer gewissen Kritik ausgesetzt.⁶⁶ Angesichts der Schwierigkeiten, Corporate Governance integriert zu erfassen, erscheint es aber lohnend, die zugrunde liegende Fragestellung gegenüber effizienzorientierten Studien abzuändern und die Wahrnehmung durch die Investoren in den Mittelpunkt zu stellen.

In dieser Arbeit sollen Veränderungen derjenigen Corporate-Governance-Mechanismen erfasst werden, hinsichtlich derer sich die DAX 30-Unternehmen potenziell unterscheiden. Berücksichtigt werden mithin solche Corporate-Governance-Aspekte, die für Investoren unternehmensspezifisch identifizierbar und unterscheidbar sind. Explizit ausgeschlossen werden sollen externe Mechanismen, die aufgrund eindeutiger gesetzlicher Vorschriften zustande kommen und die von anderen Unternehmen nicht in abweichender Weise ausgestaltet werden. Weiterhin wird sich die Untersuchung auf solche Veränderungen beschränken, über die die Anleger Kenntnis erlangen, die also nicht ohne Wissen der Anleger erfolgen (können).⁶⁷

⁶⁴ Vgl. Fama, E.F. et al. (1969): S. 25f.; Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1997): S. 746.

⁶⁵ Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 278.

⁶⁶ Vgl. etwa Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 2.

⁶⁷ Vgl. Fama, E.F. (1970): S. 384f.

Geprüft wird, inwieweit das unternehmensspezifische Corporate-Governance-Verhalten von der Kapitalmarktseite sanktioniert wird:

"There ist the widespread perception that markets do not function well in punishing deviant behaviour of managers particularly in continental Europe"⁶⁸

Untersuchenswert ist insbesondere die Frage

"(...) whether variation (...) in the corporate governance practices of individual firms predicts these firms' market values. (...) To what extent can a firm improve its market value by upgrading its corporate governance practices?"⁶⁹

Damit bleibt eine Reihe von Aspekten unberücksichtigt, die unstrittig Teil - auch der empirischen - Corporate-Governance-Literatur sind. So wird die Erörterung von Unterschieden des gesetzlichen Einflusses im anglo-amerikanischen und im kontinental-europäischen bzw. deutschen Corporate-Governance-System auf einen Exkurs beschränkt.⁷⁰ Weiterhin wird eine eigenständige Betrachtung der Wahrnehmung von gesetzlichen Änderungen durch den Kapitalmarkt, wie sie in der empirischen Corporate-Governance-Forschung vielfach unternommen wird⁷¹, unterbleiben, da eine isolierte Wirkung auf einzelne Unternehmen hierbei meist ausgeschlossen werden kann.⁷²

Die vorliegende Arbeit verfolgt im Wesentlichen zwei Ziele. Zunächst sollen die in der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion unter dem Begriff Corporate Governance zusammengefassten Mechanismen identifiziert und der jeweilige Forschungsstand präsentiert werden. Das Feld der empirischen Corporate-Governance-Forschung, zu dem diese Arbeit einen Beitrag leisten möchte, ist in den letzten Jahren wahrnehmbar gewachsen. Die methodischen Fortschritte sind beachtlich, ebenso der inhaltliche Erkenntniszuwachs. Diese Entwicklung soll in einer breit angelegten Literaturübersicht erfasst werden.

In einem zweiten Schritt soll anhand eines aus den im deutschen DAX 30-Index enthaltenen Unternehmen gebildeten Samples untersucht werden, inwieweit sich die Wahrnehmung dieser Mechanismen durch den deutschen Kapitalmarkt empirisch nachweisen lässt. Die Arbeit wird sich dabei auf diejenigen Mechanismen beschränken, hinsichtlich derer sich die betreffenden Unternehmen seitens der Investoren unterscheiden lassen, d.h. bei denen bezüglich der Ausprägung wesentlicher Variablen ein (gesetzlich determinierter) Spielraum besteht und die vom Investor wahrgenommen werden können.

⁶⁸ Drobetz, W. / Gugler, K. / Hirschvogel, S. (2004): S. 2.

⁶⁹ Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005): S. 1.

⁷⁰ Siehe Abschnitt 3.1.

⁷¹ Vgl. Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1997): S. 750ff.

⁷² Vgl. Karpoff, J.M. / Malatesta, P.H. (1990): S. 293ff.

Für die vorliegende Arbeit lassen sich damit eine Reihe konkreter Forschungsfragen formulieren:

- Welche unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Mechanismen sind für den deutschen Kapitalmarkt von Bedeutung?
- Welche Unternehmensnachrichten sind aus einer Corporate-Governance-Perspektive relevant? Welche Corporate-Governance-relevanten Entscheidungen der Unternehmensführung werden für die Investoren (umgehend) sichtbar?
- Wie können die als relevant identifizierten potenziellen Nachrichteneignisse kategorisiert und in Hypothesen überführt werden?
- Welche Kursreaktionen löst das Bekanntwerden von als Corporate-Governance-relevant identifizierten Unternehmensnachrichten am Kapitalmarkt aus?

Der gegenüber dem anglo-amerikanischen System gemeinhin als schwächer empfundene gesetzliche Corporate-Governance-Rahmen in Deutschland sollte, dem Stand der Wissenschaft folgend, eine verstärkte Berücksichtigung unternehmensspezifischer Corporate-Governance-Merkmale bewirken.⁷³ Der Frage nach der Nachweisbarkeit dieser Berücksichtigung widmet sich die vorliegende Arbeit.

1.3 Struktur der Arbeit

Die weitere Arbeit gliedert sich in fünf Hauptkapitel:

In Kapitel 2 wird der Begriff Corporate Governance anhand der zugrunde liegenden Ideen und neoinstitutionalistischen Theorien beleuchtet sowie definitorisch erfasst und begründet.

Kapitel 3 nimmt eine Abgrenzung der länder- bzw. systemspezifischen von der unternehmensspezifischen Perspektive vor. Präzisierend werden die unterstellten Wirkungen "guter" Corporate Governance dargestellt.

Das Kapitel 4 widmet sich der Identifikation von im Sinne dieser Untersuchung relevanten Corporate-Governance-Mechanismen. Sie werden, gegliedert nach inhaltlich determinierten Ebenen, ebenso vorgestellt wie einige Mechanismen, auf deren Betrachtung in der anschließenden empirischen Untersuchung verzichtet werden soll.

Das 5. Kapitel enthält die Darstellung der empirischen Untersuchung. Zunächst wird die gewählte Methodik erläutert, anschließend die Datengrundlage erklärt. Es folgt die statistische Auswertung der Daten.

Kapitel 6 liefert Schlussfolgerungen und eine Zusammenfassung.

⁷³ Vgl. La Porta, R. et al. (2002): S. 1166ff.; Klapper, L.F. / Love, I. (2002): S. 25. Eine entsprechende Vermutung bestätigen Black/Jang/Kim (2005) für Süd-Korea. Vgl. Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005): S. 39.

Die Struktur der Arbeit ist in der folgenden Abbildung 3 dargestellt.

Abbildung 3: Struktur der Arbeit

Kap. 1	Kap. 2	Kap. 3	Kap. 4	Kap. 5	Kap. 6
Einleitung/ Übersicht	Theoretische Fundierung	Corporate Governance: Betrachtungsebenen	Eingrenzung relevanter Mechanismen	Empirische Untersuchung	Schluss- wort
Problem- stellung	Property- Rights-Theorie	Länder- spezifische Corporate Governance	Leitungsebene	Leitungsebene	
Vorgehen	Transaktions- kostentheorie	Unternehmens- spezifische Corporate Governance	Blockbesitz/ Aktionärs- struktur	Blockbesitz/ Aktionärs- struktur	
	Prinzipal- Agent-Theorie		Aktionärs- rechte	Aktionärs- rechte	
	Definition Corporate Governance		Weitere		

In der Arbeit werden einige Begriffe synonym verwendet. In Anlehnung an den anglo-amerikanischen Sprachgebrauch wird die oberste (interne) Führungsebene von Unternehmen vielfach als "Management" oder als "Executives" bezeichnet. Soweit bei der Betrachtung deutscher Unternehmen von Management gesprochen wird, sind Mitglieder des Vorstandsgremiums gemeint. Die Funktion des Vorstandsvorsitzenden wird in den USA als CEO bezeichnet, die des Aufsichtsratsvorsitzenden ist grob mit der des Chairman of the Board vergleichbar.⁷⁴ Auch wenn die Begriffe jeweils auf einer unterschiedlichen rechtlichen Basis fußen und damit abweichende Rechte und Pflichten für die Funktionsträger implizieren, sollen sie hier - soweit dies inhaltlich vertretbar ist - synonym verwendet werden. Weiterhin sind mit "Leitungsgremien" oder "-organen" sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat eines Unternehmens gemeint. Analog umfasst der Begriff "Mandatsträger" sowohl Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder.

⁷⁴ Zu den Charakteristika unterschiedlicher Corporate-Governance-Systeme siehe Abschnitt 3.1.

2 Theoretische Fundierung des Corporate-Governance-Problems

Der theoretische Rahmen der Corporate-Governance-Forschung setzt sich aus verschiedenen ökonomischen Ansätzen zusammen. Wesentliche Grundlage bildet die (Neue) Institutionenökonomik, die sich der Analyse und Ausgestaltung von Institutionen und deren Wirkung auf das Verhalten betroffener Individuen widmet. Betrachtet werden dabei Entstehung, Wandel, Erscheinungsformen und Funktionsweise von Unternehmen.⁷⁵ Zunächst einmal liefert die Neue Institutionenökonomik aber eine Erklärung für die Existenz von Unternehmen an und für sich. Bisweilen wird in der relevanten Literatur in diesem Zusammenhang auch von einer (Neueren) Theorie der Unternehmung gesprochen, die - auf den Arbeiten von Coase⁷⁶ basierend - Determinanten, Grenzen, Zielträger und Verfassung von Unternehmen betrachtet.⁷⁷

Drei Ansätze bilden wesentlich den Theorierahmen der Neuen Institutionenökonomik. Dies sind die Property-Rights-Theorie, die Transaktionskostentheorie und - als Teil der Ökonomischen Vertragstheorie - die Prinzipal-Agent-Theorie.⁷⁸ Sie werden im Folgenden vorgestellt, wobei die dieser Arbeit zugrunde liegende Fragestellung eine Schwerpunktsetzung beim letztgenannten Konzept nahe legt. Der Abschnitt schließt mit einer Übersicht zur theoretischen Fundierung des Corporate-Governance-Begriffs und Überlegungen zur Qualität unternehmensspezifischer Corporate Governance.

Für das Verständnis von Corporate-Governance-Problemen sind noch viele weitere wirtschaftswissenschaftliche - insbesondere finanzökonomische - Erkenntnisse von Bedeutung. Auf eine detaillierte Vorstellung kann und soll im Rahmen dieser Arbeit mit Blick auf deren Gesamtumfang jedoch verzichtet werden.

2.1 Property-Rights-Theorie

Die Perspektive der Property-Rights-Theorie stellt die Verfügungsrechte zur Nutzung vorhandener Ressourcen in den Mittelpunkt ihres Analyserahmens. Ihre Struktur und ihr Inhalt haben Einfluss auf die Verteilung und Nutzung wirtschaftlicher Ressourcen. Die Menschen streben demnach nicht nach den physischen Gütern, sondern nach den mit ihnen verbundenen Verfügungsrechten. Diese werden grundsätzlich in absolute und relative Rechte unterschieden. Absolute Verfügungsrechte bestehen ihrem Wesen nach gegenüber allen Menschen. Sie umfassen etwa Eigentum an Sachen, immaterielle Rechte - etwa Urheber- und Musterrechte - und Menschenrechte. Gegen

⁷⁵ Vgl. Blum, U. et al. (2005): S. 44.

⁷⁶ Hier vor allem Coase, R.H. (1937) und Coase, R. (1960).

⁷⁷ Vgl. Schmidt, R.H. (1999): S. 63.

⁷⁸ Vgl. Blum, U. et al. (2005): S. 45.

bestimmte Menschen bestehende Rechte werden als relativ bezeichnet und beinhalten individuelle Schuldverhältnisse oder Schadensersatzansprüche. Die Art der Verfügung bietet eine weitere Möglichkeit zur Kategorisierung von Rechten:⁷⁹

- Rechte zur Nutzung eines Gutes (usus)
- Rechte zur Änderung eines Gutes (abusus)
- Rechte zur Aneignung von Gewinn und Pflicht zur Übernahme von Verlust aus der Nutzung eines Gutes (usus fructus)
- Rechte zur Überlassung eines Gutes zu einvernehmlichen Konditionen

Ausgehend von der Überlegung, dass es letztlich immer Individuen sind, die Verfügungsrechte wahrnehmen, analysiert die Property-Rights-Theorie die Wirkung der Ausgestaltung dieser Rechte. Die Ausgestaltung basiert in den meisten Fällen auf Ordnungen bzw. Plänen, die die Verteilung von Ressourcen beeinflussen. Verschiedene Verteilungen von Ressourcen induzieren unterschiedliche gesellschaftliche Zustände, die sich etwa in bestimmten Marktergebnissen manifestieren.⁸⁰ Das Zustandekommen oder die Veränderung von Eigentumsrechten resultiert entweder aus geänderten Externalitäten, durch technischen Fortschritt verbesserte Möglichkeiten der Internalisierung oder aber durch politische Prozesse.⁸¹

Die Property-Rights-Theorie postuliert weiterhin einen idealen Zustand, in dem alle Verfügungsrechte eindeutig zugeordnet sind und die jeweiligen Inhaber alle mit ihrem Verfügungsrecht verbundenen Kosten und Nutzen tragen, so dass es nicht zu Externalitäten kommt, denn:

"A primary function of property rights is that of guiding incentives to achieve a greater internalization of externalities."⁸²

Die in der Realität beobachtete Abweichung ergibt sich zum einen aus der unvollständigen oder uneindeutigen Verteilung von Verfügungsrechten, zum anderen aus der Existenz von Transaktionskosten.⁸³ Auf Unternehmensebene ist vor allem die vertragliche Regelung zur Verteilung von Verfügungsrechten zwischen Management und Risikoträgern bedeutsam. Jede Firma steht mit ihrem spezifischen System von Verträgen im Wettbewerb mit anderen Unternehmen, die ihrerseits vertraglich verbundene Teams von kooperierenden Produktionsfaktoren darstellen.⁸⁴

Die Überlegungen der Property-Rights-Theorie bilden wesentlich die Basis der Neuen Institutionenökonomik und damit der Forschungsrichtung, die dieser Arbeit zugrunde

⁷⁹ Vgl. Picot, A. / Dietl, H. / Franck, E. (2008): S. 246.

⁸⁰ Vgl. Blum, U. et al. (2005): S. 46f.

⁸¹ Vgl. Voigt, S. (2002): S. 184ff.

⁸² Demsetz, H. (1967): S. 348.

⁸³ Hart, O. (1989): S. 1765f.

⁸⁴ Fama, E.F. (1980): S. 291.

liegt.⁸⁵ Sie schafft zudem die Grundlage für eine Einschätzung der Trennung von Eigentum und Verfügungsrechten an Unternehmen, die Corporate-Governance-Problemen inhärent ist.

2.2 Transaktionskostentheorie

Den Ausgangspunkt der Transaktionskostentheorie bildet die Erkenntnis von Coase, dass die Nutzung von Märkten für die Beteiligten nicht kostenlos ist. Daraus ergibt sich ein Anreiz, nach kostengünstigeren Organisationsformen zur Abwicklung von Transaktionen zu suchen.⁸⁶ Als Transaktion wird die Übertragung eines Gutes, einer Dienstleistung oder aber eines Verfügungsrechtes über eine Schnittstelle hinweg bezeichnet.⁸⁷ Sie umfasst den Prozess der Anbahnung, Vereinbarung, Kontrolle und ggf. Anpassung des Leistungsaustauschs.⁸⁸ Die durch die Transaktion verursachten Kosten entstehen durch Aufwendungen, die mit der Bestimmung, Übertragung und Durchsetzung von Verfügungsrechten verbunden sind. Hierbei handelt es sich in erster Linie um Kontroll-, Kommunikations- und Informationskosten.⁸⁹

Der wesentliche Grund für die Existenz von Unternehmen ist gemäß Coase die Einsparung von Transaktionskosten. Unternehmen als Institution bilden damit eine Alternative zur Koordination über den Marktmechanismus und können das Koordinationsproblem zu geringeren Kosten lösen.⁹⁰ Dies wird etwa über die Reduktion der Anzahl notwendiger Verträge und der mit ihnen verbundenen Kosten erreicht. Der Unternehmer übernimmt die Rolle des Koordinators und entscheidet innerhalb des Unternehmens über die Ressourcenverwendung. Die Internalisierung von Transaktionen in das Unternehmen wird solange fortgesetzt, bis die Kosten einer unternehmensinternen Koordination denjenigen einer externen - kompetitiven - entsprechen.⁹¹ Weiterentwicklungen des Transaktionskostenansatzes lassen aber auch Zwischenformen zwischen kompetitiver und hierarchisch-unternehmerischer Koordination zu. Die Wahl der Organisationsform erfolgt dann ebenfalls nach dem Marginalprinzip.⁹²

Die Höhe der Transaktionskosten hängt von verschiedenen Faktoren ab. Der Rahmen für Tauschaktivitäten wird durch Institutionen gebildet, die zur Lösung des

⁸⁵ Vgl. Blum, U. et al. (2005): S. 45ff.

⁸⁶ Vgl. Coase, R.H. (1988): S. 4f.

⁸⁷ Vgl. Richter, R. / Furubotn, E.G. (1999): S. 523.

⁸⁸ Vgl. Picot, A. (1982): S. 269.

⁸⁹ Vgl. Picot, A. / Dietl, H. (1990): S. 178; zitiert nach: Blum, U. et al. (2005): S. 47.

⁹⁰ Vgl. Coase, R.H. (1988): S. 19.

⁹¹ Vgl. Coase, R.H. (1937): S. 4ff.; Coase, R.H. (1988): S. 19.

⁹² Vgl. Sydow, J. (1992): S. 131.

Produktions- und Koordinationsproblems beitragen.⁹³ Bestimmend für die Transaktionskosten sind weiterhin technisch-situative Bedingungen wie die Komplexität und die Unsicherheit des Austauschs, die Anzahl potenzieller Transaktionspartner, die Transaktionshäufigkeit und die -atmosphäre als Ausdruck des zugrunde liegenden Vertrauens. Große Bedeutung haben schließlich Verhaltensparameter der beteiligten Akteure. Der Grad der (Begrenzung von) Rationalität beeinflusst das Handeln ebenso wie die Bereitschaft zu opportunistischem Verhalten.⁹⁴ Die Implikationen opportunistischen Verhaltens für die unternehmerische Koordinationsform werden allerdings zunächst nur unzureichend analysiert.

Ohnehin ist die Transaktionskostentheorie vielfältiger Kritik ausgesetzt, die vor allem auf die unvollständige Abgrenzung und Operationalisierung von Transaktionskosten, die trotz aufwändiger Versuche einer empirischen Erfassung unbefriedigend geblieben sind, zielt.⁹⁵ Besonders die Vernachlässigung bzw. Unterschätzung unternehmensinterner Transaktionskosten, die etwa durch den Aufbau oder die Verbesserung von Managementsystemen oder durch interne Konflikte entstehen können, wird bemängelt. Trotz der zum Teil fragwürdigen Parteinahme zugunsten der unternehmensinternen Koordination durch ihre Verfechter bildet die Transaktionskostentheorie ein wertvolles Fundament für die Analyse von Corporate-Governance-Problemen, da sie opportunistisches Verhalten als potenziellen Kostenfaktor zulässt:

"Die Gefahr opportunistischen Verhaltens ist im Lichte einer transaktions-theoretischen Argumentation (...) umso größer, je kleiner die Anzahl der möglichen Transaktionspartner und je asymmetrischer die Information verteilt ist. Dies ist in hierarchischen Organisationen wie Unternehmungen regelmäßig der Fall."⁹⁶

Anhand des Transaktionskostenansatzes lassen sich die Kosten der unternehmensinternen Koordination - und damit implizit der Beziehungen zu den Eigentümern - ebenso beschreiben wie deren Auswirkungen auf die Gestaltung von Verträgen und deren Fähigkeit, Transaktionskosten zu senken.⁹⁷ Der Vergleich und die kritische Abwägung interner und externer Transaktionskosten wird in der Literatur allerdings erst unter Bezugnahme auf die Prinzipal-Agent-Theorie gefordert.⁹⁸

⁹³ Vgl. North, D.C. (1992): S. 40.

⁹⁴ Vgl. Williamson, O.E. (1975): S. 40.

⁹⁵ Siehe etwa Wallis, J.J. / North, D.C. (1986).

⁹⁶ Vgl. Sydow, J. (1992): S. 147.

⁹⁷ Vgl. Blum, U. et al. (2005): S. 48.

⁹⁸ Vgl. Sydow, J. (1992): S. 147f.

2.3 Prinzipal-Agent-Theorie

2.3.1 Grundannahmen / Ausgangssituation

Eine große Zahl ökonomischer Fragestellungen basiert auf dem Grundproblem delegierter Entscheidungen. Ein Individuum übernimmt die Verantwortung, Entscheidungen im - womöglich vermeintlichen - Interesse eines anderen Individuums oder einer Gruppe zu treffen. Für diese Entscheidungsaktivität erhält das Individuum eine wie auch immer geartete Entlohnung. Solche delegierten Entscheidungen lassen sich in vielen verschiedenen Formen beobachten: Politiker treffen Entscheidungen für die Bevölkerung, Vermögensverwalter für ihre Kunden, Steuerberater für ihre Klienten.⁹⁹ Die Liste ließe sich beliebig fortsetzen - auch mit weniger augenfälligen Beispielen wie dem Feuerwehrmann, der ein brennendes Haus löscht. Eine schlichte Definition von Prinzipal-Agent-Beziehungen liefern Pratt/Zeckhauser:

"Whenever one individual depends on the actions of another, an agency relationship arises."¹⁰⁰

Grundsätzlich lässt sich die Prinzipal-Agent-Theorie auf jede Situation anwenden, der folgende Struktur innewohnt: Ein Individuum trifft als Agent eine Wahl zwischen verschiedenen Handlungsoptionen. Das spezifische Ergebnis, das sich zumindest zum Teil aus seiner Entscheidung ergibt, hängt zusätzlich von dem zum jeweiligen Zeitpunkt aus einer gegebenen Menge relevanten Umweltzustand ab.¹⁰¹ Somit ist Unsicherheit immanenter Bestandteil der Situation.¹⁰² Das Ergebnis beeinflusst den Nutzen sowohl des Agenten als auch eines oder mehrerer weiterer Individuen, den Prinzipalen. Mittels Vertrag wird eine Bezahlung des Agenten durch die Prinzipalseite festgelegt. Der Nutzen des Agenten hängt nun sowohl von der Bezahlung als auch vom Wert seiner Entscheidung ab.¹⁰³

Der Agent kann seinen Nutzen durch die von ihm zu treffende Entscheidung mit beeinflussen. Da ihm das Ergebnis dieser Entscheidung nicht notwendigerweise den gleichen oder proportionalen Nutzen stiftet wie dem Prinzipal, gerät er in ein Dilemma: Soll er eine Aktion zugunsten seines Prinzipals wählen oder eine solche, die seinen eigenen Nutzen maximiert? Bei Annahme von Rationalität wird sich der Agent für die Maximierung des eigenen Nutzens entscheiden. Die Prinzipal-Agent-Beziehung ist von der Möglichkeit des Missbrauchs des ihm zugestandenen Entscheidungsspielraums durch den Agenten geprägt.¹⁰⁴

⁹⁹ Vgl. Rees, R. (1985): S. 3.

¹⁰⁰ Vgl. Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J. (1985): S. 2.

¹⁰¹ Vgl. Levinthal, D. (1988): S. 157.

¹⁰² Vgl. Ross, S.A. (1973): S. 136.

¹⁰³ Vgl. Arrow, K.J. (1985): S. 37; Rees, R. (1985): S. 3.

¹⁰⁴ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 15.

Die Basis dieses Missbrauchspotenzials bildet die Annahme, dass Prinzipal und Agent nicht über die gleichen Informationen verfügen. Im Regelfall wird davon ausgegangen, dass der Agent die über den Entscheidungsgegenstand besser informierte Partei ist. Dem Prinzipal fehlt in dieser Situation die Möglichkeit, den Agenten erschöpfend und ohne zusätzliche Kosten zu überwachen.¹⁰⁵

Die möglichen Missbrauchs- oder Schädigungshandlungen lassen sich verschiedenen Gruppen zuordnen, die sich aus der Informationsverteilung zu unterschiedlichen Zeitpunkten und der Sichtbarkeit des Handelns des Agenten ergeben¹⁰⁶:

Hidden Action¹⁰⁷

Ein Missbrauchspotenzial entsteht in dem Moment, wo die Annahme der ungleichen Informationsverteilung zwischen Prinzipal und Agent auf die Kenntnisse der Handlungen des Agenten ausgedehnt wird.¹⁰⁸ Wenn die Aktivität des Agenten durch den Prinzipal nicht oder nur teilweise beobachtbar ist, entsteht dem Agenten ein zusätzlicher Anreiz für ein den eigenen Interessen und nicht dem Nutzenmaximum des Prinzipals förderliches Handeln. Fehlt dem Prinzipal die Möglichkeit, das Handeln des Agenten zu beurteilen, könnte der den betriebenen Aufwand oder die Qualität seiner Aktivität unbemerkt senken.¹⁰⁹ Ein Beispiel könnte hier die Beziehung zwischen Patient (Prinzipal) und Arzt (Agent) bei einer Operation unter Narkose sein. Dem Patienten ist es während der Narkose nicht möglich, die Aktivität des Arztes zu überwachen und sicherzustellen, dass alle notwendigen Maßnahmen vorgenommen werden. Hidden Action stellt eine nachvertragliche Form des Missbrauchs dar, da sie erst bei Erbringung der vereinbarten Leistung relevant wird.

Hidden Information

Missbrauch im Sinne einer Hidden Information entsteht durch die Vernachlässigung von Informationen bei der Entscheidungsfindung durch den Agenten. Durch die tiefere Kenntnis des Entscheidungsgegenstands sollte der Agent in der Lage sein, eine für den Prinzipal bessere Entscheidung zu treffen als dieser selbst es vermag. Dem steht allerdings das Nutzenmaximierungskalkül des Agenten im Wege. In der Versicherungstheorie bezeichnet Hidden Information die Ursache für eine

¹⁰⁵ Vgl. Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J. (1985): S. 5.

¹⁰⁶ Die Bedeutungen der Begriffe haben in den vergangenen Jahren leichte Verschiebungen erfahren, die hier einbezogen werden. Arrow (1985) etwa hat Hidden Action und Hidden Information abweichend beschrieben.

¹⁰⁷ In Anlehnung an Arrow soll auf die der Versicherungstheorie entlehnten Begriffe "Moral Hazard" und "Adverse Selection" als weitgehende Entsprechung zu "Hidden Action/Information" und "Hidden Characteristics/Intention" verzichtet werden. Arrow begründet die Einführung eigener Begriffe mit der zumindest teilweise auf versicherungstheoretische Fragen begrenzten Aussagekraft der traditionell verwendeten Nomenklatur (vgl. Arrow, K.J. (1991): S. 38).

¹⁰⁸ Vgl. Ross, S. (1973): S. 138.

¹⁰⁹ Vgl. Arrow (1985), S. 38

ineffiziente Risikoverteilung, die sich aus der schlechteren Kenntnis des Versicherers (Prinzipals) über das individuelle Risiko der Versicherungsnehmer (Agenten) ergibt.¹¹⁰ Der Agent wird dem Prinzipal seinen besseren Informationsstand verbergen, es sei denn, ein Informationstransfer wäre mit Vorteilen verbunden. Damit stellt sich die Frage, wie der Agent dazu gebracht werden kann, zutreffende Angaben über die ihm zur Verfügung stehenden Informationen zu machen bzw. wie die von ihm ausgesendeten Signale zu bewerten sind.¹¹¹ Auch die Missbrauchsform Hidden Information kommt erst nach erfolgtem Vertragsschluss zwischen Prinzipal und Agent zustande. Als Beispiel könnte hier wiederum die Patient-Arzt-Beziehung dienen, für die eine in der unterschiedlichen medizinischen Fachkenntnis begründete asymmetrische Informationsverteilung konstitutiv ist. In Ermangelung solcher Kenntnisse kann der Patient nicht einschätzen, ob der Arzt tatsächlich alle Erfolg versprechenden Formen der Therapie anwendet.

Hidden Characteristics

Zu schädlichem Verhalten seitens des Agenten kann es aber auch bereits vor dem Zustandekommen einer vertraglichen Bindung kommen. Eine asymmetrische Informationsverteilung besteht etwa hinsichtlich der Kompetenz des Agenten, die ihm zu übertragenden Aufgaben zu erledigen. Dem Agenten obliegt es, durch adäquate Signale zur Minderung dieser Asymmetrie beizutragen. Der Prinzipal kann mitunter durch ein Screening eine Bewertung potenzieller Agenten vornehmen. Dennoch wird der Agent unter Umständen versuchen, Eigenschaften zu verheimlichen, die den Prinzipal von einer Auftragserteilung abhalten könnten.

Hidden Intention

Eine weitere Ebene möglichen vorvertraglichen Missbrauchs entsteht durch asymmetrisch verteilte Informationen über die Nutzenfunktion des Agenten und damit über dessen Pläne. Diese Pläne können im Widerspruch zu den Zielen des Prinzipals stehen.

Bei asymmetrischer Informationsverteilung muss der beschriebenen Missbrauchspotenziale wegen von einem Verlust des Ertrags des Prinzipals gegenüber einer Situation mit gleichem Zugang zu Informationen ausgegangen werden. Dieser Verlust wird in der Literatur als "Agency Loss" oder "Agency Cost" bezeichnet.¹¹² Die zentrale Herausforderung in Prinzipal-Agent-Beziehungen besteht in der Minimierung eines solchen Verlustes.¹¹³

Die Prinzipal-Agent-Theorie kann sowohl normativ als auch deskriptiv eingesetzt werden. So können etwa Vorgaben zur Vertragsgestaltung abgeleitet werden, sie

¹¹⁰ Vgl. Rothschild, M. / Stiglitz, J.E. (1976): S. 648.

¹¹¹ Vgl. Blum, U. et al. (2005): S. 58.

¹¹² Vgl. Fama, E.F. / Jensen, M.C. (1983b): S. 329.

¹¹³ Vgl. Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J. (1985): S. 3.

dient aber auch als Basis für vielfältige empirische Beobachtungen in der Sozial- und der Wirtschaftswissenschaft.¹¹⁴

Für die Beschäftigung mit den Gestaltungsmöglichkeiten der Vertragsbeziehung zwischen Prinzipal und Agent sind Annahmen hinsichtlich des Zugangs der Akteure zu Informationen über Entscheidungsgegenstand und -spielräume und über den Vertragspartner zu treffen.¹¹⁵ Der Begriff "Vertrag" ist bei der Betrachtung einer Prinzipal-Agent-Beziehung breit auszulegen, da nicht notwendigerweise ein formales Dokument vorliegen muss. Denkbar sind darüber hinaus eine Vielzahl impliziter Übereinkünfte, etwa in Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Beziehungen, oder auch "Belohnungs-Bestrafungs-Systeme"¹¹⁶, denen keinerlei vertragliche Fixierung zugrunde liegt. Letzteres könnte etwa für juristisch festgelegte Sorgfaltspflichten und die im Falle ihrer Verletzung zu bestimmenden Strafen gelten.¹¹⁷

Eine zentrale normative Komponente der Prinzipal-Agent-Theorie ist die Identifikation einer optimalen Anreizsetzung für den Agenten, die die Vorteile des Prinzipals aus einer Risikoverteilung zwischen beiden Akteuren gegen die Kosten der Anreize abwägt.¹¹⁸

Aber auch eine umfassende vertragliche Regelung lässt unter Umständen mögliche, die Prinzipal-Agent-Beziehung betreffende Entwicklungen unberücksichtigt. Mitunter können Vereinbarungen bei Vertragsschluss nicht eindeutig spezifiziert werden oder lassen den beteiligten Parteien unvermeidbare Interpretationsspielräume. Weiterhin sind Fälle denkbar, in denen die Einhaltung des Vertrags durch die Beteiligten nur unzureichend nachvollziehbar ist. Diese als "Hold-Up" bezeichneten Probleme führen vielfach zu juristischen Auseinandersetzungen.¹¹⁹

Ein zweiter Weg, dem Missbrauch des Handlungsspielraums durch den Agenten entgegenzuwirken, ist die Überwachung durch den Prinzipal.¹²⁰ Dieser erwirbt, wenn möglich, über das offensichtlich erkennbare Ergebnis hinaus Wissen über die Handlungen des Agenten. Wegen des damit verbundenen Aufwandes ist die Überwachungstätigkeit allerdings mit Kosten verbunden.¹²¹

¹¹⁴ Vgl. Arrow, K.J. (1985): S. 38.

¹¹⁵ Vgl. Rees, R. (1985): S. 3.

¹¹⁶ Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J. (1985): S. 4f. Pratt / Zeckhauser verweisen hierzu auf Familien, in denen über marktmäßig erfassbare Sanktionsmechanismen hinaus Möglichkeiten zur Bestrafung unerwünschten Verhaltens bestehen.

¹¹⁷ Vgl. Rees, R. (1985): S. 3f.

¹¹⁸ Vgl. Rees, R. (1985): S. 7.

¹¹⁹ Vgl. Picot, A. / Dietl, H. / Franck, E. (2008): S. 75f.

¹²⁰ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 15.

¹²¹ Vgl. Arrow, K.J. (1985): S. 45f.

Der Prinzipal kann also grundsätzlich zwischen zwei Mechanismen¹²² zur Überwindung der durch die Informationsasymmetrie entstehenden Probleme wählen:

- Angleichung der unterschiedlichen Interessen mittels eines anreizorientierten Vertrages mit dem Agenten
- Überwachung des Agenten

Das skizzierte Optimierungsproblem muss deshalb um den Trade-Off zwischen kostenwirksamer Anreizsetzung und ebenfalls kostenwirksamer Überwachung erweitert werden.¹²³ Die Agency-Kosten als relevante Kenngröße der Prinzipal-Agent-Theorie setzen sich aus den Aufwendungen des Prinzipals für Kontrolle und Anreizsetzung einerseits und einem Residualverlust, der die Differenz zwischen idealer Wohlfahrtsmaximierung und suboptimaler individueller Gewinnmaximierung repräsentiert, andererseits zusammen.¹²⁴ Sie sind letztlich als Form der Transaktionskosten in einer Prinzipal-Agent-Situation zubetrachten.¹²⁵

Kritik an der Prinzipal-Agent-Theorie setzt vor allem an der Annahme weitgehender Rationalität der Akteure und am Ausmaß der dem Agenten zugeschriebenen kognitiven Fähigkeiten an. Dieser Kritik kann jedoch mit Verweis auf den Disziplinierungsmechanismus des Marktes begegnet werden.¹²⁶

2.3.2 Anwendung auf wirtschaftswissenschaftliche Fragestellungen

2.3.2.1 Anwendbarkeit

Der Einsatz der Prinzipal-Agent-Theorie erscheint in vielen Bereichen der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften sinnvoll:

"The problem of inducing an 'agent' to behave as if he were maximizing the 'principal's' welfare is quite general. It exists in all organizations and in all cooperative efforts - at every level of management in all forms."¹²⁷

Besondere Resonanz hat der Ansatz allerdings in der Ökonomie erfahren, wo Prinzipal-Agent-Beziehungen womöglich eher als in anderen Kontexten formal oder

¹²² Bisweilen führen organisationssoziologisch orientierte Autoren einen dritten, als Kooperation bezeichneten Lösungsweg an. Vgl. etwa Miller, G.J. (2005): S. 360ff.

¹²³ Vgl. Levinthal, D. (1988): S. 167. Miller (2005) stellt fest: "Principal-Agency Theory is all about trade-offs." Miller, G.J. (2005): S. 350.

¹²⁴ Vgl. Jensen, M. / Meckling, W.H. (1976): S. 355.

¹²⁵ Vgl. Rao, P.K. (2003): S. 36.

¹²⁶ Vgl. Levinthal, D. (1988): S. 154.

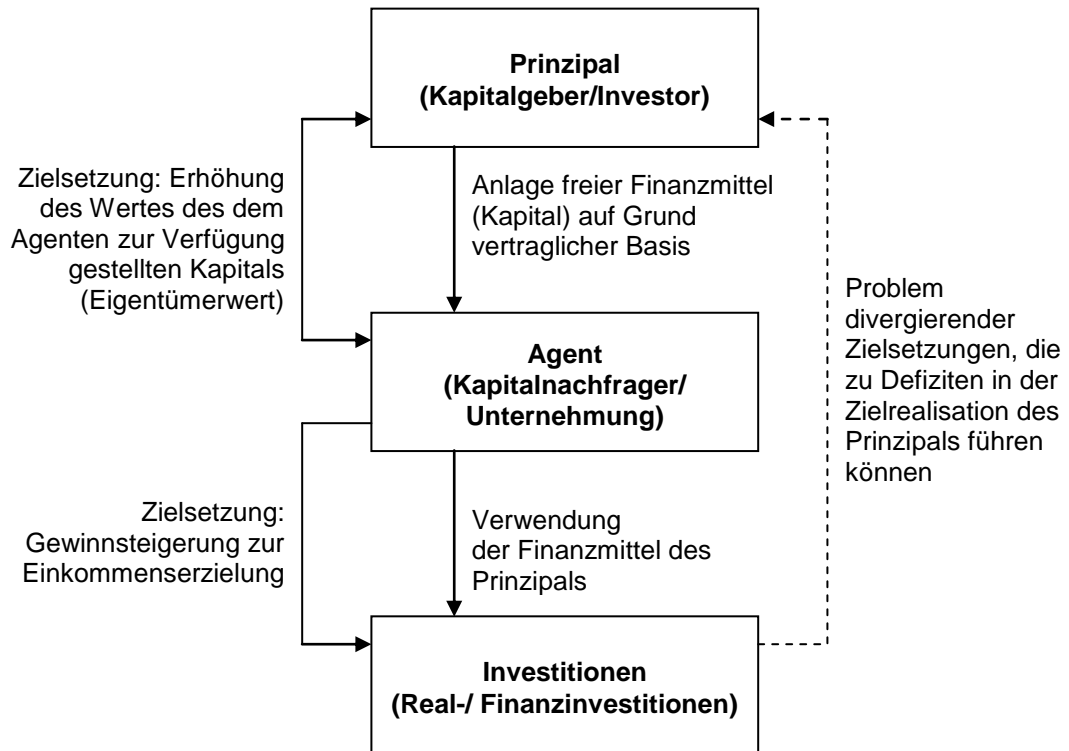
¹²⁷ Jensen, M. / Meckling, W.H. (1976): S. 309.

explizit formuliert und damit nachweisbar sind. Interessant ist die Möglichkeit einer integrativen Betrachtung von Spezialisierung und Tausch.¹²⁸

Die bedeutendste Übertragung des Prinzipal-Agent-Ansatzes in die Ökonomie besteht in der Beschreibung der Trennung von Eigentum und Kontrolle in Unternehmen.¹²⁹

Die folgende Abbildung 4 zeigt eine beispielhafte Darstellung des Prinzipal-Agent-Problems im Rahmen der Unternehmensfinanzierung.

Abbildung 4: Das Prinzipal-Agent-Problem (Bsp. Unternehmensfinanzierung)¹³⁰



Den Eigentümern kommt die Rolle des Prinzipals zu, in deren Auftrag die Manager als Agenten tätig werden. Zu einer solchen Trennung von Eigentum und Kontrolle kommt es, trotz der in der Prinzipal-Agent-Theorie formulierten Probleme, aus drei Gründen: So können Unternehmen Kapital bei mehreren Investoren beschaffen. Diese sind womöglich selbst nicht in der Lage, dieses Kapital in Unternehmen effizient zu verwenden. Weiterhin haben Investoren die Möglichkeit, ihr Kapital auf verschiedene Unternehmen zu verteilen und so das Risiko ihres Investments zu beeinflussen. Das Management schließlich vermag Dissenssituationen zwischen den Investoren durch die ihm erteilten Befugnisse auszugleichen oder gar zu ignorieren.¹³¹

¹²⁸ Vgl. Picot, A. / Dietl, H. / Franck, E. (2008): S. 76.

¹²⁹ Vgl. Levinthal, D. (1988): S. 155.

¹³⁰ Vgl. Eilenberger, G. (2003): S. 375.

¹³¹ Vgl. Spremann, K. (1991): S. 602 ff.

Abweichend von dieser Diktion lehnt Clark (1985) eine Beschreibung der Manager-Investoren-Beziehung im Sinne der Prinzipal-Agent-Theorie ab. Hauptgrund für diese Ablehnung ist der rechtliche Rahmen¹³², in dem sich beide Akteursgruppen bewegen und der die Einflussnahme der Investoren auf die Manager beschränkt. Aus juristischer Sicht besteht eine Agent-typische Verpflichtung der Manager nur gegenüber dem Unternehmen selbst. Aufsichtsräte sind in Clarks Augen gar eigenständige und selbstverantwortliche Einheiten. Sowohl Vorstände als auch Aufsichtsräte wären demnach eine Art Treuhänder der Aktionäre. Der von der rechtswissenschaftlichen Interpretation¹³³ der Prinzipal-Agent-Theorie geforderten Kontroll- und Steuerungskompetenz der Prinzipale stehen nach Clark in der Realität keine entsprechend weitgehenden Befugnisse gegenüber.¹³⁴

Die Kompetenzen von Aktionären, Aufsichtsräten und Vorständen werden in Kapitel 4 ausführlich vorgestellt. Für die vorliegende Untersuchung soll die aus ökonomischer Perspektive durchaus genügende Übertragbarkeit der Prinzipal-Agent-Theorie maßgeblich sein, zumal eine der juristischen Interpretation entsprechende explizite Machtposition der Prinzipale gegenüber den Agenten in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur regelmäßig nicht gefordert wird.¹³⁵ Die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Investor und Management und der resultierende Informationsvorsprung des Managements dürfen als evident angesehen werden.¹³⁶

2.3.2.2 Missbrauchsmöglichkeiten des Managements

Mit der Anwendung des Prinzipal-Agent-Ansatzes auf Manager-Investor-Beziehungen verbindet sich die Frage nach Missbrauchsmöglichkeiten im Sinne von "Hidden Action/Information" und "Hidden Characteristics/Intention", die sich aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle ergeben. Aus Sicht des Prinzipals wären die Handlungen des Agenten dann optimal, wenn er sie bei gleichem Informationsstand in identischer Weise vorgenommen hätte. Sämtliche Abweichungen von diesem Optimum bringen eine Nutzenminderung und damit Agency-Kosten mit sich.¹³⁷ Die Vielzahl der potenziell den Interessen der Investoren zuwiderlaufenden Handlungen lässt sich grob in vier Kategorien fassen:¹³⁸

¹³² Die Aussage kann trotz abweichender juristischer Regelungen in den von Clark betrachteten USA vorbehaltlos auf Deutschland übertragen werden.

¹³³ Vgl. American Law Institute, Restatement of Agency, sec. 1[1]; zitiert nach Clark, R.C. (1985), S. 56.

¹³⁴ Vgl. Clark, R.C. (1985): S. 56f.

¹³⁵ Vgl. etwa Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J. (1985); Arrow, K.J. (1985).

¹³⁶ Vgl. Neuberger, D. (1998), S. 13.

¹³⁷ Vgl. Beyer, J. (1998): S. 44.

¹³⁸ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 16f.

Mangelnde Anstrengung

Hiermit ist in erster Linie eine Vernachlässigung seiner Aufgaben durch den Manager gemeint. Dazu gehören etwa die Überwachung der Mitarbeiter, das Aushandeln von Lieferantenverträgen oder die Restrukturierung von Unternehmensteilen. Ganz allgemein hat der Manager für einen effizienten Einsatz des Kapitals der Investoren im Unternehmen zu sorgen. Als Missbrauch durch mangelnde Anstrengung kann jede Form des Verzichts auf die Suche nach einem solchen bestmöglichen Einsatz oder der Fehlallokation seiner Arbeitskraft im Sinne dieser Zielsetzung verstanden werden. Die Anstrengung des Managers stellt aus dessen Sicht einen negativen Nutzen dar. Für den Investor bedeutet sie aber einen positiven Nutzen, da es die Wahrscheinlichkeit eines positiven Ertrages aus seiner Investition erhöht.¹³⁹

Überinvestitionen

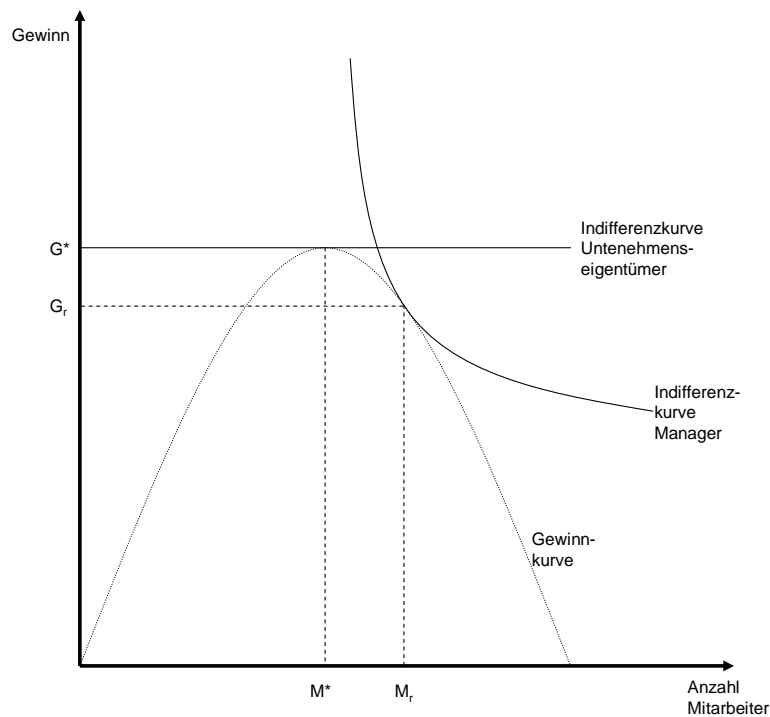
Viele Manager halten eine Vergrößerung des von ihnen kontrollierten Unternehmens- oder Investmentbereiches für erstrebenswert. Hierfür mag es viele Gründe geben - etwa den Drang nach Macht, Prestige oder schlicht einem aufgrund des größeren Verantwortungsbereiches gegebenenfalls zunehmenden Gehalt. Der Hang zu größeren Unternehmenseinheiten lässt sich empirisch nachweisen.¹⁴⁰ Im Ergebnis tendieren Manager dazu, Investitionen in riskante oder wenig erfolgversprechende Vorhaben zu tätigen, für die sie Mittel verwenden, die alternativ an die Eigentümer ausgezahlt werden könnten. Diese könnten dann über eine effiziente Verwendung des Kapitals an anderer Stelle entscheiden. Eine bedeutende Form des Missbrauchs sind daher Überinvestitionen.¹⁴¹ Die folgende Abbildung 5 zeigt einen möglichen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße, beispielhaft gemessen als Zahl der Mitarbeiter (M), und dem zu erzielenden Gewinn (G). Erkennbar ist über die unterschiedlichen Indifferenzkurven der Interessenskonflikt zwischen Management und Eigentümern: Während die Unternehmenseigentümer zumindest in der theoretischen Reinform das Gewinnmaximum (G^* , M^*) als ihr Nutzenoptimum identifizieren, bilden Manager eine Mischkalkulation aus Gewinn und Mitarbeiterzahl, das über die Tangente ihrer Indifferenzkurve an die Gewinnkurve zum Optimum (G_r , M_r) führt.

¹³⁹ Vgl. Arrow, K.J. (1985): S. 38.

¹⁴⁰ Vgl. hierzu etwa Blanchard, O.J. / Lopez-de Silanes, F. / Shleifer, A. (1994), Jensen, M.C. (1986) oder Williamson, O.E. (1964).

¹⁴¹ Vgl. Baumol, W.J. (1959): S. 93.

Abbildung 5: Prinzipal-Agent-Konflikt bzgl. der Unternehmensgröße¹⁴²



Machterhaltende Aktivitäten

Ein verständliches Anliegen von Managern ist die Sicherung der eigenen Position und damit der zukünftigen Einkünfte aus der Managertätigkeit. Zum Erhalt der erreichten Position greifen Manager bisweilen auf Handlungen zurück, die den Investoren schaden. Denkbar ist etwa der Verzicht auf aus Investorensicht wünschenswerte technologische Veränderungen, deren Steuerung sich der betreffende Manager aber nicht zutraut. Eine besondere Rolle spielen Bilanzmanipulationen, die die Leistung des Managers in einem besseren Licht erscheinen lassen. Betroffen ist weiterhin das Risikoverhalten.¹⁴³ Manager könnten sich gegen ein riskantes, aber erfolgversprechendes Investment entscheiden, um eine schlimmstenfalls drohende Reaktion des Aufsichtsrates zu verhindern. Umgekehrt könnten erfolglose Manager überhöhte Risiken eingehen, um eine drohende Intervention des Aufsichtsrates zu verhindern. Schließlich nehmen Manager Einfluss auf die Ausgestaltung der landes- oder unternehmensspezifischen Corporate Governance, um Interventionsmöglichkeiten der Eigentümer zu begrenzen.

¹⁴² In Anlehnung an Richter, R. / Furubotn, E.G. (1999): S. 200.

¹⁴³ Siehe hierzu etwa Gugler, K. (2005).

Bereicherung / Selbstkontrahierung

Die offensichtlichste und in der Öffentlichkeit am breitesten diskutierte Form von Missbrauch ist die persönliche Bereicherung auf Kosten des Unternehmens. Sie kann viele Formen annehmen:

- Inanspruchnahme persönlicher Privilegien (Nutzung von Unternehmenseigentum für private Zwecke)¹⁴⁴
- Abschluss von Geschäften mit freundschaftlich oder familiär verbundenen Partnern
- Insidergeschäfte an Kapitalmärkten

Aber auch die Benennung eines willfähigen Nachfolgers, der auf eine kritische Bewertung der Tätigkeit seines Vorgängers verzichtet, kann als diesbezüglich relevante Form des Missbrauchs gelten.

2.3.2.3 Handlungsoptionen des Investors

Wird davon ausgegangen, dass der Investor als Prinzipal einen maximalen Ertrag zu erzielen sucht, stellen die Missbrauchsoptionen des Managers als Agent eine erhebliche Gefährdung der Erreichung dieses Ziels dar. Wie im Unterabschnitt 2.3.1 bereits dargelegt, verfügt der Prinzipal über zwei Möglichkeiten, der Interessensdivergenz zu begegnen, indem er den Agenten entweder überwacht (Monitoring) oder mittels geeigneter Verträge eine Angleichung der Interessen herbeiführt (Alignment).

Alignment

Grundsätzlich muss ein auf eine Interessensangleichung zielender Vertrag geeignet und in der Lage sein, den Agenten zur Herausgabe seiner exklusiven Information zu bewegen.¹⁴⁵ Weiterhin sind bei der Ausgestaltung eines Vertrags drei Faktoren zu berücksichtigen:

- das Verhältnis zwischen dem erzielten Ergebnis und dem Anreizschema
- die mit verschiedenen Entlohnungsschemata verbundene Risikoverteilung zwischen Investor und Manager
- die Präferenzen von Investor und Manager hinsichtlich materieller und nicht-materieller Erträge¹⁴⁶

Problematisch ist dabei vor allem die Messung der Managementleistung.¹⁴⁷ Oft sind Anreizschemata an Kennzahlen aus dem Rechnungswesen gekoppelt, woraus

¹⁴⁴ Vgl. Auge-Dickhut, S. (2001): S. 25.

¹⁴⁵ Vgl. Laffont, J.-J. / Martimort, D. (2002): S. 29.

¹⁴⁶ Vgl. Levinthal, D. (1988): S. 155f.

¹⁴⁷ Vgl. Harris, M. / Raviv, A. (1979): S. 232f.

wiederum ein Manipulationsanreiz entsteht. Die Unternehmensbewertung an Kapitalmärkten unterliegt außerdem zusätzlichen externen Einflüssen.¹⁴⁸

Monitoring

Monitoring umfasst zunächst Eingriffe in die Managementtätigkeit, die von einfachen Auskunftsanforderungen über gezielte Einflussnahme auf bestimmte Entscheidungen bis zur möglichen Beendigung der Beschäftigung des Managements durch den Aufsichtsrat oder durch ein Insolvenzverfahren reichen können. Diese auch als "Active Monitoring" bezeichneten zukunftsgerichteten Eingriffe können von Investoren als Mitglied im Aufsichtsrat oder als Aktionär auf der Hauptversammlung, von Fremdkapitalgebern - also etwa Banken - oder, in begrenztem Umfang, auch durch eine Übernahme anbietende Unternehmen oder Investoren vorgenommen werden. Sie werden abgegrenzt von "Speculative Monitoring", mithilfe dessen etwa Finanzanalysten die Situation und den Erfolg eines Unternehmens vergangenheitsbezogen zu ermitteln suchen. Auch Ratingagenturen und Wirtschaftsprüfer werden in dieser Weise tätig. Während die Wirkungsweise des "Active Monitoring" offensichtlich ist, wird die durch das "Speculative Monitoring" unterstellte Disziplinierung des Managements eher indirekt erreicht. So dienen die Ergebnisse eines Finanzanalysten aktuellen und potenziellen Aktionären zur Entscheidung über ihr weiteres Investitionsverhalten bezüglich des betrachteten Unternehmens. Die hiervon beeinflusste Unternehmensbewertung betrifft bei entsprechender vertraglicher Gestaltung auch die Entlohnung des Managements.¹⁴⁹

Die Minimierung der Agency-Kosten als Summe aus der Nutzenminderung gegenüber dem Wohlfahrtsmaximum und dem Kontroll- bzw. Anreizaufwand bildet das ökonomische Ziel des Prinzipals.¹⁵⁰ Das Ergebnis stellt gegenüber dem Wohlfahrtsmaximum stets lediglich die zweitbeste Lösung dar.¹⁵¹

Das Prinzipal-Agent-Problem lässt sich aus ökonomischer Sicht anhand zweier zentraler Fragen beschreiben:

"How can the principal be sure that the agent has in fact acted in her best interests? Can a contract be written defining incentives in such a way that the principal can be assured that the agent is taking just the action that she would take, had she the information available to the agent?"¹⁵²

¹⁴⁸ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 27f.

¹⁴⁹ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 27f.

¹⁵⁰ Vgl. Grossman, S.J. / Hart, O.D. (1983): S. 9.

¹⁵¹ Vgl. Berndt, M. (2002): S. 7.

¹⁵² Vgl. Miller, G.J. (2005): S. 349.

Zwar wird bisweilen der unzureichend normative Charakter des Grundmodells der Prinzipal-Agent-Theorie¹⁵³ beklagt, der eine Prognose von Unternehmensstrukturen oder -aktivitäten verhindert. Zudem seien Erweiterungen der Theorie bezüglich der Wahl von Anreizen und organisationaler Strukturen notwendig.¹⁵⁴ Nichtsdestotrotz handelt es sich um einen geeigneten analytischen Rahmen für die Betrachtung von Informationsasymmetrien in Unternehmen.¹⁵⁵

Instrumente und Wege zur Bewältigung des Prinzipal-Agent-Problems in Investor-Manager-Beziehungen in Unternehmen werden mit dem Begriff Corporate Governance bezeichnet, der im folgenden Abschnitt erörtert wird.

2.4 Corporate Governance: Begriffsbestimmung

Auch nach nahezu zwei Jahrzehnten, in denen Corporate Governance Gegenstand öffentlicher und wissenschaftlicher Diskussionen war, fehlt eine allgemeingültige und unstrittige Definition des Begriffs. Ebenso fehlt eine treffende deutsche Übersetzung, auch wenn hier viele Autoren leichtfertig eine Analogie zu "Unternehmensverfassung" unterstellen. Dessen in Deutschland eher statische Auslegung und die Möglichkeit der Verwechslung mit dem Begriff der Unternehmenssatzung haben die breite Verwendung des Anglizismus in der deutschsprachigen Fachliteratur begünstigt.¹⁵⁶

Bei der Nutzung des Begriffs Corporate Governance haben sich in den vergangenen Jahren zwei Schemata herausgebildet, denen ein grundlegend unterschiedliches Verständnis zugrunde liegt. So definiert das Center for European Policy Studies Corporate Governance als

"(...) the whole systems of rights, processes and controls established internally and externally over the management of a business entity with the objective of protecting the interests of all stakeholders."¹⁵⁷

Während die Differenzierung in unternehmensinterne und -externe Mechanismen für die weitere Betrachtung außerordentlich hilfreich ist, stellt die Bezugnahme auf die Stakeholder eine normative Komponente dar, die exemplarisch für die korporatistische kontinental-europäische Sichtweise von Corporate Governance steht.¹⁵⁸ Dieser Diktion folgen viele Autoren, die das Thema aus einem legal-systemischen oder politischen Blickwinkel betrachten:

¹⁵³ Die Prinzipal-Agent-Theorie macht erst im Zusammenspiel mit vertragstheoretischen Überlegungen normative Aussagen zur optimalen Ausgestaltung von Prinzipal-Agent-Beziehungen. Vgl. Meyer, M. (2004): S. 72f.

¹⁵⁴ Vgl. Hart, O. (1989): S. 1773f.

¹⁵⁵ Vgl. Miller, G.J. (2005): S. 350f.

¹⁵⁶ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 24.

¹⁵⁷ Vgl. CEPS (1995): S. 5.

¹⁵⁸ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 25; Cromme (2005): S. 366.

"Unter (...) Corporate Governance wird die Organisation der Leitung und Kontrolle eines Unternehmens mit dem Ziel des Interessenausgleichs zwischen den beteiligten Anspruchsgruppen verstanden."¹⁵⁹

In dieser Perspektive manifestiert sich die in Kontinentaleuropa verbreitete Betrachtung von (Groß-)Unternehmen als "quasi-öffentliche" Institutionen¹⁶⁰, die in ein gesellschaftliches Umfeld eingebettet sind. Dieser gesellschaftliche Zusammenhang bildet den Kern des anspruchsrgruppenorientierten Stakeholder-Ansatzes.¹⁶¹ Aus der breiten Fokussierung auf gesellschaftliche Aspekte lässt sich eine Erwartungshaltung bezüglich der Entscheidungen des interessenpluralistisch fundierten Unternehmens ableiten, die sich eindeutig nicht ausschließlich auf die Ziele der Eigentümer beschränken sollen. Konflikte sind deshalb - etwa bei einer Entscheidung zwischen Gewinnmaximierung und Arbeitsplatzertalt - programmiert.¹⁶²

Die Bedeutung der Stakeholder für die Entscheidungen des Managements eines Unternehmens ist unstrittig:

"Managerial decisions do impact investors, but they also exert externalities on a number of natural stakeholders who have an innate relationship with the firm. (...) Why should institution design ignore the natural stakeholders, and favor the investors (...)?"¹⁶³

Als Antwort auf Tiroles Frage können die Eigentums- bzw. Verfügungsrechte der Investoren angeführt werden. Deren verstärkte Nutzung und Durchsetzung prägt in den letzten Jahren als Folge umfassender Reformen und Liberalisierungsmaßnahmen wesentlich die Entwicklung vieler Volkswirtschaften.¹⁶⁴

Die folgende Abbildung 6 stellt den Bezug zwischen Shareholder- und Stakeholderorientierung in Abhängigkeit von den betrachteten Organisationen und dem berücksichtigten Interessenhorizont dar.

¹⁵⁹ Vgl. Witt, P. (2002): S. 41.

¹⁶⁰ Vgl. Assmann, H.-D. (1995): S. 289.

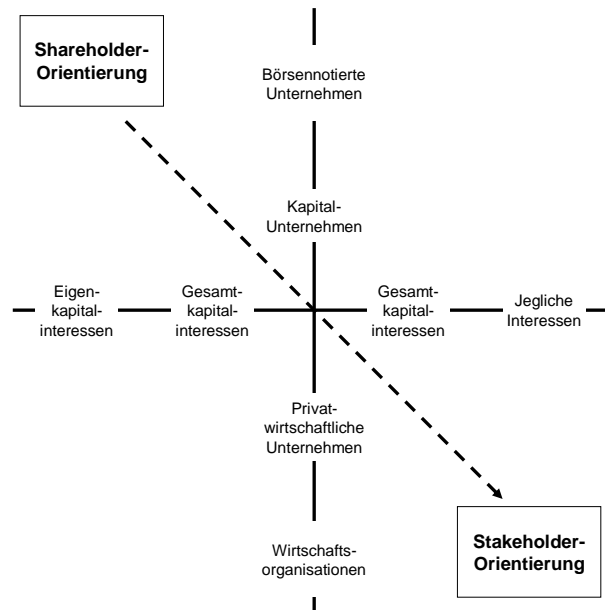
¹⁶¹ Vgl. Schewe, G. (2005): S. 24. Schewe verwendet auch den Begriff "Koalitionsperspektive".

¹⁶² Vgl. Berrar, C. (2001): S. 28.

¹⁶³ Tirole, J. (2001): S. 3.

¹⁶⁴ Vgl. De la Torre, A. / Gozzi, J.C. / Schmukler, S.L. (2007): S. 19f.

Abbildung 6: Shareholder- und Stakeholderorientierung¹⁶⁵



Auch in der europäischen Finanzökonomie hat daher mittlerweile die stärker fokussierte angloamerikanische Sichtweise Verbreitung gefunden.¹⁶⁶ Der Begriff "Corporate Governance" wird hier als Ausdruck für einen Rahmen der Beziehungen und der Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsgremien, Unternehmensleitung und Anteilseignern angewendet.¹⁶⁷ Im Blickpunkt des Shareholder-Ansatzes stehen mithin die Interessen der Eigentümer¹⁶⁸:

"Die auf den Aktionär ausgerichtete Betrachtungsweise (Shareholder Perspective) beruht auf der Idee, dass das Unternehmen ausschließlich oder in erster Linie als Privateigentum der Aktionäre anzusehen ist und dass die Unternehmensleitung nur ihnen Rechenschaft schuldig ist und nur ihnen gegenüber Sorgfaltspflichten besitzt."¹⁶⁹

An der tatsächlich oder vermeintlich ausschließlichen Ausrichtung von Unternehmensentscheidungen an den Interessen und Ziele der Eigentümer wird verbreitet Kritik geübt.¹⁷⁰ Zudem ist zu bezweifeln, ob die häufig mit dem Shareholder-Value-Konzept verbundene Zielsetzung einer Maximierung von Eigenkapitalmarkt- oder Unternehmensgesamtwert tatsächlich das originäre Interesse der Unternehmenseigner

¹⁶⁵ Vgl. Nippa, M. / Petzold, K. / Kürsten, W. (2002): S. 9.

¹⁶⁶ Wobei Berrar (2001) zurecht auf Malik verweist, der die Ursprünge auch des Stakeholder-Ansatzes in den USA verortet.

¹⁶⁷ Vgl. von Werder, A. / Minuth, T. (2000): S. 1

¹⁶⁸ Siehe zu den Interessen der Eigentümer Fama, E.F. / Jensen, M. (1983a): S. 305f.

¹⁶⁹ Berrar, C. (2001): S. 27.

¹⁷⁰ Siehe hierzu etwa Rose, C. (2004), Scheuch, E. / Scheuch, U. (2003).

abbildet.¹⁷¹ Dennoch steht der Einfluss des Shareholder-Value-Ansatzes auch auf kontinental-europäische Kapitalmärkte außer Frage.

Die Beschränkung der Betrachtung auf Unternehmenseigner und Management als Interessensträger bedingt eine Fokussierung auf die aus der Prinzipal-Agent-Beziehung der beiden Parteien entstehenden Konfliktpotenziale. Der Bedarf nach Unternehmenskontrolle ergibt sich zunächst aus der (personellen) Trennung des Eigentums an einem von der Verfügungsmacht über ein Unternehmen.¹⁷² Diese Trennung bewirkt eine teilweise asymmetrische Verteilung von Informationen zwischen Eigentümern und Managern. Die Informationsasymmetrie eröffnet angestellten Managern Handlungsspielräume, die zuungunsten der Eigentümer ausgenutzt werden können. Dies ist desto wahrscheinlicher, je stärker sich die Interessen von Eigentümern und Unternehmensleitung unterscheiden. Wie im vorhergehenden Abschnitt bereits dargelegt, bestehen auf Seiten des Management eine ganze Reihe von Möglichkeiten für Aktivitäten, die nicht im Interesse der Eigentümer liegen. Aus Sicht der Neuen Institutionenökonomik sind Corporate-Governance-Strukturen Institutionen, die opportunistisches Verhalten als Resultat der Trennung von Eigentum und Kontrolle verhindern bzw. vermindern sollen.¹⁷³

Corporate Governance beschreibt das komplexe System von Kontrollmechanismen, mit denen sich die Kapitalgeber eines Unternehmens des Rückflusses von Erträgen auf ihr Investment versichern:¹⁷⁴

"Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of financial corporations assure themselves of getting a return on their investment. (...) How do they make sure that managers do not steal the capital they supply or invest it in bad projects? How do suppliers of finance control managers?"¹⁷⁵

Im Duktus von Shleifer/Vishny zählen zu den Kontrollmechanismen auch solche Maßnahmen, die über die unmittelbare Überwachung hinaus eine Angleichung der Interessen zum Ziel haben.¹⁷⁶ Ihr Begriff "Kontrollmechanismen" entspricht der in dieser Arbeit verwendeten Bezeichnung "Corporate-Governance-Mechanismen" und geht damit über die von vielen Autoren übernommene Beschränkung auf interne Mechanismen hinaus.

Der Rahmen für Ausprägung und Lösungsansätze des Corporate-Governance-Problems auf der Unternehmensebene wird zunächst durch länderspezifische Charakteristika determiniert, denn meist sind zumindest einige Bereiche der

¹⁷¹ Vgl. Kürsten, W. (2000): S. 373f.

¹⁷² Vgl. Berle, A.A. / Means, G.C. (1932): S.90 und S. 119ff.; Romano, R. (1984): S. 923.

¹⁷³ Vgl. Gerum, E. (2007): S. 10ff.

¹⁷⁴ Vgl. Köke, J. (2002): S. 1

¹⁷⁵ Shleifer, A. / Vishny, R. W. (1997): S. 737.

¹⁷⁶ Vgl. Shleifer, A. / Vishny, R. W. (1997): S. 740f.

Beziehung von Eigentümern und Management gesetzlich eindeutig reguliert - vielfach z.B. die Auskunftsrechte. Die verbleibenden Spielräume sind für eine unternehmensspezifische Governance-Ausgestaltung nutzbar, so dass einige Mechanismen durch die beteiligten Parteien selbst bestimmt werden.

3 Corporate Governance: System- versus Unternehmensebene

3.1 Länderspezifische Corporate Governance

Dieser Unterabschnitt beschäftigt sich mit den Unterschieden zwischen Corporate-Governance-Systemen, namentlich zwischen dem anglo-amerikanischen und dem kontinental-europäischen bzw. deutschen System. Zwar beschränkt sich die vorliegende Untersuchung auf deutsche Unternehmen und Kapitalmärkte - wie in der Einleitung bereits dargestellt, ist eine tiefere Auseinandersetzung mit den verschiedenen Corporate-Governance-Systemen deshalb grundsätzlich nicht notwendig. Die hier dennoch folgende kurze Darstellung dient der Abgrenzung der Entscheidungsebenen, auf denen die Gestaltung von Corporate-Governance-Mechanismen erfolgt - der gesetzgeberischen Ebene auf der einen und der Unternehmensebene auf der anderen Seite.¹⁷⁷ Ein Vergleich der Systeme empfiehlt sich auch zum weiteren Verständnis der unterschiedlichen Perspektiven auf die Rolle von Aktionären, die sich in der regulativen Basis und in den Eigentümerstrukturen manifestieren und die sich womöglich auf die Wahrnehmung Corporate-Governance-relevanter Unternehmensnachrichten am Kapitalmarkt - und damit die dieser Arbeit zugrunde liegende Frage - auswirken. Von Bedeutung sind zudem die Unterschiede hinsichtlich der Verflechtungen der Leitungsebenen von Unternehmen.

3.1.1 Unterscheidungsmerkmale

Die gesetzlichen Regelungen für Unternehmen konstituieren zusammen mit den marktlichen Gepflogenheiten länderspezifische Corporate-Governance-Strukturen. Die Ausprägung der Strukturen ergibt sich aus der Gestaltung ihrer konkreten Bestandteile:¹⁷⁸

- Unmittelbare Vereinbarungen zwischen Eigentümern und Unternehmensleitung
- Eigentümerstrukturen
- Rechtlicher Rahmen
- Kapitalstruktur
- Kapitalmärkte
- Arbeitsmärkte
- Bankenaufsicht.

Bestimmte Kombinationen von Ausprägungen legen eine Zusammenfassung verschiedener Länder zu Blöcken mit ähnlicher Corporate-Governance-Orientierung

¹⁷⁷ Vgl. Durnev, A. / Kim, E.H. (2003): S.1f.

¹⁷⁸ Vgl. Berndt, M. (2002): S. 5; auch: Agrawal, A. / Knoeber, C.R. (1996): S. 377f.

nahe. Unterschieden werden vor allem das anglo-amerikanische und das kontinental-europäische Corporate-Governance-Modell¹⁷⁹, letzteres wird bisweilen in ein romantisches und ein deutsches System unterschieden¹⁸⁰. Gegenstand von internationalen Corporate-Governance-Vergleichen ist zudem häufig das japanische Modell, das durch breit ausdifferenzierte Unternehmensnetzwerke gekennzeichnet ist.¹⁸¹

Viele Autoren entscheiden sich aber letztlich doch für eine dualistische Betrachtung.¹⁸² Hier findet die im vorhergehenden Unterabschnitt vorgenommene Unterscheidung in eine anspruchgruppenorientierte (kontinental-europäische) und eine (eigentümerorientierte) anglo-amerikanische Sichtweise ihre systemische Entsprechung. Die Differenzierung in zwei verschiedene Systeme wird über die Frage des Blickwinkels auf Corporate Governance hinaus mit konkreten Unterschieden begründet, von denen hier zwei kurz vorgestellt werden sollen.

One-Tier- versus Two-Tier-System

Ein häufig verwendetes Unterscheidungsmerkmal ist die formale Ausgestaltung der Unternehmensleitung.¹⁸³ In den USA und Großbritannien wird die Unternehmensspitze von einem einzigen Gremium gebildet, dem Board. Die Mitglieder nehmen entweder eher kontrollierende Aufgaben wahr (Non-Executive Directors) oder sind Teil des Managements (Executives). Wegen der Zusammenfassung beider Funktionen in einem Gremium wird auch von One-Tier-Systemen gesprochen - im Gegensatz zu Two-Tier-Systemen, in denen beide Aufgaben institutionell getrennt sind. Ein solches Two-Tier-System ist in der Bundesrepublik gesetzlich vorgeschrieben, in einigen anderen europäischen Ländern wie der Schweiz, Frankreich und Spanien können Unternehmen sich freiwillig für ein Two-Tier-Modell entscheiden.¹⁸⁴ Die Unternehmenssteuerung erfolgt hierbei im Vorstandsgremium, die Kontrolle über den Vorstand übt der Aufsichtsrat aus. Lange Zeit wurden Vor- und Nachteile beider Gestaltungsvarianten in der Corporate-Governance-Literatur intensiv diskutiert.¹⁸⁵

Neuere Untersuchungen kommen jedoch zu dem Schluss, dass beide Systeme sich eher vordergründig und in erster Linie formal unterscheiden.¹⁸⁶ Der vermeintliche

¹⁷⁹ Vgl. Cuervo, A. (2002): S. 85 für eine Liste von Unterschieden.

¹⁸⁰ Vgl. Gerum, E. (2004): S. 172ff.

¹⁸¹ Vgl. Sydow, J. (1992): S. 38ff.

¹⁸² Vgl. Gerum, E. (2007): S. 25ff.

¹⁸³ Vgl. Hopt, K.J. / Leyens, P.C. (2004): S. 4ff.

¹⁸⁴ Auch in Deutschland steht Unternehmen seit der Einführung der Rechtsform der Europäischen Gesellschaft durch das in der zugehörigen EU-Verordnung formulierte Wahlmodell de facto die Möglichkeit zur Schaffung eines eingliedrigen Systems der Unternehmensleitung offen. Ein Fall, in dem sich ein größeres deutsches Unternehmen für eine solche monistische Lösung entschieden hätte ist dem Autor allerdings nicht bekannt.

¹⁸⁵ Siehe hierzu etwa Leyens, P.C. (2003).

¹⁸⁶ Vgl. Gillette, A.B. / Noe, T.H. / Rebello, M.J. (2004): S. 23f.

Vorteil einer intensiveren Kontrolltätigkeit des vom Vorstand unabhängigen Aufsichtsrats besteht demnach vor allem auf dem Papier, da es auch im One-Tier-System regelmäßig getrennte Sitzungen von Non-Executive und Executive Directors gibt. Umgekehrt besteht auch im deutschen Two-Tier-System die Möglichkeit gemeinsamer Sitzungen von Vorstand und Aufsichtsrat. Im US-amerikanischen Board-System wird die Position des Vorsitzenden (Chairman) oft in Personalunion vom Vorsitzenden der Geschäftsführung (CEO) ausgeübt. Dieser Umstand wird vielfach kritisiert und als Nachteil des One-Tier- gegenüber dem Two-Tier-System gewertet. Der CEO ist allerdings ohnehin in jedem Fall Boardmitglied¹⁸⁷, und inwieweit etwa das deutsche Two-Tier-System mit der verbreiteten Besetzung des Aufsichtsratsvorsitzes mit ehemaligen Vorstandsvorsitzenden für mehr Unabhängigkeit sorgt, ist zumindest fraglich.

Letztlich sieht die Realität der Unternehmensleitung in beiden Systemen wohl ähnlich aus, zumindest sind bestehende Unterschiede nicht hauptsächlich durch die rechtlichen Vorschriften zur institutionellen Trennung im Two-Tier-System determiniert. Im Gegenteil, gerade das deutsche System ist durch eine ausgeprägte personelle Verflechtung zwischen den Leitungsorganen von Unternehmen gekennzeichnet.¹⁸⁸

Die Ausgestaltung der Leitungsorgane bildet einen wesentlichen Corporate-Governance-Mechanismus, dem in dieser Arbeit im Abschnitt 4.2 umfangreich Aufmerksamkeit gewidmet wird.

Insider- versus Outsider-System

Wegen der unterschiedlichen Ausprägungen der Eigentümerstrukturen und der resultierenden Effekte auf die Zusammensetzung der Leitungsorgane großer Unternehmen werden das kontinentaleuropäische System als Insider- und das anglo-amerikanische auch als bzw. Outsider-System bezeichnet.¹⁸⁹ Deutschland und Japan gelten als Prototypen eines Insider-Systems mit konzentriertem Aktienbesitz, die USA und Großbritannien als durch breite Streuung von Unternehmensanteilen gekennzeichnete typische Vertreter eines Outsider-Systems.¹⁹⁰

Outsider-Systeme fußen eher auf externen Kontrollmechanismen wie unabhängigen Unternehmenskontrolleuren (mit Aufsichtsratsfunktionen) und einem funktionierenden Kapitalmarkt. Insider-Systeme sind dagegen durch familienbasierte Beziehungsgeflechte oder durch personelle Verflechtungen zwischen Unternehmen geprägt.¹⁹¹ Auch politische Institutionen oder Banken und Versicherungen können

¹⁸⁷ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 37.

¹⁸⁸ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 40.

¹⁸⁹ Siehe hierzu Franks, J. / Mayer, C. (1990) und (1994).

¹⁹⁰ Vgl. Maher, M. / Andersson, T. (1999): S. 3.

¹⁹¹ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 38.

Bestandteil von solchen netzwerkartigen Verflechtungen sein. Sie führen in Verbindung mit der Konzentration des Anteilsbesitzes zu großen Stimmblocken und informellen Entscheidungsstrukturen. Das Insider-System beruht...

"...weniger auf dem Markt als vielmehr auf internen Mechanismen wie kleinen Zirkeln von Großaktionären und Hausbanken oder anderen personellen Verflechtungen".¹⁹²

Infolgedessen weisen Länder mit Insider-System eher illiquide und inaktive Kapitalmärkte auf.¹⁹³ Die Eigentümerstruktur wird in der vorliegenden Untersuchung berücksichtigt.¹⁹⁴

Es lassen sich noch eine Reihe anderer Möglichkeiten zur Differenzierung von Corporate-Governance-Systemen identifizieren. So könnte die relative Bedeutung von Fremdkapitalgebern genutzt werden, Systeme wie das deutsche als "bank-centered", das anglo-amerikanische hingegen als "investor-centered/exchange-centered"¹⁹⁵ oder auch "market-based"¹⁹⁶ zu beschreiben. Auch die Wettbewerbsintensität wird bisweilen als Unterscheidungsmerkmal zwischen verschiedenen Systemen angeführt.¹⁹⁷ Einen Gegenentwurf zur bipolaren Beschreibung von Corporate-Governance-Systemen bildet die Differenzierung des Four-Types-Systems, mit dem länder-spezifische Corporate-Governance-Typen nach acht Kriterien bewertet werden.¹⁹⁸ Bisweilen wird jedoch die Bedeutung von Systemunterschieden für die Überwachung von Managern auch ganz allgemein angezweifelt.¹⁹⁹

Wie bereits festgestellt, halten viele Autoren letztlich doch an einer Unterscheidung vor allem des angloamerikanischen Systems vom kontinentaleuropäischen Modell mit den USA respektive Deutschland als typischen Vertretern fest.²⁰⁰

Deutschland ist demnach gekennzeichnet durch die Mitbestimmungsgesetzgebung,²⁰¹ die herausragende Rolle von Banken und Versicherungen bei der Kontrolle von Unternehmen,²⁰² eine starke Kapitalkonzentration,²⁰³ einen unterentwickelten Markt

¹⁹² Berrar, C. (2001): S. 38.

¹⁹³ Vgl. Berndt, M. (2002): S. 13.

¹⁹⁴ Siehe hierzu die Abschnitte 4.3 und 5.

¹⁹⁵ Vgl. Maw, N.G. / Lane, P. / Craig-Cooper, M. (1994): S. 122; Reinholz, S. (1997): S.43ff.

¹⁹⁶ Vgl. Nowak, E. (2001): S. 35.

¹⁹⁷ Vgl. Beyer, J. (1998): S. 118f.

¹⁹⁸ Vgl. Weimer, J. / Pape, J.C. (1999): S. 153.

¹⁹⁹ Vgl. Mayer, C. (1996): S. 16f.; Mayer, C. (1998): S. 161f.; Baums, T. / Scott, K.E. (2005): S. 6.

²⁰⁰ Vgl. etwa Rock, E.B. (1995).

²⁰¹ Vgl. Gerum, E. (1998b): S. 14ff.

²⁰² Vgl. Elsas, R. / Krahen, J.P. (2003): S. 198ff.; Baums, T. / Fraune, C. (1995): S. 111.

²⁰³ Vgl. Maher, M. / Andersson, T. (1999): S. 12f.; Berrar, C. (2001): S. 41.

für Unternehmenskontrolle²⁰⁴ und ausgeprägte personelle Verflechtungen auf der Leitungsebene von Unternehmen.²⁰⁵

3.1.2 Begründung von Systemunterschieden

Die verschiedenen Ausprägungen von Corporate-Governance-Systemen lassen sich vielfältig begründen - historisch, rechts- oder sozialpolitisch. Gemeinhin wird von einer Pfadabhängigkeit²⁰⁶ der Entwicklung von Corporate-Governance-Systemen ausgegangen. Hopt/Leyens (2004) beschreiben eine Abhängigkeit der Entwicklung von historischen und kulturellen Wurzeln, insbesondere aber von der Eigentümerstruktur und der Funktionsweise des Kapitalmarktes - hier vor allem des Bankensystems.²⁰⁷

Roe (2005) widerspricht dem und betrachtet die Eigentümerstruktur als abhängige Variable der generellen politischen Ausrichtung der jeweiligen Länder, über die er auch die unterschiedliche Corporate-Governance-Entwicklung begründet. Die rechtliche Fassung von Corporate-Governance-Mechanismen hängt demnach stark von der Ausgestaltung der Arbeitnehmerrechte ab. Der Schutz bestehender Arbeitsverhältnisse geht oft mit einer Störung des Verhältnisses von Management und Investoren einher und setzt falsche Investitionsanreize. Die erschwerte Anpassung des Personalbestands an die Unternehmensbedürfnisse führt zu einer Vermeidung von riskanten, aber womöglich profitablen Investitionen. Vielfach wird eine die Arbeitnehmerseite begünstigende Gesetzgebung von einer mangelnden rechtlichen Absicherung der Kapitaleseite begleitet. Der Autor identifiziert einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Kündigungsschutzgesetzgebung und der Wahrscheinlichkeit der Existenz von Aktienblöcken mit einem Anteil von mindestens 20% in 15 ausgewählten Industrieländern. Erst eine Liberalisierung des Arbeitsmarktes und die Schaffung investorenfreundlicher Regeln ermöglichen demnach eine Senkung der Agency-Kosten und damit eine breite Streuung von Unternehmensbesitz.²⁰⁸ Die Häufigkeit von Großaktionären bei deutschen Unternehmen begründet Roe (2003) mit der Schwäche der durch Mitbestimmung geprägten Aufsichtsräte. Demnach gleichen die Investoren die fehlende Kontrolleffizienz der Aufsichtsratsgremien - und damit die größeren Agency-Kosten - durch die Bildung großer Aktienblöcke aus.²⁰⁹ Schließlich stellt er für 15 Industrieländer einen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Grad der Gleichheit der Einkommensverteilung und der Eigentümerstruktur fest. Je größer

²⁰⁴ Vgl. Carney, W.J. (1997): S. 78; Jenkinson, T. / Ljungquist, A. (2001): S. 397f.

²⁰⁵ Vgl. Rank, O.N. (2005): S. 16; Andreani, E. / Dummann, K. / Neuberger, D. (2009): S. 24f.

²⁰⁶ Vgl. Hellwig, M. (1998): S. 4ff.; zum Konzept der Pfadabhängigkeit institutionellen Wandels siehe North, D.C. (1993).

²⁰⁷ Vgl. Hopt, K.J. / Leyens, P.C. (2004): S. 17f..

²⁰⁸ Vgl. Roe, M.J. (2005): S. 390ff.

²⁰⁹ Vgl. Roe, M.J. (2003): S. 22.

die Ungleichheit der Einkommensverteilung, umso größer ist der Anteil von Unternehmen mit einem Großaktionär mit mindestens 20% Unternehmensanteilen.²¹⁰

Eine interessante Begründung erklärt die unterschiedliche Entwicklung aus einer wettbewerbspolitischen Perspektive.²¹¹ So habe die strikte Anti-Kartell-Gesetzgebung der USA bereits Ende des 19. Jahrhunderts das Fundament für ein transparentes, kompetitives Unternehmensumfeld geschaffen, während in Deutschland Kartellabsprachen sogar gerichtlich anerkannt und somit zu einklagbaren Vereinbarungen wurden. Damit sei die wesentliche Basis für das bestehende Verflechtungsprinzip geschaffen worden.²¹²

3.1.3 Konvergenz von Corporate-Governance-Systemen

In den letzten Jahren wird verstärkt über eine mögliche Konvergenz der verschiedenen Corporate-Governance-Systeme diskutiert.²¹³ Begründet werden die Bestrebungen, Corporate-Governance-Regeln international anzunähern und die - vermutete - Tendenz zur Harmonisierung²¹⁴ über die Erfordernisse, die sich durch die mit der Globalisierung einhergehende Zunahme internationaler Wirtschaftsverflechtungen ergibt. Die Konvergenzbewegung findet dabei auf mehreren Ebenen statt.²¹⁵

- Gesetzgebung: Anpassung nationaler Regelungen an international dominierende Vorschriften. Hier ist etwa die Abschaffung von Höchst- und Mehrfachstimmrechten durch das KonTraG²¹⁶ nennen.
- Marktkräfte: Anpassung von Unternehmensentscheidungen an Markterfordernisse. Hier könnten die teilweise Zulassung des Aktienbesitzes durch Banken in den USA²¹⁷, aber auch die Tendenz zur Trennung von Industriebeteiligungen durch deutsche Geschäftsbanken²¹⁸ als Beispiele dienen.
- Listungsvoraussetzungen: Privatwirtschaftliche regulative Anforderungen zur Börsennotierung. Von ihnen geht womöglich der stärkste Anpassungsdruck für Unternehmen aus, da die Listung einen starken ökonomischen Anreiz bildet und für

²¹⁰ Vgl. Roe, M.J. (2003): S. 54.

²¹¹ Vgl. Charkham, J.P. (1994): S. 7.

²¹² Vgl. Beyer, J. (1998): S. 16; Berrar, C. (2001): S. 40f.

²¹³ Vgl. etwa Gerum, E. (2007): S. 34ff.; Hansmann, H. / Kraakmann, R. (2002): S. 56ff.; Renner, C. (2006): S. 62ff.; Gerum, E. (1998a): S. 97f.; Hopt, K. (2002): S. 175ff.

²¹⁴ Hierzu gibt es auch abweichende Einschätzungen; vgl. etwa F. Merz in "Die Zeit" vom 15.03.2007.

²¹⁵ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 273ff.

²¹⁶ Siehe § 5 Abs. 1 AktGEG.

²¹⁷ Siehe Gramm-Leach-Bliley Act.

²¹⁸ Vgl. etwa Beyer, J. (2002): S. 5.

viele Unternehmen unerlässlich ist. Die Tendenz zur Listung an ausländischen Börsen führt zu einer grenzüberschreitenden Wirkung solcher Anforderungen.²¹⁹

Auch Corporate-Governance-relevante Vorschriften von Institutionen der Börsenaufsicht haben eine harmonisierende Wirkung. Sie wirken in der Regel ebenfalls als Listungsvoraussetzung an Börsenplätzen.²²⁰ Eine Besonderheit stellt in diesem Zusammenhang der US-amerikanische Sarbanes-Oxley-Act dar, mit dem 2002 auf die Bilanzskandale bei den Unternehmen Enron und WorldCom reagiert wurde. Die weitgehende Gültigkeit des Gesetzes für alle Unternehmen, die an US-amerikanischen Börsen notiert sind, bewirkt eine Reichweite weit über die Landesgrenzen hinaus. So sind an der New York Stock Exchange und der Nasdaq zahlreiche ausländische Unternehmen notiert.²²¹ Erwähnenswert ist hier vor allem die persönliche zivil- und strafrechtliche Haftung von Vorstandsvorsitzendem (CEO) und Finanzvorstand (CFO), die eine Bestätigungserklärung zu Jahres- und Quartalsberichten unterzeichnen müssen und damit erheblich höhere persönliche Risiken eingehen als bislang.²²²

Einen eindeutigen Trend zur Konvergenz machen Goergen/Martynova/Renneboog (2005) in ihrer Untersuchung der europäischen Gesetzgebung zu Unternehmensübernahmen aus. Trotz des Scheiterns einer entsprechenden EU-einheitlichen Richtlinie haben viele EU-Länder Maßnahmen ergriffen, um etwa verpflichtende Übernahmeangebote oder Möglichkeiten zur Zwangsauszahlung von Aktionären (so genannten Squeeze-Outs) gesetzlich zu regeln. Die Richtung dieser Regelungen weist demnach eindeutig in die Richtung anglo-amerikanischer Corporate-Governance-Systeme.²²³

Kennzeichnend für das Bemühen um international nachvollziehbare Corporate-Governance-Regeln und eine ansatzweise Harmonisierung sind weiterhin die in den vergangenen Jahren in vielen Ländern eingeführten Corporate-Governance-Kodizes.²²⁴ Sie richten sich in erster Linie an Unternehmen und unterbreiten Vorschläge für "gute" Corporate Governance auf der Firmenebene.²²⁵

Zwar sind in den vergangenen Jahren bemerkenswerte Entwicklungen angestoßen worden, mit denen ein Wandel des deutschen Corporate-Governance-Systems erreicht werden soll.²²⁶ Noch aber gilt die "Deutschland AG" mit ihren informellen Entscheidungszirkeln, der Mitbestimmungsgesetzgebung und der starken Kapital-

²¹⁹ Siehe hierzu z.B. NYSE "Corporate Governance Listing Standards".

²²⁰ So etwa die "SEC Standards Relating to Listed Company Audit Committees".

²²¹ So nennt die NYSE die Notierung von neun (www.nyse.com), die NASDAQ von zwei deutschen Unternehmen (www.nasdaq.com, jeweils per 1.12.2007).

²²² Vgl. Strunk, G. et al. (2003): S. 132.

²²³ Vgl. Goergen, M. / Martynova, M. / Renneboog, L. (2005): S. 29.

²²⁴ Vgl. Wymeersch, E. (2002): S. 236.

²²⁵ Siehe zu Corporate-Governance-Kodizes auch den folgenden Abschnitt 3.2.1.

²²⁶ Vgl. Schmidt, R.H. / Tyrell, M. (2003): S. 30f; Rieckers, O. / Spindler, G. (2003): S. 385.

konzentration als Sinnbild eines anlegerfeindlichen Investitionsumfeldes. Diese Tatsache bildet im Grunde den Ausgangspunkt dieser Arbeit, mit der untersucht werden soll, inwieweit potenziell Corporate-Governance-bezogene Änderungen in den Eigenschaften von Unternehmen von den Anlegern wahrgenommen und damit honoriert oder sanktioniert werden.

3.2 Unternehmensspezifische Corporate Governance

Die länderspezifischen gesetzlichen Regelungen lassen zumindest in bestimmten Bereichen Spielräume für die individuell unterschiedliche Ausgestaltung von Corporate-Governance-Mechanismen auf der Unternehmensebene.

In den vergangenen Jahren wird der Corporate-Governance-Begriff deshalb zunehmend mit qualitativ-bewertenden Attributen kombiniert. "Gute" oder "starke" wird dabei von "schlechter" oder "schwacher" Corporate Governance unterschieden. Die Unterscheidung in Unternehmen mit "guter" oder "schlechter" Corporate Governance wird anhand der firmenspezifischen Ausprägung bestimmter, als relevant identifizierter Merkmale vorgenommen. Ausfluss der Diskussion um wünschenswerte Corporate-Governance-Strukturen sind die von verschiedenen Ländern und Institutionen geschaffenen Kodizes zur Leitung und Überwachung von Unternehmen. Diese Kodizes bilden gemeinsam mit weiteren Qualitätsüberlegungen die Grundlage für eine Reihe kommerzieller Rating-Produkte verschiedener spezialisierter Anbieter. Nicht zuletzt hat sich die Wirtschaftswissenschaft - meist ebenfalls auf Basis von Kodex-Dokumenten - mit der integrierten Bewertung unternehmensspezifischer Corporate Governance befasst.

3.2.1 Corporate-Governance-Kodizes

Ein Phänomen der vergangenen 15 Jahre, in dem sich das Streben nach "verbessert" oder "guter" Corporate Governance manifestiert, sind die in vielen Ländern und Institutionen entstandenen Corporate-Governance-Kodizes. Das European Corporate Governance Institute (ecgi) nennt mittlerweile für 63 Staaten Kodizes oder Kodex-ähnliche Dokumente. Hinzu kommen die "Principles of Corporate Governance" der OECD und einige Dokumente, die Anspruch auf globale Gültigkeit oder Anwendbarkeit erheben.²²⁷ Im Folgenden werden der genreprägende britische und der deutsche Kodex kurz vorgestellt.

²²⁷ Vgl. www.ecgi.org/codes/all_codes.

3.2.1.1 Britischer Kodex

Ihren Ursprung hat die Diskussion um eine Kodifizierung von Corporate-Governance-Empfehlungen in der Arbeit der Cadbury-Kommission in Großbritannien zu Beginn der 90er Jahre. So stellt Berrar (2001) fest,

"dass die aktuelle Debatte über die Corporate Governance in Europa bei aller Bedeutung der USA insbesondere der Entwicklung in Großbritannien in den 90er Jahren zu verdanken ist."²²⁸

Auslöser der Aktivitäten der Cadbury-Kommission waren einige spektakuläre Unternehmenskrisen Ende der 80er Jahre. Hinzu kam die öffentliche Empörung über die stark gewachsenen Gehälter einer Reihe von Spitzenmanagern.²²⁹ In der Folge beriefen der britische Financial Reporting Council und die London Stock Exchange im Mai 1991 eine Kommission unter Führung des Unternehmers Adrian Cadbury, deren Abschlussbericht im Dezember 1992 veröffentlicht wurde. Wesentlicher Bestandteil des "Report on the Financial Aspects of Corporate Governance" war ein "Code of Best Practice", der sich an die Boards of Directors börsennotierter Unternehmen in Großbritannien richtet und die Einschätzungen der Kommission zu "guter" Corporate Governance in Form von Empfehlungen enthielt.²³⁰ Diese Empfehlungen betreffen in erster Linie die Ausgestaltung der Leitungsorgane. So wird die personelle Trennung der Positionen von CEO und Chairman of the Board als grundsätzlich erwünscht bezeichnet. Weitere Empfehlungen beziehen sich auf Anteil externer Mitglieder im Board of Directors und die Schaffung von ausschließlich aus externen Boardmitgliedern zusammengesetzten Audit Committees, die eine bessere Kontrolle ermöglichen sollen.²³¹

Drei Jahre später entstand als Ergebnis einer weiteren, nach ihrem Vorsitzenden Greenbury benannten Kommission ein "Code of Best Practice related to the Remuneration of Directors", der sich vor allem mit der Vergütung von Managern befasst. Die Ergebnisse der Cadbury- und der Greenbury-Kommission wurden schließlich im selben Jahr im so genannten Hampel-Report zusammengefasst und ergänzt. Resultat war der "Combined Code" der weiter konkretisierte Empfehlungen und Anforderungen zur Ausgestaltung der Unternehmensleitung enthält - etwa ein Bekenntnis der Unternehmen, welche Mitglieder des Board of Directors als unabhängig angesehen werden. Mit der Verpflichtung aller börsennotierten Unternehmen - zunächst durch die Londoner Börse, später durch die Finanzaufsichtsbehörde, eine Erklärung zur Einhaltung der im "Combined Code" niedergelegten Empfehlungen abzugeben, kam es zum ersten Mal zu einer regulativen Wirkung

²²⁸ Berrar, C. (2001): S. 137.

²²⁹ Vgl. Maw, N.G. / Lane, P. / Craig-Cooper, M. (1994): S. 141.

²³⁰ Auch wenn bereits die Präambel einen weiteren Horizont postuliert: "(...) but we would encourage as many other companies as possible to aim at meeting its requirements." Cadbury; A. (1992): S. 15.

²³¹ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 139.

eines Corporate-Governance-Kodexes.²³² Bemerkenswert ist der Charakter des Kodex als nichtstaatliches, selbst geschaffenes Recht der Wirtschaft.²³³ Diese ungewöhnliche rechtspolitische Verortung haben viele Länder, in denen Kodizes entstanden sind, übernommen.²³⁴

Seit 1995 ist der "Combined Code" immer wieder - auch substantiell - verändert und präzisiert worden. Die im Jahr 2003 veröffentlichte Version etwa liefert eine wesentlich genauere Definition der geforderten Unabhängigkeit der Outside Directors²³⁵. Die letzte Anpassung erfolgte im Juni 2006.²³⁶

3.2.1.2 Deutscher Kodex

Nach dem Erfolg der britischen Bemühungen begannen in vielen anderen Ländern öffentliche Diskussionen um mögliche Corporate-Governance-Verbesserungen durch Kodex-Dokumente. In Deutschland entwickelten zunächst zwei private Initiativen Kodex-Entwürfe, die beide im Jahr 2000 der Öffentlichkeit vorgestellt wurden.²³⁷ Im selben Jahr berief die Bundesregierung eine Regierungskommission "Corporate Governance: Unternehmensführung - Unternehmenskontrolle - Modernisierung des Aktienrechts", die die Schaffung eines Corporate-Governance-Kodexes empfahl. Die daraufhin berufene Regierungskommission "Deutscher Corporate-Governance-Kodex" - mit gegenüber der Vorgängerkommission einigen neuen, insgesamt aber weniger Mitgliedern²³⁸ - erarbeitete ab Mai 2001 einen Kodex-Entwurf, der im Februar des Folgejahres der Bundesministerin der Justiz übergeben wurde.²³⁹ Ansatzpunkte der Kommissionsarbeit waren ihrem Vorsitzenden Gerhard Cromme zufolge:²⁴⁰

- Die mangelhafte Ausrichtung der Unternehmensleitung auf Aktionärsinteressen
- Die mangelnde Transparenz deutscher Unternehmensführung
- Die mangelnde Unabhängigkeit deutscher Aufsichtsräte
- Die eingeschränkte Unabhängigkeit der Abschlussprüfer

Aus diesen Ansatzpunkten hat die Kommission zwei wesentliche Zielsetzungen für den deutschen Kodex abgeleitet:

"(...) einerseits die Information der Anleger, darunter vor allem diejenige ausländischer Investoren, über die nach deutschen Aktienrecht geltenden Grundsätze für die Leitung und Überwachung von Aktiengesellschaften, und anderer-

²³² Vgl. Berrar, C. (2001): S. 140f.

²³³ Vgl. Ulmer, P. (2002): S. 153.

²³⁴ Vgl. Wymeersch, E. (2005): S. 2.

²³⁵ Vgl. Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): S. 9.

²³⁶ Vgl. www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm.

²³⁷ Vgl. v. Werder, A. / Talaulicar, T. (2003): S. 2.

²³⁸ Vgl. Deutscher Bundestag (2001): S. 4; www.corporate-governance-code.de/ger/mitglieder.

²³⁹ Vgl. Bundesministerium der Justiz (2002).

²⁴⁰ Siehe www.corporate-governance-code.de/ger/news/rede-crommes.html.

seits deren Verbesserung oder Verstärkung durch 'Best-Practice'-Verhaltensregeln in Gestalt von Empfehlungen (...) in der Erwartung grundsätzlicher Befolgung durch die börsennotierten Gesellschaften."²⁴¹

Dem folgend enthält der Kodex sowohl Elemente mit lediglich reproduzierendem als auch solche mit beeinflussendem Charakter. Der wiedergebende Anteil fasst wesentliche aktien-, gesellschafts- und weitere relevante rechtliche Vorschriften zusammen und soll die Besonderheiten und Vorzüge der deutschen dualistischen Organstruktur verdeutlichen.²⁴² Das Ziel der Einflussnahme wird über - eindeutige - Verhaltensempfehlungen und ihnen gegenüber schwächere Verhaltensanregungen angestrebt.²⁴³ Inhaltlich ist der Kodex in sieben Abschnitte gegliedert. Einer Präambel mit Angaben zu Hintergrund, Zielsetzung und Adressaten folgen sechs Kapitel zu konkreten Aspekten der Unternehmensführung und -kontrolle:²⁴⁴

- Aktionäre und Hauptversammlung
- Zusammenwirkung von Vorstand und Aufsichtsrat
- Vorstand
- Aufsichtsrat
- Transparenz
- Rechnungslegung und Abschlussprüfung

Die in den einzelnen Abschnitten enthaltenen Empfehlungen richten sich an die Leitungsorgane Vorstand und Aufsichtsrat, an deren einzelne Mitglieder sowie an die Abschlussprüfer der Unternehmen. Der zahlenmäßige und inhaltliche Schwerpunkt der Empfehlungen betrifft den Aufsichtsrat bzw. seine Zusammenarbeit mit dem Vorstand. Der dem Vorstand als Gremium gewidmete Abschnitt 4 enthielt hingegen zunächst weder Empfehlungen noch Anregungen.²⁴⁵ Den einzelnen Organmitgliedern ist allerdings eine Reihe von Empfehlungen zugeordnet, die sich mit möglichen Interessenskonflikten²⁴⁶, Geschäften von Organmitgliedern mit dem Unternehmen²⁴⁷ und dem Handel der Organmitglieder mit Unternehmensanteilen²⁴⁸ beschäftigen.

Die Rechtswirkung des Deutschen Corporate-Governance-Kodex ergibt sich aus einer Reihe von Rechtsnormen. Wesentlich ist die Verankerung im deutschen Aktienrecht, die über das am 26. Juli 2002 in Kraft getretene TransPuG erfolgte. Mit dem TransPuG wurden Änderungen - unter anderem - des Aktiengesetzes vorgenommen.

²⁴¹ Ulmer, P. (2002): S. 151.

²⁴² Ulmer, P. (2002): S. 153.

²⁴³ Vgl. Strunk, G. et al. (2003): S. 6.

²⁴⁴ Siehe DCGK i.d.F.v. 2007.

²⁴⁵ Vgl. Ulmer, P. (2002): S. 154f.

²⁴⁶ Siehe etwa Abschnitt 4.3 i.d.F.v. 2007.

²⁴⁷ Siehe etwa Abschnitt 5.5 i.d.F.v. 2007.

²⁴⁸ Siehe etwa Abschnitt 6.6 i.d.F.v. 2007.

Neu war die Verpflichtung zur Entsprechenserklärung über die Anwendung der im Kodex niedergelegten Empfehlungen:

"Vorstand und Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaft erklären jährlich, dass den vom Bundesministerium der Justiz im amtlichen Teil des elektronischen Bundesanzeigers bekannt gemachten Empfehlungen der 'Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex' entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet wurden oder werden. Die Erklärung ist den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen."²⁴⁹

Gegenstand der Entsprechenserklärung sind ausschließlich die als Verhaltensempfehlungen oder "Soll"-Regeln klassifizierten Kodexbestandteile. Offen gelegt werden müssen sowohl generelle als auch Einzelfallabweichungen. Dem internationalen Grundsatz des "comply or explain" entsprechend, betrifft die Offenlegungspflicht allerdings ausschließlich negative Abweichungen. Die Entscheidung über die Wesentlichkeit einer Abweichung ist an der Perspektive eines objektiven durchschnittlichen Kapitalanlegers zu orientieren.²⁵⁰ Verstöße gegen die Erklärungspflicht oder gegen die Pflicht zur Übernahme von Regelungen in Satzung, Geschäftsordnung oder Arbeitsverträge der Leitungsorgane können ebenso wie eine Nichtbefolgung von vorher in der Entsprechenserklärung akzeptierten Empfehlungen eine persönliche Haftung von Vorstandsmitgliedern nach sich ziehen.²⁵¹

Der Deutsche Corporate-Governance-Kodex stellt ein rechtspolitisches Novum dar,²⁵² insofern als er keiner gängigen Rechtsquelle eindeutig zugeordnet werden kann.²⁵³ Zwar erwartet der Gesetzgeber, dass die von der Regierungskommission kodifizierten Empfehlungen befolgt werden, schreibt dies aber nicht bindend vor. Die Möglichkeit der Nichtbefolgung wird ausdrücklich hingenommen.

"Eine derartige mittelbare Rechtsquelle, die auf eine Art staatlich 'verliehenen' Befolgungsanspruchs der Kommissionsempfehlungen als Regelfall, wenn auch mit erklärungsbedingter Abweichungsmöglichkeit, hinauslaufen würde, ist der deutschen Rechtsquellenlehre indessen, soweit ersichtlich, unbekannt."²⁵⁴

Rechtspolitisch fragwürdig ist das Zustandekommen des Kodex. So bestehen verfassungsrechtliche Bedenken gegenüber der Entscheidung des Gesetzgebers, seine ureigene ordnungspolitische Aufgabe auf Repräsentanten aus dem Kreis der Normadressaten zu verlagern und ihnen damit wesentlichen Einfluss auf die Gestaltung ihres Tätigkeitsfeldes zuzugestehen. Kritiker des korporatistischen deutschen

²⁴⁹ § 161 AktG.

²⁵⁰ Vgl. Strunk, G. et al. (2003): S. 7.

²⁵¹ Vgl. Lutter, M. (2002): S. 543.

²⁵² Vgl. Ulmer, P. (2002): S. 152.

²⁵³ Vgl. Schwarz, S.H. (2004): S. 21.

²⁵⁴ Ulmer, P. (2002): S. 158.

Insider-Systems dürften sich hierdurch bestätigt fühlen. Dieser Vorwurf relativiert sich allerdings angesichts der wenig wirkungsvollen gesetzgeberischen Leistung der Legislative etwa im Falle des KonTraG.²⁵⁵

3.2.1.3 Umsetzung und Erfolg von Corporate-Governance-Kodizes

Deutschland

Die Frage nach Umsetzung und Erfolg des deutschen Kodex muss für seine beiden Zielsetzungen getrennt beantwortet werden. Das Ziel der Information insbesondere ausländischer Investoren über das deutsche Corporate-Governance-System ist zumindest insoweit erreicht, als deutsche Rechtsnormen korrekt wiedergegeben sind. Dies ist allerdings hinsichtlich einiger Punkte strittig.²⁵⁶ Fraglich ist auch, inwieweit die wenig scharfe Trennung von Angaben zu geltendem Recht und unverbindlichen Empfehlungen im Text zu Missverständnissen bei ausländischen Investoren führen kann.²⁵⁷

Schwieriger zu bewerten ist der Erfolg des Kodex bezüglich seiner zweiten Zielsetzung, der Verbesserung der Corporate Governance der von ihm betroffenen Unternehmen. Aus rechtlicher Sicht scheint dieses Ziel erreicht: Wenn nicht zur Verbesserung der Leitung, so scheint der Kodex doch zumindest zur Verbesserung der Überwachung börsennotierter Unternehmen und der Transparenz der Unternehmens-tätigkeit geeignet zu sein.²⁵⁸

"Auch wenn die Kodex-Kommission nicht sämtliche Vorgaben der Regierungskommission Corporate Governance aufgegriffen und etliche 'heiße Eisen' in die Kategorie unverbindlicher Anregungen eingestellt hat, bleibt doch bemerkenswert, in welchem Maße sie sich, insbesondere in den an den Aufsichtsrat gerichteten Empfehlungen, rechtspolitische Anliegen guter Corporate Governance zu eigen gemacht und damit neue Verhaltensmaßstäbe gesetzt hat."²⁵⁹

Aus ökonomischer Sicht hängt der Erfolg des Kodex hinsichtlich der Verbesserung der Corporate Governance von zwei Faktoren ab. Zunächst muss der Inhalt des Kodex die Erwartungen der Investoren bezüglich "guter" Corporate Governance erfüllen, da der marktliche Sanktionsmechanismus nur dann funktionieren kann. Außerdem müssen die Unternehmen die Kodex-Empfehlungen umsetzen.²⁶⁰

²⁵⁵ Vgl. Ulmer, P. (2002): S. 178.

²⁵⁶ Ulmer (2002) bezieht sich hier konkret auf die Abschnitte 3.3 (Handhabung des Zustimmungsvorbehaltes) und 6.3 (informationelle Gleichbehandlung aller Aktionäre) des Kodex. Vgl. Ulmer, P. (2002): S. 153.

²⁵⁷ Vgl. Ulmer, P. (2002): S. 153.

²⁵⁸ Vgl. Ulmer, P. (2002): S. 177.

²⁵⁹ Ulmer, P. (2002): S. 177.

²⁶⁰ Vgl. Bassen, A. et al. (2005): S. 2.

Mit der Wahrnehmung von Entsprechenserklärungen am Kapitalmarkt beschäftigen sich Zimmermann/Goncharov/Werner (2004). Sie stellen dem Unternehmenswert bzw. -erfolg (gemessen als EBIT pro Aktie, als Änderung des EBIT pro Aktie und als Buchwert des Eigenkapitals pro Aktie)²⁶¹ einer von ihnen errechneten Corporate-Governance-Variable gegenüber, die die Entsprechenserklärungen reflektieren soll. Da zunächst kein signifikanter Zusammenhang zum Unternehmenswert identifiziert werden kann,²⁶² werden eine Reihe firmenspezifischer Charakteristika in die Untersuchung einbezogen. Hierzu gehören unter anderem der Anteilsbesitz von Banken, die Existenz von Aktienblöcken und der Fremdkapitalanteil. Ein signifikanter Zusammenhang zur Entsprechenserklärung ergibt sich ausschließlich für die Unterscheidung in international agierende Groß- und in übrige Unternehmen - interessanterweise mit einem Ergebnis zugunsten der "kleineren", weniger stark international engagierten Unternehmen. Sie scheinen die Akzeptanz der Kodexempfehlungen eher als Signal einzusetzen als große Unternehmen, die ohnehin unter starker Beobachtung des Kapitalmarktes stehen und über eine Listung an ausländischen Börsen gegebenenfalls strengeren internationalen Corporate-Governance-Regeln unterworfen sind.²⁶³ In der Summe führen die eingefügten - für sich genommen mit der genannten Ausnahme insignifikanten - Firmencharakteristika zu einer signifikanten Erklärung der Corporate-Governance-Variable. Die Aussagekraft der Untersuchung insgesamt ist allerdings zweifelhaft, da die erklärende Variable - der Gehalt der Entsprechenserklärungen - in einer überaus fragwürdigen Weise als Binärwert (in Abhängigkeit der Position zum Medianwert des Samples aus dem Verhältnis Anzahl der Abweichungen zu Maximum von Abweichungen) konstruiert wird.²⁶⁴ Die Entscheidung der Autoren, den Entsprechenserklärungen einen Beitrag zur Unternehmensbewertung zuzumessen, ist daher nicht nachvollziehbar.

Auch Bassen et al. (2005) untersuchen die Wirkung der Erfüllung von Kodex-Empfehlungen auf die Unternehmensperformance, hier repräsentiert durch die Kennzahlen Tobin's Q und Return on Assets (ROA) sowie die Aktienrendite.²⁶⁵ Die Stichprobe umfasst die knapp 100 Firmen aus DAX, MDAX und TecDAX. Von der Gesamtheit der Kodex-Empfehlungen werden 14 als kritisch und acht wegen eines Erfüllungsgrades von unter 80% als besonders kritisch identifiziert. Darüber hinaus wird keine weitere Gewichtung vorgenommen.²⁶⁶ Für die Teilung des Gesamtsamples in zwei Portfolios nach dem Umfang der Kodex-Befolgung ergibt sich kein signifikanter Zusammenhang zu den gewählten Performancemaßen.²⁶⁷ Eine multivariate

²⁶¹ Vgl. Zimmermann, J. / Goncharov, I. / Werner, J.-R. (2004): S. 9.

²⁶² Vgl. Zimmermann, J. / Goncharov, I. / Werner, J.-R. (2004): S. 12.

²⁶³ Vgl. Zimmermann, J. / Goncharov, I. / Werner, J.-R. (2004): S. 17.

²⁶⁴ Vgl. Zimmermann, J. / Goncharov, I. / Werner, J.-R. (2004): S. 10.

²⁶⁵ Vgl. Bassen, A. et al. (2005): S. 9.

²⁶⁶ Vgl. Bassen, A. et al. (2005): S. 14.

²⁶⁷ Vgl. Bassen, A. et al. (2005): S. 19.

Regressionsanalyse für alle betrachteten Unternehmen liefert keinen grundsätzlichen Zusammenhang zwischen Kodex-Befolgung und Unternehmenserfolg. Allerdings lässt sich - bei einer Segmentierung nach Branchen - ein signifikant positiver Effekt der Befolgung vorstandsbezogener Empfehlungen und Anregungen auf die Gesamtkapitalrentabilität (hier ROA) und die Aktienrendite feststellen. Bemerkenswert ist dabei die Fokussierung der vorstandsbezogenen Empfehlungen und Anregungen auf Entlohnungsaspekte, die dann auch von den Autoren für die identifizierte Wirkung verantwortlich gemacht werden.²⁶⁸

Eine besser nachvollziehbare Herangehensweise wählen Nowak/Mahr/Rott (2006), die mittels einer Ereignisstudie untersuchen, inwieweit die Nichteinhaltung des Kodex auf dem Kapitalmarkt bestraft wird. Für ein breites Sample von 315 Unternehmen werten sie Entsprechenserklärungen der Jahre 2002 bis 2004 aus und identifizieren für 145 Unternehmen die zugehörigen Publikationsdaten. Ein signifikanter Effekt der Veröffentlichung von Entsprechenserklärungen, mit denen eine umfassende Übernahme von Kodex-Empfehlungen publiziert wird, in Form abnormaler Renditen ist weder kurzfristig²⁶⁹ noch langfristig²⁷⁰ festzustellen. Die Autoren vernachlässigen zwar mögliche Erläuterungen der Unternehmen zur Abweichung von Kodex-Empfehlungen, können dies aber über den Verzicht vieler Unternehmen auf jedwede Form der Erläuterung und über eine unter Finanzexperten durchgeführte Umfrage zur Wahrnehmung von Abweichungserläuterungen nachvollziehbar begründen.²⁷¹ Weiterhin schließen die Autoren nicht aus, dass die in den Entsprechenserklärungen enthaltenen Informationen - sofern sie überhaupt vorher bekannt sein konnten - bereits in die Börsenbewertung eingeflossen waren.²⁷² Hier setzt die vorliegende Arbeit an, die einzelne Unternehmensnachrichten hinsichtlich ihrer Wirkung untersucht. Dennoch lässt sich anhand der Studie von Nowak/Mahr/Rott zweifelsfrei feststellen, dass es unmittelbare positive Bewertungseffekte aus Erklärungen mit umfassender Kodex-Entsprechung ebenso wenig gibt wie negative Bewertungseffekte aus Erklärungen mit niedriger Entsprechung.²⁷³

Ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Übernahme von Kodex-Empfehlungen und der Börsenbewertung ergibt sich lediglich für den Fall, dass ein Portfolio aus Unternehmen mit besonders niedriger Kodex-Akzeptanz gebildet wird. Wider Erwarten können die in dem so entstandenen "low-compliance portfolio" enthaltenen Unternehmen positive abnormale Renditen als Reaktion auf die Entsprechenserklärung verzeichnen.²⁷⁴

²⁶⁸ Vgl. Bassen, A. et al. (2005): S. 31.

²⁶⁹ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 23.

²⁷⁰ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 31.

²⁷¹ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 15f.

²⁷² Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 23.

²⁷³ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 33.

²⁷⁴ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 31f.

Erwähnenswert ist weiterhin die Identifikation besonders kritischer Kodex-Empfehlungen. Dies sind solche Empfehlungen, die von mindestens 25% der Unternehmen nicht befolgt werden. Es handelt sich dabei ausnahmslos um Kodex-Abschnitte, die Zusammensetzung, Entlohnung und Haftung der Leitungsorgane betreffen.²⁷⁵ Nahezu die Hälfte aller Empfehlungen wird dagegen von höchstens 1% aller untersuchten Unternehmen missachtet und darf daher als unkritisch gelten.²⁷⁶

Großbritannien

Auch auf internationaler Ebene wurden die Akzeptanz von Kodizes und deren Effekte untersucht. Die Einführung des Corporate-Governance-Kodex in Großbritannien etwa wird gemeinhin als Erfolg angesehen, da in den folgenden Jahren viele Unternehmen die enthaltenen Empfehlungen umsetzten. Der Anteil der Unternehmen, die auf eine personelle Trennung der Positionen von Chairman und CEO verzichteten, sank bereits zwischen 1991 und 1995 rapide - besonders stark bei den 100 größten Unternehmen.²⁷⁷ Auch die Empfehlungen zur Gründung von Audit Committees wurden auf breiter Basis befolgt.²⁷⁸ Ganz allgemein wuchs die Unabhängigkeit der Boards, ausgedrückt als Anteil der Outsider an der Gesamtmitgliederzahl.²⁷⁹ Festzustellen war dabei aber auch eine tendenzielle Zunahme der Größe der Boards. Auch die Fluktuation auf CEO-Positionen wuchs, wobei die Unternehmensperformance eine stärkere Rolle spielte als früher. Dies gilt insbesondere für Unternehmen, die die Kodex-Empfehlungen umgesetzt haben.²⁸⁰

Allerdings haben bis 2003 lediglich 54% der im FTSE 350 enthaltenen und bis 2004 nur 34% der im FTSE All Share enthaltenen Unternehmen sämtlichen Kodex-Empfehlungen entsprochen.²⁸¹

Eine Besonderheit in der Herangehensweise weist die Untersuchung von Arcot/Bruno (2007) auf. Anders als die übrigen hier vorgestellten Studien beziehen sie in ihre Messung des Corporate-Governance-Verhaltens für 245 britische Firmen die Glaubwürdigkeit der Erläuterungen von Abweichungen zu Empfehlungen des "Combined Code" als einem Befolgen der Empfehlungen gleichwertig ein. Fundiert wird diese Vorgehensweise mit der Ansicht, dass ein von dem Kodex abweichendes Unternehmen, eine angemessene Begründung vorausgesetzt, keine "schlechtere" Corporate Governance aufweist als eine die entsprechende Empfehlung befolgende Firma.²⁸² Methodisch umgesetzt wird diese Idee durch ein Scoring-Verfahren, in dem

²⁷⁵ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): Table 4.

²⁷⁶ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 17f.

²⁷⁷ Vgl. Maassen, G. (1999): S. 131.

²⁷⁸ Vgl. Conyon, M.J. / Mallin, C. (1997): S. 27f.; Maassen, G. (1999): S. 132.

²⁷⁹ Vgl. Hillier, D. / McColgan, P. (2006).

²⁸⁰ Vgl. Dahya, J. / McConnell, J.J. / Travlos, N.G. (2000): S. 24f..

²⁸¹ Vgl. MacNeil, I./ Li, X. (2005): S. 490.

²⁸² Vgl. Arcot, S.R. / Bruno, V.G. (2007): S. 3.

die Haltung der Unternehmen zu den einzelnen Kodex-Empfehlungen abgebildet werden soll. Empfehlungen, denen gefolgt wird, erhalten ebenso wie als glaubwürdig und sinnvoll bewertete Abweichungsbegründungen die Maximalpunktzahl, während als weniger aussagekräftig empfundenen Begründungen weniger oder gar keine Punkte zugemessen werden.²⁸³ Die Bewertung von Abweichungsbegründungen erfolgt offenbar intuitiv und wird an zwei Beispielen erläutert. Dieses Vorgehen ist zumindest problematisch, ähnlich wie die willkürliche Auswahl von acht als kritisch identifizierten Kodex-Empfehlungen²⁸⁴, auf die das Scoring-Verfahren ausschließlich und gleichgewichtig aufgebaut ist. Um die der Untersuchung von Arcot/Bruno inhärente Kritik an der Methodik vorhergehender Publikationen zu untermauern, werden zudem Sub-Samples gebildet, die die Rolle von Abweichungsbegründungen beim Zustandekommen des Scoring-Wertes reflektieren.²⁸⁵ Während sich für die so gebildeten Sub-Samples keine signifikanten Zusammenhänge zur verwendeten Performancekennzahl ROA ergeben, generiert das Modell für das mit dem Scoring-Verfahren bewertete Gesamt-Sample einen signifikanten positiven Zusammenhang zum ROA.²⁸⁶ Leider fehlt ein Sub-Sample, in dem die von den Autoren vorgenommenen Bewertungen der Abweichungsbegründungen schlicht ignoriert werden. Vor dem Hintergrund der beschriebenen methodischen Mängel ist das Ergebnis der Untersuchung mit Skepsis zu bewerten. Dies ist angesichts der durchaus nachvollziehbaren Zielsetzung der Autoren, die Vielfältigkeit ähnlich gut funktionierender Corporate-Governance-Praktiken zu zeigen,²⁸⁷ bedauerlich.

Padgett/Shabbir (2005) untersuchen, inwieweit sich die Haltung britischer Unternehmen zum Kodex in deren Marktbewertung niederschlägt. Hierfür bilden sie für ein umfangreiches Sample von Unternehmen einen "Index of Non-Compliance", bestehend aus zwölf Indikatoren, mit denen die Befolgung des "Combined Code" nach Buchstabe und Geist gemessen werden soll.²⁸⁸ Dabei wird offenbar eine Auswahl von besonders relevanten Kodex-Empfehlungen vorgenommen, da im Kodex-Text eine weitaus größere Anzahl von "Provisions" enthalten ist. Es fällt auf, dass über den gesamten Untersuchungszeitraum, der die Jahre 2000-2003 umfasst, die mittels des Index gemessenen Abweichungen eher gering sind und der Mittelwert von 2,09 auf 1,48 Abweichungen pro Unternehmen abgenommen hat.²⁸⁹ Als erklärende Variable wählen die Autoren die Kennzahl Total Shareholder Return, um

²⁸³ Vgl. Arcot, S.R. / Bruno, V.G. (2007): S. 12f.

²⁸⁴ Vgl. Arcot, S.R. / Bruno, V.G. (2007): S. 48.

²⁸⁵ Vgl. Arcot, S.R. / Bruno, V.G. (2007): S. 16.

²⁸⁶ Vgl. Arcot, S.R. / Bruno, V.G. (2007): S. 18.

²⁸⁷ Vgl. Arcot, S.R. / Bruno, V.G. (2007): S. 19.

²⁸⁸ Zwei erst später in den "Combined Code" einbezogene, aber bei der Erstveröffentlichung bereits ausgesprochene Forderungen werden in die Bewertung integriert.

²⁸⁹ Vgl. Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): S. 10.

bei der Messung des Unternehmenswertes die Marktkomponente zu betonen.²⁹⁰ Sie identifizieren einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Nicht-Befolgung der betrachteten Kodex-Empfehlungen und dem Total Shareholder Return²⁹¹ und einen - zumindest indirekten - Zusammenhang zum Unternehmenserfolg, gemessen als Return on Assets.²⁹²

Andere Länder

Eine Untersuchung von Gomez/Fernandez (2001) beschäftigt sich mit den Reaktionen auf die Veröffentlichung der ersten Entsprechenserklärungen zum "Olivencia Code" am spanischen Kapitalmarkt. Erklärungen, laut derer ganz allgemein mindestens eine der im Kodex enthaltenen Empfehlungen befolgt wird, zogen leichte positive abnormale Renditen auf niedrigem Signifikanzniveau nach sich.²⁹³ Umfangreichere und signifikantere abnormale Renditen wurde nach solchen Entsprechenserklärungen erzielt, die Veränderungen an der Zusammensetzung oder Funktionsweise der Leitungsorgane erforderlich machen.²⁹⁴ Diejenigen Erklärungen, in denen lediglich solchen Empfehlungen entsprochen wurde, die von den Autoren als peripher und ohne nennenswerten Einfluss auf die Corporate-Governance-Struktur des Unternehmens klassifiziert wurden, erzielten hingegen keine signifikanten und im Durchschnitt minimale positive abnormale Renditen.²⁹⁵ Höhere positive abnormale Renditen konnte zudem für Firmen mit zuvor niedriger Börsenbewertung festgestellt werden, so dass von einer relativen Bewertung der Entsprechenserklärungen auszugehen ist.²⁹⁶

Interessant ist der beschriebene Einfluss von Entsprechenserklärungen aus der Perspektive der vorliegenden Arbeit besonders insoweit, als hier offenbar eine selektive Wahrnehmung verschiedener Corporate-Governance-Mechanismen vorliegt. Eine signifikant positive Reaktion erzielten solche Erklärungen, als deren Folge eine Veränderung der Machtverhältnisse in den Leitungsorganen vermutet werden kann, während die übrigen Empfehlungen für die Anleger offenbar eine untergeordnete Rolle spielten.

In der folgenden Tabelle 2 sind die vorgestellten Untersuchungen zusammenfassend dargestellt.

²⁹⁰ Vgl. Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): S. 15.

²⁹¹ Vgl. Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): S. 18.

²⁹² Vgl. Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): S. 26.

²⁹³ Vgl. Gomez, S. / Fernandez, E. (2001): S. 9.

²⁹⁴ Vgl. Gomez, S. / Fernandez, E. (2001): S. 9f.

²⁹⁵ Vgl. Gomez, S. / Fernandez, E. (2001): S. 10.

²⁹⁶ Vgl. Gomez, S. / Fernandez, E. (2001): S. 11.

Tabelle 2: Literaturübersicht - Untersuchungen der Effekte unternehmensspezifischer Corporate Governance

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit-raum	Land	Sample	Ergebnis
Gomez/ Fernandez (2001)	Ereignis- studie	1998- 1999	E	Erstmalige Entspre- chenserklärungen von 48 börsennotierten Unternehmen	Signifikante Kursreaktionen auf Erklärungen, die auf Änderungen in den Leitungsgremien schließen lassen.
Zimmer- mann/ Goncharov/ Werner (2004)	Regres- sions- analyse	2002- 2003	D	61 börsennotierte Nicht-Finanzunter- nehmen	Positiver Zusammenhang zw. Ent- sprechenserklärungen und EBIT und Eigenkapital pro Aktie vor allem bei kleineren Unternehmen
Padgett/ Shabbir (2005)	Regres- sions- analyse	2000- 2003	UK	350 börsennotierte Unternehmen	Koedx-Entsprechung und Total Shareholder Return sind positiv korreliert
Bassen/ Klein- schmidt/ Zöllner (2005)	Regres- sions- analyse	2003	D	96 börsennotierte Unternehmen	Kein signifikanter Zusammenhang zwischen Kodex-Befolgung auf Performancekennzahlen (Tobin's Q, Akteinrendite, Gesamtkapital- rentabilität)
Nowak/ Mahr/Rott (2006)	Ereignis- studie	2002- 2004	D	315 bzw. 145 börsen- notierte Unternehmen	Positive Kurswirkung bei umfassender Entsprechung, negative bei weitgehender Nichtentsprechung
Arcot/Bruno (2007)	Regres- sions- analyse	1999- 2005	UK	245 börsennotierte Nicht-Finanzunter- nehmen	Positiver Zusammenhang zw. Kodex- entsprechung und Return on Assets

Der Erfolg der in den letzten 15 Jahren weltweit entstandenen Kodizes ist umstritten. Coombes/Wong (2004) sehen einen "enormen" Erfolg der Kodizes bei der Verbesserung von Corporate Governance.²⁹⁷ Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht ist die Wirkung eher zweifelhaft. Eine internationale Zusammenschau von Untersuchungen, die sich mit den Effekten der Befolgung von Kodizes befassen, von Nowak/Rott/Mahr (2006) zeigt eine weitgehende Wirkungslosigkeit in den meisten betrachteten Ländern.²⁹⁸

Damit steht auch die rechtspolitische Verortung der Kodizes als so genanntes "soft law" in der Kritik. Die Kodizes sind in den verschiedenen Ländern in unterschiedlicher Weise gesetzlich verankert - Wymeersch (2005) unterscheidet Kodizes ohne jegliche

²⁹⁷ Vgl. Coombes, W. / Wong, S.C.-Y. (2004): S. 52.

²⁹⁸ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 8.

regulative Einbettung von solchen mit faktisch regulativer Wirkung durch eine Kombination mit Listungsanforderungen. Als dritte Variante beschreibt er Kodizes wie den deutschen, die zwar von einer unabhängigen Institution geschaffen wurden, aber Bestandteil einer gesetzlichen "Comply-or-Explain"-Regelung sind. Dagegen hat sich kein europäisches Land für eine umfassende legislative Fassung von Corporate-Governance-Regeln, wie in den USA mit dem Sarbanes-Oxley-Act geschehen, entschieden.²⁹⁹ Der neuartige Regelungsmechanismus, der dem deutschen Corporate-Governance-Kodex zugrunde liegt, schafft offenbar kein glaubwürdiges Signal für die Überwindung von Interessenskonflikten und ist daher mit Skepsis zu betrachten.³⁰⁰ Die mit den Kodizes beabsichtigte Selbstregulierung erscheint weitgehend wirkungslos geblieben zu sein³⁰¹ - sei es wegen deren "Harmlosigkeit" oder der sich bei der Betrachtung aus Marktsicht ergebenden Irrelevanz der enthaltenen Empfehlungen:

"There is much scepticism that best-practice recommendations and/or principles-based approaches are effective substitutes for more rule-based approaches, such as the US Sarbanes Oxley Act."³⁰²

Die Pläne der Bundesregierung, die aufgrund der mangelnden Akzeptanz in den Unternehmen als kritisch identifizierten Kodex-Empfehlungen in Form von verbindlichen gesetzlichen Regeln durchzusetzen, überraschen daher nicht.³⁰³

Letztlich konzentrieren sich die Kodizes besonders in den als kritisch angesehenen Bestandteilen ganz überwiegend auf Verhaltensempfehlungen für die Leitungsorgane und bilden damit nur einen Teil derjenigen unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Merkmale ab, die für die Einschätzung durch den Investor bedeutsam sind.³⁰⁴ In der relevanten Literatur ist eine Entwicklung von reinen Kodex-Betrachtungen hin zu verfeinerten Methoden der unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Bewertung zu beobachten. Der folgende Unterabschnitt ist - als Weiterführung des vorliegenden - der Betrachtung solcher Methoden gewidmet.

3.2.2 Unternehmensspezifische Corporate-Governance-Bewertungen und -Effekte

In der Wissenschaft wurde das Corporate-Governance-Problem lange aus verschiedenen, eher engen Blickwinkeln betrachtet. Bis zum Ende der 90er Jahre

²⁹⁹ Vgl. Wymeersch, E. (2005): S. 2f. Eine Ausnahme bildet Frankreich, wo einige Regelungen gesetzlich fundiert wurden, die in anderen Ländern Bestandteil von Kodizes sind.

³⁰⁰ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 34.

³⁰¹ Vgl. De Jong, A. et al. (2005): S. 478f.

³⁰² Drobetz, W. / Gugler, K. / Hirschvogel, S. (2004): S.2.

³⁰³ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 34.

³⁰⁴ Vgl. Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): S. 8.

beschränkten sich die meisten Autoren auf die Untersuchung einzelner Mechanismen und deren Effekt auf die Unternehmensperformance.³⁰⁵

So zeichnet sich "gute" unternehmensspezifische Corporate Governance nach Gompers/Ishii/Metrick (2003) durch die Abwesenheit von institutionalisierten Vorichtsmaßnahmen des Managements zur Behinderung von Kontrollaktivitäten der Aktionäre und zur Verhinderung von feindlichen Übernahmen aus.³⁰⁶ Dies ist eine etwas enge und negative Sicht von Corporate Governance, die wichtige - positive - Mechanismen außer Acht lässt.³⁰⁷ Allerdings war die Arbeit von Gompers/Ishii/Metrick für viele weitere Untersuchungen zum Thema Corporate Governance richtungsweisend, da hier erstmals eine Art Scoringverfahren zur Bewertung des Corporate-Governance-Verhaltens genutzt wurde.³⁰⁸

Weitere Untersuchungen betrachten bestimmte Mechanismen, ohne eine explizite Wertung der Unternehmenspraxis als "gut" oder "schlecht" vorzunehmen. Der diesen Veröffentlichungen gemeinsame Bezug auf die Unternehmensperformance aus Investorensicht beinhaltet allerdings eine implizite Wertung von "gutem", also performancesteigerndem Verhalten. Solche Untersuchungen betrachten etwa die Eigentümerstruktur³⁰⁹, die Charakteristika der Leitungsorgane³¹⁰ oder die Anreizsetzung für das Management³¹¹. Der Diskussion von Bedeutung und Effekten einzelner Corporate-Governance-Mechanismen ist das nachfolgende Kapitel 4 dieser Arbeit gewidmet.

Viele Autoren gehen allerdings davon aus, dass aus der Sicht des Investors das unternehmensspezifische Bündel von Corporate-Governance-Mechanismen als Ganzes von Bedeutung ist. So stellen Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2003) fest:

"Grundlage empirischer Arbeiten zum Einfluss der Corporate Governance auf die Unternehmensfinanzierung, die Kapitalkosten oder den Aktionärswert bildet die Feststellung der Qualität der Corporate-Governance-Struktur auf der Ebene einzelner Firmen."³¹²

In den letzten Jahren hat es verschiedene Versuche gegeben, die unternehmensspezifische Ausprägung von Corporate-Governance-Aspekten integriert zu messen und zu bewerten. Einige von ihnen sind in unmittelbarer Folge und ausschließlicher

³⁰⁵ Vgl. Beiner, S. et al. (2003b): S. 6.

³⁰⁶ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 8ff.

³⁰⁷ Vgl. Brown, L.D. / Caylor, M.L. (2004): S. 3f.

³⁰⁸ Weitere Ausführungen zur Studie von Gompers / Ishii / Metrick (2002) siehe unten unter "Wirtschaftswissenschaftliche Untersuchungen" in diesem Abschnitt.

³⁰⁹ Vgl. etwa Demsetz, H. / Lehn, K. (1985).

³¹⁰ Vgl. etwa Bhagat, S. / Black, B. (2002); Yermack, D. (1996).

³¹¹ Vgl. etwa Core, J. E. / Holthausen, R. W. / Larcker, D. (1999).

³¹² Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003a): S. 3.

Anlehnung an Corporate-Governance-Kodizes entstanden³¹³, andere gehen über die in den jeweiligen Kodizes enthaltenen Empfehlungen hinaus und integrieren weitere Corporate-Governance-Mechanismen. Es muss außerdem zwischen wissenschaftlich und kommerziell orientierten Messungen unterschieden werden.

3.2.2.1 Kommerzielle Rating-Produkte

Verschiedene Rating-Agenturen bieten kommerzielle Index-Produkte an, mit denen eine unternehmensspezifische Corporate-Governance-Bewertung vorgenommen wird. Die bekanntesten Produkte werden im Folgenden kurz vorgestellt.

Standard & Poor's Corporate Governance Score

Die Rating-Agentur Standard & Poor's berechnet so genannte Corporate Governance Scores für Unternehmen aus zahlreichen verschiedenen Ländern. Auf Basis der Principles of Corporate Governance der OECD wurden vier Bewertungsbereiche festgelegt:

- Eigentümerstrukturen
- Beziehungen zu den unternehmensfinanzierenden Institutionen und Personen
- Transparenz und Informationspolitik
- Struktur der Leitungsorgane

Zur Berechnung des Ratings werden mehr als 100 Kriterien in den genannten vier Kategorien erfasst. Die Auswertung beschränkt sich auf von den begutachteten Unternehmen im Rahmen der regulären Publizität verlautbarten Informationen. Um eine Länderübergreifende Vergleichbarkeit der Ratings zu gewährleisten, werden die unternehmensspezifischen Ergebnisse um eine Länderbewertung erweitert. Sie erfasst die juristische Infrastruktur, den rechtlichen Rahmen, das Publizitätswesen und die Marktbedingungen.³¹⁴

FTSE ISS Corporate Governance Indices

Der britische Indexanbieter FTSE und die Spezialberatung Institutional Shareholder Service (ISS) haben gemeinsam eine Gruppe von Indexprodukten zu Corporate-Governance-Qualität von Unternehmen aufgelegt. Die Grundgesamtheit bilden die in den breit angelegten regionalen Benchmark-Indizes enthaltenen börsennotierten Unternehmen. Insgesamt 55 Kriterien³¹⁵ in fünf Bereichen werden erfasst:

- Entlohnung der Mitglieder der Leitungsorgane
- Anteilsbesitz der Mitglieder der Leitungsorgane
- Eigentümerstruktur
- Struktur und Zusammensetzung der Leitungsorgane

³¹³ Siehe hierzu den vorhergehenden Abschnitt 3.2.1.

³¹⁴ Vgl. Standard & Poor's (2002).

³¹⁵ Für US-amerikanische Unternehmen werden 61 Kriterien erfasst.

- Unabhängigkeit und Integrität der Wirtschaftsprüfung.

Aus den Teilbereichen werden die Gesamtbewertungen der Unternehmen errechnet, aus denen sich ein Corporate-Governance-Ranking bilden lässt. Die Indexbildung schließlich erfolgt über die Einordnung der bewerteten Unternehmen in eine von insgesamt 18 Branchen. Für jede Branche wird aus den Gesamtbewertungen der Unternehmen ein eigenes Ranking ermittelt. Die am schlechtesten abschneidenden Unternehmen werden sukzessive aus dem Index entfernt, bis 20% der Marktkapitalisierung der Branche eliminiert sind.³¹⁶

Die Abweichungen des Gesamtindex "FTSE ISS Developed CGI" vom Benchmark-Index "FTSE All-World Developed" sind eher gering. Auch die Werte regionaler Subindizes weisen gegenüber ihren jeweiligen Benchmark-Indizes keine eindeutige Tendenz auf.³¹⁷ Dies ist angesichts der geringen Ausschlussquote von nur 20% wenig überraschend.

Deminor Rating

Ein internationales Corporate-Governance-Rating wird auch von der belgischen Beratungsgesellschaft Deminor erstellt. Veröffentlichungen zu dem Rating-Produkt gibt es allerdings nur wenige, auch die Rating-Ergebnisse selbst sind nicht öffentlich zugänglich. Mit insgesamt 300 Kriterien, die in die Bewertung länder- wie unternehmensspezifischer Corporate-Governance-Niveaus einfließen, handelt es sich dem Anschein nach um ein im Vergleich sehr aufwändiges Rating.³¹⁸

DVFA Scorecard

Das Corporate-Governance-Verhalten speziell deutscher Unternehmen erfasst die Corporate-Governance-Scorecard der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA). Die Sekundärauswertung der Publizität für 130 börsennotierte Unternehmen wird in Form einer Datenbank vermarktet. Eine grobe Gliederung ordnet die erfassten Kriterien den Bereichen Aktionäre und Hauptversammlung, Vorstand, Aufsichtsrat, Transparenz und Rechnungslegung zu. Basis des Kriterienkatalogs sind der Deutsche Corporate-Governance-Kodex und eigene "Anregungen" der DVFA.³¹⁹ Aus den mittels der DVFA-Scorecard erhobenen Daten wird zudem ein Corporate-Governance-Rating für 100 der untersuchten Unternehmen errechnet. Als besondere Leistung des Ratings ist die vorangegangene Expertenbefragung zur Ermittlung der relativen Gewichte der einzelnen Kriterien zu nennen. Die strikten Skalenvorgaben für die Gewichtung und die Kriterienbewertung mittels eines binären Punktrasters führen aber auch hier zu einem zweifelhaften Bewertungsergebnis. Aus den nach den Börsensegmenten DAX, MDAX und

³¹⁶ Vgl. ISS (2005).

³¹⁷ Siehe www.ftse.com; Daten bezogen auf 2-Jahres-Zeitraum April 2005 bis April 2007.

³¹⁸ Vgl. Deminor (2003): S. 6.

³¹⁹ Vgl. Frank, R. (2005): S. 44f.

TecDAX gegliederten Ergebnissen lässt sich ein Zusammenhang zwischen der Unternehmensgröße und dem Erfüllungsgrad der in den Kriterien verankerten Zielvorgaben ableiten.³²⁰

GovernanceMetrics International (GMI)

Der amerikanische Ratingservice GovernanceMetrics International richtet sich in erster Linie an den Finanzsektor und institutionelle Investoren. Angeboten werden zwei Typen von Corporate-Governance-Ratings. Das "Basic"-Rating wird ausschließlich auf Basis öffentlich verfügbarer Informationen erstellt und ist kostenfrei für das betrachtete Unternehmen, ein "Comprehensive"-Rating erfolgt unter Befragung von Unternehmensvertretern und wird vom untersuchten Unternehmen bezahlt. Das Ratingsystem basiert auf mehr als 600 Einzelinformationen in sechs Einzelkategorien, die langfristig für etwa 7.000 Unternehmen erfasst werden sollen.³²¹ Unklar bleibt, wie dem inhärenten Interessenskonflikt bei bezahlten Ratings entgegengewirkt werden kann.

Die überwiegende Beschränkung der beschriebenen Indizes und Ratings auf öffentlich verfügbare Unternehmensinformationen muss allerdings kritisch gesehen werden. Sie birgt die Gefahr einer verzerrten Abbildung des Corporate-Governance-Niveaus:

"Disclosure quality correlates strongly with other aspects of corporate governance (...). Thus, the correlation between firm value and a disclosure rating (...) could largely reflect the effect of omitted corporate governance variables."³²²

Unter den kommerziellen Rating-Anbietern verwendet lediglich GovernanceMetrics International (GMI) zusätzliche eigenständig erhobene Daten. Darüber hinausgehende empirische Erkenntnisse werden im Wesentlichen ignoriert. Wegen der zweifelhaften Methodik der Ratings kann der zumindest implizit unterstellte Performanceeinfluss kommerzieller Ratings allenfalls vermutet werden.³²³

Um eine umfassendere Messung von unternehmensspezifischer Corporate Governance bemühen sich auch verschiedene wissenschaftlich orientierte Untersuchungen, wie im folgenden Unterabschnitt gezeigt wird.

3.2.2.2 Wirtschaftswissenschaftliche Untersuchungen

Die Beschränkung einer unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Bewertung auf die Empfehlungen eines Kodex ist, wie bereits dargelegt, problematisch und reduziert die Aussagekraft der Ratings auf das Verhalten der Leitungsorgane des Unternehmens. Schließlich wird dort im Wesentlichen über die Nutzung von Spiel-

³²⁰ Vgl. Bassen, A. / Pupke, D. / Zöllner, C. (2006): S. 552.

³²¹ Vgl. Sherman, H. (2004): S. 6f.

³²² Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005)

³²³ Vgl. Bassen, A. / Klein, R.S. / Zöllner, C. (2006): S. 85f.

räumen hinsichtlich der Kodex-Vorgaben entschieden. Die Ausprägung anderer Corporate-Governance-Merkmale - etwa die Eigentümerstruktur - ist für (potenzielle) Anteilseigner aber ebenfalls von großem Interesse und im Idealfall Bestandteil einer ganzheitlichen Corporate-Governance-Bewertung.

Diese Erkenntnis hat ihren Niederschlag in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur in einer Reihe von Untersuchungen gefunden, die mit einem gegenüber den relevanten Kodex-Dokumenten erweiterten Kriterienkatalog oder zusätzlichen Informationsquellen arbeiten. So wird die Messung unternehmensspezifischer Corporate Governance anhand öffentlich verfügbarer Unternehmensdaten bisweilen um mittels Fragebogen ermittelte oder aus Sekundärquellen entnehmbare Charakteristika ergänzt. In dieser Art bilden eine ganze Reihe von Autoren Corporate-Governance-Ratings für definierte Samples von Unternehmen.

Die meisten Untersuchungen, die sich der Auswirkung von "guter" Corporate Governance auf Performancekennzahlen von Unternehmen widmen, sind in ihrer Analyse auf ein einzelnes Land beschränkt.³²⁴ Dies ist wegen der unterschiedlichen Ausprägung der jeweiligen Corporate-Governance-Systeme und den resultierenden Effekten für die Unternehmensbewertung leicht nachvollziehbar.³²⁵ Eine Ausnahme bildet die bereits zitierte Arbeit von Gugler/Mueller/Yurtoglu (2003), die im Rahmen einer Untersuchung der Auswirkungen systemischer Unterschiede auch ausgewählte unternehmensspezifische Parameter einbezieht.³²⁶ Den Versuch, firmenspezifische Corporate Governance länderübergreifend zu vergleichen, unternahmen zudem Durnev/Kim (2003), Bauer/Günster/Otten (2003) und mit einer Betrachtung speziell von Schwellenländern auch Klapper/Love (2002).

Eine Auswahl von Studien, die sich mit der Wirkung unternehmensspezifischer Corporate-Governance-Strukturen beschäftigen, wird im Folgenden - nach den betrachteten Ländern gegliedert - vorgestellt.

USA

Die ersten systematischen Untersuchungen von Corporate-Governance-Qualität auf Unternehmensebene sind zu Beginn dieses Jahrzehnts in den USA entstanden. Eine überaus große Wirkung erzielte die bereits erwähnte Untersuchung von Gompers/Ishii/Metrick (2003), deren Indexbildung zur Erfassung des Corporate-Governance-Verhaltens von Unternehmen Vorbild für eine große Zahl weiterer Veröffentlichungen wurde. Die Autoren konstruieren einen Score für den Zeitraum 1990 bis 1998, der 28 Parameter zur Abbildung von potenziell aktionärsfeindlichen Regelungen misst. Für 1.500 Unternehmen werden die Parameter erfasst und in fünf Kategorien eingeordnet. Die Kategorien repräsentieren verschiedene Ansatzpunkte für die Benachteiligung

³²⁴ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003a): S. 15.

³²⁵ Vgl. etwa La Porta, R. et al. (2002): S. 1166ff.

³²⁶ Vgl. Gugler, K. / Mueller, D.C. / Yurtoglu, B.B. (2003): S. 4ff.

von Aktionären, genauer die Verzögerung von Übernahmeversuchen und ihrer Folgen, die Schaffung stimmrechtlicher Hürden, der vertragliche Schutz von Mitgliedern der Leitungsorgane und sonstige Hürden für ein mögliches Übernahmeangebot. Die letzte Kategorie erfasst unternehmensexterne rechtliche Regelungen auf Einzelstaatsebene, die sich Unternehmen durch die Wahl ihres Firmensitzes zunutze machen können.³²⁷ Der Score misst das Vorhandensein einer die Aktionäre benachteiligenden Regel, für jede durch das Unternehmen genutzte Möglichkeit wächst der Score um einen Punkt.³²⁸ Eine Gewichtung der einzelnen Maßnahmen unterbleibt.

Für die weitere Untersuchung bilden die Autoren - auch hier setzen sie Maßstäbe für später entstandene Publikationen der empirischen Corporate-Governance-Forschung - zwei Portfolios aus den Firmen, die die beiden Dezile mit den höchsten bzw. den niedrigsten Indexwerten repräsentieren. Die Portfolios werden mit den Bezeichnungen "Dictatorship" für das oberste und mit "Democracy" für das unterste Dezil bezeichnet.³²⁹ Untersucht werden die Rentabilität und die Bewertung der betrachteten Unternehmen. Für das Gesamtsample ergibt sich ein signifikanter Zusammenhang zwischen Scoring- und Unternehmenswert für acht der neun Jahre des Untersuchungszeitraums, für die Differenz zwischen den beiden Portfolios ist das Signifikanzniveau geringer, der Bewertungseffekt aber eindeutig und stark positiv für das "Democracy"-Portfolio.³³⁰ Weniger starke, aber dennoch signifikante Unterschiede ergeben sich bei der Betrachtung der Rentabilität beider Portfolios, und auch für das Gesamtsample kann ein negativer Zusammenhang zwischen Indexwert und Rentabilität hergestellt werden.³³¹ Zur Begründung ihrer Ergebnisse prüfen die Autoren drei Hypothesen, von denen die größte Erklärungskraft die Unterstellung eines Lernprozesses bei den Aktionären erreicht.³³² Allerdings beklagen sie selbst die Gefahr mangelnder Kausalität ihrer Ergebnisse.³³³ Zugleich würde eine auch nur teilweise zutreffende Erklärung der Ergebnisse mit den unterstellten Einflüssen bedeuten, dass die Beseitigung von Aktionäre benachteiligenden Maßnahmen auf lange Sicht einen erheblichen positiven Effekt hätte.³³⁴

Bemerkenswert an der Untersuchung ist die Bildung eines Datenpanels. Die meisten verwandten Studien sind zeitpunktorientiert, abermals erweist sich der Ansatz der Autoren hier als innovativ. Allerdings schließen sie aus der geringen Veränderung der Zusammensetzung der von ihnen konstruierten Portfolios über den Untersuchungs-

³²⁷ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 5f.

³²⁸ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 9.

³²⁹ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 3.

³³⁰ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 19.

³³¹ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 15.

³³² Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 26f.

³³³ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 31f.

³³⁴ Vgl. Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): S. 34f.

zeitraum, dass eine Paneluntersuchung nur bedingt sinnvoll ist.³³⁵ Schließlich bedeutet die Vernachlässigung vieler relevanter Mechanismen in der Arbeit von Gompers/Ishii/Metrick aus Sicht der vorliegenden Untersuchung eine zu starke Reduzierung des Corporate-Governance-Begriffs, so dass es sich bei genauerer Betrachtung eher um eine Untersuchung des Corporate-Governance-Mechanismus der Aktionärsrechte handelt. Core/Guay/Rusticus (2006) untersuchen die von Gompers/Ishii/Metrick erhobenen Daten erneut und bestätigen den Zusammenhang zwischen unterdurchschnittlichem operativem Erfolg und schwach ausgebildeten Aktionärsrechten. Sie widerlegen allerdings die Verbindung zu höheren zukünftigen abnormalen Renditen, die sie mit einer aus der Wahl des Untersuchungszeitraums resultierenden Verzerrung erklären. Die positive Wirkung stärker ausgeprägter Aktionärsrechte wird also nicht angezweifelt, wohl aber die sich in abnormalen Renditen niederschlagende "Überraschungswirkung" an den Kapitalmärkten.³³⁶

Ein umfangreiches Sample von über 2300 Unternehmen untersuchen Brown/Caylor (2004). Aus Daten des Institutional Shareholder Service (ISS), die auf der Unternehmenspublizität und eigenen Erhebungen beruhen, bilden sie einen 51 Faktoren umfassenden Index aus Binärindikatoren. Für jeden Indikator werden Minimalanforderungen definiert - wie deren Grenzen zustande kommen, bleibt allerdings unklar. Auch in dieser Untersuchung werden kritische Indikatoren identifiziert, ohne dass diese allerdings später als separate Gruppe getestet würden.³³⁷ Die breite Berücksichtigung von Performance-Kennzahlen fällt hingegen positiv auf. Im Ergebnis erzielen vor allem die anreizorientierte Entlohnung und das Beteiligungsengagement von Boardmitgliedern signifikante Effekte auf die meisten Performance-Kennzahlen. Die zusätzliche Beauftragung von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit Beratungsaufgaben, deren Wert die eigentliche Prüfungstätigkeit überstieg, hatte erstaunlicherweise ebenfalls einen signifikanten positiven Effekt.³³⁸ Insgesamt konnte für den gebildeten Index ein signifikanter positiver Zusammenhang für vier der sechs verwendeten Performancemaße festgestellt werden.³³⁹

Einen etwas anderen Fokus wählen Gillan/Hartzell/Starks (2003) in ihrer Untersuchung von 2300 Unternehmen in den Jahren 1997 bis 2000. Ziel ist die Begründung der Ausgestaltung von Corporate-Governance-Mechanismen anhand firmen- und branchenabhängiger Faktoren.³⁴⁰ Zur Abbildung des Corporate-Governance-Verhaltens bilden die Autoren einen Index, der sich seinerseits aus drei Sub-Indizes zusammensetzt. Sie messen Charakteristika der Leitungsorgane, unternehmens-

³³⁵ Vgl. Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005): S. 3.

³³⁶ Vgl. Core, J.E. / Guay, W.R. / Rusticus, T.O. (2006): S. 34f.

³³⁷ Vgl. Brown, L.D. / Caylor, M.L. (2004): S. 10ff.

³³⁸ Vgl. Brown, L.D. / Caylor, M.L. (2004): S. 17f.

³³⁹ Vgl. Brown, L.D. / Caylor, M.L. (2004): S. 41.

³⁴⁰ Vgl. Gillan, S.L. / Hartzell, J.C. / Starks, L.T. (2003): S. 2.

spezifische Regeln bezüglich der Aktionärsrechte und die Auswahl des rechtlichen Unternehmenssitzes, mit der über die individuelle Gesetzgebung der US-amerikanischen Bundesstaaten eine Festlegung des legislatorischen Umfeldes vorgenommen wird. Einen Zusammenhang des Gesamtindex mit der Maßzahl Tobin's Q können die Autoren nicht identifizieren, überraschenderweise allerdings einen signifikanten negativen Zusammenhang von Q und der Kontroll-"Stärke" der Leitungsorgane.³⁴¹ Als Erklärung liefern die Autoren das bekannte Argument, nach dem Q als Kennzahl eher die Wachstumsmöglichkeiten eines Unternehmens als dessen Erfolg in der Vergangenheit repräsentiert. Firmen mit einem hohen Q seien schlicht jünger und weniger vermögend, die Governance-Strukturen daher noch nicht so weit entwickelt wie bei älteren und größeren Unternehmen.³⁴² Die Ergebnisse der Autoren zum Zusammenhang des Corporate-Governance-Index mit dem Alter bzw. dem Anlagevermögen der betrachteten Unternehmen stützen diese These.³⁴³

Südkorea

Black/Jang/Kim (2005) untersuchen ein Sample südkoreanischer Unternehmen des Zeitraums 1998-2003. Für nahezu 600 Unternehmen wird ein Corporate-Governance-Index konstruiert, der auf seit 2001 von der Börse Seoul durchgeführten Umfragen und einer Nacherhebung der Autoren für die Jahre seit 1998 basiert. Insgesamt dreißig Parameter fließen in den Index ein, verteilt auf fünf gleichgewichtige Kategorien.³⁴⁴ Während sie für die Rentabilität von Investitionen in die betrachteten Unternehmen keinen signifikanten Zusammenhang zu dem Index herstellen können,³⁴⁵ gelingt dies für die Maßzahl Tobin's Q. Auffällig ist vor allem die Bereitschaft von Unternehmen mit besseren Indexwerten, höhere Dividenden an die Aktionäre auszuzahlen.³⁴⁶

Hongkong

Die Untersuchung von Cheung et al. (2006) bezieht sich auf die 168 größten an der Hongkonger Börse notierten Unternehmen. Besondere Aufmerksamkeit verdient sie wegen der besonderen Kombination von Eigenschaften, die den Hongkonger Kapitalmarkt kennzeichnet. Der frühere Status der Stadt als britische Kronkolonie bedingt ein stark angelsächsisch geprägtes Rechtssystem, welches sich auch auf Corporate-Governance-relevante Regelungen erstreckt. Der eindeutig dem anglo-amerikanischen Spektrum zuzuordnende gesetzliche Rahmen wird von einer stark konzentrierten Eigentümerstruktur begleitet.³⁴⁷ Bei rund 90% der an der Börse

³⁴¹ Vgl. Gillan, S.L. / Hartzell, J.C. / Starks, L.T. (2003): S. 37.

³⁴² Vgl. Gillan, S.L. / Hartzell, J.C. / Starks, L.T. (2003): S. 21.

³⁴³ Vgl. Gillan, S.L. / Hartzell, J.C. / Starks, L.T. (2003): S. 37.

³⁴⁴ Vgl. Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005): S. 8.

³⁴⁵ Vgl. Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005): S. 26.

³⁴⁶ Vgl. Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005): S. 28.

³⁴⁷ Vgl. Cheung, Y.-L. et al. (2006): S. 2.

notierten Firmen gibt es einen Aktienblock von mindestens 25%.³⁴⁸ In den meisten Fällen handelt es sich um familiengeprägte Unternehmen, deren Leitungsorgan mit Clanmitgliedern besetzt ist. Der klassische, aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle entstehende Corporate-Governance-Konflikt ist daher eher irrelevant. Die vorherrschende Informationsasymmetrie betrifft vielmehr das Verhältnis von Groß- zu Minderheitsaktionären.³⁴⁹ Besonders virulent erscheint die Gefahr der Selbstkontrahierung. Marktliche Disziplinierungsmechanismen sind vor diesem Hintergrund praktisch nicht funktionsfähig, allerdings gibt es eine als streng einzuschätzende Marktaufsichtsbehörde.³⁵⁰

Eine Bewertung von Corporate-Governance-Wirkungen ist vor diesem Hintergrund besonders interessant. Der Autor konstruiert einen Corporate-Governance-Index, der auf den an den "Cadbury Code" angelehnten Honkonger Best-Practice-Code³⁵¹ und den Corporate-Governance-Kodex der OECD aufbaut. Die per Fragebogen erhobenen Daten, aus denen die Indexwerte errechnet werden, gliedern sich in fünf - abermals willkürlich gewichtete - Kategorien. Eine Besonderheit bildet die Tatsache, dass für einen, wenn auch kleinen, Teil der erhobenen Daten Bewertungsvorteile durch über die Kodex-Empfehlungen deutlich hinausgehende Indexwerte gewährt werden.³⁵² Für die übrigen Fragen wird eine binäre Antwortskala festgelegt, das Indexergebnis insgesamt als Punktwert angegeben. Als Maßzahlen für den Unternehmenserfolg verwenden die Autoren das Marktwert-Buchwert-Verhältnis und die Eigenkapitalrendite. Für beide Kennzahlen identifizieren sie einen signifikant positiven Zusammenhang zu dem von ihnen gebildeten Corporate-Governance-Index.³⁵³

Großbritannien

Weir/Laing/McKnight (2001) beschäftigen sich zunächst mit den Empfehlungen des "Cadbury Code", dessen Empfehlungen sie in überwiegend kardinal messbare Kennzahlen umsetzen. So bilden sie etwa die Charakteristika des Leitungsgremiums recht genau ab, wenn sie eine durchschnittliche Anzahl von zusätzlichen Board-Mandaten für die Outsider-Mitglieder von Audit Committees berechnen.³⁵⁴ Der so ermittelte Datensatz wird um weitere Kontrollmechanismen wie den Markt für Unternehmenskontrolle und die Fremdkapitalquote ergänzt.³⁵⁵ Trotz - oder gerade wegen - der genauen Messung der Corporate-Governance-Eigenschaften können die Autoren allerdings keinerlei Einfluss der Umsetzung von Empfehlungen des "Cadbury

³⁴⁸ Vgl. Khan, H.A. (1999): S. 3.

³⁴⁹ Vgl. Cheung, Y.-L. et al. (2006): S. 2.

³⁵⁰ Vgl. Cheung, Y.-L. et al. (2006): S. 2.

³⁵¹ Siehe Hong Kong Stock Exchange Code of Best Practice i.d.F.v. 1999.

³⁵² Vgl. Cheung, Y.-L. et al. (2006): S. 10.

³⁵³ Vgl. Cheung, Y.-L. et al. (2006): S. 22.

³⁵⁴ Vgl. Weir, C. / Laing, D. / McKnight, P.J. (2001): S. 16.

³⁵⁵ Vgl. Weir, C. / Laing, D. / McKnight, P.J. (2001): S. 14.

Code" auf die Unternehmensperformance, gemessen als Tobin's Q, identifizieren. Dies betrifft sowohl die Zusammensetzung des Leitungsorgans als auch die Existenz eines Audit Committees und die Trennung der Leitungsfunktionen Chairman und CEO.³⁵⁶

Länderübergreifend

Länderübergreifende Untersuchungen, die unternehmensspezifische Corporate Governance vergleichend betrachten, sind wegen der unterschiedlichen legislatorischen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen methodischen Schwierigkeiten eher selten.³⁵⁷ Einen entsprechenden Versuch übernehmen Bauer/Günster/Otten (2003) mit ihrer Untersuchung für die im "FTSE Eurotop 300"-Index enthaltenen Unternehmen. Zur Bewertung des Corporate-Governance-Verhaltens verwenden sie die speziellen Ratings der Unternehmensberatung Deminor, die sich auf eine im Vergleich zu anderen Ratingansätzen besonders große Zahl erhobener Einzelinformationen stützen und die weiter oben in diesem Unterabschnitt bereits erwähnt wurden. Die erfassten Informationen werden in vier Kategorien untergliedert: Aktionärsrechte und -pflichten, Verteidigungsinstrumentarium gegen Übernahmen, Corporate-Governance-Transparenz sowie Funktion und Struktur der Aufsichtsgremien.³⁵⁸

Bemerkenswert ist die Tatsache, dass die Autoren einen Zeitreihenvergleich vornehmen. Die Zahl und die Qualität der aus den Jahren 1997-2001 zur Verfügung stehenden Deminor-Ratings wurden hier offenbar als ausreichend bewertet. Die relativen Werte der Corporate-Governance-Ratings sind über den Beobachtungszeitraum korreliert. Wesentliche Verschiebungen im Corporate-Governance-Verhalten haben sich demnach nicht ergeben.³⁵⁹ Zur Analyse der Wirkung "guter" Corporate Governance, repräsentiert über die Ratingwerte, werden Kenngrößen für die Aktienrendite, den Unternehmenswert und den operativen Unternehmenserfolg herangezogen.

Zunächst wird die Rendite untersucht. Aus den im Sample enthaltenen kontinental-europäischen Unternehmen bilden Bauer/Günster/Otten zwei Portfolios, die diejenigen Unternehmen mit den jeweils 20% besten respektive schlechtesten Ratingwerten enthalten.³⁶⁰ In das Modell werden außerdem Kontrollvariablen zur Erfassung der Unternehmensgröße, des Marktwert-Buchwert-Verhältnisses und der Renditen der näheren Vergangenheit integriert. Im Ergebnis lässt sich für beide Untersuchungs-

³⁵⁶ Vgl. Weir, C. / Laing, D. / McKnight, P.J. (2001): S. 19.

³⁵⁷ Vgl. Klapper, L.F. / Love, I. (2002): S. 1; Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 4.

³⁵⁸ Vgl. Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 5.

³⁵⁹ Vgl. Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 6.

³⁶⁰ Die Autoren bilden ein getrenntes Sample für britische Firmen, was sie mit der fehlenden Zugehörigkeit zur Europäischen Währungsunion begründen. Für das britische Portfolio wählen sie das oberste und unterste Quartil der Ratingergebnisse.

gruppen ein positiver, aber insignifikanter Zusammenhang zwischen Corporate-Governance-Ratings und Renditen feststellen.³⁶¹

Als Kennzahl des Unternehmenswertes verwenden die Autoren Tobin's Q. Dabei vermeiden sie allerdings die Berechnung des Wiederbeschaffungswertes, wie er für die Bestimmung von Q eigentlich gefordert wird³⁶², sondern stellen dem Marktwert schlicht den Buchwert des Unternehmensvermögens gegenüber. Als Kontrollvariablen beziehen sie zunächst die Eigenkapitalrenditen der beiden Vorjahre, in einem zweiten Schritt dann Dummyvariablen für die betrachteten Länder ein. Für das kontinentaleuropäische Sample ergibt sich ein klarer positiver, in der Zeitreihenanalyse auch signifikanter Zusammenhang. Weit weniger stark ist der Effekt für das britische Sample. Dies würde die These stützen, dass "gute" Corporate Governance sich vor allem in Ländern mit mäßigen gesetzlichen Regelungen zum Schutz von Klein- und Minderheitsaktionären auf den Unternehmenswert auswirken müsste. Die Berücksichtigung von Länderunterschieden innerhalb der kontinentaleuropäischen Untersuchungsgruppe führt allerdings zu keinen weiteren signifikanten Erkenntnissen.³⁶³

Zuletzt beschäftigen sich die Autoren mit dem operativen Unternehmenserfolg als abhängiger Variable und wählen die Nettoumsatzrendite und die Eigenkapitalrendite als Kennzahlen. Die beiden Modelle werden um Kontrollvariablen für das Marktwert-Buchwert-Verhältnis und Sektor-Dummyvariablen erweitert. In der Zeitreihenanalyse für das britische Sample ergibt sich kein erkennbarer Zusammenhang zu den Ratingwerten von Deminor; für die kontinentaleuropäische Untersuchungsgruppe wird dagegen für beide Kennzahlen ein signifikanter negativer Zusammenhang errechnet, der auch nach der Berücksichtigung von Länder-Dummyvariablen im Wesentlichen erhalten bleibt. Als mögliche Erklärung liefern die Autoren die These, dass Unternehmen mit als besser identifiziertem Corporate-Governance-Verhalten ein konservatives Publizitätsgebaren an den Tag legen könnten.³⁶⁴ Ein Rückschluss zu den Renditeerwartungen der Investoren, die noch wenige Seiten zuvor thematisiert werden, bleibt an dieser Stelle aber aus.

Der Versuch einer länderübergreifenden Studie der Auswirkung des Corporate-Governance-Verhaltens von Unternehmen verdient zweifelsohne Anerkennung. Zur Konzeption der verwendeten Deminor-Ratings wird nur wenig Information vermittelt, was die Aussagekraft der Untersuchung einschränkt. Interessant wäre insbesondere gewesen, wie Deminor gesetzgeberische Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern berücksichtigt. Weiterhin hätte die Tatsache, dass hinsichtlich der relativen Ratingergebnisse im Untersuchungszeitraum wenig Veränderungen festzustellen

³⁶¹ Vgl. Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 7ff.

³⁶² Vgl. Yermack, D. (1996): S. 190ff.

³⁶³ Vgl. Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 11f.

³⁶⁴ Vgl. Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 13ff.

sind, möglicherweise Anpassungen bei der methodischen Ausgestaltung der Untersuchung nahe gelegt.

Schweiz

Ähnliche Verfahren zur Corporate-Governance-Bewertung verwenden die sich überschneidenden Autorengruppen um Beiner³⁶⁵ und Drobetz³⁶⁶ für die Schweiz und Deutschland. Die Basis bildet in beiden Fällen ein länderspezifischer Corporate-Governance-Kodex mit moderater gesetzlicher Regulierungswirkung, dessen Einhaltung über eine Indexmessung abgebildet wird. Die Untersuchungen werden anschließend um weitere relevante, in den Kodizes nicht enthaltene Mechanismen erweitert.

Beiner et al. (2006) entwickeln dabei ein aufwändiges Vorgehen, mit dem sie grundlegende Probleme früherer empirischer Untersuchungen zu Corporate-Governance-Mechanismen vermeiden möchten. Ein solches Problem ist die Kausalität der firmenspezifischen Ausprägung von Mechanismen.³⁶⁷ So könnte gerade das Management von erfolgreichen Unternehmen anerkannte Corporate-Governance-Praktiken anwenden, um in Zukunft eine - noch - höhere Unternehmensbewertung zu erreichen. Oder aber "gute" Corporate Governance wird als Signal eingesetzt, mit dem das Management die allgemeine Qualität seiner Arbeit kommunizieren will. Auch könnten die Investitionsmöglichkeiten von Unternehmen deren Corporate-Governance-Verhalten determinieren.³⁶⁸ Schließlich könnten Substitutionseffekte zwischen einzelnen Mechanismen zu ungünstigen Ergebnissen führen³⁶⁹:

"Interactions among the mechanisms imply that the individual elements of a firm's corporate governance structure are not independently determined."³⁷⁰

Die Autoren nehmen für sich in Anspruch, diese Probleme mit ihrem methodischen Ansatz zu lösen. Dabei messen sie zunächst die Haltung der Unternehmen zu den Empfehlungen des "Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance"³⁷¹ anhand eines Fragebogens mit 38 Fragen, die in fünf Kategorien aufgeteilt sind und deren Beantwortung in einer Skala von 1-5 erfolgt. Aus den Antworten bilden sie ein Sample für 109 an der Swiss Exchange Zürich notierten Unternehmen und ergänzen es um Daten zu den Aktienanteilen des größten Aktionärs und des größten

³⁶⁵ Beiner, S. et al. (2003a); Beiner, S. et al. (2003b); Beiner, S. et al. (2006).

³⁶⁶ Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004)

³⁶⁷ Vgl. Börsch-Supan, A. / Köke, J. (2000): S. 3ff.

³⁶⁸ Vgl. Beiner, S. et al. (2006): S. 251.

³⁶⁹ Vgl. Agrawal, A.A. / Knoeber, C.R. (1996): S. 378f.; Beiner, S. et al. (2006): S. 252.

³⁷⁰ Gillan, S.L. / Hartzell, J.C. / Starks, L.T. (2003): S. 1.

³⁷¹ Verband der Schweizer Unternehmen (2005).

unabhängigen Aktionärs³⁷², zur Größe des Verwaltungsrates, zum Anteil der unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder und zur Fremdkapitalquote, die in Form von Kontrollvariablen in die Untersuchung einbezogen werden.³⁷³

Trotz der Vorsicht der Autoren bei der Bewertung ihrer Ergebnisse³⁷⁴ ergibt sich ein klarer positiver Zusammenhang zwischen dem am Kodex gemessenen Corporate-Governance-Verhalten und der Kapitalmarkt看wertung der betrachteten Unternehmen, ausgedrückt in der Kennzahl Tobin's Q. Allerdings besteht der Zusammenhang in beide Richtungen. Weiterhin steigt die Unternehmensbewertung mit der Fremdkapitalquote und - überraschend - mit der Größe des Verwaltungsrates.³⁷⁵ Hierbei scheint allerdings die Unternehmensgröße eine Rolle zu spielen. Die Existenz von Großaktionären hat hingegen offenbar keinen Einfluss.

Fraglos gebührt den Autoren große Anerkennung für ihren Ansatz zur Lösung der vielfältigen Probleme einer empirischen Untersuchung der Auswirkung unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Verhaltens. Vielen Kritikpunkten begegnen sie mit methodischen Verfeinerungen, so etwa der Gleichgewichtung der Antworten in ihrem Index mit einer Neugewichtung nach den fünf Kategorien.³⁷⁶ Auch der Versuch einer Kausalitätsbestimmung stellt einen bedeutenden Fortschritt gegenüber älteren, ähnlich orientierten Publikationen dar. Dennoch bleibt die erklärende Kraft angesichts des komplexen Ansatzes und des überschaubaren Samples, vor allem aber wegen der Zeitpunktbezogenheit der Untersuchung zweifelhaft. Interessanterweise schlagen die Autoren selbst als alternativen Untersuchungsansatz eine Ereignisstudie³⁷⁷ vor, begründen ihre abweichende Methodenwahl dann aber mit der Ausgestaltung der Schweizer Publizitätspflichten, die entsprechende Bekanntmachungen mit der regulären Jahresberichterstattung verbinden. Eine separate Analyse der Wirkung entsprechender Nachrichten sei deshalb nicht möglich.³⁷⁸ Dies erscheint aber als Erklärung nicht ausreichend, da viele Corporate-Governance-relevante Informationen unabhängig von den Berichten bekannt werden.³⁷⁹

³⁷² Als unabhängiger Aktionär wird hier bezeichnet, wen über die Kapitalbeteiligung hinaus keine Geschäftsbeziehungen oder ähnliche besondere Interessen mit dem betrachteten Unternehmen verbinden.

³⁷³ Vgl. Beiner, S. et al. (2006): S. 258f.

³⁷⁴ Vgl. Beiner, S. et al. (2006): S. 252.

³⁷⁵ Vgl. Beiner, S. et al. (2006): S. 271f. Zur Bedeutung der Gremiengröße siehe Abschnitt 0.

³⁷⁶ Vgl. Beiner, S. et al. (2006): S. 274ff.

³⁷⁷ Zu Gründen für ein Wahl der Ereignisstudienmethodik siehe Abschnitte 1.2 und 5.1.

³⁷⁸ Vgl. Beiner, S. et al. (2006): S. 270.

³⁷⁹ Der Passus zur methodischen Alternative in Form einer Ereignisstudie ist offenbar erst im Lauf des Refereeprozesses der Publikation eingefügt worden und in frühen Versionen des Textes noch nicht enthalten. Vgl. etwa Beiner, S. et al. (2003b).

Deutschland

Die Untersuchung von Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2003a, 2003b, 2004) ist derjenigen von Beiner et al. (2003-2006) methodisch ähnlich. Allerdings erweitern Drobetz/Schillhofer/Zimmermann ihre Betrachtung um eine Risiko-Perspektive.³⁸⁰ Zunächst einmal bilden sie aber ein Corporate-Governance-Rating für deutsche Unternehmen aus den - im Untersuchungszeitraum Frühjahr 2002 bestehenden - Börsensegmenten DAX30, MDAX, NEMAX und SMAX. Das Rating basiert auf einem Fragebogen, den von 253 in den genannten Segmenten enthaltenen Unternehmen allerdings nur 91 beantwortet haben. Insgesamt 30 Einzelkriterien wurden mit dem Fragebogen erhoben, die sich zum Großteil an den Deutschen Corporate-Governance-Kodex anlehnen. Wie in vielen ähnlichen Publikationen auch, unterteilen die Autoren die in ihrem Corporate-Governance-Index erfassten Informationen in fünf Kategorien.³⁸¹ Analog zu Beiner et al. (2003-2006) sind dies die Corporate-Governance-bezogene Unternehmensausrichtung, Aktionärsrechte, Transparenz, Entscheidungs- und Kontrollgremien und die Abschlussprüfung.³⁸² Der Grad der Erfüllung der einzelnen Kriterien wird anhand einer fünfgliedrigen Skala ermittelt.³⁸³ Die relativ breite Verteilung der Ratingergebnisse überrascht, da die moderate Rücklaufquote eine Verzerrung zugunsten besonders hoher Scores hätte vermuten lassen. Dennoch kann ein solcher "Sample Selection Bias" nicht völlig ausgeschlossen werden.³⁸⁴ Wenig erstaunlich ist dagegen der Umstand, dass die im DAX30 enthaltenen Unternehmen die im Durchschnitt höchsten Ratingwerte erzielen konnten. Einen hohen Durchschnittswert erzielten außerdem die antwortenden NEMAX-Unternehmen³⁸⁵, was mit der niedrigen spezifischen Rücklaufquote und den höheren börsenregulativen Anforderungen an Unternehmen des NEMAX-Segments³⁸⁶ begründet werden kann.

Zur Analyse der Auswirkung des unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Verhaltens verwenden die Autoren eine Reihe von Bewertungs- und Erfolgsgrößen. Zunächst sind dies die in der Vergangenheit erzielten Renditen und die antizipierten Dividendenrenditen als Abbildung der erwarteten Renditen. Die Unternehmensbewertung wird über die Kennzahlen Marktwert-Buchwert-Verhältnis und Tobin's Q erfasst. Alle vier Größen weisen signifikante Korrelationskoeffizienten zu den Werten des Corporate-Governance-Ratings auf.³⁸⁷ Auch eine Kontrollvariable zur Messung

³⁸⁰ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003a): S. 2.

³⁸¹ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 271f.

³⁸² Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003b): S. 5.

³⁸³ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 273.

³⁸⁴ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003b): S. 7f.

³⁸⁵ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003a): S. 14.

³⁸⁶ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 279.

³⁸⁷ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 275f.

der Marktkapitalisierung liefert ein signifikantes Ergebnis, woraus die Autoren schließen:

"Firms with better governance practices tend to be large, have higher average returns and lower dividend yields, and generally receive higher valuations, as measured by Tobin's Q and the market-to-book ratio."³⁸⁸

Bezug nehmend auf die Methodik von Gompers/Ishii/Metrick (2003) bilden Drobetz/Schillhofer/Zimmermann anschließend zwei Portfolios, die sie "Prinzipal-" und "Agenten-Portfolio" nennen und die jeweils 31 Unternehmen mit den höchsten bzw. niedrigsten Ratingwerten enthalten.³⁸⁹ Wie zu erwarten, weisen die im "Prinzipal-Portfolio" zusammengefassten Unternehmen niedrigere Dividendenrenditen sowie höhere erzielte Renditen, Tobin's Q- und Marktwert-Buchwert-Verhältnisse auf. Auch sind dies im Durchschnitt größere Unternehmen. Signifikant sind die Ergebnisse allerdings lediglich bezüglich der Renditekennzahlen und der über die Marktkapitalisierung dargestellten Unternehmensgröße. In einer Zeitreihenanalyse wird anschließend ermittelt, dass über einen Zeitraum von etwas mehr als vier Jahren mit dem "Agenten-Portfolio" ein Verlust von durchschnittlich 3,1% p.a., mit dem "Prinzipal-Portfolio" hingegen ein durchschnittlicher Gewinn von 8,6% p.a. erzielt worden wäre. Der Abstand von etwa 12% zwischen beiden Portfolios reduziert sich auf etwa 8%, wenn aus dem Prinzipal-Portfolio die im NEMAX enthaltenen Unternehmen eliminiert werden, um das Ergebnis nicht mit deren außerordentlichen Gewinnen während der so genannten Dotcom-Blase zu verwässern.³⁹⁰

Einen interessanten Weg beschreiten die Autoren mit ihrer Entscheidung, das unternehmensspezifische Corporate-Governance-Verhalten in das Capital Asset Pricing Model einzubinden. Dem liegt die Annahme zugrunde, dass jegliches institutionelle Arrangement, mit dem die Monitoring-Kosten der Investoren gesenkt werden können, zu einem Rückgang der von den Investoren verlangten Rendite führen muss. Gemessen wird der Einfluss des Corporate-Governance-Ratings wiederum auf erzielte Renditen und die Dividendenrenditen.³⁹¹

Die Ergebnisse widersprechen allerdings der getroffenen Annahme - Unternehmen mit höheren Ratingwerten erzielen signifikante höhere Renditen als solche mit niedrigen Scores. Hierzu entwickeln die Autoren zwei mögliche Erklärungsansätze: So könnten - offenbar unerwartete - Agency-Kosten nicht von Beginn der Untersuchungsperiode an ausreichend in die Kapitalmarktbeurteilung einbezogen worden

³⁸⁸ Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 277.

³⁸⁹ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003b): S. 12. Damit ist jeweils etwa ein Drittel des Gesamtsamples von 91 Unternehmen in den Portfolios enthalten, was gegenüber Gompers / Ishii / Metrick (2003) eine weit weniger starke Eingrenzung bedeutet. Die Größe des Prinzipal-Portfolios wird in Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004) auf 30 korrigiert.

³⁹⁰ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 277ff.

³⁹¹ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 282ff.

sein. Oder aber temporäre Anpassungsbewegungen bei Unternehmen mit verändertem Corporate-Governance-Verhalten könnten die im Prinzip zutreffende Annahme abnehmender risikobereinigter Renditen in ihr Gegenteil verkehren.³⁹² Problematisch an den getroffenen Aussagen ist vor allem die Tatsache, dass einer Zeitreihenanalyse von Renditegrößen lediglich eine zeitpunktbezogene Corporate-Governance-Messung gegenübersteht.

Dieses Problem umgehen die Autoren mit der abschließenden Querschnittsuntersuchung des Zusammenhangs von Corporate-Governance-Score und Unternehmensbewertung. Sowohl für Tobin's Q als auch das Marktwert-Buchwert-Verhältnis errechnen sie einen signifikanten positiven Zusammenhang zwischen Ratingwert und Unternehmensbewertung. Zugleich erkennen sie, genau wie Beiner et al. (2006), dass Ursache und Wirkung des festgestellten Zusammenhangs schwer zu bestimmen sind. Es folgt der Versuch, über die Berücksichtigung möglicherweise bedeutsamer alternativer Erklärungsansätze für das Zustandekommen der Unternehmensbewertung in Form von Kontrollvariablen den verbleibenden Erklärungsspielraum möglichst gering zu halten. Einbezogen werden die Aktiva der Unternehmen, der Zeitraum seit der Börsenlistung, die Fremdkapitalquote, Wachstumsmöglichkeiten und die Zugehörigkeit zum DAX30 bzw. zum NEMAX50. Die Kontrollvariablen werden in mehreren Schritten in die Untersuchung integriert, wobei die Signifikanz des Corporate-Governance-Ratings für die Kennzahl Tobin's Q stets erhalten bleibt und für die Dividendenrendite lediglich in der letzten Stufe verloren geht.³⁹³

Die eindrucksvolle Untersuchung von Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2004) setzt ohne Zweifel Maßstäbe für die weitere empirische Corporate-Governance-Forschung in Deutschland. Sie stellt den bislang aufwändigsten Versuch einer Beurteilung des Einflusses von Corporate-Governance-Aspekten auf Unternehmensbewertung und -erfolg auf dem deutschen Kapitalmarkt dar. Gleichwohl verbleiben, die Aussagekraft der Ergebnisse betreffend, Zweifel. So ist Skepsis hinsichtlich der methodischen Ausgestaltung der Untersuchung angezeigt, denn die Autoren berücksichtigen zwar zum Teil die an ähnlich orientierten früheren Publikationen geübte Kritik³⁹⁴, nutzen zur Lösung des Grundproblems einer wahrnehmungsgerechten Corporate-Governance-Erfassung aber das bereits als problembehaftet identifizierte willkürlich gewichtete Scoringverfahren.

Zudem wird im Text selbst die Zeitpunktbezogenheit der Corporate-Governance-Messung als Problem erkannt.³⁹⁵ Als unabhängige Variable für die Berücksichtigung des Corporate-Governance-Verhaltens wird ausschließlich die im Frühjahr 2002 vorgenommene Bewertung verwendet. Weitere, unter Umständen aussagekräftigere

³⁹² Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 284f.

³⁹³ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 286ff.

³⁹⁴ Vgl. etwa Börsch-Supan, A. / Köke, J. (2000).

³⁹⁵ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 289.

Ergebnisse hätten aus der Weiterführung der begonnenen empirischen Forschungsarbeit in Form einer Panel-Untersuchung gewonnen werden können.

Anders als Beiner et al. (2006) bezweifeln die Autoren die Eignung der Ereignisstudienmethodik zur Beantwortung der betrachteten Frage, was sie mit dem Fehlen entsprechender eindeutig identifizierbarer Ereignisse begründen.³⁹⁶ Diese These wird allerdings nicht weiter belegt, so dass sich hier nur Vermutungen anstellen lassen. Womöglich wird unternehmensspezifische Corporate Governance als - aus Investorensicht - vage Ansammlung von durch klandestine Entscheidungen in undurchsichtigen Führungszirkeln determinierten Mechanismen angesehen, die keine wahrnehmbaren Ereignisse hervorbringt. Oder aber die Bündelung von relevanten Bekanntmachungen in den vom TransPuG³⁹⁷ vorgeschriebenen Entsprechenserklärungen und deren mögliche Integration in den Jahresbericht werden als für eine Ereignisstudie hinderlich angesehen.³⁹⁸ Zumindest für die Erstabgabe der Entsprechenserklärungen im Jahr 2002 gilt diese Einschränkung aber nicht.³⁹⁹ Nachvollziehbar wäre eine solche Argumentation aber auch schon deshalb nicht, weil relevante Informationen wohl nur in Ausnahmefällen über die Entsprechenserklärungen erstmals der Öffentlichkeit kommuniziert werden. Vielmehr ist davon auszugehen, dass nicht-triviale Informationen gesondert publiziert werden. Insofern ist schließlich auch die starke Anlehnung des Corporate-Governance-Ratings an den Deutschen Corporate-Governance-Kodex zu kritisieren. Es erscheint wenig glaubhaft, dass sich die Berücksichtigung von Corporate-Governance-Mechanismen durch Investoren auf die im Kodex erfassten Informationen beschränkt.

Die folgende Tabelle bietet eine Übersicht über Untersuchungen mit einer integrierten, verschiedene Aspekte berücksichtigenden unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Messung:

Tabelle 3: Literaturübersicht - Untersuchungen der Effekte unternehmensspezifischer Corporate Governance

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeitraum	Land	Sample	Ergebnis
Weir/Laing/McKnight (2000)	Regr.-analyse	1995-1996	UK	312 börsennotierte Unternehmen	Kein Einfluss der Umsetzung des Cadbury Code auf Tobin's Q
Black (2001)	Regr.-analyse	1999	RUS	21 börsennotierte Unternehmen	Hoch signifikanter positiver Zusammenhang zw. Corporate-Governance- und Unternehmens-

³⁹⁶ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003b): S. 15.

³⁹⁷ Siehe § 161 AktG.

³⁹⁸ Vgl. Beiner, S. et al. (2006): S. 270.

³⁹⁹ Vgl. Nowak, E. / Rott, R. / Mahr, T.G. (2006): S. 2.

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit-raum	Land	Sample	Ergebnis
					bewertung
Bai et al. (2002)	Regr.-analyse	2000	CN	1006 Unternehmen der Shanghai Stock Exchange	Hoch signifikanter positiver Zusammenhang zw. Corporate-Governance-Qualität und Tobin's Q & Marktwert-Buchwert-Verhältnis
Klapper/Love (2002)	Regr.-analyse	1999-2001	Mult.	374 börsennotierte Nichtfinanzunternehmen aus 14 Schwellenländern	Positiver Zusammenhang zw. Corporate-Governance-Indexwert und Tobin's Q / ROA vor allem bei Firmen in Ländern mit schwachem Rechtssystem
Beiner et al. (2003b)	Regr.-analyse	2002	CH	109 Unt. der Swiss Exchange Zürich	Signifikant positiver Zusammenhang zw. CG-Rating & Tobin's Q
Black/Jang/Kim (2003)	Regr.-analyse	1998-2003	RSK	600 an der Korea Stock Exchange notierte Unt.	Signifikant posit. Zusammenhang zw. CG-Index & Tobin's Q; höhere Dividende bei hohen CG-Indexwerten
Durnev/Kim (2003)	Regr.-analyse	1999-2000	Mult.	859 börsennotierte Unternehmen aus 27 Ländern	"Gute" Corporate-Governance-Praktiken bei Firmen mit Fremdkapitalbedarf und Paketaktionären
Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2003,2004)	Regr.-analyse	1998-2002	D	91 börsennotierte Unternehmen	Größerer Kurserfolg und höhere Renditen bei gutem CG-Rating
Gillan/Hartzell/Starks (2003)	Regr.-analyse	1997-2000	USA	2300 börsennotierte Unternehmen	Signifikant negativer Zusammenhang zw. Kontrollstärke des Boards und Tobin's Q
Gompers/Ishii/Metrick (2003)	Regr.-analyse	1990-1998	USA	1500 börsennotierte Unternehmen	Signifikant positiver Zusammenhang zw. Scoring- und Unternehmenswert (Tobiin's Q)
Brown/Caylor (2004)	Regr.-analyse	2002-2003	USA	2327 börsennotierte Unt.	Anreizorientierte Entlohnung & Anteilsbesitz des Boards wirkt positiv auf Unt.-performance
Cheung et al. (2006)	Regr.-analyse		HK	168 an der Hong Kong Stock Exchange notierte Unternehmen	Signifikant positiver Zusammenhang zw. CG-Score und Marktwert-Buchwert-Verhältnis
Aman/Nguyen (2007)	Regr.-analyse	2000-2005	J	Nicht spezifiziert (Verweis auf Nikkei)	Insignifikanter Zusammenhang zw. Corporate-Governance-Qualität und Unternehmensbewertung

Ein eindeutiges Bild ergibt sich aus den vorgestellten Untersuchungen nicht. Generell scheint ein positiver Effekt "guter" Corporate Governance auf den Unternehmenswert

vorzuherrschen.⁴⁰⁰ Dennoch fällt auf, dass die Ergebnisse von Untersuchungen zu kontinentaleuropäischen Ländern zum Teil weniger deutlich ausfallen als von solchen zum US-amerikanischen Kapitalmarkt.⁴⁰¹ Wo es zu eindeutigen Ergebnissen kommt, ist vielfach deutliche Skepsis gegenüber der Methodenwahl angebracht.⁴⁰²

Die Wirkung von "guter" Corporate Governance auf die Bewertung am deutschen Kapitalmarkt bleibt deshalb weiter unklar.⁴⁰³

3.2.3 Wirkung "guter" Corporate Governance

Vor der Untersuchung einzelner Corporate-Governance-Mechanismen im folgenden Kapitel 4 sollen hier noch die unterstellten ökonomischen Effekte "guter" firmenspezifischer Corporate Governance vertiefend erörtert werden. In vielen Literaturquellen, die sich mit dem Thema Corporate Governance unter Qualitätsgesichtspunkten befassen, wird die Frage nach deren Wirkungsweise allenfalls am Rande behandelt und ein wie auch immer gearteter positiver Effekt "guter" Corporate Governance als selbstverständlich vorausgesetzt.⁴⁰⁴ Wie das nachfolgende Kapitel 4 zeigen wird, herrscht aber schon zur Wirkung einzelner Mechanismen verbreitet Uneinigkeit.

Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2003a) beschreiben drei Gründe für die Bestrebungen, das Corporate-Governance-Verhalten deutscher Unternehmen zu verbessern. Zunächst nennen sie die Tatsache, dass institutionelle Investoren an Bedeutung gewinnen und stärker als bislang auf die Vorstandsgremien einwirken. Weiterhin ergibt sich aus der Nutzung internationaler Kapitalmärkte die Notwendigkeit, Anforderungen an das Corporate-Governance-Verhalten zu entsprechen, die über den durch die nationale Gesetzgebung determinierten Rahmen weit hinausgehen. Schließlich stellen die Autoren fest:

"The prominent examples of recent corporate collapses give reasons to believe that a firm's valuation does not only depend on the profitability or the growth prospects embedded in its business model, but also on the effectiveness of control mechanisms ensuring that investors' funds are not expropriated or wasted in value-decreasing projects."⁴⁰⁵

"Gute" Corporate Governance müsste demnach zu einer Minderung der beschriebenen Probleme führen.

⁴⁰⁰ Vgl. Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 4f.

⁴⁰¹ Vgl. Bassen, A. et al. (2005): S. 4.

⁴⁰² Vgl. Bassen, A. / Klein, R.S. / Zöllner, C. (2006): S. 85.

⁴⁰³ Vgl. Bassen, A. et al. (2005): S. 7.

⁴⁰⁴ Als Beispiel sei hier auf Schwalbach / Schwert (2006) verwiesen, die unspezifisch eine "Verbesserung der Corporate Governance" fordern, ohne die Ziele einer solchen Verbesserung zu benennen. Vgl. Schwalbach, J. / Schwert, A. (2006): S. 5.

⁴⁰⁵ Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003a): S. 2.

Aus theoretischer Sicht ist allen Corporate-Governance-Mechanismen das Ziel einer Senkung der Agency-Kosten gemein.⁴⁰⁶ Die Agency-Kosten repräsentieren die Aufwendungen des Investors für Überwachung und Anreizsetzung sowie einen Residualverlust gegenüber dem (theoretischen) Wohlfahrtsmaximum.⁴⁰⁷ Die Minderung von Agency-Kosten durch eine bessere Corporate Governance sollte die Schädigung der Investoren durch die Spielräume des Managements begrenzen. Wie bereits dargelegt, umfasst das Missbrauchspotenzial mangelnde Anstrengung, Überinvestitionen, machterhaltende Aktivitäten und Selbstkontrahierung.⁴⁰⁸ Corporate-Governance-Mechanismen tragen zur Begrenzung des vom Management verursachbaren Schadens bei, in dem sie entweder eine Anreiz- oder eine Überwachungswirkung erzielen.⁴⁰⁹ Core/Holthausen/Larcker (1999) liefern den Nachweis, dass Firmen mit "schwacher" Corporate Governance tatsächlich größere Agency-Probleme haben.⁴¹⁰

Ein unmittelbarer Effekt "guter" Corporate Governance ist die verstärkte Kontrolltätigkeit, mit der Selbstkontrahierung eingedämmt wird. Der Missbrauch von Unternehmensressourcen stellt vor allem in Ländern ohne ausgeprägten Investorenschutz ein Problem dar.⁴¹¹ Aber auch in Ländern mit vermeintlich starken gesetzlichen Schutzmechanismen finden Manager Wege, Unternehmenseigentum für private Zwecke einzusetzen.⁴¹² Auch das Problem mangelnder Anstrengung kann durch Kontrolle zumindest teilweise begrenzt werden.

Weniger offensichtlich ist der Zusammenhang zu Überinvestitionen und machterhaltenden Aktivitäten. Eine "gute" Corporate Governance soll gewährleisten, dass Unternehmen mit dem ihnen zur Verfügung gestellten Kapital effizient umgehen und gegenüber Unternehmen mit "schlechter" Corporate Governance Performance-Vorteile erzielen.⁴¹³ Einen empirischen Nachweis für diese These liefern Blanchard/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1994), die die Verwendung überraschender Cash-Flows für ein kleines Sample von US-Unternehmen untersuchen.⁴¹⁴

Für die Wirkung der Corporate-Governance-Qualität auf die Bewertung eines Unternehmens an den Kapitalmärkten sind zwei Erklärungsmuster denkbar: Zum einen könnten die als unzureichend empfundene Ausgestaltung von Corporate-Governance-Mechanismen zu niedrigeren Erwartungen der Investoren bezüglich zukünftiger Cash-Flows führen.⁴¹⁵ Zum anderen bewirkt "gute" Corporate Governance niedri-

⁴⁰⁶ Vgl. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976): S. 309ff.

⁴⁰⁷ Vgl. Berndt, M. (2002): S. 7.

⁴⁰⁸ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 16f.

⁴⁰⁹ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 27f.

⁴¹⁰ Vgl. Core, J.E. / Holthausen, R.W. / Larcker, D.F. (1999): S. 404.

⁴¹¹ Vgl. Friedman, E. / Johnson, S. / Mitton, T. (2003): S. 21; Johnson, S. et al. (2000): S. 3ff.

⁴¹² Vgl. etwa Yermack, D. (2006).

⁴¹³ Vgl. Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): S. 2.

⁴¹⁴ Vgl. Blanchard, O.J. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (1994)

⁴¹⁵ Vgl. LaPorta, R. et al. (2002): S. 1147; Beiner, S. et al. (2006): S. 250.

gere Kapitalkosten durch eine Senkung der Überwachungskosten der Investoren.⁴¹⁶
Daraus lässt sich schließen:

"Any institutional development that reduces the cost of obtaining reliable information about a firm's true state will reduce the rate of return required by investors."⁴¹⁷

Black et al. (2005) weisen nach, dass Firmen mit "besserem" Corporate-Governance-Verhalten angesichts höherer Unternehmensbewertungen bei gleicher Rentabilität das von den Investoren zur Verfügung gestellte Kapital zu relativ geringeren Kosten erhalten. Als Ursache für die Bereitschaft der Anleger zu diesem Verzicht benennen sie ein geringeres Niveau von Selbstkontrahierung, ein niedrigeres Risiko für Unternehmenszusammenbrüche, die Vermeidung von Überinvestitionen und einen höheren Wahrheitsgehalt der publizierten Erfolgswahlen.⁴¹⁸ Die letzte Vermutung wird allerdings empirisch angezweifelt - die Nutzung von unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Mechanismen scheint kaum Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit von Fehlern in der Regelberichterstattung zu haben.⁴¹⁹

Nichtsdestotrotz gilt: "Gute" Corporate Governance drückt sich durch ein mehr oder weniger institutionalisiertes Set von Mechanismen aus, die Anteilseignern dabei helfen, ihre Ansprüche gegen das Unternehmen durchzusetzen. Der folgende Abschnitt wird diese Mechanismen ausführlich untersuchen und mögliche Effekte für die Anteilseigner eruieren.

⁴¹⁶ Vgl. Beiner, S. et al. (2006): S. 250.

⁴¹⁷ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 282.

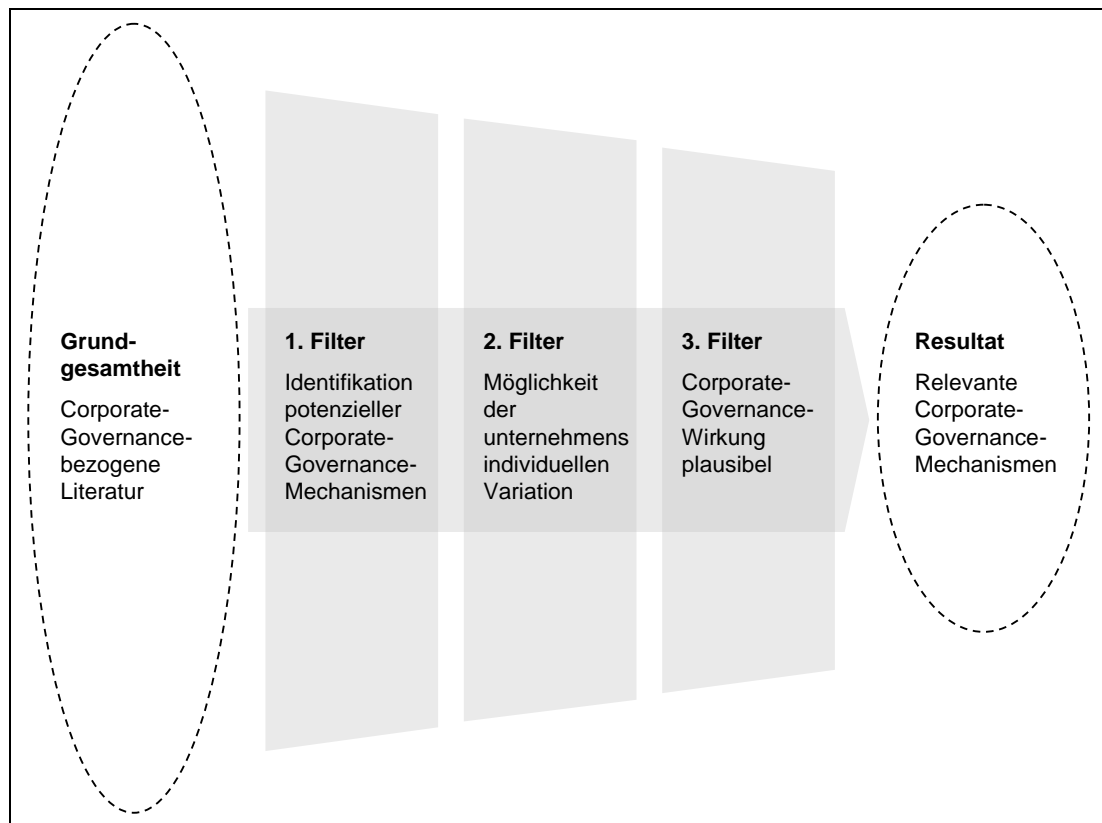
⁴¹⁸ Vgl. Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005): S. 3.

⁴¹⁹ Vgl. Agrawal, A. / Chadha, S. (2005): S. 403f.

4 Eingrenzung relevanter Corporate-Governance-Mechanismen und Ereignistypen

In diesem Kapitel werden die für die vorliegende Untersuchung relevanten Corporate-Governance-Mechanismen und die entsprechenden Ereignistypen bestimmt. Hierzu wird zunächst die umfangreiche spezifische wirtschaftswissenschaftliche Literatur als Grundgesamtheit herangezogen. Sie dient als Basis, um im zweiten Schritt Mechanismen zu identifizieren, für die eine Corporate-Governance-Wirkung vermutet wird. Aus ihr werden die unternehmensspezifisch unterscheidbaren Mechanismen isoliert, um die in der Problemstellung formulierte Bedingung einer Variationsmöglichkeit auf Unternehmensebene zu erfüllen. In einem vierten Schritt wird anhand des Forschungsstandes abgewogen, ob die postulierte Corporate-Governance-Wirkung ansatzweise nachvollziehbar ist oder ob eine stark verwässernde Nebenwirkung einen Ausschluss begründet. Die verbleibenden Corporate-Governance-Mechanismen bilden die Grundlage für die empirische Untersuchung. In der folgenden Abbildung 7 ist der Auswahlprozess schematisch dargestellt.

Abbildung 7: Schema des Auswahlprozesses für relevante Mechanismen



Für die so ermittelten relevanten Corporate-Governance-Mechanismen werden anschließend untersuchungsrelevante Ereignistypen definiert, diesen werden wiederum Hypothesen zum erwarteten Ankündigungseffekt gegenübergestellt. Damit wird zugleich die Grundlage für die im Kapitel 5 folgende empirische Untersuchung

geschaffen. Die folgende Tabelle 4 enthält zunächst eine Übersicht über die in der relevanten Fachliteratur diskutierten Corporate-Governance-Mechanismen. Ergänzend sind jeweils Autoren genannt, die eine entsprechende Corporate-Governance-Wirkung vermuten. Schließlich wird eine Unterscheidung von unternehmensspezifisch variierbaren Mechanismen und solchen, die durch unternehmensexterne Faktoren determiniert sind, vorgenommen.

Tabelle 4: Übersicht über potenzielle Corporate-Governance-Mechanismen

Bezeichnung Mechanismus	Autor(en)	Sphäre (unternehmensspezif./-extern)
Abschaffung stimmrechtsprivilegierter Aktienklassen	Agrawal/Knoeber (1996)	Unternehmensspezifisch
Abschaffung von "Giftpillen"	Agrawal/Knoeber (1996); Gompers/Ishii/Metrick (2003)	Unternehmensspezifisch
Abschaffung von übernahm erschwerenden Stimmregeln	Agrawal/Knoeber (1996); Gompers/Ishii/Metrick (2003)	Unternehmensspezifisch
Anreizkompatible Entlohnung des Managements	Agrawal/Knoeber (1996); Gugler (2001); Shleifer/Vishny (1997)	Unternehmensspezifisch
Beseitigung von Schutzmaßnahmen für das Management	Gompers/Ishii/Metrick (2003)	Unternehmensspezifisch
Dividendenpolitik	Bhattacharya (1979); Goergen/Manjon/Renneboog (2004)	Unternehmensspezifisch
Existenz von Paketaktionären	Agrawal/Knoeber (1996); Gugler (2001); Shleifer/Vishny (1986)	Unternehmensspezifisch
Fremdkapitalaufnahme	Agrawal/Knoeber (1996); Jensen/Meckling (1976); Shleifer/Vishny (1997)	Unternehmensspezifisch/-extern
Kapitalmärkte	Jensen (1993)	Extern
Markt für Unternehmenskontrolle	Agrawal/Knoeber (1996); Fama/Jensen (1983); Gugler (2001); Shleifer/Vishny (1997)	Extern
Produkt- und Faktormärkte	Agrawal/Knoeber (1996); Jensen (1993)	Extern
Rechts- bzw. politisches System	Agrawal/Knoeber (1996); Jensen (1993); Shleifer/Vishny (1997)	Extern
Unternehmensbeteiligung des Managements	Agrawal/Knoeber (1996)	Unternehmensspezifisch
(Transparenz der) Wirtschaftsprüfung	Goergen/Manjon/Renneboog (2004)	Extern
Zusammensetzung der Leitungsorgane	Fama (1980); Weisbach (1988)	Unternehmensspezifisch

Das vorliegende Kapitel wird sich im Weiteren der Analyse der Relevanz von Corporate-Governance-Mechanismen im Sinne des zweiten und, vor allem, des dritten Filters des Auswahlschemas widmen und eine Prüfung der Plausibilität der vermuteten Wirkungsweisen vornehmen. Die eindeutig unternehmensextern determinierten Mechanismen - hier sind die Kapital-, Produkt- und Faktormarktbedingungen sowie der regulatorische Rahmen zu nennen - können von vornherein von einer weitergehenden Betrachtung ausgeschlossen werden.

Für die zur Durchführung dieser Untersuchung unerlässliche Systematisierung der potenziellen Mechanismen bieten sich zwei Wege an: In Anlehnung an Tirole⁴²⁰ könnten sie nach der Wirkungsrichtung in Mechanismen, die Informationsasymmetrien zwischen Investoren und Management mindern und solche, die auf eine Angleichung der Interessen von Investoren und Management gerichtet sind, unterschieden werden. Eine zweite Möglichkeit besteht in der Systematisierung nach dem Bereich, in dem die Mechanismen ihre Wirkung entfalten. Wegen der häufig umstrittenen Wirkungsweise der Mechanismen soll hier die zweite Variante Anwendung finden und folgende Systematisierung gewählt werden:

- Aktionärsrechte (Abschnitt 4.1): Mechanismen, die (unmittelbar) auf die Aktionärsrechte wirken
- Leitungsorgane (Abschnitt 4.2): Mechanismen, die auf der Ebene der Leitungsorgane ansetzen
- Blockbesitz / Paketaktionäre (Abschnitt 4.3): Mechanismen, die sich aus der Eigentümerstruktur ergeben
- Kapitalentscheidungen (Abschnitt 4.4): Mechanismen, die ihre Wirkung aus Entscheidungen zur Beschaffung oder Verwendung unternehmerischen Kapitals beziehen

Leider ist auch die hier gewählte Systematisierung letztlich nicht trennscharf. Es steht außer Frage, dass z.B. die Eigentümerstruktur und die Zusammensetzung der Aufsichtsgremien miteinander in Zusammenhang stehen. Die entstehenden Unschärfen sollten aber durch die Vorteile einer besseren Übersichtlichkeit überkompensiert werden.

Für jeden potenziellen Corporate-Governance-Mechanismus erfolgt eine Präsentation der relevanten internationalen Fachliteratur, an die sich eine begründete Entscheidung über die Berücksichtigung in dieser Arbeit anschließt. Die Nutzung einer Reihe von Mechanismen ist mehr oder weniger stark rechtlich reguliert. In Fällen, wo dies angezeigt ist, wird deshalb eine Vorstellung des rechtlichen Rahmens vorangestellt. Da deutsche Unternehmen, die sich für eine zusätzliche Notierung an einer US-amerikanischen Börse entschieden haben, zum Teil auch US-amerikanischen Vorschriften unterliegen, aber auch wegen der Pionierrolle, die US-amerikanische Autoren mit

⁴²⁰ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 15.

ihren Publikationen für die Corporate-Governance-Forschung einnehmen, werden zur Abgrenzung und zum besseren Verständnis bei Bedarf auch US-amerikanische Rechtsnormen diskutiert.

4.1 Aktionärsrechte

Dieser Abschnitt widmet sich der unternehmensspezifischen Ausgestaltung der Rechte der Anteilseigner. Der Begriff der Aktionärsrechte bedarf allerdings zunächst einer Erläuterung. Eine enge Fassung würde den Gestaltungsspielraum betreffen, der Unternehmen vom Gesetzgeber hinsichtlich der ihren Aktionären zuzugestehenden unmittelbaren Teilhabe an Entscheidungen in einigen Punkten eingeräumt wird. Breiter angelegt ist eine Herangehensweise, die all diejenigen Maßnahmen des Unternehmens einschließt, mit denen die Angreifbarkeit des Managements vermindert wird. Gemeint sind hier insbesondere Maßnahmen, die eine mögliche feindliche Übernahme erschweren sollen:

"Corporate Governance Rules determine the ease with which incumbent managers are replaced through takeover activity."⁴²¹

Eine Pionierrolle bei der Thematisierung von Einschränkungen oder Verletzungen von Aktionärsrechten - wie bei der Popularisierung der Corporate-Governance-Thematik ganz allgemein - hat der Pensionsfonds der Beschäftigten im öffentlichen Dienst des US-Bundesstaates Kalifornien (Calpers) übernommen. Bereits Ende der 1980er Jahre begann der damalige Calpers-CEO Dale Hanson, die Unternehmen des "Standard & Poor's 500 Index" systematisch auf die Aktionärsseite benachteiligende Maßnahmen wie so genannte "Poison Pills" hin zu untersuchen. Wurden als kritisch zu bewertende Regelungen festgestellt, wurde über die Calpers-Rechtsabteilung Druck auf die betroffenen Unternehmen - an denen Calpers als größter öffentlicher Pensionsfonds der USA oft wesentlich beteiligt ist⁴²² - ausgeübt. Das Instrumentarium reichte von schlichten Gesprächen mit der jeweiligen Unternehmensleitung bis zu Abstimmungsanträgen auf Hauptversammlungen, mit denen der Handlungsspielraum des Managements eingeschränkt wurde. Mit der deutlich aktiveren Nutzung der aus dem fondseigenen Beteiligungsbesitz resultierenden Einfluss- und Stimmrechte betrat Calpers damals Neuland.⁴²³

⁴²¹ Harris, M. / Raviv, A. (1988): S. 203.

⁴²² Vgl. www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601109&sid=aW5vEJn3LpVw&refer=news .

⁴²³ Vgl. Clark, S. (1990): S. 84.

4.1.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

Mit dem Eigentum an Aktien von deutschen Unternehmen sind zunächst verschiedene unmittelbare Rechte verbunden. Sie können grob in Vermögens- und Verwaltungsrechte gegliedert werden. Im Einzelnen hat der Aktionär folgende unmittelbare, durch Gesetz geregelte Rechte:

Vermögensrechte (durch Anteil des Anlegers am Gesellschaftsvermögen)

- Dividendenrecht⁴²⁴ (Beteiligung am Bilanzgewinn)
- Bezugsrecht⁴²⁵ (Wahrung des Anteils am Grundkapital bei Kapitalerhöhungen)
- Anteil am Liquidationserlös bei Auflösung der AG⁴²⁶

Verwaltungsrechte (Wahrung der Interessen der Anteilseigner)

- Teilnahmerecht an Hauptversammlungen⁴²⁷
- Antragsrecht auf Hauptversammlungen⁴²⁸
- Wahlvorschlagsrecht auf Hauptversammlungen⁴²⁹
- Stimmrecht auf Hauptversammlungen⁴³⁰
- Auskunftsrecht zu Gesellschaftsangelegenheiten, die zur Beurteilung von Punkten der Tagesordnung auf der Hauptversammlung nötig sind⁴³¹
- Anfechtungsrecht bei Verdacht auf eine nicht satzungsgemäße Beschlussfassung auf der Hauptversammlung⁴³²

Insbesondere das Stimmrecht auf Hauptversammlungen und das Dividendenrecht unterliegen gewissen Einschränkungen. Die früher mögliche Installation von Höchststimmrechten auf Hauptversammlungen ist mit Inkrafttreten des KonTraG 1998 verboten worden, noch verbliebene Höchststimmrechtsregeln sind (mit Ausnahme des in einem gesonderten Gesetz geregelten Höchststimmrechtes bei Volkswagen) nach einer Übergangsfrist von zwei Jahren erloschen.⁴³³ Auch Mehrfachstimmrechte sind spätestens nach einer Übergangszeit von fünf Jahren entfallen,⁴³⁴ ihre Neueinführung ist im Übrigen unzulässig.⁴³⁵ Aber auch vor dem gesetzlichen Verbot haben Mehrstimmrechte - anders als Höchststimmrechte - eine absolut untergeordnete Rolle

⁴²⁴ Siehe § 58 Abs. 4 AktG.

⁴²⁵ Siehe § 186 AktG.

⁴²⁶ Siehe § 271 AktG.

⁴²⁷ Siehe § 118 AktG.

⁴²⁸ Siehe § 126 AktG.

⁴²⁹ Siehe § 127 AktG.

⁴³⁰ Siehe §§ 133 ff. AktG.

⁴³¹ Siehe § 131 AktG und § 126 AktG.

⁴³² Siehe § 245 AktG.

⁴³³ Siehe § 5 Abs. 7 AktGEG; mit hier vernachlässigbaren Einschränkungen.

⁴³⁴ Siehe § 5 Abs. 1 AktGEG; mit hier vernachlässigbaren Einschränkungen.

⁴³⁵ Siehe § 12 Abs. 2 AktG.

gespielt.⁴³⁶ Eine faktische Beschränkung von Stimmrechten ergibt sich aber aus der Erlaubnis besonderer Mehrheitsforderungen, so genannter Supermajoritäten, etwa für Aufsichtsratswahlen.⁴³⁷ Eine Supermajorität von 75% des anwesenden Grundkapitals ist generell für die Änderung der Gesellschaftssatzung vorgesehen.⁴³⁸

Weiterhin möglich ist die Beschränkung von Stimmrechten zumindest eines Teils der Aktionäre vor allem durch die Ausgabe unterschiedlicher Aktiengattungen.⁴³⁹ Bedeutend sind hier vor allem Stamm- und Vorzugsaktien. Vorzugsaktien tragen im Regelfall kein Stimmrecht, der Anteil des Nennwertes der stimmrechtslosen bzw. -beschränkten Aktien am Gesamtkapital eines Unternehmens darf 50% nicht übersteigen. Halter der Aktie haben Anspruch auf eine bevorzugte Dividendenzahlung und erhalten, falls diese Zahlung ausbleibt, ein vorübergehendes Stimmrecht bis zur Zahlung der Rückstände.⁴⁴⁰ Vorzugsaktien können in Stammaktien umgewandelt werden, wenn neben der Hauptversammlung auch eine separat einberufene Versammlung der Vorzugsaktionäre mit einem Mindestquorum von 75% ihre Zustimmung erteilt.⁴⁴¹ Weitere Möglichkeiten für Unternehmen, Vorzugsaktien als Aktiengattung zu eliminieren, bestehen im Rückkauf oder dem Austausch von Vorzugsaktien gegen stimmberechtigte Aktien.⁴⁴²

Schließlich kann das Recht auf Übertragung von Aktien eingeschränkt werden.⁴⁴³ Die Übertragung von mit einer so genannten Vinkulierung belegten Namensaktien bedarf vor der Wahrnehmung des Stimmrechts durch die neuen Eigentümer der Zustimmung durch die Gesellschaft oder kann durch die Geschäftsleitung untersagt werden.

Neben der engen Fassung der Aktionärsrechte, wie sie in den Vermögens- und Verwaltungsrechten zum Ausdruck kommt, ist auch eine weitere Auslegung mit mittelbaren Rechten denkbar. Die Verpflichtung des Vorstands, "bei ihrer Geschäftsführung die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden"⁴⁴⁴ und zum Wohle der Gesellschaft zu handeln, kann als eine Art Anrecht des Aktionärs auf ein bestimmtes Verhalten interpretiert werden. Ähnlichen Pflichten unterliegen die Aufsichtsratsmitglieder.⁴⁴⁵

Der Deutsche Corporate-Governance-Kodex repliziert wesentlich die genannten gesetzlichen Regelungen. Hinzu kommen einige Verhaltensempfehlungen bezüglich

⁴³⁶ Vgl. Boehmer, E. (1999): S. 4.

⁴³⁷ Siehe § 133 Abs. 2 AktG.

⁴³⁸ Siehe § 179 AktG.

⁴³⁹ Siehe § 11 AktG.

⁴⁴⁰ Siehe §§ 139-140 AktG.

⁴⁴¹ Siehe § 141 AktG.

⁴⁴² Vgl. Dittmann, I. / Ulbricht, N. (2005): S. 13f.

⁴⁴³ Siehe § 68 Abs. 2 AktG.

⁴⁴⁴ Siehe § 93 AktG.

⁴⁴⁵ Siehe § 111 AktG.

der Höchstdauer von Hauptversammlungen,⁴⁴⁶ der Verfügbarmachung von hauptversammlungsbezogenen Unterlagen,⁴⁴⁷ der Unterstützung bei der Wahrnehmung des Stimmrechts⁴⁴⁸ sowie der Übertragung der Hauptversammlung über moderne Kommunikationsmedien⁴⁴⁹.

Eine der beschriebenen erweiterten Auslegung des Aktionärsrechtsbegriffs entsprechende Herangehensweise findet in vielen empirischen Untersuchungen insbesondere zum US-amerikanischen Kapitalmarkt Anwendung. Das Gesellschaftsrecht ist dort im Wesentlichen auf bundesstaatlicher Ebene geregelt, was in der Vergangenheit zu einer Art Wettbewerbssituation zwischen den Bundesstaaten geführt hat. Unternehmen haben ihren Sitz häufig in Staaten mit großen Freiheiten bei der Ausgestaltung der Unternehmensverfassung oder einer niedrigen Steuerlast verlegt.⁴⁵⁰ Eine besondere Rolle nimmt Delaware ein, wo 58% der im Fortune 500-Index enthaltenen Unternehmen ihren Sitz haben⁴⁵¹. Gründe für die seit über hundert Jahren anhaltende Beliebtheit sind neben steuerlichen Aspekten juristische Verfahrensregeln bei Auseinandersetzungen mit und zwischen Unternehmen. Über die Jahre hat sich eine umfassende juristische Infrastruktur herausgebildet, die unter anderem aus spezialisierten Anwälten und Richtern besteht.⁴⁵² Besonders umfangreiche Freiheiten bei der Begrenzung von unmittelbaren und mittelbaren Aktionärsrechten erhalten neben den in Delaware gemeldeten Unternehmen auch solche, die in Nevada⁴⁵³ oder Massachusetts⁴⁵⁴ registriert sind.

4.1.2 Stand der Forschung

Wirkmechanismus von Aktionärsrechten

In empirischen Untersuchungen wird eine Einschränkung von Aktionärsrechten bei Anwendung eines erweiterten Blickwinkels bereits dann unterstellt, wenn seitens der Unternehmensleitung bewusst Maßnahmen ergriffen werden, die zur Minderung des Shareholder Value geeignet sind. Mit solchen Einschränkungen von mittelbaren und unmittelbaren Aktionärsrechten beschäftigen sich verschiedene vorwiegend US-amerikanische Untersuchungen. Auslöser einer ersten Welle von Veröffentlichungen war die massive Zunahme von feindlichen Übernahmen in den 1980er Jahren in den

⁴⁴⁶ Siehe § 2.2.4 DCGK.

⁴⁴⁷ Siehe § 2.3.1 und 2.3.2 DCGK.

⁴⁴⁸ Siehe § 2.3.3 DCGK.

⁴⁴⁹ Siehe § 2.3.4 DCGK.

⁴⁵⁰ Vgl. Daines, R. (2002): S. 106f.; Kahan, M. / Kamar, E. (2002): S. 6f.

⁴⁵¹ Vgl. www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml.

⁴⁵² Vgl. Kahan, M. / Kamar, E. (2002): S. 22ff.

⁴⁵³ Vgl. Kahan, M. / Kamar, E. (2002): S. 42.

⁴⁵⁴ Vgl. Kahan, M. / Kamar, E. (2002): S. 63ff.

USA.⁴⁵⁵ Dementsprechend ist vor allem die potenzielle Behinderung von feindlichen Übernahmen durch das von Arbeitsplatz- und Machtverlust bedrohte Management verschiedentlich untersucht worden. Das Spektrum möglicher Regelungen lässt sich folgendermaßen systematisieren:⁴⁵⁶

- Besondere Mehrheitsanforderungen:⁴⁵⁷ Z.B. Festlegung von Mindestquoten von über 50% für die Zustimmung zu wichtigen Entscheidungen;
- Schutz der Leitungsorgane:⁴⁵⁸ Z.B. Beseitigung von Briefwahlmöglichkeiten, Beschränkungen der Abwahl- oder Nominierungsmöglichkeiten bei der Besetzung von Leitungsorganen, versetzte Wahlperioden für Leitungsorgane⁴⁵⁹;
- Fairer-Preis-Bestimmungen:⁴⁶⁰ Verpflichtung zur Zahlung identischer Preise für alle in einem Übernahmeversuch erworbenen Aktien, z.B. ausgerichtet am maximalen Marktwert des Unternehmens oder gar an den Festlegungen eines vom Board zu bestimmenden Beraters;
- Verbot von Aktienrückkäufen oberhalb des Marktwertes:⁴⁶¹ Aufbau von Aktienpaketen durch potenzielle Erwerber wird weniger attraktiv;
- Präventive Genehmigung der Ausgabe oder Anpassung von Aktien:⁴⁶² Ermöglicht dem Management die umgehende Veränderung oder Neuausgabe von Aktien, mit denen die angestrebte Übernahme für den Erwerber erheblich teurer oder allgemein unattraktiv wird.

Im Zusammenhang mit der Bedrohung des Managements durch feindliche Übernahmen wird bisweilen auch eine noch weitere Auslegung des Begriffs der Aktionärsrechte gewählt. Unter dem Oberbegriff "Giftpillen" wird neben der bereits genannten präventiven Genehmigung von Kapitalerhöhungen eine Reihe weiterer Maßnahmen zusammengefasst, die einem potenziellen Erwerber im Falle eines Übernahmeversuchs Schwierigkeiten beim Erreichen seines Ziels bereiten sollen, ohne zuvor das amtierende Management oder die Kapitalstruktur zu beeinträchtigen.⁴⁶³ Ein weiteres Kennzeichen von "Giftpillen" ist die oft fehlende Notwendigkeit einer Zustimmung der Aktionäre.⁴⁶⁴ Zu den "Giftpillen" werden teilweise auch Maßnahmen wie "Golden Parachutes"⁴⁶⁵, mit denen dem Management und den Mitarbeitern für den Fall einer Übernahme das Verlassen des Unternehmens in Verbindung mit hohen Abfindungen

⁴⁵⁵ Vgl. etwa Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1987): S. 127f.

⁴⁵⁶ In Anlehnung an Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1987): S. 131f.

⁴⁵⁷ Vgl. Linn, S.C. / McConnell, J.J. (1983): S. 365.

⁴⁵⁸ Vgl. Bhagat, S. / Jefferis, R.H. (1991): S. 197.

⁴⁵⁹ Siehe hierzu insbesondere Bates, T.W. / Becher, D.A. / Lemmon, M.L. (2007).

⁴⁶⁰ Vgl. Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1987): S. 132f.

⁴⁶¹ Vgl. Bhagat, S. / Jefferis, R.H. (1991): S. 197.

⁴⁶² Vgl. Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1987): S. 133f.

⁴⁶³ Vgl. Velasco, J. (2002): S. 382.

⁴⁶⁴ Vgl. Malatesta, P.H. / Walkling, R.A. (1988): S. 348; auch Akyol, A.C. / Carroll, C.A. (o.J.): S. 1f.

⁴⁶⁵ Siehe zu "Golden Parachutes" Fabel, O. / Kolmar, M. (2007).

ermöglicht wird, eine umfangreiche Schuldenaufnahme im Fall eines Übernahmeversuchs⁴⁶⁶ oder außergewöhnliche Produktgarantien⁴⁶⁷ gezahlt.

Zur Wirkung von Regeln zur Einschränkung von Aktionärsrechten existieren konkurrierende Hypothesen⁴⁶⁸:

- Ein nahe liegendes Ziel könnte die Machterhaltung des Managements sein. Mit übernahmebehindernden Regeln sinkt die Wahrscheinlichkeit eines feindlichen Angebots und damit einer Verdrängung der Unternehmensleitung im Falle schlechter Leistung. Der Wert des Unternehmens geht aus Sicht eines möglichen Erwerbers zurück. In der Folge geht auch den Aktionären ein potenzieller Ertrag aus ihrer Unternehmensbeteiligung verloren, der Kurs des Unternehmens müsste als Reaktion auf die Einführung einschränkender Regeln sinken.⁴⁶⁹
- Andererseits könnten die Aktionäre von solchen Regelungen profitieren. Übernahmeerschwerende Regeln führen demnach zu einem höheren Angebotspreis, sollte es dennoch zu einem Versuch kommen. Mit dem höheren Preis würde ein größerer Teil der Synergiegewinne auf die Altaktionäre übertragen, für die deshalb ein Anreiz bestünde, den Regelungen zuzustimmen. Die Bewertung des Unternehmens durch seine Aktionäre müsste steigen.⁴⁷⁰

Mit der Gegenüberstellung zweier entgegengesetzter Wirkungshypothesen zeigt sich hier ein Muster, das sich bei den meisten der in den folgenden Unterabschnitten betrachteten Corporate-Governance-Mechanismen wiederholt.

Harris/Raviv (1988) modellieren eine optimale Zuordnung von Stimm- und Cash-Flow-Rechten zu Wertpapieren. Sie unterscheiden zwischen zwei Zielsetzungen: Ein "soziales" Optimum liegt vor, wenn die Zuordnung zur Installation des "besten" Managements führt. Dem wird ein "privates" Optimum gegenübergestellt, das den Wert der ausgegebenen Wertpapiere maximiert. Die Qualität des Managements hängt von der Bereitschaft ab, Erträge mit den übrigen Anteilseignern zu teilen. Zum Erreichen der ersten Zielsetzung ist deshalb die gleichmäßige Verteilung von Stimm- und Cash-Flow-Rechten ("One-Share-One-Vote"-Prinzip) am besten geeignet. Da jeder Aktionär im vollen Umfang für die entgangenen Cash-Flows kompensiert werden muss, gewinnt derjenige Erwerber, der den höchsten Gesamtertrag auf das Unternehmenskapital erzielt. Die zweite Zielsetzung wird am besten mit einer völligen Trennung von Stimm- und Cash-Flow-Rechten erzielt, da der Erwerber so den Wert, den er der Kontrolle des Unternehmens beimisst und damit seine an den übrigen

⁴⁶⁶ Vgl. Garvey, G.T. / Hanka, G. (1997): S. 5f.

⁴⁶⁷ Das Softwareunternehmen Peoplesoft hatte seinen Kunden für den Fall einer Übernahme durch den Konkurrenten Oracle eine Rückzahlung in mehrfacher Höhe der zuvor geleisteten Lizenzzahlungen zugestanden. Vgl. Subramanian, G. (2006): S. 16f.

⁴⁶⁸ Vgl. De Angelo, H. / Rice, E.M. (1983): S. 344; Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1987): S. 135f.

⁴⁶⁹ Siehe hierzu u.a. Williamson, O. (1975).

⁴⁷⁰ Vgl. Grossman, S.J. / Hart, O.D. (1980): S. 45.

Aktionären vorbei zu erzielenden Erträge offenlegen muss.⁴⁷¹ Die Forderung nach Beachtung des "One-Share-One-Vote"-Prinzips in nahezu allen Corporate-Governance-Kodizes⁴⁷² verdeutlicht, dass solche privaten Erträge grundsätzlich unerwünscht sind. Allerdings ermöglicht die Ausgabe von Vorzugsaktien auch in Deutschland weiterhin eine Trennung von Stimm- und Cash-Flow-Rechten.

Die Autoren beschäftigen sich weiterhin mit den bei US-amerikanischen Unternehmen verbreiteten Supermajoritätsregeln bei der Annahme von Übernahmeangeboten. In solchen Regelungen wird festgelegt, dass ein Erwerber einen definierten Unternehmensanteil oberhalb von 50% der ausgegebenen Aktien - z.B. 80% - akquirieren muss, um die Kontrolle über das Unternehmen übernehmen zu dürfen. Jegliche Abweichung von der einfachen Mehrheit als Mindestquorum begünstigt das angegriffene Management, da nur eine Minderheit der Aktionäre gewonnen werden muss, um die Übernahme zu verhindern.⁴⁷³

Empirische Untersuchungen

USA

Eine empirische Überprüfung der beiden Wirkungshypothesen zur Einschränkung von Aktionärsrechten nehmen De Angelo/Rice (1983) vor. Sie führt allerdings zu keinen signifikanten Ergebnissen. Festgestellt wurde eine allenfalls schwache Unterstützung der ersten Hypothese eines versuchten Machterhalts des Managements und einer Schädigung der Aktionäre. Dies gilt den Autoren zufolge insbesondere auch deshalb, weil schon der Vorschlag einschränkender Regeln durch das Management ein Signal für Insider-Informationen des Managements bezüglich einer möglichen Übernahmeofferte darstellen könnte.⁴⁷⁴ Sie stellen im Weiteren fest, dass lediglich in einem von 100 untersuchten Fällen eine Ablehnung der geplanten Regeländerungen erfolgt ist.⁴⁷⁵

Zu eindeutigen Ergebnissen kommen dagegen Jarrell/Poulsen (1987) in einer Ereignisstudie. Sie ermitteln signifikante, negative und abnormale Kursreaktionen von -0,65% auf die Bekanntgabe von Anträgen des Managements für Hauptversammlungen, mit denen übernahmebehindernde Regeln erreicht werden sollen. Die Autoren stellen sogar eine Art Lerneffekt fest: Die Zahl der Vorschläge für Maßnahmen mit ausgeprägt negativen Kursreaktionen nehmen über den Untersuchungszeitraum ab.⁴⁷⁶

⁴⁷¹ Vgl. Harris, M. / Raviv, A. (1988): S. 205f.

⁴⁷² Vgl. Abschnitt 3.2.1; siehe § 2.1.2 Deutscher Corporate Governance Kodex.

⁴⁷³ Vgl. Harris, M. / Raviv, A. (1988): S. 206.

⁴⁷⁴ Vgl. De Angelo, H. / Rice, E.M. (1983): S. 355.

⁴⁷⁵ Vgl. De Angelo, H. / Rice, E.M. (1983): S. 345.

⁴⁷⁶ Vgl. Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1987): S. 155.

Brickley/Coles/Terry (1994) stellen in einer Ereignisstudie fest, dass die Kursreaktion auf die Einführung von so genannten "Giftpillen" in den USA von der Zusammensetzung des Board of Directors abhängt. Weist das Board eine Mehrheit unabhängiger Mitglieder auf, ist die Reaktion im Durchschnitt positiv; ist dies nicht der Fall, fällt die Reaktion signifikant negativ aus. Investoren sehen ihre Interessen im Fall einer Mehrheit unabhängiger Boardmitglieder demnach offenbar so sehr gesichert, dass sie der Einführung einer "Giftpille" sogar positive Effekte beimessen.⁴⁷⁷

Eine vorangegangene Untersuchung hatte bereits ergeben, dass die Annahme von übernahmebehindernden Regelungen in den USA auch von der Eigentümerstruktur abhängt. Eigentümer von größeren Aktienblöcken und institutionelle Investoren stimmen tendenziell eher gegen "Giftpillen" als Kleinaktionäre. Das Stimmverhalten hängt signifikant vom Hintergrund des Investors ab. Investmentfonds, öffentliche Pensionsfonds und Stiftungen stellen sich häufiger gegen das Management als Banken und Versicherungen.⁴⁷⁸ Beide Untersuchungen legen den Schluss nahe, dass sich die Wirkung von "Giftpillen" als mittelbaren Einschränkungen von Aktionärsrechten tendenziell aus anderen Corporate-Governance-Mechanismen ergibt.

Zu ähnlichen Ergebnissen kommen Danielson/Karpoff (1998). Sie stellen fest, dass übernahmebehindernde Regelungen oft kombiniert eingesetzt werden.⁴⁷⁹ Gemeinsame Kennzeichen von Unternehmen, die solche Regelungen anwenden, sind hier ein hoher Anteil unabhängiger Directors und eine niedrige Beteiligung des Managements.⁴⁸⁰

Die spezifische Corporate-Governance-Wirkung von Aktiengattungen mit unterschiedlich verteilten Stimmrechten war seit den 1980er Jahren Gegenstand verschiedener Untersuchungen. Viele US-amerikanische Unternehmen begannen Mitte der 1980er Jahre mit der Ausgabe stimmrechtloser Vorzugsaktien oder von Aktien mit reduzierten Stimmrechten. Den - vermuteten - Hintergrund dieser Entwicklung bildet zunächst die bereits erwähnte Übernahmewelle. Begünstigt wurde die Reorganisation des Aktienkapitals aber vor allem durch eine Änderung der Listungsvoraussetzungen der New York Stock Exchange 1986. Bis zu diesem Zeitpunkt wurden Unternehmen, die mehrere Aktiengattungen mit unterschiedlich verteilten Stimmrechten ausgaben, automatisch vom Börsenhandel ausgeschlossen. Nach der Änderung entfiel dieser Automatismus.⁴⁸¹

Während eine Untersuchung von Partch (1987) für den Zeitraum 1962-1984 für 44 Unternehmen im Durchschnitt leicht positive abnormale Reaktionen auf die Ausgabe

⁴⁷⁷ Vgl. Brickley, J.A. / Coles, J.C. / Terry, R.L. (1994): S. 388f.

⁴⁷⁸ Vgl. Brickley, J.A. / Lease, R.C. / Smith, C.W. (1988): S. 284.

⁴⁷⁹ Vgl. Danielson, M. G. / Karpoff, J. M. (1998): S. 367.

⁴⁸⁰ Vgl. Danielson, M. G. / Karpoff, J. M. (1998): S. 369.

⁴⁸¹ Vgl. Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1988): S. 131.

stimmrechtvariierender Aktien ergab⁴⁸², stellten Jarrell/Poulsen (1988) signifikante negative abnormale Kurseffekte bei einem Sample von 94 Unternehmen im Zeitraum 1976-1987 fest. Abermals ist eine Zunahme der Stärke der negativen Reaktion im Zeitablauf feststellbar.⁴⁸³ Damit wurde das Ergebnis einer kleineren Vorstudie über zehn Reorganisationsvorgänge bestätigt⁴⁸⁴.

Moyer/Rao/Sisneros (1994) stellen in einer Ereignisstudie fest, dass die Einführung von stimmrechtreduzierten Aktien zu Ausgleichsreaktionen in Form zunehmender Blockbildung und verstärkter Aufmerksamkeit von Analysten führt. Auch wenn eine Messung unmittelbarer Kursreaktionen unterbleibt, lässt dies dennoch auf eine skeptische Bewertung durch den Kapitalmarkt schließen.⁴⁸⁵

Nach der Welle von Neueinführungen stimmrechtbeschränkter Aktiengattungen in den 1980er Jahren ist seit einigen Jahren eine entgegengesetzte Entwicklung zu beobachten.⁴⁸⁶ Vor dem Hintergrund einer verstärkten Sensibilität gegenüber Corporate-Governance-Fragen und der mit der Trennung verbundenen Probleme vereinigen viele Unternehmen ihre zuvor geteilten Aktienklassen.⁴⁸⁷ Dies kann als Signal für die Bereitschaft zur Akzeptanz einer verstärkten Überwachung durch die Aktionäre verstanden werden. Als zweite Wirkung ist zudem ein Rückgang der Kapitalkosten als Folge gesunkener Agency-Kosten zu vermuten.⁴⁸⁸ Weitere Gründe für eine Zusammenlegung könnten die niedrigere Liquidität und die negative Berücksichtigung bei der Entscheidung über die Aufnahme in einen Akteindex sein.⁴⁸⁹

Arugaslan (2006) ermittelt signifikante positive Überrenditen für 27 US-amerikanische Unternehmen, die im Zeitraum 1993-2002 eine Wiedervereinigung von stimmrechtvariierenden Aktiengattungen vorgenommen haben. In der Folge waren bei etwa einem Drittel der Unternehmen erhebliche Veränderungen in der Eigentümerstruktur festzustellen, nahezu alle Unternehmen weiteten ihre Investitionstätigkeit aus.⁴⁹⁰

Länderübergreifende Studien

Die Abschaffung unterschiedlicher Aktiengattungen wurde auch außerhalb der USA verschiedentlich thematisiert. Pajuste (2005) stellt fest, dass europäische Unternehmen in den zwei Folgejahren nach einer Wiedervereinigung der Aktiengattungen überdurchschnittliche Wertzuwächse erzielen.⁴⁹¹ Das Sample umfasste 108 Unter-

⁴⁸² Vgl. Partch, M. (1987): S. 326ff.

⁴⁸³ Vgl. Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1988): S. 138f.

⁴⁸⁴ Vgl. Jarrell, G.A. (1984), S. 16.

⁴⁸⁵ Vgl. Moyer, R.C. / Rao, R. / Sisneros, P.M. (1992): S. 45.

⁴⁸⁶ Vgl. Senger, M. / Vogelmann, A. (2002): S. 193.

⁴⁸⁷ Vgl. Ehrhardt, O. / Kuklinski, J. / Nowak, E. (2006): S. 3.

⁴⁸⁸ Vgl. Arugaslan, O. (2006): S. 21.

⁴⁸⁹ Vgl. Dittmann, I. / Ulbricht, N. (2005): S. 9f.

⁴⁹⁰ Vgl. Arugaslan, O. (2006): S. 22.

⁴⁹¹ Vgl. Pajuste, A. (2005): S. 21.

nehmen aus sieben europäischen Ländern einschließlich Deutschland, die im Untersuchungszeitraum 1996-2002 eine Zusammenlegung von Aktienklassen vorgenommen haben.⁴⁹² In einer nachfolgenden Untersuchung wird anhand desselben Samples nach den Ursachen für die Wiedervereinigungsvorgänge gesucht. Die Wahrscheinlichkeit einer Zusammenlegung steigt, wenn Unternehmen in mehreren Ländern börsennotiert sind, und sinkt, wenn die Trennung von Stimm- und Cash-Flow-Rechten besonders ausgeprägt ist.⁴⁹³

Deutschland

Systematische Untersuchungen von Eingriffen in die Aktionärsrechte bei deutschen Unternehmen liegen praktisch nicht vor. Hierfür gibt es verschiedene Gründe. Zunächst lässt der gesetzliche Rahmen in Deutschland, wie oben dargestellt, erheblich weniger Spielraum für Einschränkungen der mittelbaren Aktionärsrechte als etwa das für die USA bedeutsame Unternehmensrecht von Delaware.⁴⁹⁴ Gemeinhin wird der Markt für Unternehmenskontrolle und damit der Bedarf an Gegenmaßnahmen als weniger entwickelt angenommen als im Vergleich zum anglo-amerikanischen Corporate-Governance-System.⁴⁹⁵

Diese Ansicht wird jedoch nicht uneingeschränkt geteilt. In der Tat sind offene feindliche Übernahmen in Deutschland eher die Ausnahme.⁴⁹⁶ Jenkinson/Ljungquist (2001) beschäftigen sich mit einer subtileren Form von Übernahmeversuchen - der "feindlichen" Blockbildung,⁴⁹⁷ bei der Aktienpakete zunächst meist ohne Wissen der Öffentlichkeit mit dem Ziel einer Kontrollübernahme aufgebaut werden.⁴⁹⁸ Sie identifizieren 17 derartige Fälle für den Zeitraum 1987-1994⁴⁹⁹ und halten 64 der damals etwa 600 börsennotierten deutschen Unternehmen aufgrund ihrer Aktionärsstruktur für anfällig für eine feindliche Blockbildung.⁵⁰⁰ Ähnlich subtil und unsichtbar wie die Blockbildung ist die Mehrheit der Verteidigungsmechanismen. Während die offensichtliche und mittlerweile untersagte Installation von Höchst- und Mehrstimmrechten nur in vier der 17 untersuchten Fälle eine Rolle gespielt hat, wurde drohenden Übernahmen vor allem durch die Bildung von Gegenallianzen mit ausgewählten Großaktionären und Banken entgegengewirkt (12 Fälle). Als problematisch erwiesen sich in diesem Zusammenhang satzungsmäßige Anforderungen an die für Aufsichtsratswahlen notwendigen Mehrheiten. Eine Aktionärsminderheit ist angesichts einer solchen Sperr-

⁴⁹² Vgl. Pajuste, A. (2005): S. 34.

⁴⁹³ Vgl. Maury, B. / Pajuste, A. (2007): S. 31.

⁴⁹⁴ Vgl. Jenkinson, T. / Ljungquist, A. (2001): S. 421.

⁴⁹⁵ Vgl. Höpner, M. / Jackson, G. (2001): S. 16ff.

⁴⁹⁶ Vgl. etwa Theobald, T.A. (2006): S. 39f.

⁴⁹⁷ Siehe auch Theobald, T.A. (2006): S. 22f.

⁴⁹⁸ Mit "feindlicher" Blockbildung wird hier die oppositionelle Orientierung des Paketaktionärs beschrieben.

⁴⁹⁹ Vgl. Übersicht bei Jenkinson, T. / Ljungquist, A. (2001): S. 415f.

⁵⁰⁰ Vgl. Übersicht bei Jenkinson, T. / Ljungquist, A. (2001): S. 398.

minorität in der Lage, neuen Großaktionären eine Vertretung im Aufsichtsrat zu versagen (4 Fälle). Bei vier Unternehmen bestanden Beschränkungen der Übertragbarkeit von Aktien in Form einer Vinkulierung.⁵⁰¹

Gegenstand zweier weiterer Untersuchungen ist die Möglichkeit zur Ausgabe von stimmrechtlosen Vorzugsaktien. Hiermit steht deutschen Unternehmen ein überaus wirksames Mittel zur Begrenzung von Aktionärsrechten zur Verfügung, handelt es sich doch um:

"(...) the most extreme example of anti-takeover protection: dual-class stock."⁵⁰²

Dittmann/Ulbricht (2005) betrachten 29 deutsche Unternehmen, die im Zeitraum 1989-2002 eine Zusammenlegung von Aktiengattungen angekündigt und vorgenommen haben. Befördert durch eine Umstellung der Verfahrensweise bei der Zusammenstellung der wichtigsten Börsenindizes durch die Deutsche Börse AG, hat die Zahl der Wiedervereinigungen bis zum Jahr 2000 erheblich zugenommen. Bei der Berechnung der Kursreaktionen im Ereignisfenster ergibt sich eine Überrendite von 10% für stimmrechtreduzierte Vorzugsaktien und von 3% für stimmberechtigte Stammaktien. Der gesamte Firmenwert steigt um durchschnittlich 4%. Die Überrendite hängt signifikant positiv von der Größe des stärksten Stimmblocks vor der Zusammenlegung ab, was für einen erwarteten Rückgang der Agency-Kosten spricht.⁵⁰³

Auch Ehrhardt/Kuklinski/Nowak (2006) untersuchen Zusammenlegungen von Aktienklassen. Der Zeitraum 1987-2003 deckt sich in etwa mit demjenigen von Dittmann/Ulbricht (2005). Da auch Unternehmen berücksichtigt werden, die ihre Vorzugsaktien nur teilweise abgeschafft haben, ergibt sich ein Sample von 43 Fällen. Die Ereignisstudie identifiziert signifikante positive Überrenditen auf die Wiedervereinigungsankündigung von 7,69% für Vorzugs- und 8,04% für Stammaktien, was auf den Rückgang der Kapitalkosten zurückgeführt wird. Die Geld-Brief-Spannen sanken im Durchschnitt, woraus die Autoren auf eine gestiegene Liquidität schließen.⁵⁰⁴

Übersicht

In der folgenden Tabelle 5 sind die vorgestellten Publikationen nochmals übersichtlich dargestellt.

⁵⁰¹ Vgl. Jenkinson, T. / Ljungquist, A. (2001): S. 421ff.

⁵⁰² Vgl. Gompers, P. A. / Ishii, J. L. / Metrick, A. (2007): S. 1.

⁵⁰³ Vgl. Dittmann, I. / Ulbricht, N. (2005): S. 25f.

⁵⁰⁴ Vgl. Ehrhardt, O. / Kuklinski, J. / Nowak, E. (2006): S. 34.

Tabelle 5: Übersicht Literatur zu Aktionärsrechten

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit- raum	Land	Sample	Ergebnis
De Angelo/ Rice (1983)	Ereignis- studie	1979 - 1987	USA	100 Fälle übernahme- behindernder Regeln auf Unternehmens- ebene	Im Durchschnitt negative, aber insignifi- kante Kursreaktion auf die Ankündi- gung v. Anträgen d. Managements f. übernahmebehindernde Maßnahmen
Jarrell/ Poulsen (1987)	Ereignis- studie	1979 - 1985	USA	649 Fälle übernahme- behindernder Regeln auf Unternehmens- ebene	Signifikant negative Kursreaktion von -0,65% auf Ankündigung v. Anträgen d. Managements f. übernahme- behindernde Maßnahmen
Partch (1987)	Ereignis- studie	1962 - 1984	USA	44 Fälle von Erstauss- gaben stimmrecht- variierender Aktien	Im Durchschnitt leicht positive Kurs- reaktion auf die Erstaussgabe stimm- rechtvariierender Aktien
Jarrell/ Poulsen (1988)	Ereignis- studie	1976 - 1987	USA	94 Fälle von Erstauss- gaben stimmrecht- variierender Aktien	Signifikant negative Kursreaktion auf die Erstaussgabe stimmrechtvariierender Aktien
Moyer/Rao/ Sisneros (1994)	Ereignis- studie	1979 - 1987	USA	114 Fälle von Erstauss- gaben stimmrecht- variierender Aktien	Erstaussgabe stimmrechterduzierter Aktien zieht verstärkte Aktienblock- bildung nach sich
Brickley/ Coles/Terry (1994)	Ereignis- studie	1984 - 1986	USA	247 Fälle übernahme- behindernder Regeln auf Unternehmens- ebene	Kursreaktion abhängig vom Verhältnis von Insidern und Outsiedern in der Zusammensetzung des Boards
Jenkinson/ Ljungquist (2001)	Ver- gleichs- studie	1988 - 1996	D	17 Fälle von (ver- suchten) Übernahmen	Nachweis des Einsatzes v. Aktionärs- allianzen, Höchst- oder Mehrstimm- rechten und satzungsmäßigen Sperr- klauseln zur Aufsichtsratsbesetzung
Pajuste (2005)	Ereignis- studie	1996 - 2002	EU	108 börsennotierte Unternehmen aus sieben europäischen Ländern	Überdurchschnittliche Wertzuwächse in den auf die Vereinigung von stimm- rechtvariierenden Aktiengattungen folgenden 2 Jahren
Dittmann/ Ulbricht (2005)	Ereignis- studie	1989 - 2002	D	29 börsennotierte Fir- men	Signifikante, stark positive Kursreaktion auf die Zusammenlegung stimmrecht- variierender Aktiengattungen
Arugaslan (2006)	Ereignis- studie	1993 - 2002	USA	27 börsennotierte Unternehmen	Signifikant positive Kursreaktion auf die Vereinigung stimmrechtvariierender Aktiengattungen
Ehrhardt/ Kuklinski/ Nowak (2006)	Ereignis- studie	1987 - 2003	D	29 börsennotierte Fir- men	Signifikante, stark positive Kursreaktion auf die Zusammenlegung stimmrecht- variierender Aktiengattungen

4.1.3 Untersuchungsrelevante Ereignistypen

Bei der Literaturrecherche zu Einschränkungen von Aktionärsrechten fällt auf, dass sich nur relativ wenige Publikationen mit der Relevanz des Themas für Deutschland befassen. Dies ist aber leicht nachvollziehbar, steht doch tendenziell weniger gesetzlicher Spielraum als etwa in den USA zur Verfügung. Der gesetzliche Rahmen und die historisch gewachsene "Insider"-Orientierung des deutschen Corporate-Governance-Systems begünstigen eine Verlagerung von Auseinandersetzungen um Unternehmenskontrolle aus der Öffentlichkeit in wenig sichtbare Führungszirkel.

Die wenigen Studien zur Situation in Deutschland zeichnen aber ein ähnliches Bild wie die zahlreichen für die USA vorgenommenen Untersuchungen. Demnach scheint die Beschränkung von Aktionärsrechten an den Börsen ebenso systematisch wahrgenommen zu werden wie deren Neugewährung. Die Corporate-Governance-Wirkung ist unmittelbar erkennbar, die Plausibilität steht - weitgehend - außer Frage. Die Argumentation von Grossmann/Hart (1980), der zufolge aus einer das Management schützenden Regel über einen höheren Angebotspreis bei einem Übernahmeversuch Vorteile für die bisherigen Anteilseigner entstehen könnten,⁵⁰⁵ erscheint schon für die USA gewagt. Ein potenzieller Erwerber wird das Übernahmeangebot nur dann aussprechen, wenn sein daraus folgender Ertrag die Investition rechtfertigt. Steigt der Übernahmepreis, muss auch die Differenz zwischen der aktuellen Unternehmensperformance und dem vom Erwerber durch das Erlangen der Kontrolle erwarteten Ertrag höher ausfallen, um einen Initialreiz zur Akquisition zu liefern. Damit wächst der "Spielraum" des amtierenden Managements für schlechte Leistungen, ein zusätzlicher Ertrag für die aktuellen Aktionäre erscheint nicht nachvollziehbar. Dies gilt umso mehr für Deutschland, wo ein ausgeprägtes Insidersystem und der lediglich eingeschränkt funktionierende Markt für Unternehmenskontrolle die disziplinierende Wirkung des Kapitalmarktes begrenzen.

Damit lassen sich auch für Deutschland folgende potenzielle Ereignisse aus dem Bereich der Aktionärsrechte identifizieren, die im Sinne dieser Arbeit als relevant gelten dürfen:

- Vorzugsaktien: Der Wegfall (konträr: die Neuausgabe) von stimmrechtsbeschränkten Aktiengattungen
- Vinkulierung von Aktien: Der Wegfall (konträr: die Neuinstallation) von Transferbeschränkungen für Aktien
- Satzungsänderungen: Die Abschaffung (konträr: die Einführung) von Supermajoritätsregeln für governance-bezogene Angelegenheiten

Es ergeben sich die folgenden Hypothesen:

⁵⁰⁵ Vgl. Grossman, S.J. / Hart, O.D. (1980): S. 45.

Hypothese 1.1.a: Die Neuausgabe stimmrechtsbeschränkter Aktiengattungen erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion.

Hypothese 1.1.b: Ein Umtauschangebot mit dem Ziel der Abschaffung stimmrechtsbeschränkter Aktiengattungen erzeugt eine positive abnormale Kursreaktion.

Hypothese 1.2.a: Die Neuinstallation von Transferbeschränkungen für Aktien erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion.

Hypothese 1.2.b: Der Wegfall von Transferbeschränkungen für Aktien erzeugt eine positive abnormale Kursreaktion.

Hypothese 1.3.a: Ein Vorschlag des Managements zur Einführung von governance-bezogenen Supermajoritätsregeln erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion.

Hypothese 1.3.b: Ein Vorschlag des Managements zur Abschaffung von governance-bezogenen Supermajoritätsregeln erzeugt eine positive abnormale Kursreaktion.

Die Betrachtung von Aktionärsrechten soll in dieser Arbeit auf Regelungen dieser drei Gruppen beschränkt werden, auch wenn angesichts des Samples und des Untersuchungszeitraums nur mit einer begrenzten Anzahl von Fällen gerechnet werden kann. Vernachlässigt werden sollen hingegen sehr indirekte Eingriffe in die Aktionärsrechte wie die Emission von Unternehmensanleihen mit so genannten Change-of-Control-Klauseln⁵⁰⁶. Auch können solche "Giftpillen", sofern sie nach deutschem Recht möglich sind, nicht vollständig in die Untersuchung einbezogen werden. "Golden Parachutes" - vertragliche Vereinbarungen über umfangreiche Abfindungszahlungen im Fall einer Übernahme - etwa unterliegen keiner Publizitätspflicht und sind somit für den Investor nicht sichtbar und hier nicht zu berücksichtigen.

4.2 Leitungsorgane

Aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle bei Unternehmen ergibt sich für die Eigentümer die Notwendigkeit, die das Unternehmen steuernden Akteure zu kontrollieren. Diese haben wegen ihres Informationsvorsprungs und ihrer Verfügungsmacht über das Unternehmen die Möglichkeit, mit den ihnen anvertrauten Ressourcen eigene Interessen zu verfolgen und gegebenenfalls zuungunsten des Eigentümers zu handeln. Bereits Berle/Means (1932) stellen fest:

"Directors, while in office, have almost complete discretion in management."⁵⁰⁷

Anders als etwa in den USA, wo die einzelnen Bundesstaaten überwiegend eigenständig über gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen entscheiden, ist das Unter-

⁵⁰⁶ Zu dieser Form der Fremdkapitalaufnahme siehe auch Abschnitt 4.4.1.

⁵⁰⁷ Berle A. / Means, G.C. (1932): S. 139.

nehmensrecht in Deutschland weitgehend zentralisiert. Für in Deutschland börsennotierte inländische Unternehmen gelten daher hinsichtlich der Ausgestaltung der Unternehmensleitung landesweit einheitliche Regeln. Da sich auf der Ebene der Unternehmensleitung erhebliche und vielfältige Gestaltungsspielräume ergeben, sollen die rechtlichen Rahmenbedingungen - anders als im vorhergehenden und im nachfolgenden Unterkapitel - nicht übergreifend am Abschnittsbeginn vorgestellt werden, sondern als Einführung zu den verschiedenen, in den folgenden Unterabschnitten 4.2.1 bis 4.2.3 betrachteten Gestaltungsebenen.

Für die Wahrnehmung ihrer Eigentumsrechte durch die Aktionäre eines Unternehmens spielt die Überwachungstätigkeit der Aufsichtsräte eine entscheidende Rolle. Als institutionalisiertes Kontrollinstrument der Aktionäre soll es deren Interessen gegenüber dem Vorstand vertreten. Die Effektivität der Kontrolltätigkeit durch Aufsichtsräte bzw. deren amerikanisches Pendant, die "(Non-Executive) Directors", wird allerdings von einigen Autoren generell angezweifelt.⁵⁰⁸ Andere Wirtschaftswissenschaftler vermuten, dass Aufsichtsräte eher durch Marktmechanismen sowie persönliche und unternehmerische Reputationsrisiken als durch die Aktionäre diszipliniert werden und ihre Wirksamkeit im Sinne eines Corporate-Governance-Mechanismus insgesamt gering ist.⁵⁰⁹

In jedem Fall handelt es sich bei der Konstruktion einer institutionalisierten delegierten Kontrolltätigkeit um ein mehrstufiges Prinzipal-Agent-Problem, da die Aktionäre als Prinzipale gegenüber Aufsichtsräten und Vorständen auftreten, die Vorstände als Agenten von Aktionären und Aufsichtsräten. Die Aufsichtsräte sind in einer Doppelrolle als Agenten (gegenüber den Aktionären) und als Prinzipale (gegenüber den Vorständen) tätig.⁵¹⁰ Aus dieser Situation ergibt sich eine ganze Reihe von Problemen. Die Betrachtung der Tätigkeit von Aufsichtsrats- und Vorstandsgremien leidet allerdings ganz grundlegend an mangelnder Transparenz:

"No one, other than the directors, (...), knows what transpires behind the closed doors of the corporate boardroom."⁵¹¹

Dies gilt analog für Deutschland.⁵¹² Publikationen zum Alltag der Tätigkeit von Aufsichtsräten sind außerordentlich rar.⁵¹³ Bei der Beurteilung der Arbeit von Vorständen und Aufsichtsräten sind Investoren wegen des ausgeprägten Informationsmangels auf beobachtbare Größen angewiesen, aus denen sich auf die Berücksichtigung von Aktionärsinteressen schließen lässt. Aus der Fachliteratur lassen sich bezüglich der Leitungsorgane drei Ebenen bestimmen, auf denen Corporate-Governance-Probleme

⁵⁰⁸ Vgl. etwa Berle A. / Means, G.C. (1932): S. 87; Jensen, M.C. (1993): S. 862f.

⁵⁰⁹ Vgl. Fama, E. F. (1980): S. 306; Fama, E.F. / Jensen, M.C. (1983a): S. 315.

⁵¹⁰ Vgl. Hermalin, B.E / Weisbach, M. S. (1991): S. 103.

⁵¹¹ Lorsch, J.W. / McIver, E. (1989): S. 55.

⁵¹² Zur Beschwerlichkeit der Informationsbeschaffung siehe Gerum, E. (2007): S. 60ff.

⁵¹³ Vgl. Semler, J. (1998): S. 268.

von unternehmensspezifischen Charakteristika beeinflusst werden und die von den Investoren wahrgenommen werden können:

- Größe/Zusammensetzung der Leitungsorgane
- Unternehmensbeteiligung von Mitgliedern der Leitungsorgane
- Entlohnung von Mitgliedern der Leitungsorgane

Die Ableitung relevanter Corporate-Governance-Mechanismen im Bereich der Leitungsorgane erfolgt entlang dieser Gestaltungsebenen.

4.2.1 Größe / Zusammensetzung der Leitungsorgane

Hinsichtlich der Eigenschaften der Leitungsorgane von Unternehmen stehen in der internationalen Corporate-Governance-Fachliteratur zwei Fragen im Vordergrund: Wie wirkt sich die personelle und inhaltliche Zusammensetzung auf die Leistungsfähigkeit von Gremien und Unternehmen aus? Und hat die Gremiengröße Einfluss auf die Qualität ihrer Tätigkeit?⁵¹⁴ Beide Fragen sollen hier wegen der spezifischen rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland gemeinsam betrachtet werden.

4.2.1.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

Die Leitungsebene deutscher Aktiengesellschaften besteht aus Vorstand und Aufsichtsrat, die erstmals bei der Gründung der Gesellschaft bestellt werden müssen.⁵¹⁵ Dem Vorstand obliegt die Geschäftsführung des Unternehmens⁵¹⁶, dem Aufsichtsrat die Überwachung⁵¹⁷, Besetzung⁵¹⁸ und ggf. die Organisation⁵¹⁹ des Vorstands.⁵²⁰ Eine gleichzeitige Mitgliedschaft in Vorstand und Aufsichtsrat ist ausgeschlossen.⁵²¹ Möglich ist dagegen die vorübergehende Bestellung eines Aufsichtsratsmitglieds als Vorstand, sofern die Rolle als Vorstand höchstens für ein Jahr eingenommen wird und das Aufsichtsratsmandat während dieser Zeit ruht.⁵²²

Als Vorstand bestellt werden kann grundsätzlich jede natürliche, unbeschränkt geschäftsfähige Person, sofern dem keine rechtlichen Verfehlungen oder Einwilligungsvorbehalte in Vermögensangelegenheiten entgegenstehen.⁵²³ Zur Größe des Vorstands macht das Aktiengesetz keine konkreten Vorschriften,⁵²⁴ allerdings

⁵¹⁴ Vgl. etwa Beiner, S. et al. (2003b): S. 4ff.; Hillier, D. / McColgan, P. (2006): S. 577; Raheja, C.G. (2005): S. 1.

⁵¹⁵ Siehe § 30 AktG.

⁵¹⁶ Siehe § 76 Abs. 1 AktG.

⁵¹⁷ Siehe § 111 Abs. 1 AktG.

⁵¹⁸ Siehe § 84 AktG; § 31 MtbestG.

⁵¹⁹ Siehe § 77 AktG.

⁵²⁰ Vgl. Gerum, E. (2007): S. 204.

⁵²¹ Siehe § 105 Abs. 1 AktG.

⁵²² Siehe § 105 Abs. 2 AktG.

⁵²³ Siehe § 76 Abs. 3 AktG.

⁵²⁴ Siehe § 76 Abs. 2 AktG: "Der Vorstand kann aus einer oder mehreren Personen bestehen. (...)"

führt die deutsche Mitbestimmungsgesetzgebung bei den von ihr betroffenen Gesellschaften wegen der obligatorischen Installation eines Arbeitsdirektors zu einer faktischen Mindestgröße von zwei Personen.⁵²⁵ Im Übrigen ist die Zahl der Vorstandsmitglieder durch Angaben zu Mindest- oder Maximalgröße des Gremiums in der Satzung zu regeln oder aber die Entscheidung hierüber dem Aufsichtsrat zu überlassen.⁵²⁶ Der Deutsche Corporate-Governance-Kodex empfiehlt grundsätzlich ein mehrköpfiges Vorstandsgremium sowie die Benennung eines Vorstandsvorsitzenden oder -sprechers.⁵²⁷ Zu dem zweiten Punkt enthält auch das Aktiengesetz lediglich eine nicht bindende Vorschrift.⁵²⁸ Bezüglich der Zusammensetzung des Vorstandsgremiums gibt es über die genannten Regelungen hinaus, von den Mindestanforderungen an die Geschäftsfähigkeit⁵²⁹ und die an den Aufsichtsrat gerichteten Frist- und Verfahrensregeln zur Bestellung und Abberufung⁵³⁰ einmal abgesehen, keine gesetzlichen Vorschriften.

Die Größe des Aufsichtsratsgremiums ist zunächst im Aktiengesetz geregelt, das eine Mindestzahl von drei und eine vom Grundkapital abhängige, stets durch drei teilbare Höchstzahl von maximal 21 Mitgliedern vorsieht.⁵³¹ Bei Unternehmen mit mehr als 500 Beschäftigten greift zusätzlich die Mitbestimmungsgesetzgebung. Für Gesellschaften mit mehr als 500 und weniger als 2000 Arbeitnehmern weist diese ein Drittel der Aufsichtsratsposten Vertretern der Arbeitnehmerschaft zu.⁵³² Die Regeln des Aktiengesetzes zu Mindest- und Höchstzahlen bleiben hierbei unberührt. Ab einer Beschäftigtenzahl von 2000 ist der Aufsichtsrat paritätisch mit Vertretern der Arbeitnehmer und der Anteilseigner zu besetzen, was - abhängig von der Beschäftigtenzahl - in einer Gesamtgröße des Aufsichtsrats von 12, 16 oder 20 Mitgliedern resultiert.⁵³³ Die Vergrößerung des Aufsichtsrates auf 16 oder 20 Mitglieder, sofern sich diese Anzahlen nicht ohnehin als Mindestgröße ergeben, ist möglich. Für Unternehmen, die in der Kohle-, Eisen- oder Stahlgewinnung bzw. -aufbereitung tätig sind, existiert ein eigenes Gesetz, das eine Mindestzahl von elf⁵³⁴ und, abermals abhängig vom Nennkapital, eine Höchstzahl von 21 Mitgliedern vorsieht.⁵³⁵ Neben einer paritätischen Besetzung durch Arbeitnehmer- und Anteilseignervertretern ist hier auch ein so genanntes neutrales Mitglied vorgesehen.

⁵²⁵ Siehe § 33 MitbestG; § 13 Abs. 1 MitbestErgG; § 13 Abs. 1 MontanMitbestG.

⁵²⁶ Siehe § 23 Abs. 3 AktG.

⁵²⁷ Siehe § 4.2.1 Abs. 1 DCGK (2007).

⁵²⁸ Siehe § 84 Abs. 2 AktG.

⁵²⁹ Siehe § 76 Abs. 3 AktG.

⁵³⁰ Siehe § 84 Abs. 1 u. 3 AktG.

⁵³¹ Siehe § 95 AktG.

⁵³² Siehe §§ 1 u. 4 DrittelbG.

⁵³³ Siehe § 7 MitbestG.

⁵³⁴ Siehe § 4 MontanMitbestG.

⁵³⁵ Siehe § 9 MontanMitbestG.

Über die Anforderungen der Mitbestimmungsgesetzgebung hinaus ist die Zusammensetzung des Aufsichtsrates hinsichtlich der Höchstzahl der von einem Mitglied zu übernehmenden weiteren Aufsichtsratsmandate festgelegt. Konkret darf ein Mitglied maximal zehn Mandate übernehmen, wobei Positionen als Aufsichtsratsvorsitzender doppelt gezählt werden, bis zu fünf Mandate in von der Gesellschaft abhängigen Unternehmen jedoch nicht. Ausgeschlossen ist eine direkte Überkreuz-Verflechtung, so dass zwei Unternehmen nicht gegenseitig eigene Vorstände als Aufsichtsräte entsenden dürfen.⁵³⁶ Im Deutschen Corporate-Governance-Kodex wird eine Beschränkung der Benennung ehemaliger Vorstandsmitglieder auf höchstens zwei und die Berufung unabhängiger Aufsichtsräte empfohlen.⁵³⁷ Ein wesentliches Element des deutschen Corporate-Governance-Systems ist im Übrigen die gesetzliche Festlegung der Unvereinbarkeit einer Tätigkeit in Vorstand und Aufsichtsrat derselben Gesellschaft.⁵³⁸

Die persönlichen Anforderungen an Aufsichtsräte beschränken sich auf die allgemeine Geschäftsfähigkeit.⁵³⁹ Eine Amtszeit ist jeweils auf maximal vier Hauptversammlungperioden beschränkt,⁵⁴⁰ eine Abberufung von Mitgliedern, die nicht auf Basis eines satzungsbedingten Sonderrechts als Vertreter bestimmter Aktien entsendet wurden, durch Dreiviertelmehrheit der in der Hauptversammlung abgegebenen Stimmen möglich.⁵⁴¹

Für Aufsichtsratsgremien ist die Wahl eines Vorsitzenden sowie mindestens eines Stellvertreters obligatorisch.⁵⁴² Der Vorsitzende leitet und koordiniert die Aufsichtsratsarbeit.⁵⁴³ In Unternehmen mit paritätischer Mitbestimmung wird der Vorsitzende im Regelfall aus dem Kreis der Anteilseigner, sein Stellvertreter aus den Vertretern der Arbeitnehmer bestimmt.⁵⁴⁴ Zur Vorbereitung und Überwachung seiner Beschlüsse, mit Einschränkungen auch zur Herbeiführung von Beschlüssen außerhalb der Kernkompetenz in Personalfragen selbst, kann der Aufsichtsrat aus seiner Mitte Ausschüsse bilden.⁵⁴⁵ In Unternehmen mit paritätischer Mitbestimmung ist die Einrichtung eines Vermittlungsausschusses verpflichtend.⁵⁴⁶ Im Deutschen Corporate-Governance-Kodex wird die Einrichtung fachlich qualifizierter Ausschüsse zur Behandlung komplexer Sachverhalte und zur Steigerung der Arbeitseffizienz des

⁵³⁶ Siehe § 100 AktG.

⁵³⁷ Siehe § 5.4.2 DCGK (2007).

⁵³⁸ Siehe § 105 AktG.

⁵³⁹ Siehe § 100 Abs. 1 AktG.

⁵⁴⁰ Siehe § 102 Abs. 1 AktG.

⁵⁴¹ Siehe § 103 Abs. 1 AktG.

⁵⁴² Siehe § 107 Abs. 1 AktG.

⁵⁴³ Vgl. Gerum, E. (2007): S. 209.

⁵⁴⁴ Siehe § 27 MitbestG.

⁵⁴⁵ Siehe § 107 Abs. 3 AktG.

⁵⁴⁶ Siehe § 27 Abs. 3 MitbestG.

Gremiums empfohlen. Namentlich genannt werden ein Audit Committee und ein aus den Vertretern der Anteilseigner zu bildender Nominierungsausschuss.⁵⁴⁷

Ein Abweichen von den genannten Vorschriften zur Ausgestaltung der Leitungsgremien ist lediglich für Unternehmen mit der Rechtsform "Europäische Gesellschaft (SE)" möglich. Mit der Schaffung der SE sollte die Führung transnationaler Unternehmen in der EU und im EWR vereinfacht werden.⁵⁴⁸ Durch die Einführung der grenzüberschreitenden Rechtsform 2004 wurde Aktiengesellschaften erstmals die Möglichkeit geboten, verhältnismäßig einfach eine Wahl der maßgeblichen Jurisdiktion herbeizuführen.⁵⁴⁹ Grundsätzlich wird mit der Umfirmierung in die Rechtsform SE auch der Wechsel zu einem (monistischen) One-Tier-Gremiensystem möglich, da dem Unternehmen hierzu ein Wahlrecht eingeräumt wird.⁵⁵⁰ Für Unternehmen mit Beschäftigten in Deutschland, die eine Umfirmierung planen, gelten allerdings zusätzlich Vorschriften zur Beteiligung der Mitarbeiter. Konkret wird die Bildung eines "besonderen Verhandlungsgremiums" verlangt, in dem die Arbeitnehmer der betroffenen Gesellschaften vertreten sind und mit dem die Rahmenbedingungen der Arbeitnehmervertretung in der entstehenden SE ausgehandelt werden.⁵⁵¹ Daher erscheint ein Wechsel hin zu einem One-Tier-Gremium für deutsche Unternehmen, die eine Umfirmierung anstreben, eher unwahrscheinlich.

Wird in der Satzung der SE ein dualistisches Gremiensystem festgeschrieben, beträgt die Mindestzahl der Vorstandsmitglieder zwei, wobei einem Mitglied die Zuständigkeit für die Bereiche Arbeit und Soziales zugewiesen werden muss.⁵⁵² Für das Aufsichtsgremium sind lediglich Höchstwerte für die Mitgliederzahl in Abhängigkeit der Höhe des Grundkapitals definiert mit einer Höchstzahl von 21 Mitgliedern. Allerdings muss die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder durch drei teilbar sein.⁵⁵³ Wird für ein monistisches Gremiensystem optiert, ist die Höchstzahl der Mitglieder des Verwaltungsrates analog zum Aufsichtsrat des dualistischen Systems in Abhängigkeit der Höhe des Grundkapitals geregelt. Zusätzlich ist eine Mindestzahl von drei Mitgliedern definiert, sofern das Grundkapital 3 Mio. Euro überschreitet.⁵⁵⁴ Die Teilbarkeit der Mitgliederzahl durch drei ist hier allerdings nicht vorgeschrieben. Die Zahl der Arbeitnehmervertreter im Aufsichts- bzw. Verwaltungsrat richtet sich nach dem höchsten Anteil, der in den Organen der beteiligten Gesellschaften vor der Eintragung der SE bestanden hat.⁵⁵⁵

⁵⁴⁷ Siehe § 5.3 DCGK (2007).

⁵⁴⁸ Vgl. Berwanger, J. et al. (o.J.): o.S.

⁵⁴⁹ Eidenmüller, H. / Engert, A. / Hornuf, L. (2009): S. 2.

⁵⁵⁰ Siehe Art. 38 EG-Verordnung Nr. 2157/2001.

⁵⁵¹ Siehe §§ 4-7 SEBG.

⁵⁵² Siehe § 38 Abs. 2 SEBG.

⁵⁵³ Siehe § 17 Abs. 1 SEAG.

⁵⁵⁴ Siehe § 23 Abs. 1 SEAG.

⁵⁵⁵ Siehe § 35 Abs. 2 SEBG.

Eine detaillierte Vorstellung der Rechtslage in den USA ist hier nicht notwendig. Dies gilt umso mehr, als die Vorschriften zur Berufung von Boardmitgliedern in den meisten Bundesstaaten wenig restriktiv ausgestaltet sind.⁵⁵⁶ Eine Besonderheit ist die Möglichkeit, Aktionären eine kumulierte Stimmabgabe zu erlauben.⁵⁵⁷ Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass Klein- und Minderheitsaktionäre eigene Vorschläge zu Wahl von Boardmitgliedern durchsetzen können. Auch für Deutschland gibt es immer wieder Forderungen und Überlegungen, die Rechte von Aktionärsminderheiten über die Einführung einer kumulierten Stimmabgabe zu stärken.⁵⁵⁸ Eine Realisierung dieser Vorschläge in Gesetzesform ist aber derzeit nicht absehbar.

4.2.1.2 Stand der Forschung

In der relevanten Fachliteratur werden im Zusammenhang mit einer potenziellen Corporate-Governance-Wirkung von Gremienmerkmalen vor allem drei Aspekte diskutiert. Hierbei handelt es sich um die Insiderproblematik, die sich aus der Besetzung von Board- oder Aufsichtsratspositionen mit (ehemaligen) Vorstandsmitgliedern ergibt, um die Verflechtungsproblematik, die Überschneidungen zwischen Gremien verschiedener Unternehmen fokussiert, sowie um die Größe der Leitungsorgane.⁵⁵⁹ Der verhältnismäßig klaren Abgrenzbarkeit wegen soll der letzte Punkt hier zuerst betrachtet werden.

Gremiengröße

Wirkmechanismus der Gremiengröße

Während die Zusammensetzung von Leitungsorganen in einer ganzen Reihe internationaler Publikationen thematisiert wird, steht der zahlenmäßige Umfang der Organe erst seit relativ kurzer Zeit im Fokus der Corporate-Governance-Forschung.⁵⁶⁰ Als erste Autoren identifizieren Lipton/Lorsch (1992) und Jensen (1993) die Gremiengröße als Problem. So vermuten Lipton/Lorsch (1992), dass ein Verwaltungsratsgremium mit mehr als zehn Mitgliedern nicht effizient arbeiten kann, da den einzelnen Sitzungsteilnehmern angesichts der beschränkten Dauer der Zusammenkünfte schlicht die Zeit fehlt, ihren Ideen und Bedenken in angemessener Form Ausdruck zu verleihen.⁵⁶¹ Sie schlagen eine regulatorische Begrenzung der Zahl der Boardmitglieder auf zehn vor, sehen die optimale Größe eher bei acht angesiedelt.⁵⁶² Jensen (1993) schließt sich der Argumentation von Lipton/Lorsch (1992) an und

⁵⁵⁶ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 117.

⁵⁵⁷ Vgl. Dodd, P. / Warner, J.B. (1983): S. 403f.

⁵⁵⁸ Vgl. Beyer, P.D. (2001): S. 298ff.

⁵⁵⁹ Vgl. Gillan, S.L. / Hartzell, J.C. / Starks, L.T. (2003): S. 13; Mayers, D. / Shivdasani, A. / Smith, C.W. (1997): S. 34f.

⁵⁶⁰ Vgl. Beiner et al. (2003a): S. 2.

⁵⁶¹ Vgl. Lipton, M. / Lorsch, J.W. (1992): S. 65.

⁵⁶² Vgl. Lipton, M. / Lorsch, J.W. (1992): S. 67.

schlägt darüber hinaus einen Ausschluss aller Executive Directors - mit Ausnahme des CEO - von den Sitzungen des Boards vor.⁵⁶³ Solche Zusammenkünfte würden, ohne dass der Autor dies explizit formuliert, den Treffen deutscher Aufsichtsratsgremien ähneln, da hier häufig der Vorstandsvorsitzende einbezogen wird.

Empirische Untersuchungen

Pionierarbeit leistete Yermack (1996), der die Hypothese aufstellt, dass der Unternehmenswert zum Teil von der Überwachungs- und Entscheidungstätigkeit des Boards abhängt und diese wiederum von der Zahl seiner Mitglieder.⁵⁶⁴ Für ein Sample von 452 Unternehmen im Zeitraum 1984-1991 bestimmt er die Gesamtgröße des Boards, den Anteil von Insidern, Outsidern und nicht eindeutig zuzuordnenden Mitgliedern sowie - wenn auch nur eingeschränkt - die personelle Verflechtung mit anderen Unternehmen. Ebenso erfasst er eine Reihe von Kontrollvariablen, mit denen andere Corporate-Governance-Mechanismen einbezogen werden sollen, wie die Existenz eines Aktienoptionsprogramms oder von Großaktionären.⁵⁶⁵ Als Parameter zur Messung des Firmenwertes wählt der Autor Tobin's Q, für das sich ein signifikanter negativer Zusammenhang mit der Boardgröße ergibt. Die Resultate sind eindeutig: Beide angewandte Regressionsmethoden zeigen einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der (logarithmierten) Anzahl der Boardmitglieder und Tobin's Q. Dies ist robust auch bei der Einbeziehung von Kontrollvariablen wie der Unternehmensgröße, der Existenz von Aktienblöcken, den Wachstumsmöglichkeiten und einem Familienbezug bei den Anteilseignern. Signifikant negativ ist auch der Zusammenhang zwischen Boardgröße und Erfolgskennzahlen wie der Kapital- oder der Umsatzrendite. Ein Zusammenhang zum früheren Erfolg der Unternehmen, wie er in einer alternativen Hypothese formuliert werden könnte, ergab sich hingegen nicht.

Die von anderen Autoren bisweilen postulierte ressourcenökonomische Annahme, dass erfolgsschwache Firmen zu einer Verkleinerung bzw. erfolgreiche zu einer Erweiterung des Boards tendieren müssten,⁵⁶⁶ wird eindrucksvoll widerlegt.⁵⁶⁷ Für die vorliegende Untersuchung interessant ist schließlich noch der vom Autor zum Ende der Publikation unternommene Versuch einer kurzen Ereignisstudie, mit der die Kursreaktionen auf umfangreiche Veränderungen des Boards gemessen werden sollen.

Yermack beschränkt diesen Teil der Untersuchung auf Fälle, in denen das Board um genau vier Mitglieder zeitgleich reduziert oder erweitert wird. Hierfür lassen sich allerdings nach der Bereinigung um alle potenziell verwässerten Fälle nur zehn Beispiele identifizieren. Für alle bis auf eines der Ereignisse ist der Effekt eindeutig,

⁵⁶³ Vgl. Jensen, M.C. (1993): S. 865.

⁵⁶⁴ Vgl. Yermack, D. (1996): S. 189.

⁵⁶⁵ Vgl. Yermack, D. (1996): S. 190f.

⁵⁶⁶ Vgl. Dalton, D.R. / Johnson, J.L. / Ellstrand, A.E. (1999): S. 674f.

⁵⁶⁷ Vgl. Yermack, D. (1996): S. 194ff.

und zwar positiv für Verkleinerungen und negativ für Vergrößerungen des Boards. Im Durchschnitt beträgt die Kursreaktion betragsmäßig etwa 2,5%.⁵⁶⁸

Zumindest für die Kenngröße Tobin's Q können Bhagat/Black (1996) Yermacks Ergebnis bestätigen. Sie untersuchen 957 große amerikanische Unternehmen hinsichtlich ihrer Board-Charakteristika⁵⁶⁹ und stellen einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Mitgliederzahl und Tobin's Q fest. Allerdings fällt das Ergebnis bei Verwendung anderer Erfolgskennzahlen uneinheitlich aus.⁵⁷⁰

Conyon/Peck (1998) vergleichen ein nicht näher spezifiziertes Panel großer Unternehmen aus Großbritannien, Frankreich, den Niederlanden, Dänemark und Italien hinsichtlich der Boardgröße. Im Durchschnitt ergibt sich ein negativer Zusammenhang zu den Erfolgsgrößen Tobin's Q und Eigenkapitalrendite, im letzteren Fall mit durchweg signifikanten Ergebnissen.⁵⁷¹ Alternative Erklärungsmuster prüfen die Autoren allerdings nicht. Im Rahmen ihrer Untersuchung von 1650 britischen Unternehmen betrachten Faccio/Lasfer (1999) auch die Boardgröße und errechnen einen höheren Wert für Q bei Unternehmen, die weniger als die über das Gesamtsample durchschnittlichen sieben Boardmitglieder aufweisen. Allerdings ist dieser Zusammenhang nicht signifikant.⁵⁷²

Eisenberg/Sundgren/Wells (1998) analysieren die Wirkung der Boardgröße auf die (industrieadjustierte) Kapitalrendite für 879 kleine finnische Unternehmen. Auch hier zeigt sich ein signifikanter negativer Zusammenhang, der auch nach der Einbeziehung von Kontrollvariablen wie dem Betriebsvermögen oder dem Unternehmensalter robust bleibt.⁵⁷³ Die Autoren schließen, dass die Gremiengröße auch für kleine, nicht börsennotierte Unternehmen mit ausgeprägter Eigentümerkonzentration eine bedeutende Rolle spielt.⁵⁷⁴

Ihren eigenen Ergebnissen skeptisch gegenüberstehend, identifizieren auch Loderer/Peyer (2002) einen signifikant negativen Zusammenhang - hier zur Kenngröße Tobin's Q - in einer Untersuchung von 66 Schweizer Unternehmen für vier ausgewählte Jahre im Zeitraum 1980 bis 1995.⁵⁷⁵

Bislang scheinen lediglich Drobetz/Gugler/Hirschvogel (2004) die Frage der Wirkung der Gremiengröße auch für Deutschland untersucht zu haben. Basis ist das von Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2004) konstruierte Corporate-Governance-Rating

⁵⁶⁸ Vgl. Yermack, D. (1996): S. 209f.

⁵⁶⁹ Vgl. Bhagat, S. / Black, B. (1996): S. 13f.

⁵⁷⁰ Vgl. Bhagat, S. / Black, B. (1996): S. 45ff.

⁵⁷¹ Vgl. Conyon, M.J. / Peck, S.I. (1998): S. 300f.

⁵⁷² Vgl. Faccio, M. / Lasfer, M.A. (1999): S. 23f.

⁵⁷³ Vgl. Eisenberg, T. / Sundgren, S. / Wells, M.T. (1998): S. 41ff.

⁵⁷⁴ Vgl. Eisenberg, T. / Sundgren, S. / Wells, M.T. (1998): S. 53.

⁵⁷⁵ Vgl. Loderer, C. / Peyer, U. (2002): S. 186f.

für 91 deutsche Unternehmen,⁵⁷⁶ dessen Determinanten die Autoren nun untersuchen. Die zugrunde liegende Hypothese vermutet in Anlehnung an Yermack (1996) einen negativen Zusammenhang zwischen Gremiengröße und Corporate-Governance-Verhalten der im Rating berücksichtigten Unternehmen.⁵⁷⁷ Diese Hypothese wird durch die Ergebnisse der Untersuchung bestätigt.⁵⁷⁸ Unklar bleibt allerdings, wie dem Umstand einer weitgehenden gesetzlichen Determinierung der Aufsichtsratsgröße deutscher Unternehmen Rechnung getragen wird. Überhaupt macht erst der Rückgriff auf Drobetz/Schillhofer/Zimmermann (2003b) deutlich, dass sich die von den Autoren getroffenen Aussagen in Abgrenzung zum US-amerikanischen Board-Begriff offenbar auf das deutsche Aufsichtsgremium beziehen.⁵⁷⁹ Angesichts der stark regulatorisch geprägten Größe des deutschen Aufsichtsrates sind die beschriebenen Ergebnisse tendenziell mit Skepsis zu betrachten.

Wie bereits dargestellt, verbleiben Unternehmen in einem engen Rahmen Freiheitsgrade bei der Festlegung der Aufsichtsratsgröße. In einer umfassenden Analyse untersucht Gerum (2007) insgesamt 387 deutsche Aktiengesellschaften hinsichtlich ihrer Corporate-Governance-Strukturen. Von den 226 privatwirtschaftlichen Aktiengesellschaften, die der paritätischen Mitbestimmung unterliegen und nicht schon aufgrund ihrer Mitarbeiterzahl die Höchstzahl von 20 Aufsichtsratsmitgliedern benennen müssen, weisen 49 oder 22% einen freiwillig vergrößerten Aufsichtsrat auf. Bestimmend für die Wahrscheinlichkeit einer Erweiterung des Aufsichtsrats ist neben der Branche und der Unternehmensgröße die Eigentümerstruktur, anhand derer der Autor 71% der privaten Gesellschaften als "managerkontrolliert" identifiziert.⁵⁸⁰ Bei den wenigen untersuchten Unternehmen, die nicht paritätisch mitbestimmt sind, ist die Tendenz zur freiwilligen Vergrößerung des Aufsichtsrats noch ausgeprägter.⁵⁸¹

Analog untersucht der Autor die Größe der Vorstandsgremien. Gegenüber einer Vergleichsstudie von 1979 ist ein Rückgang der durchschnittlichen Vorstandsgöße festzustellen. Bestimmende Einflussfaktoren sind hier abermals Unternehmensgröße und Branche.⁵⁸²

Übersicht

Die folgende Tabelle 6 fasst die relevanten Studien übersichtsartig zusammen.

⁵⁷⁶ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): S. 271ff.

⁵⁷⁷ Vgl. Drobetz, W. / Gugler, K. / Hirschvogel, S. (2004): S. 7.

⁵⁷⁸ Vgl. Drobetz, W. / Gugler, K. / Hirschvogel, S. (2004): S. 17f.

⁵⁷⁹ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003b): S. 10f.

⁵⁸⁰ Vgl. Gerum, E. (2007): S. 92.

⁵⁸¹ Vgl. Gerum, E. (2007): S. 212f.

⁵⁸² Vgl. Gerum, E. (2007): S. 121f.

Tabelle 6: Übersicht Literatur zur Gremiengröße

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit- raum	Land	Sample	Ergebnis
Yermack (1996)	Regres- sions- analyse	1984 - 1991	USA	452 börsennotierte Unternehmen	Signifikant negativer Zusammenhang zw. d. Boardgröße u. d. Maßgrößen Tobin's Q, Kapital- u. Umsatzrendite
Bhagat/ Black (1996)	Regres- sions- analyse	1991	USA	452 börsennotierte Unternehmen	Signifikant negativer Zusammenhang zw. d. Boardgröße u. Tobin's Q
Canyon/ Peck (1998)	Regres- sions- analyse	1990 - 1995	EU	Firmen aus fünf europäischen Ländern; Umfang nicht näher spezifiziert ⁵⁸³	Im Durchschnitt negativer Zusammen- hang zw. Boardgröße u. Tobin's Q bzw. Eigenkapitalrendite (für letztere durchgängig, sonst teilw. signifikant)
Eisenberg/ Sundgren/ Wells (1998)	Regres- sions- analyse	1992 - 1994	SF	879 kleine und mittel- ständische Unter- nehmen	Signifikant negativer Zusammenhang zw. d. Boardgröße u. Gesamtkapital- rendite
Faccio/ Lasfer (1999)	Regres- sions- analyse	1996 - 1997	GB	1650 börsennotierte Unternehmen	Im Durchschnitt höherer Wert f. Tobin's Q bei Firmen mit <7 Boardmitglieder
Loderer/ Peyer (2002)	Regres- sions- analyse	1980 - 1995	CH	66 börsennotierte Schweizer Firmen	Signifikant negativer Zusammenhang zw. d. Boardgröße u. Tobin's Q
Drobetz/ Gugler/ Hirschvogel (2004)	Regres- sions- analyse	2002	D	91 börsennotierte Unternehmen	Negativer Zusammenhang zwischen der Boardgröße und dem unterneh- mensspezifischen Corporate- Governance-Rating
Gerum (2007)	Ver- gleichs- studie	2005	D	387 Unternehmen	Tendenz zur freiwilligen Vergrößerung von Aufsichtsratsgremien (sofern Größe nicht legal determiniert)

Gremienzusammensetzung

Wirkmechanismus der Gremienzusammensetzung

Erheblich größeren Raum als die Diskussion um Effekte der Größe von Gremien als Mechanismus der Corporate Governance nimmt im Fachdiskurs die Frage nach deren Zusammensetzung ein. Als mögliche Einflussgrößen auf die Qualität der Entscheidungen der Organmitglieder im Sinne einer Zielkompatibilität mit den Interessen der Unternehmenseigner werden im Wesentlichen zwei Aspekte erörtert - zum einen die

⁵⁸³ Die Autoren nennen lediglich die Gesamtzahl von Beobachtungen (3690). Vgl. Canyon, M.J. / Peck, S.I. (1998): S. 299.

Frage der Klassifizierung als Insider oder Outsider, zum anderen die möglichen personellen Verflechtungen mit anderen Unternehmen.⁵⁸⁴ Eine weitere, weniger intensiv und vor allem in den USA geführte Diskussion beschäftigt sich mit der Struktur der Komitees, auf die sich ein Teil der Arbeit der Gremien verteilt.⁵⁸⁵ Das Zustandekommen von Gremienstrukturen ist meist ein komplexer Vorgang⁵⁸⁶ - angesichts der Vielzahl der Publikationen zu speziellen Teilfragen wird die folgende Literaturübersicht auf grundlegende und bedeutende Veröffentlichungen beschränkt.

Die Insider-Outsider-Problematik betrifft die Unabhängigkeit der Leitungsorgane, wobei sich die Unabhängigkeit in der angloamerikanischen Literatur vor allem auf das Verhältnis zum jeweiligen CEO bezieht⁵⁸⁷:

"(...) a board packed with the CEO's relatives will be less effective than one made up of large shareholders."⁵⁸⁸

Im Fokus steht hier das Verhältnis der ausschließlich überwachenden Boardmitglieder zu den Executive Directors, die die Geschäfte des Unternehmens führen und womöglich nicht nur über einen Informationsvorsprung verfügen, sondern zusätzlich Partikularinteressen verfolgen können. "Abhängige" Insider wären demnach Boardmitglieder, die von den Entscheidungen des CEO unmittelbar betroffen sein können.⁵⁸⁹ Eine optimale Mischung minimiert sowohl die "Ausbeutung" des Unternehmens durch die Insider als auch die Informationskosten der Outsider und maximiert zugleich die Wahrscheinlichkeit, dass ein unvorteilhaftes Projekt abgelehnt bzw. gar nicht erst vorgeschlagen wird.⁵⁹⁰ Mit einer solchen optimalen Mischung wird zudem der Unternehmenswert ex ante maximiert.⁵⁹¹ Vorausgesetzt wird dabei, dass den überwachenden Mitgliedern für ihre Tätigkeit entweder ein positiver Anreiz geboten wird⁵⁹² oder sie einem juristischen Risiko ausgesetzt sind.⁵⁹³

Die Unterscheidung zwischen abhängigen und unabhängigen Organmitgliedern stellt eine häufig unterschätzte Herausforderung dar.⁵⁹⁴ Lipton/Lorsch (1992) bezeichnen solche Boardmitglieder als unabhängig, die weder als Manager, Zulieferer oder Kunden Geschäftspartner des Unternehmens sind.⁵⁹⁵ Diese Definition schließt im Regelfall auch Vertreter von Banken, Anwaltskanzleien oder Unternehmens-

⁵⁸⁴ Vgl. Hermalin, B.E. / Weisbach, M.S. (2003): S. 7.

⁵⁸⁵ Siehe hierzu insbesondere Klein, A. (1998).

⁵⁸⁶ Vgl. etwa Rose, C. (2006): S. 126.

⁵⁸⁷ Vgl. Hermalin, B.E. / Weisbach, M.S. (2003): S. 8.

⁵⁸⁸ Hermalin, B.E. / Weisbach, M.S. (1998): S. 96.

⁵⁸⁹ Vgl. etwa Shivdasani, A. / Yermack, D. (1999): S. 1830f.

⁵⁹⁰ Vgl. Raheja, C.G. (2005): S. 4.

⁵⁹¹ Vgl. Raheja, C.G. (2005): S. 28.

⁵⁹² Siehe hierzu Hartmann, K. (2003).

⁵⁹³ Vgl. Kirkbride, J. / Letza, S. (2005): S. 48.

⁵⁹⁴ Vgl. Hermalin, B.E. / Weisbach, M.S. (2003): S. 7f.

⁵⁹⁵ Vgl. Lipton, M. / Lorsch, J.W. (1992): S. 67f.

beratungen mit einer Geschäftsbeziehung zum Unternehmen aus, die bisweilen aber auch als "gray directors" bezeichnet und nicht immer automatisch zu den abhängigen Mitgliedern gezählt werden.⁵⁹⁶ Santella/Paone/Drago (2006) zeigen für Italien, dass sich die unternehmensseitigen Angaben zur Unabhängigkeit von überwachenden Boardmitgliedern bis auf wenige Fälle nicht verifizieren lassen.⁵⁹⁷

Ein etwas anders gelagerter Konflikt ergibt sich bei der Betrachtung von personellen Verflechtungen zwischen den Leitungsgremien verschiedener Unternehmen. Zwar ist eine unmittelbare Überkreuz-Verflechtung, bei der zwei Vorstände unterschiedlicher Aktiengesellschaften Aufsichtsratsmandate im jeweils anderen Unternehmen wahrnehmen, gesetzlich ausgeschlossen.⁵⁹⁸ Aber auch bei weniger direkten Verflechtungen besteht die - im Sinne "guter" Corporate Governance als problematisch anzusehende - Möglichkeit zu kollusivem Verhalten, mit dem sich die Aufseher gegenseitig gegen eine Kontrolle ihrer Tätigkeit schützen können.⁵⁹⁹ Auch die mögliche Überlastung von Boardmitgliedern mit zu vielen weiteren Mandaten, aus der eine Vernachlässigung der Überwachungstätigkeit in den einzelnen Unternehmen resultieren könnte, wird kritisch bewertet.⁶⁰⁰ Nicht zuletzt drohen hier schlicht Interessenskonflikte:

"No man can serve two masters."⁶⁰¹

Sowohl die Insiderproblematik als auch personelle Verflechtungen sind gegebenenfalls geeignet, durch entstehende Interessenskonflikte die Wirksamkeit der Tätigkeit von kontrollierenden Organmitgliedern zu beeinträchtigen.

Empirische Untersuchungen

Dass eine Unterscheidung zwischen Insidern und Outsidern zumindest für die USA sinnvoll ist, zeigen Warner/Watts/Wruck (1988). Sie können in ihrer Ereignisstudie zu 269 NYSE- und AMEX-notierten Firmen zwar keinen generalisierbaren Effekt für die Bekanntgabe eines Wechsels von CEO, Chairman oder President feststellen.⁶⁰² Für die Berufung von Outsidern ergibt sich allerdings eine im Mittel klar positive abnormale Rendite im ersten Dienstjahr.⁶⁰³ Weisbach (1988) weist nach, dass die Abberufung eines erfolglosen CEOs durch Outsider-dominierte Boards wahrscheinlicher ist und sich aus diesen Abberufungen ein stärkerer Effekt auf den Firmenwert ergibt als bei Insider-dominierten Gremien.⁶⁰⁴ Die Kursreaktion auf die Ankündigung eines

⁵⁹⁶ Vgl. Vafeas, N. / Theodorou, E. (1998): S. 386.

⁵⁹⁷ Vgl. Santella, P. / Paone, G. / Drago, C. (2006): S. 21.

⁵⁹⁸ Siehe § 100 AktG.

⁵⁹⁹ Vgl. Loderer, C. / Peyer, U. (2002): S. 165ff.

⁶⁰⁰ Vgl. Ferris, M. / Jagannathan, A.C. / Pritchard, S.P. (2003): S. 1088.

⁶⁰¹ Dooley, P.C. (1969); zitiert nach Loderer, C. / Peyer, U. (2002): S. 166.

⁶⁰² Vgl. Warner, J.B. / Watts, R.L. / Wruck, K.H. (1988): S. 488.

⁶⁰³ Vgl. Warner, J.B. / Watts, R.L. / Wruck, K.H. (1988): S. 467.

⁶⁰⁴ Vgl. Weisbach, M. (1988): S. 458.

Angebots zur feindlichen Übernahme fällt für das bietende Unternehmen weniger negativ aus, wenn mindestens 50% der Boardmitglieder als Outsider klassifiziert werden können. Dies stellen Byrd/Hickman (1992) in einer Untersuchung von 128 Übernahmeangeboten der Jahre 1980-1987 fest. Allerdings geht der identifizierte Vorteil verloren, wenn der Outsider-Anteil 60% übersteigt.⁶⁰⁵

Rosenstein/Wyatt (1990) führen eine Ereignisstudie zu Berufungen von Outsidern in die Boards der an der NYSE oder der AMEX notierten Unternehmen durch. Für den Zeitraum 1981-1985 identifizieren sie 1251 Berufungen eines jeweils einzelnen als Outsider zu definierenden Mitglieds, wobei sie zusätzlich zu den oben gemachten Eingrenzungen Vertreter von Aktionären ausschließen.⁶⁰⁶ Für das Gesamtsample und ein von potenziell verwässernden zusätzlichen Unternehmensnachrichten bereinigtes Subsample wird eine signifikante positive Kursreaktion ermittelt. Bei einer Berücksichtigung der Firmengröße bleibt die Signifikanz für kleine Unternehmen erhalten, für große ist der positive Kurseffekt immerhin im Durchschnitt nachweisbar.⁶⁰⁷ Eine weitere Differenzierung der Berufungen nach dem institutionellen Hintergrund der neuen Mitglieder, mit der mögliche zukünftige Finanz- oder Geschäftspartner von neutralen Neumitgliedern abgegrenzt werden sollen, führt nicht zu signifikanten Unterschieden. Ebenso wenig scheint die Frage, ob es sich um die Wiederbesetzung eines vakanten Mandats oder eine Erweiterung des Boards handelt, Einfluss auf das Ergebnis zu haben.⁶⁰⁸ Die Autoren ziehen den Schluss, dass die Aktionäre von der Überwachungstätigkeit des Outsiders einen mindernden Effekt auf den erwarteten Verlust aus Missbrauchshandlungen des Managements und potenziell ineffizienten Entscheidungsprozessen erwarten.⁶⁰⁹ Die Hypothese von Fama/Jensen (1983b) zu Outsidern als Experten für Entscheidungsüberwachung⁶¹⁰ sehen sie damit bestätigt.

Einen Nachweis, dass Entlohnung, Abberufungen oder Berufungen auf andere Directorships gemeinsam einen monetären Anreiz zu einer aktiven Überwachungstätigkeit durch Outsider bieten, liefert Yermack (2004). Für 734 Berufungen der Jahre 1994-1996 verfolgt er die weitere Entwicklung und ermittelt, dass die genannten Mechanismen für einen Outsider im fünften Amtsjahr eine Einkommenssteigerung im Umfang von 0,11% der Performancesteigerung seines Unternehmens bewirken.⁶¹¹

Für die Unternehmensperformance, gemessen als Tobin's Q, können Hermalin/Weisbach (1991) allerdings keinen durch den Outsider-Anteil am Board determinierten Einfluss feststellen. Sie untersuchen 142 an der NYSE notierte Unternehmen, erhalten

⁶⁰⁵ Vgl. Byrd, J. / Hickmann, K. (1992): S. 219.

⁶⁰⁶ Vgl. Rosenstein, S. / Wyatt, S. (1990): S. 177f.

⁶⁰⁷ Vgl. Rosenstein, S. / Wyatt, S. (1990): S. 184f.

⁶⁰⁸ Vgl. Rosenstein, S. / Wyatt, S. (1990): S. 187f.

⁶⁰⁹ Vgl. Rosenstein, S. / Wyatt, S. (1990): S. 190; auch Lehn, K. / Patro, S. / Zhao, M. (2003): S.23.

⁶¹⁰ Vgl. Fama, E.F. / Jensen, M.C. (1983b): S. 339.

⁶¹¹ Vgl. Yermack, D. (2004): S. 2282ff.

aber trotz der Einbindung einer Vielzahl von Kontrollvariablen keine eindeutigen Ergebnisse.⁶¹² Barnhart/Marr/Rosenstein (1994) dagegen verwenden als Performancekennzahl das Marktwert-Buchwert-Verhältnis und stellen für ein Sample aus 369 im S&P 500-Index enthaltenen US-Unternehmen einen signifikanten positiven Zusammenhang zur Zusammensetzung des Boards fest.⁶¹³ In einer Übersicht über die relevante Fachliteratur kommen Hermalin/Weisbach (2003) zu dem Schluss, dass die Board-Zusammensetzung - anders als die Board-Größe - offenbar keinen eindeutigen Einfluss auf die Unternehmensperformance hat. Allerdings scheint ein Zusammenhang zu der Qualität der vom Board getroffenen Entscheidungen zu bestehen. Weiterhin vermuten sie, dass die Zusammensetzung als endogene Größe von der Performance, Änderungen auf der Position des CEO und Änderungen der Eigentümerstruktur beeinflusst wird.⁶¹⁴

In einer Querschnittsstudie für 250 britische Unternehmen können Vafeas/Theodorou (1998) für das untersuchte Jahr 1994 keinen Zusammenhang zwischen dem Outsider-Anteil und dem Marktwert-Buchwert-Verhältnis feststellen. Dies ändert sich auch nach der Einbeziehung von Kontrollvariablen nicht.⁶¹⁵ Uneindeutige Ergebnisse konzedieren auch Faccio/Lasfer (1999) in ihrer Studie für alle 1650 britischen börsennotierten Nicht-Finanz-Unternehmen. Die - insignifikanten - Werte legen jedoch die Vermutung nahe, dass Unternehmen mit unabhängigen Boards eine tendenziell höhere Performance aufweisen.⁶¹⁶ Buckland (2001) gelingt es ebenfalls nicht, in seiner Untersuchung von Börsengängen britischer Unternehmen im Zeitraum 1990-1994 eine signifikante Auswirkung des Outsider-Anteils unter den Boardmitgliedern auf die Performance oder die Überlebensrate der Firmen zu identifizieren.⁶¹⁷

Zu anderen Erkenntnissen gelangen Dahya/McConnell (2005) für ein Sample von 1124 britischen Firmen, von denen 509 nach der Veröffentlichung des Cadbury Code die Zahl der Outsider-Mitglieder in ihren Boards auf die im Code geforderten drei erweitert haben. Die betreffenden Unternehmen erzielen eine relativ bessere Performance, gemessen über die Gesamtkapitalrendite, als die Kontrollgruppe.⁶¹⁸ Bereits die Ankündigung der Benennung neuer Outsider-Mitglieder erreicht einen signifikanten positiven Effekt in Form abnormaler Renditen.⁶¹⁹

Andere Autoren beschäftigen sich explizit mit der Verflechtungsproblematik zwischen den Boards - vor allem US-amerikanischer - Firmen. Kaplan/Reishus (1990) etwa

⁶¹² Vgl. Hermalin, B.E. / Weisbach, M.S. (1991): S. 105ff.

⁶¹³ Vgl. Barnhart, S.W. / Marr, M.W. / Rosenstein, S. (1994): S. 338.

⁶¹⁴ Vgl. Hermalin, B.E. / Weisbach, M.S. (2003): S. 14.; siehe auch Denis, D.J. / Sarin, A. (1999): S. 213f.

⁶¹⁵ Vgl. Vafeas, N. / Theodorou, E. (1998): S. 402f.

⁶¹⁶ Vgl. Faccio, M. / Lasfer, M.A. (1999): S. 23.

⁶¹⁷ Vgl. Buckland, R. (2001): S. 19f.

⁶¹⁸ Vgl. Dahya, J. / McConnell, J.J. (2005): S. 9ff.

⁶¹⁹ Vgl. Dahya, J. / McConnell, J.J. (2005): S. 19ff.

betrachten die Wahrscheinlichkeit einer Berufung bereits aktiver Boardmitglieder in die Gremien anderer Unternehmen und stellen einen signifikanten positiven Zusammenhang zur Performance des eigenen Unternehmens, ausgedrückt in der Dividendenzahlung, fest.⁶²⁰ Ferris/Jagannathan/Pritchard (2003) bestätigen diese Erkenntnis, können aber keinen Beweis für die These finden, dass sich eine starke Verflechtung anschließend negativ auf die Unternehmensperformance auswirkt.⁶²¹ Fich/Shivdasani (2004) untersuchen die Performance von Unternehmen mit erheblich verflochtenen Boards, bei denen jeweils mindestens die Hälfte aller Outside Directors in den Boards wenigstens dreier anderer Firmen vertreten sind.⁶²² Es ergibt sich ein signifikant negativer Zusammenhang zum Marktwert-Buchwert-Verhältnis. Auch sind überlastete Boards bei der Entlassung erfolgloser CEOs offenbar zögerlicher als solche ohne starke Verflechtungen. Eine kurze Ereignisstudie zeigt positive Überrenditen, wenn ein überlasteter Outsider das Board eines Unternehmens verlässt.⁶²³ Gleichzeitig scheint ein Unternehmen mit wenig vernetzten Outsidern im Board anfälliger für feindliche Übernahmen zu sein.⁶²⁴

Für die Niederlande untersuchen Non/Franses (2007) den Zusammenhang zwischen Verflechtungen auf der Boardebene und der zukünftigen Performance von Unternehmen. Es ergibt sich ein - wenn auch schwacher - negativer Zusammenhang. Die Autoren sehen Anzeichen für eine Zugehörigkeit der Boardmitglieder zu einer "Upper Class" von Managern, die sich möglicherweise gegenseitig schützen.⁶²⁵ Loderer/Peyer (2002) ermitteln in ihrer bereits erwähnten Untersuchung von 66 Schweizer Unternehmen, die an der Zürcher Börse in vier Jahren im Zeitraum 1980-1995 notiert waren, ebenfalls einen negativen Zusammenhang zwischen einer Verflechtung und der Kennzahl Q. Allerdings verkehrt dieser sich sogar signifikant ins Gegenteil, wenn die Betrachtung auf die Verwaltungsratsvorsitzenden beschränkt wird. Von vernetzten Gremiovorsitzenden scheinen die betroffenen Firmen zu profitieren.⁶²⁶

Eine Untersuchung, die explizit die Relevanz des Insider-Problems für Deutschland analysiert, ist dem Autor nicht bekannt. Die teilweise vertretene Ansicht, die Unabhängigkeit von Organmitgliedern mit Aufsichtsfunktionen sei vor allem in angelsächsischen Ländern von Bedeutung,⁶²⁷ ist allerdings nicht uneingeschränkt nachvollziehbar. Die Frage nach den Anreizen von Aufsichtsräten, tatsächlich überwachend zu wirken, stellt sich selbstverständlich auch in Ländern mit Two-Tier-

⁶²⁰ Vgl. Kaplan, S.N. / Reishus, D. (1990): S. 400f.

⁶²¹ Vgl. Ferris, M. / Jagannathan, A.C. / Pritchard, S.P. (2003): S. 1105.

⁶²² Vgl. Fich, E.M. / Shivdasani, A. (2004): S. 8f.

⁶²³ Vgl. Fich, E.M. / Shivdasani, A. (2004): S. 29f.

⁶²⁴ Vgl. Shivdasani, A. (1993): S. 194f.

⁶²⁵ Vgl. Non, M.C. / Franses, P.H. (2007): S. 7ff.

⁶²⁶ Vgl. Loderer, C. / Peyer, U. (2002): S. 190.

⁶²⁷ Vgl. Conyon, M.J. / Peck, S.I. (1998): S. 294.

Systemen. Bemerkenswert sind in diesem Zusammenhang die sozioökonomischen Befunde zur Zusammensetzung von Aufsichtsratsgremien von Gerum (2007). In einer Klassifizierung aller Aufsichtsräte von Unternehmen, die der paritätischen Mitbestimmung unterliegen, werden für die Vertreter der Anteilseigner als wichtigste Kategorien die Vertreter anderer Unternehmen mit einer Kapitalbeteiligung über 50% (17% der Aufsichtsräte) und die Vertreter anderer Unternehmen ohne Kapitalbeteiligung (24% der Aufsichtsräte) identifiziert.⁶²⁸ Dies könnte den häufig erhobenen Vorwurf, in Deutschland habe sich eine überschaubare Klasse von Managern herausgebildet, die gemeinsam großen Einfluss auf die Steuerung der bedeutendsten Unternehmen haben, tendenziell stützen. Insgesamt ist es aber in der Tat so, dass die eher schwach ausgeprägten auf potenzielle Interessenskonflikte gerichteten Publizitätspflichten die Untersuchung der daraus möglicherweise entstehenden Nachteile für die Anteilseigner erschweren.

In einer vergleichenden Studie betrachten Conyon/ Muldoon (2004) jeweils etwa 2000 Unternehmen in Deutschland, Großbritannien und den USA. Für alle drei Länder lässt sich eine - nicht näher spezifizierte - Gruppe von Unternehmen identifizieren, deren Leitungsorgane stark verflochten sind, so dass die Autoren von einer "kleinen Welt" von Führungskräften sprechen.⁶²⁹ Eine Beschränkung der Untersuchung auf Kapitalgesellschaften hätte für Deutschland vermutlich zu noch klareren Ergebnissen geführt. Rank (2005) untersucht simultan personelle und Kapitalverflechtungen für DAX100-Unternehmen und identifiziert lediglich 20 Firmen, die über keinerlei personelle Verbindung zu anderen Unternehmen verfügen. Insgesamt weist er 364 Verflechtungen nach.⁶³⁰

Megel (2006) liefert in einer wegweisenden Untersuchung Erkenntnisse zur Wirkung von personellen Verflechtungen auf die Unternehmensperformance, gemessen als Tobin's Q, für die im DAX30 zusammengefassten deutschen Firmen. Es ergibt sich ein signifikant negativer Zusammenhang sowohl für Vorstands- als auch für Aufsichtsratsgremien, der für die Aufsichtsräte auch im Zeitablauf erhalten bleibt. Einen signifikanten Einfluss übt bemerkenswerterweise die Aufsichtsratsgröße aus: Je größer die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder, desto stärker wirken sich die zusätzlichen Verpflichtungen der Mitglieder negativ auf die Überwachung des Unternehmens aus.⁶³¹

Übersicht

Die vergleichsweise überschaubare empirische Forschungstätigkeit zur Situation in Deutschland überrascht angesichts der Tatsache, dass das deutsche Corporate-

⁶²⁸ Vgl. Gerum, E. (2007): S. 227.

⁶²⁹ Vgl. Conyon, M.J. / Muldoon, M.R. (2004): S. 21.

⁶³⁰ Vgl. Rank, O.N. (2005): S. 25f.; auch Rank, O.N. (2003).

⁶³¹ Vgl. Megel, M. (2006): S. 56ff.

Governance-System als typisches Beispiel starker Verflechtungen zwischen Unternehmen gilt. Eine Übersicht über die vorgestellten sowie einige weitere relevante Untersuchungen zum Thema liefert die folgende Tabelle 7.

Tabelle 7: Übersicht Literatur zur Gremienzusammensetzung

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit-raum	Land	Sample	Ergebnis
Warner/ Watts/Wruck (1988)	Ereignis- studie	1962 - 1978	USA	Besetzung v. Spitzen- positionen bei 269 börsennotierten Unt.	Im Mittel positive abnormale Rendite im ersten Jahr nach Berufung von Outsidern
Weisbach (1988)	Regres- sions- analyse/ Ereignis- studie	1974 - 1983	USA	367 NYSE-notierte Unternehmen	Wahrscheinlichkeit der Ablösung erfolg- loser CEOs steigt mit Outsider-Anteil am Board; ebenso die positive Kursreaktion auf Abberufungen
Rosenstein/ Wyatt (1990)	Ereignis- studie	1981 - 1985	USA	1251 Berufungen von Outsidern in Boards	Signifikante positive Kursreaktion auf Outsider-Berufungen
Kaplan/ Reishus (1990)	Regres- sions- analyse	1979 - 1983	USA	80 börsennotierte Unt.	Berufung in die Boards anderer Boards korreliert positiv mit Dividenden- zahlungen d. eigenen Firma
Hermalin/ Weisbach (1991)	Regres- sions- analyse	1971 - 1983	USA	142 börsennotierte Unternehmen	Kein Performanceeffekt des Outsider- Anteils im Board feststellbar
Byrd/ Hickman (1992)	Regres- sions- analyse	1980 - 1987	USA	128 Übernahme- angebote durch börsennotierte Unter- nehmen	Kursreaktion auf Übernahmeangebot fällt f. d. bietende Firma weniger negativ aus wenn Outsider-Anteil im Board > 50% und < 60%
Barnhart/ Marr/ Rosenstein (1994)	Regres- sions- analyse	1990 / 1992	USA	369 börsennotierte Unternehmen	Signifikant positiver Zusammenhang zw. Zusammensetzung des Boards und dem Marktwert-Buchwert-Verhältnis
Vafeas/ Theodoru (1998)	Regres- sions- analyse	1994	GB	250 börsennotierte Unternehmen	Kein Zusammenhang zwischen Outsider-Anteil und Marktwert- Buchwert-Verhältnis
Faccio/ Lasfer (1999)	Regres- sions- analyse	1996 - 1997	GB	1650 börsennotierte Unternehmen	Insignifikante Ergebnisse; Unterneh- men m. unabhängigen Boards erzielen aber tendenziell höhere Performance
Buckland (2001)	Regres- sions- analyse	1990 - 1994	GB	Börsengänge von 325 Unternehmen	Kein signifikanter Effekt des Outsider- Anteils im Board auf Performance oder Überlebensrate der Unternehmen

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit- raum	Land	Sample	Ergebnis
Loderer/ Peyer (2002)	Regres- sions- analyse	1980 - 1995	CH	Ca. 250 börsennotierte Schweizer Unternehmen	Negativer Effekt der Verflechtung von Boardmitgliedern auf d. Unternehmens- performance
Hermalin/ Weisbach (2003)	Meta- studie	Unklar	USA	-	Board-Zusammensetzung hat keinen eindeutigen Einfluss auf die Unterneh- mensperformance
Ferris/Jagan- nathan/ Pritchard (2003)	Regres- sions- analyse/ Ereignis- studie	1995	USA	3.190 börslich börsennotierte Unternehmen	Kein negativer Einfluss von Board- verflechtungen auf die Unternehmens- performance
Conyon/ Muldoon (2004)	Ver- gleichs- studie	2003	USA GB D	- USA: 1.733 Unt. - GB: 2.236 Unt. - D: 2.354	Kleine Führungszirkel als Folge starker Verflechtungen
Fich/ Shivdasani (2004)	Regres- sions- analyse	1989 - 1995	USA	508 börsennotierte Industrieunternehmen	Signifikant negativer Effekt auf das Marktwert-Buchwert-Verhältnis, wenn mind. 50% der Outsider im Board zugleich in den Boards von mind. 3 anderen Firmen vertreten sind
Yermack (2004)	Regres- sions- analyse	1994 - 1996	USA	734 Berufungen von Outsidern in Boards	Marktmechanismen wie Ab- oder Neu- berufungen liefern Anreize für die Über- wachungstätigkeit von Outsidern
Dahya/ Macconnell (2005)	Regres- sions- analyse/ Ereignis- studie	1988 - 1996	GB	1.124 börsennotierte Unternehmen	Signifikant bessere Gesamtkapital- rendite nach Erweiterung d. Outsider- anteils; abnormale Renditen bereits nach entsprechender Ankündigung
Rank (2005)	Wahr- schein- lichkeits- modell	2002	D	133 börsennotierte Großunternehmen	Starke personelle und Kapitalverflech- tung; Substitutive Nutzung beider Verflechtungstypen zum Aufbau von Governance-Netzwerken
Megel (2006)	Regres- sions- analyse	2004	D	30 im DAX30 enthaltene Unternehmen	Signifikant negativer Zusammenhang zw. Verflechtungen (auf Vorstands- und Aufsichtsratsebene) und Tobin's Q
Non/Franses (2007)	Regres- sions- analyse	1994 - 2004	NL	101 börsennotierte Großunternehmen	Schwacher negativer Zusammenhang zw. Boardverflechtungen und Unter- nehmensperformance

4.2.1.3 Untersuchungsrelevante Ereignistypen

Gremiengröße

Auch wenn in Deutschlands Two-Tier-System der Unternehmensleitung die Aufsichtsratsgröße zumindest für große Aktiengesellschaften weitgehend festgelegt ist, stellt sich die Frage, ob die Vernachlässigung der Gremiengröße durchgängig berechtigt ist. So ist zwar die Größe des Aufsichtsrates für viele börsennotierte Aktiengesellschaften nur begrenzt wählbar, der geringe verbleibende Spielraum wird aber offenbar genutzt.⁶³²

Weitgehend frei gestaltbar ist zudem die Größe des Vorstands. Die in den vorgestellten Publikationen postulierte Kontrollwirkung könnte sich auch bei einem kleineren Vorstand ergeben, dessen Tätigkeit von den (gegebenenfalls wenigen) aktiven Aufsichtsratsmitgliedern besser überwacht werden kann. Die in erster Linie auf die anglo-amerikanische Wirtschaftswelt gerichteten Betrachtungen untersuchen stets die Größe des gesamten Board of Directors, dem neben den kontrollierenden auch die den deutschen Vorständen entsprechenden Executive-Mitglieder angehören. Es wäre demnach nicht korrekt, die Untersuchung der Gremiengröße deutscher Aktiengesellschaften mit dem Verweis auf die überwiegend fehlende Wahlfreiheit bezüglich der Aufsichtsratsgröße generell abzulehnen. Das Problem der Erfassung einer der Boardgröße im One-Tier-Modell entsprechenden Kennzahl wird bisweilen schlicht durch die Addition der Anzahl von Aufsichtsrats- und Vorstandsmitgliedern gelöst.⁶³³

Ein Blick auf die Größenverteilung der Vorstandsgremien der DAX-Unternehmen führt zu zwei interessanten Ergebnissen: Zunächst einmal gibt es weiterhin große Unterschiede zwischen den Unternehmen hinsichtlich der Anzahl der Vorstandsmitglieder.⁶³⁴ Zum anderen zeigt sich in den letzten Jahren ein Trend hin zu kleineren Vorstandsgremien.⁶³⁵ Dies könnte gemäß Yermack (1996) als Beleg für eine zunehmende Bedeutung der Kontrolle von Vorständen (Executive Directors) durch die Aufsichtsräte (Non-Executive Directors) interpretiert werden.⁶³⁶ Die Berücksichtigung der Vorstandsgröße im Rahmen der vorliegenden Arbeit ist deshalb angezeigt, Änderungen der Größe des Vorstandsgremiums werden in einer entsprechenden Ereignisbetrachtung erfasst.

Die Ergebnisse der empirischen Forschung stützen überwiegend die Hypothese einer besseren Unternehmensperformance bei geringeren Gremiengrößen, die Plausibilität des Corporate-Governance-Mechanismus Gremiengröße darf als gegeben ange-

⁶³² Hierzu sei nochmals auf Gerums Untersuchung verwiesen. Vgl. Gerum, E. (2007): S. 92.

⁶³³ Vgl. Kim, K.A. / Kitsabunnarat, P. / Nofsinger, J.R. (2004): S. 4.

⁶³⁴ Vgl. Gerum, E. (2007): S. 122.

⁶³⁵ Vgl. Gerum, E. (2007): S. 121f.; Karsch, W. (2001): S. 867f.

⁶³⁶ Vgl. Yermack, D. (1996): S. 197.

sehen werden. Damit lassen sich die folgenden Ereignistypen als im Sinne dieser Arbeit relevant identifizieren:

- Freiwillige Erweiterung bzw. Einschränkung der Aufsichtsratsgröße
- Erweiterung bzw. Einschränkung der Vorstandsgröße

Die entsprechenden Hypothesen ergeben sich wie folgt:

Hypothese 2.1.a: Eine freiwillige Vergrößerung des Aufsichtsratsgremiums erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion, eine freiwillige Verkleinerung eine positive.

Hypothese 2.1.b: Eine freiwillige Verkleinerung des Aufsichtsratsgremiums erzeugt eine positive abnormale Kursreaktion.

Hypothese 2.2.a: Eine Vergrößerung des Vorstandsgremiums erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion.

Hypothese 2.2.b: Eine Verkleinerung des Vorstandsgremiums erzeugt eine positive abnormale Kursreaktion.

Gremienzusammensetzung

Bei der Entscheidung über die Einbeziehung der Zusammensetzung von Leitungsgremien muss nach der Insider- und der Verflechtungsproblematik unterschieden werden. Die Frage nach der Insiderrolle von Gremienmitgliedern stellt sich für deutsche Aktiengesellschaften in weit geringerem Maße als etwa für US-amerikanische, da für Deutschland gesetzliche Regeln die Zahl der Aufsichtsratsmitglieder und damit der eine Kontrollfunktion wahrnehmenden Akteure weitgehend determinieren, während die Zusammensetzung anglo-amerikanischer Boards im Verhältnis Aufsicht zu Steuerung weit weniger festgelegt ist. Zwar ist durchaus denkbar, dass auch zwischen Mitgliedern der Leitungsgremien deutscher Unternehmen Insider-bedingte Interessenskonflikte entstehen. Wie bereits erläutert, macht aber die regulatorisch bedingt schwache Faktenlage eine Untersuchung schwierig.

Eine Ausnahme bildet hierbei aber die Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder in die Aufsichtsräte der Unternehmen, deren Management sie zuvor angehörten. Dort könnten sie die Korrektur von Fehlentwicklungen, die sie in ihrer Vorstandzeit verursacht haben, verhindern. Seit 2009 ist im Aktiengesetz eine zweijährige Sperrfrist für ehemalige Vorstandsmitglieder vor einer Berufung in den Aufsichtsrat enthalten. Sie kann allerdings umgangen werden, wenn die vorschlagenden Aktionäre über mindestens 25% der Stimmrechte verfügen.⁶³⁷

Als mögliche Ereignisse im Sinne dieser Untersuchung ergeben sich daher:

⁶³⁷ Siehe § 100 Abs. 2 S. 4 AktG.

- Berufung oder Abberufung eines ehemaligen Vorstandsmitglieds als Aufsichtsratsmitglied
- Berufung oder Abberufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen bedeutenden deutschen Unternehmens ist.

Für die zweite Ereignisklasse ist gegebenenfalls eine genaue Unterscheidung nach der Art der Verflechtung vorzunehmen. Zudem ist die Untersuchung für Aufsichtsratsmitglieder auf die Vertreter der Kapitalseite zu beschränken, da nur für sie eine Interessensvertretung für Anteilseigner - und damit eine Relevanz für diese Arbeit - angenommen werden kann. Schließlich sollen hier als "bedeutend" diejenigen Unternehmen gelten, die ebenfalls im DAX-Segment enthalten und daher ebenfalls Gegenstand dieser Untersuchung sind.

Als Hypothesen lassen sich entsprechend ableiten:

Hypothese 2.3.a: Die Berufung eines ehemaligen Vorstandsmitglieds als Aufsichtsratsmitglied erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion.

Hypothese 2.3.b: Die Abberufung eines ehemaligen Vorstandsmitglieds als Aufsichtsratsmitglied erzeugt eine positive abnormale Kursreaktion.

Hypothese 2.4.a: Die Berufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen DAX-Unternehmens ist, erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion.

Hypothese 2.4.b: Die Abberufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen DAX-Unternehmens ist, erzeugt eine negative positive Kursreaktion.

4.2.2 Unternehmensbeteiligung von Mitgliedern der Leitungsorgane

Wie bereits dargelegt, kann dem Corporate-Governance-Problem nicht nur mit der Überwachung durch das Aufsichtsgremium entgegengetreten werden, sondern auch mit einer Angleichung der Interessen von Aktionären und Management.⁶³⁸ Ein möglicher Mechanismus im Sinne einer solchen Angleichung ist der Erwerb bzw. Besitz von Unternehmensanteilen durch die als Agenten fungierenden Manager.⁶³⁹ Als Aktionäre sind sie von den finanziellen Konsequenzen ihrer Entscheidungen unmittelbar betroffen, woraus ein Anreiz zu stärker an den Interessen der Anteilseigner ausgerichteten Handlungen entstehen könnte.⁶⁴⁰

⁶³⁸ Vgl. Tirole, J. (2006): S. 27f.

⁶³⁹ Vgl. Agrawal, A. / Knoeber, C.R. (1996): S. 377.

⁶⁴⁰ Vgl. Chung, K.H. / Pruitt, S.W. (1996): S. 1137.

4.2.2.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

Grundsätzlich können Vorstände und Aufsichtsräte deutscher Aktiengesellschaften unbegrenzt Anteile an dem Unternehmen, für das sie tätig sind, erwerben. In dieser Hinsicht haben sie die gleichen Rechte wie alle übrigen geschäftsfähigen natürlichen Personen. Allerdings wird mit einer ganzen Reihe von gesetzlichen Regeln versucht, das aus dem unmittelbaren Zugang der Organmitglieder zu Unternehmensinformationen resultierende potenzielle Missbrauchspotenzial zu begrenzen und eine Benachteiligung der übrigen Aktionäre zu verhindern. Die Träger von unternehmensinternen Kenntnissen werdengemeinhin als Insider⁶⁴¹ bezeichnet. Ihnen ist gemeinsam, dass sie

"Nachrichten über oder aus Unternehmungen, deren Kapitalanteile an der Börse gehandelt werden, früher als die Mehrzahl der gegenwärtigen und potenziellen Anteilseigner erhalten, wenn nicht sogar selbst produzieren."⁶⁴²

Soweit es sich dabei um kursrelevante Nachrichten handelt, die der Allgemeinheit nicht zur Verfügung stehen und aufgrund derer die Insider Käufe oder Verkäufe von Aktien tätigen, wird von Insiderhandel gesprochen.⁶⁴³ Das Potenzial zur Schädigung der übrigen Anteilseigner und Aktienkäufer ist offenkundig.

Nachdem sich die in Deutschland seit den 1970er Jahren bestehenden freiwilligen Insiderhandelsrichtlinien, die von Vertretern der beteiligten Akteursgruppen in einem Arbeitskreis vereinbart worden waren, als nicht ausreichend erwiesen hatten, kam es mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz 1994 zu einer ersten gesetzlichen Regelung.⁶⁴⁴ Sie verbietet es den so genannten Primärinsidern, solche Insiderkenntnisse, die bei ihrem Bekanntwerden zur erheblichen Beeinflussung des Wertpapierkurses geeignet sind, im Zusammenhang mit dem Erwerb oder der Veräußerung von Wertpapieren zu nutzen.⁶⁴⁵ Zwar ermittelte die mit der Überwachung beauftragte BaFin in der Folge mehrere hundert Verdachtsfälle, zu rechtskräftigen Verurteilungen kam es jedoch lediglich in etwa 20 Fällen.⁶⁴⁶

Weitgehende Transparenz bezüglich der Tätigkeit von Geschäften mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens durch Mitglieder der Leitungsorgane herrscht allerdings erst seit der Einführung des § 15a WpHG zum 1.7.2002.⁶⁴⁷ Mitglieder der Leitungsorgane von Unternehmen, die börslich gehandelte Aktien emittiert haben, müssen den

⁶⁴¹ Der Begriff ist hier von der in Abschnitt 4.2.1 verwendeten Bezeichnung abzugrenzen, die sich auf das Verhältnis von Boardmitgliedern zum Unternehmen bezieht.

⁶⁴² Ballwieser, W. (1976): S. 231.

⁶⁴³ Vgl. Oberender, P. / Daumann, F. (1992): S. 256.

⁶⁴⁴ Vgl. Rau, M. (2004): S. 18.

⁶⁴⁵ Siehe § 13 Abs. 1 und § 14 Abs. 1 WpHG.

⁶⁴⁶ Vgl. Rau, M. (2004): S. 20.

⁶⁴⁷ Eine Ausnahme bildete das Bösensegment des Neuen Marktes, für das bereits seit dem 1.3.2001 eine Offenlegungspflicht für entsprechende Wertpapiergeschäfte bestand.

Erwerb oder die Veräußerung von Aktien, Wandelanleihen oder anderweitiger am Börsenkurs des eigenen Unternehmens ausgerichteten Wertpapiere unverzüglich an die BaFin und das zuständige Unternehmensregister melden.⁶⁴⁸ Inländische Emittenten haben die Geschäfte zudem gegenüber Medien, die für eine europaweite Publikation Sorge tragen können,⁶⁴⁹ zu veröffentlichen.⁶⁵⁰ Von der Meldepflicht ausgenommen sind Wertpapiergeschäfte bis zu einem Gegenwert von 5000 Euro pro Kalenderjahr.⁶⁵¹ Ursprünglich hatte die Bagatellgrenze bei 25000 Euro pro Monat gelegen. An dieser Höhe war verschiedentlich Kritik geübt worden, ebenso an der Ausnahme des Erwerbs von Wertpapieren als Vergütungsbestandteil oder aufgrund arbeitsvertraglicher Regelungen.⁶⁵² Beide Punkte sind später in einer EU-Richtlinie⁶⁵³ geregelt worden, die mit dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz zum 20.1.2007 in das WpHG übernommen wurden.⁶⁵⁴

Die in der ersten rechtsgültigen Version des Deutschen Corporate-Governance-Kodex formulierten, an die Gesetzgebung des Jahres 2002 angelehnten Anforderungen⁶⁵⁵ zur Bekanntgabe der Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern sind im Rahmen der Aktualisierung des Kodex 2007 mit Blick auf die gesetzliche Neuregelung entfernt worden. Verblieben ist die Empfehlung, im Corporate-Governance-Bericht der Gesellschaft über die Vorgaben des WpHG hinaus Auskunft über den Aktienbesitz der Organmitglieder zu geben, womit eine bedeutende Lücke der gesetzlichen Regelung geschlossen wird. Konkret sollen unternehmensseitig Angaben darüber gemacht werden, ob einzelne Organmitglieder mehr als 1% der ausgegebenen Aktien halten. Halten die Organmitglieder in der Summe mehr als 1% des Aktienbestands, soll dies nach den beiden Organen aufgeschlüsselt ebenfalls bekanntgegeben werden.⁶⁵⁶

Auch in den USA sind die Regelungen zum Aktienerwerb durch Organmitglieder mit Augenmerk auf potenziell missbräuchliche Geschäfte ausgestaltet. Explizite gesetzliche Regeln existieren allerdings erheblich länger als in Deutschland und reichen bis in die 30er Jahre des 20. Jahrhunderts zurück. Die Nutzung von nichtöffentlichen Informationen für Wertpapiergeschäfte ist seitdem untersagt,⁶⁵⁷ seit den 1980er Jahren sind die Strafen für Zuwiderhandlungen erheblich verschärft worden. Darüber

⁶⁴⁸ Siehe § 15a Abs. 1 WpHG.

⁶⁴⁹ Siehe http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/TransparenzRiL_Umsetzungsg/.

⁶⁵⁰ Siehe § 15a Abs. 4 WpHG.

⁶⁵¹ Siehe § 15a Abs. 1 WpHG.

⁶⁵² Vgl. Rau, M. (2004): S. 25 und S. 225.

⁶⁵³ Siehe Transparenzrichtlinie 2004/109/EG

⁶⁵⁴ Vgl. Diekmann, H. (2006): S. 1.

⁶⁵⁵ Siehe Abschnitt 6.6 DCGK (2003).

⁶⁵⁶ Siehe Abschnitt 6.6 DCGK (2007).

⁶⁵⁷ Siehe SEC Rule 10b-5.

hinaus unterliegen Organmitglieder mit ihren Wertpapiergeschäften umfassenden Publizitätsvorschriften, die, ganz unabhängig von der tatsächlichen Tätigkeit von Transaktionen, zunächst eine Erfassung von möglichen Insidern innerhalb von zehn Tagen nach Einnahme der meldepflichtigen Stellung vorsehen. Neben den Directors fallen hierunter weitere Führungskräfte sowie als "Beneficial Owners" klassifizierte Aktionäre mit einem Anteil von mindestens 10% an einer Wertpapierklasse.⁶⁵⁸ Seit dem Sarbanes-Oxley-Act von 2002 ist die Frist zur Pflichtmeldung an die SEC und die zuständige Börse für Wertpapiergeschäfte von Insidern auf zwei Tage verkürzt worden.⁶⁵⁹ Schließlich sind die als meldepflichtig klassifizierten Akteure zur jährlichen Bekanntgabe ihres Wertpapierbesitzes am eigenen Unternehmen verpflichtet.

Eine ausgesprochen weitgehende Regel zur Eindämmung des Insiderhandels bildet die Pflicht zur Abführung von Spekulationsgewinnen aus Geschäften mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens an den Emittenten.⁶⁶⁰ Sie gilt für innerhalb von sechs Monaten erzielte Erträge aus meldepflichtigen Transaktionen. Kurzfristige Spekulationsgewinne von Organmitgliedern werden also grundsätzlich als auf Insiderinformationen basierend angenommen. Von der obligatorischen Gewinnabführung ausgenommen sind lediglich solche Geschäfte, die sich auf im Rahmen von Vergütungsmodellen erworbene Wertpapiere beziehen, und auch dann nur bei Einhaltung weiterer Bedingungen. Es ist wenig überraschend, dass die Vorschrift zur Abführung von Spekulationsgewinnen in der Realität nur selten angewendet werden muss.⁶⁶¹

4.2.2.2 Stand der Forschung

Wirkmechanismus der Beteiligung von Organmitgliedern

Die Beteiligung von Organmitgliedern am Unternehmen wird in verschiedenen Studien als relevanter Corporate-Governance-Mechanismus identifiziert. Durch eine Beteiligung von Vorständen und Aufsichtsräten an dem Unternehmen, für das sie tätig sind, sollen ihre Interessen denjenigen der übrigen Unternehmenseigner ähnlicher werden. Einen solchen Zusammenhang unterstellen zunächst Jensen/Meckling (1976).⁶⁶² Der Alignment-Effekt einer Unternehmensbeteiligung ist demnach allerdings begrenzt. Er ergibt sich aus einem Optimierungskalkül des Managements, das eine Mischung aus Beteiligungseinkommen und geldwerten Vorteilen berücksichtigt. Der Zusammenhang zum Unternehmenswert ist in der folgenden Abbildung 8 dargestellt.

⁶⁵⁸ Siehe SEC Rule 16a-3 und SEC Act Section 16 (a).

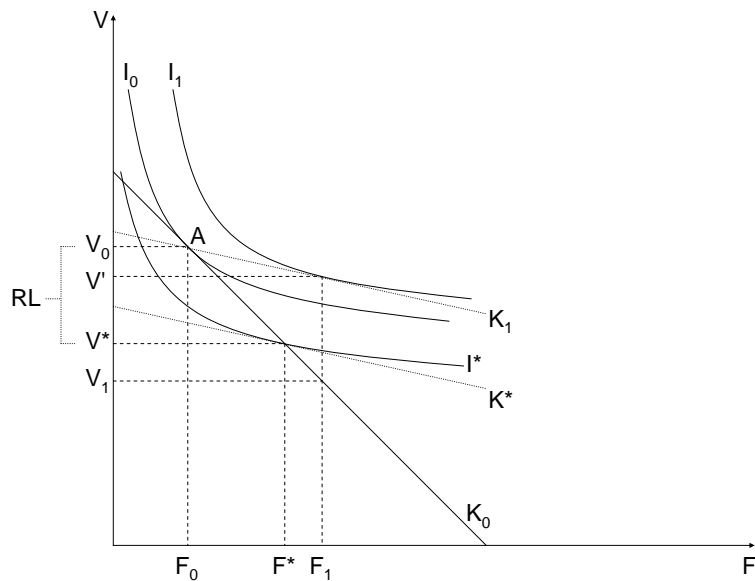
⁶⁵⁹ Siehe Sarbanes-Oxley Act of 2002.

⁶⁶⁰ Siehe SEC Act Section 16 (b); SEC Rule 16b-3.

⁶⁶¹ Vgl. Rau, M. (2004): S. 13.

⁶⁶² Vgl. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976): S. 313ff.

Abbildung 8: Wirkung einer Unternehmensbeteiligung des CEO auf den Unternehmenswert⁶⁶³



Der CEO wählt hier stets eine von seiner individuellen Präferenz (beispielhaft dargestellt in den Indifferenzkurven I_0 - I_1) abhängige Kombination aus Beteiligungseinkommen und den ihm vom Unternehmen zufließenden geldwerten Vorteilen. Verfügt der CEO über 100% der Aktien eines Unternehmens, geht ihm unter Vernachlässigung von Steuern der volle Gegenwert der gewünschten geldwerten Vorteile als Beteiligungseinkommen verloren. Die entsprechende Budgetgerade (K_0) weist deshalb die Steigung -1 auf. Bei einer gegebenen Präferenz I_0 ergibt sich im Optimum F_0 als Menge an geldwerten Vorteilen und V_0 als Firmenwert. Würde der CEO einen Teil seiner Aktien verkaufen und gelänge es dem neuen Anteilseigner, den Umfang der vom CEO konsumierten geldwerten Vorteile konstant zu halten, bliebe V_0 als Unternehmenswert erhalten. Angesichts des Optimierungskalküls des Managements und der einer Prinzipal-Agent-Beziehung inhärenten Informationsasymmetrie ist diese Annahme aber nicht realistisch. Mit einem Rückgang des Anteils des CEO am Unternehmen wird vielmehr das Gefälle der neuen Budgetgeraden (K_1) proportional flacher, da ihm pro Einheit an geldwerten Vorteil nur noch ein unterproportionaler Betrag an Beteiligungseinkommen verloren geht. Er kann deshalb eine Menge F_1 an geldwerten Vorteilen konsumieren, was zunächst lediglich mit einem seinem verbliebenen Unternehmensanteil proportionalen Beteiligungseinkommensverlust von $V_0 - V'$ verbunden ist, und erreicht damit ein höheres Nutzenniveau (I_1) als zuvor. In

⁶⁶³ In Anlehnung an Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976): S. 315.

der Folge würde allerdings der Unternehmenswert um den Wert von F_1 auf V_1 sinken.⁶⁶⁴

Ein rationaler Aktienerwerber wird die beschriebene Änderung im Verhalten des CEO antizipieren und deshalb beim Kauf nicht V_0 als Unternehmenswert ansetzen. Im neuen Optimum gleicht der gesunkene Unternehmenswert V^* gerade den Anstieg der Menge der vom CEO konsumierten geldwerten Vorteile F^* aus. Der durch den Anteilsverkauf verursachte Rückgang des Unternehmenswertes (RL) repräsentiert die Differenz zwischen idealer Wohlfahrts- und individueller Gewinnmaximierung und damit den Anteil der Agency-Kosten, der als Residualverlust bezeichnet wird.⁶⁶⁵ Im Umkehrschluss bedingt ein Anstieg des Unternehmensanteils des CEO einen Rückgang des optimalen Konsums geldwerter Vorteile und damit einen Anstieg des Unternehmenswertes.

Leland/Pyle (1977) postulieren einen weiteren Wirkmechanismus. Sie unterstellen einen positiven Signaleffekt des Aktienerwerbs durch Manager und entwickeln ein Modell, in dem deren Beteiligungsverhalten die Performance von Unternehmen erklärt. Aus ihrer Entscheidung für ein Aktienengagement lässt sich auf die Bewertung der zu finanzierenden Projekte durch die Agenten schließen.⁶⁶⁶

Allerdings vermuten nicht alle Autoren einen positiven Effekt von Unternehmensbeteiligungen durch Mitglieder der Leitungsgremien. Ein CEO, der über umfangreichen Anteilsbesitz an dem von ihm geleiteten Unternehmen verfügt, könnte erfolgreicher auf eine nachlässige Kontrolltätigkeit der übrigen Boardmitglieder hinwirken.⁶⁶⁷ Durch das Beteiligungsengagement von Insidern könnte außerdem die Wahrscheinlichkeit einer Unternehmensübernahme und damit die Wirksamkeit des marktlichen Kontroll-effektes zurückgehen.⁶⁶⁸ Zudem wirkt sich eine Beteiligung am Eigentum auf die Unterscheidung in In- und Outsider aus. Interessant ist hierbei die Frage, inwieweit ein kontrollierender Anteilseigner direkt auf die übrige Vorstandsebene einwirken kann und möglicherweise höhere Rückflüsse aus dem Unternehmen erhält als andere Aktionäre.⁶⁶⁹ Weiterhin könnte die Beteiligung des Managements auch als endogen determinierter, aus dem übrigen Vertragsgerüst resultierender Mechanismus interpretiert werden.⁶⁷⁰

⁶⁶⁴ Vgl. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976): S. 316f.

⁶⁶⁵ Vgl. Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976): S. 317ff.

⁶⁶⁶ Vgl. Leland, H.E. / Pyle, D.H. (1977): S. 371f.

⁶⁶⁷ Vgl. Faccio, M. / Lasfer, M.A. (1999): S. 2.

⁶⁶⁸ Vgl. Stulz, R.E. (1988): S. 51.

⁶⁶⁹ Vgl. Denis, D.J. / Denis, D.K. / Sarin, A. (1997): S. 196; Fama, E.F. / Jensen, M. C. (1983a): S. 338f.

⁶⁷⁰ Vgl. Himmelberg, C.P. / Hubbard, R.G. / Palia, D. (1999): S. 354; Jensen, G.R. / Solberg, D.P. / Zorn, T.S. (1992): S. 249f.

Empirische Untersuchungen

USA

Eine empirische Überprüfung der Theorien zum Beteiligungsengagement von Boardmitgliedern nehmen Mørck/Shleifer/Vishny (1988) vor. Sie untersuchen ein Sample von 371 im Jahr 1980 im Fortune-500-Index enthaltenen Unternehmen zunächst hinsichtlich der von Boardmitgliedern gehaltenen Anteile und setzen diese anschließend in Beziehung zu Tobin's Q als Maßzahl der Unternehmensbewertung. Für einen Anteilsbesitz des Boards zwischen 5% und 25% ergibt sich ein signifikant negativer Zusammenhang - Tobin's Q sinkt mit steigender Aktienhaltung durch die Directors. Bei Anteilen von unter 5% oder über 25% stellen die Autoren dagegen einen signifikant positiven Zusammenhang fest.⁶⁷¹ Dieses Ergebnis erweist sich auch bei einer getrennten Betrachtung der Anteile von Insidern und Outsidern als robust.⁶⁷² Ein spezifischer Effekt ergibt sich allerdings aus der Unternehmenshistorie: Ist die Familie des Unternehmensgründers im Board vertreten, wirkt sich dies bei Firmen mit einem Alter von unter 30 Jahren im Durchschnitt positiv aus, bei älteren Firmen, in denen der Gründer tendenziell nicht mehr präsent ist, hingegen negativ.⁶⁷³ Im Ergebnis sehen die Autoren für geringfügigen und umfangreichen Anteilsbesitz der Boardmitglieder die Konvergenz-, für eine Aktienhaltung zwischen 5% und 25% dagegen die Bereicherungshypothese tendenziell gestützt. Hinsichtlich der Kausalität liefern sie allerdings noch eine Reihe von Erklärungsansätzen, in denen der Unternehmensanteil als endogene Variable andere - stichhaltigere - Einflussgrößen begleitet. Der positive Effekt bei Anteilen unter 5% könnte etwa der Entlohnung mit Aktien und Aktienoptionen geschuldet sein. Anteile zwischen 5% und 25% sind womöglich mit Unternehmenseigenschaften korreliert, die die Bereicherung des Managements erleichtern. Oberhalb dieser Schwelle erscheint ein zusätzliches Bereicherungspotenzial eher unwahrscheinlich.⁶⁷⁴

Den Ergebnissen von Mørck/Shleifer/Vishny (1988) widersprechen die Resultate von McConnell/Servaes (1990) - zumindest, was den Verlauf des Zusammenhangs zwischen dem Unternehmenserfolg und einer Beteiligung des Managements angeht. Sie vergleichen jeweils mehr als 1.000 NYSE- und AMEX-börsennotierte Unternehmen der Jahre 1976 und 1986 bezüglich des Effektes des von Insidern gehaltenen Aktienanteils auf die Maßgröße Tobin's Q. Für beide Jahre ergibt sich ein klarer parabolischer Zusammenhang mit niedrigeren Werten für Q bei geringer oder umfangreicher Anteilshaltung des Managements. Der Maximalwert ist dabei auf einen Beteiligungswert von 37,6% im Jahr 1986 gefallen, nachdem er 1976 noch bei 49,4% gelegen hatte. Auffällig ist auch die Zunahme der Krümmung - offenbar ist die

⁶⁷¹ Vgl. Mørck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. (1988): S. 300f.

⁶⁷² Vgl. Mørck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. (1988): S. 308f.

⁶⁷³ Vgl. Mørck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. (1988): S. 311.

⁶⁷⁴ Vgl. Mørck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. (1988): S. 312.

Bedeutung des von Insidern gehaltenen Anteils für den Unternehmenswert über die Jahre gewachsen.⁶⁷⁵

Hermalin/Weisbach (1991) gehen in ihrer Studie zu den Effekten der Zusammensetzung von Boards zusätzlich auf Unternehmensbeteiligungen des Managements ein. Auch sie bestätigen eine Zunahme von Tobin's Q bei geringem Anteilsbesitz der Manager,⁶⁷⁶ sehen den Wendepunkt, ab dem der Anteilsbesitz schädigend wirkt, aber bereits bei 1% erreicht.⁶⁷⁷

Auch Barnhart/Marr/Rosenstein (1994) untersuchen nicht nur die Aktienbeteiligung des CEO, sondern des gesamten Board. Zudem beziehen sie kurzfristig fällige Aktienoptionen und Aktienerwerbspläne mit ein. Gegenstand der Studie sind 369 US-amerikanische Unternehmen des S&P 500-Indexes von 1990, die nicht der Finanz- oder der Versorgungsbranche zuzurechnen sind. Als Maßgröße des Unternehmenswertes wählen sie das Marktwert-Buchwert-Verhältnis des Jahres 1992.⁶⁷⁸ Die verschiedenen zum Einsatz kommenden ökonomischen Methoden führen zu einem zumindest tendenziell aussagekräftigen Bild. Demnach hat die Unternehmensbeteiligung der Organmitglieder im Durchschnitt einen positiven Effekt.⁶⁷⁹

Eine auf Fusionen und Akquisitionen beschränkte Untersuchung liefern Loderer/Martin (1997). Für 867 von solchen Transaktionen betroffenen US-amerikanischen Nicht-Finanz-Unternehmen im Zeitraum 1978-1988 können sie keinen Zusammenhang zwischen der Aktienhaltung von Organmitgliedern und der Performance der Unternehmen (gemessen als Tobin's Q) feststellen. Als Gründe erwägen sie einen möglicherweise begrenzten Handlungsspielraum des Managements zur Beeinflussung von Entscheidungen, eine Ausrichtung des Managerverhaltens an Wettbewerbsbedingungen auf Produkt- und Arbeitsmärkten oder dem Markt für Unternehmenskontrolle und schließlich schlicht eine Schädigung der übrigen Aktionäre.⁶⁸⁰

Himmelberg/Hubbard/Palia (1999) sehen die Vermutung eines positiven Effektes des Aktienengagements von Boardmitgliedern zwar tendenziell gestützt, sie finden aber vor allem Belege für ihre These, dass die Höhe der Beteiligungen zu einem großen Teil endogen determiniert ist. In ihrer Panel-Untersuchung betrachten sie etwa 600 in der Compustat-Datenbank verzeichnete US-amerikanische Unternehmen im Zeitraum 1982-1992. Als endogene Einflussgrößen der Beteiligungshöhe vermuten die Autoren unter anderem Unterschiede bei den Möglichkeiten zur Überwachung des Managements, die unternehmensindividuelle Bedeutung immaterieller Vermögenswerte und

⁶⁷⁵ Vgl. McConnell, J.J. / Serveas, H. (1990): S. 601ff.

⁶⁷⁶ Vgl. Hermalin, B.E / Weisbach, M. S. (1991): S. 108.

⁶⁷⁷ Vgl. Hermalin, B.E / Weisbach, M. S. (1991): S. 111.

⁶⁷⁸ Vgl. Barnhart, S.W. / Marr, M.W. / Rosenstein, S. (1994): S. 332.

⁶⁷⁹ Vgl. Barnhart, S.W. / Marr, M.W. / Rosenstein, S. (1994): S. 336f.

⁶⁸⁰ Vgl. Loderer, C. / Martin, K. (1997): S. 251f.

die jeweilige Stärke der Marktmacht.⁶⁸¹ Neben solchen allenfalls indirekt zu beobachtbaren Charakteristika beziehen sie auch einfacher zu bestimmende Faktoren mit ein, so etwa die Unternehmensgröße und die Ausgaben für Forschung und Entwicklung.⁶⁸² Für nahezu alle dieser Einflussgrößen können sie einen signifikanten Zusammenhang zur Unternehmensbeteiligung der Boardmitglieder nachweisen.⁶⁸³ Deren Wirkung als exogene Einflussgröße der Unternehmensperformance, gemessen als Tobin's Q, lässt sich dagegen unter Berücksichtigung der Erkenntnisse zur Endogenität nur eingeschränkt bestätigen.⁶⁸⁴

Einen interessanten Weg beschreiten Holderness/Kroszner/Sheehan (1999), die Daten zu den von Mitgliedern der Leitungsorgane gehaltenen Unternehmensanteilen der Jahre 1935 und 1995 vergleichen. Der durchschnittliche Anteil der von Insidern erworbenen Aktien liegt bei 13% der Marktkapitalisierung im Jahr 1935 und bei 21% im Jahr 1995.⁶⁸⁵ Hinsichtlich des Zusammenhangs zur Performance, hier gemessen als Marktwert-Buchwert-Verhältnis, kommen sie zu nahezu identischen Ergebnissen wie Mørck/Shleifer/Vishny (1988) - und dies für beide Untersuchungszeiträume.⁶⁸⁶ Die Autoren können weiterhin nachweisen, dass die verstärkte Haltung von Aktien des eigenen Unternehmens durch Organmitglieder nicht die Nutzung alternativer Corporate-Governance-Mechanismen ersetzt. Sie scheint eher ein Resultat der zunehmend anreizorientierten Entlohnung des Managements zu sein.⁶⁸⁷

Die bereits erwähnte Studie von Faccio/Lasfer (1999) widmet sich unter anderem auch der Frage nach der Wirkung einer Unternehmensbeteiligung von Boardmitgliedern. Untersucht werden 1650 britische Unternehmen im Zeitraum 1996-1997, allerdings vor allem hinsichtlich indirekter Wirkmechanismen. So schließen die Autoren, dass der Effekt einer Aktienbeteiligung des Managements von mehr als 12% negativ wird, da dann die Wahrscheinlichkeit einer Trennung der Funktionen von CEO und Chairman und der Berufung unabhängiger Boardmitglieder sinkt. Einen unmittelbaren Zusammenhang zum Unternehmenswert können sie hingegen nicht identifizieren.⁶⁸⁸ Diesen Wert bestätigen Short/Keasey (1999), die Daten für 225 in den Jahren 1988-1992 an der London Stock Exchange börsennotierte Firmen anhand der Methodik von Mørck/Shleifer/Vishny (1988) analysieren. Das Marktwert-Buchwert-Verhältnis steigt bis zu einem Anteil von etwa 12%, sinkt bis zu einem Anteil von 42% und steigt danach wieder an.⁶⁸⁹

⁶⁸¹ Vgl. Himmelberg, C.P. / Hubbard, R.G. / Palia, D. (1999): S. 357f.

⁶⁸² Vgl. Himmelberg, C.P. / Hubbard, R.G. / Palia, D. (1999): S. 364f.

⁶⁸³ Vgl. Himmelberg, C.P. / Hubbard, R.G. / Palia, D. (1999): S. 370f.

⁶⁸⁴ Vgl. Himmelberg, C.P. / Hubbard, R.G. / Palia, D. (1999): S. 381.

⁶⁸⁵ Vgl. Holderness, C.G. / Kroszner, R.S. / Sheehan, D.P. (1999): S. 441.

⁶⁸⁶ Vgl. Holderness, C.G. / Kroszner, R.S. / Sheehan, D.P. (1999): S. 459f.

⁶⁸⁷ Vgl. Holderness, C.G. / Kroszner, R.S. / Sheehan, D.P. (1999): S. 456ff.

⁶⁸⁸ Vgl. Faccio, M. / Lasfer, M.A. (1999): S. 25.

⁶⁸⁹ Vgl. Short, H. / Keasey, K. (1999): S. 93ff.

In ihrer Untersuchung zur Einführung so genannter "Giftpillen" stellen Malatesta/Walkling (1988) fest, dass die Evidenz von Maßnahmen zum Schutz vor feindlichen Übernahmen mit dem Unternehmensanteil des Managements zusammenhängt.⁶⁹⁰ Rational handelnde Manager werden "Poison Pills" genau dann adaptieren, wenn in ihrem Kalkül deren Nutzen die Kosten mindestens aufwiegt. Je höher der von den Managern gehaltene Aktienanteil ist, desto stärker sind sie von den negativen Auswirkungen der Schutzmaßnahmen betroffen. Die Autoren sehen ihre Hypothese klar bestätigt: Unternehmen, die "Poison Pills" einführen, weisen eine signifikant niedrigere Beteiligung des Managements auf als vergleichbare Firmen der jeweiligen Industrien.⁶⁹¹

Deutschland

Im Vergleich zu den umfangreichen Untersuchungen für den anglo-amerikanischen Raum erscheint die Forschungstätigkeit zur Beteiligung von Organmitgliedern in Deutschland abermals eher dünn. Dies mag der Tatsache geschuldet sein, dass eine Offenlegungspflicht für Insidergeschäfte hier erst seit 2002 besteht. Zudem werden zwar regelmäßig Änderungen in der Haltung von Wertpapieren des eigenen Unternehmens durch Organmitglieder gemeldet, aber nicht notwendigerweise auch die absoluten oder relativen gehaltenen Bestände.⁶⁹² Hinsichtlich der Wirkung von Unternehmensbeteiligungen von Organmitgliedern besteht mithin noch umfangreicher Spielraum für weitere Forschungstätigkeit, da tiefere Kenntnisse der Situation in Deutschland bislang fehlen.

Müller/Spitz-Oener (2006) liefern eine Untersuchung der Performancewirkung von Firmenbeteiligungen des Managements kleinerer und mittlerer deutscher Unternehmen, die nicht an einer Börse notiert sind. Als Datenbasis dient eine Panel-Befragung von 356 Firmen für die Jahre 1997-2000.⁶⁹³ Die unternehmensspezifische Performance wird dabei schlicht als die Summe der Meldungen einer positiven Performanceentwicklung abzüglich der Summe negativer Meldungen innerhalb eines Jahres gemessen.⁶⁹⁴ Die Autoren identifizieren einen signifikanten positiven Effekt der Beteiligung des Managements bis zu einem Anteilsumfang von etwa 40%, ohne für darüber hinausgehende Anteile eine signifikante Schädigung benennen zu können.⁶⁹⁵

⁶⁹⁰ Vgl. Malatesta, P.H. / Walkling, R.A. (1988): S. 366ff.

⁶⁹¹ Vgl. Malatesta, P.H. / Walkling, R.A. (1988): S. 374.

⁶⁹² In der Zusammenfassung des Berichtes zur Umsetzung des Deutschen Corporate-Governance-Kodex für das Jahr 2006 werden die in Abschnitt 6.6 gemachten Empfehlungen allerdings nicht explizit als neuralgisch bewertet. Andererseits werden nicht alle neuralgischen, d.h. von weniger als 90% der Unternehmen umgesetzten Empfehlungen namentlich aufgeführt. Vgl. v. Werder, A. / Talaulicar, T. (2007).

⁶⁹³ Vgl. Müller, E. / Spitz-Oener, A. (2006): S. 234.

⁶⁹⁴ Vgl. Müller, E. / Spitz-Oener, A. (2006): S. 238.

⁶⁹⁵ Vgl. Müller, E. / Spitz-Oener, A. (2006): S. 241f.

Eine weitere Ausnahme bildet die Arbeit von Rau (2004), der offenbar die erste systematische Auswertung der seit der Novelle des WpHG 2002 verfügbaren Informationen zu den Eigengeschäften von Organmitgliedern und deren Angehörigen ("Director's Dealings") liefert. Zielsetzung und Methodik der Untersuchung sind der vorliegenden Arbeit verwandt, auch wenn nicht explizit auf Corporate-Governance-Überlegungen rekurriert wird. Zum einen soll die Wahrnehmung entsprechender Unternehmensnachrichten am Kapitalmarkt betrachtet, zum anderen die von ihnen ausgehende Signalfunktion für die weitere Unternehmensentwicklung analysiert werden.⁶⁹⁶ Hierfür identifiziert der Autor 1229 Verkäufe (Gesamtvolumen ca. 1,2 Mrd. Euro) und 1675 Käufe (Gesamtvolumen ca. 561 Mio. Euro) von eigenen Aktien, die bei der BaFin gemeldet wurden.⁶⁹⁷ Für die Aktienkäufe werden signifikante abnormale Renditen von knapp 3% ermittelt, die innerhalb der ersten drei Monate nach dem Ereignis entstehen und danach konstant bleiben. Noch erheblich deutlicher ist das Ergebnis für die Aktienverkäufe: Hier beträgt die abnormale Rendite für die ersten drei Monate nahezu -21%, ebenfalls auf hoch signifikantem Niveau.⁶⁹⁸ Die Ergebnisse zeigen, dass Insider ihre Eigengeschäfte überwiegend vorteilhaft terminieren. Nach eher kurzfristigen, marktberinigenden Kursrückgängen werden Aktien erworben, nach Perioden mit Kurszuwachsen dagegen verkauft.⁶⁹⁹ Die Einführung von Kontrollvariablen ergibt ein detailliertes Bild der Insiderprofitabilität: So hat etwa die Unternehmensgröße bedeutenden Einfluss - bei kleinen Unternehmen sind die erzielten Überrenditen erheblich größer.⁷⁰⁰ Auch sind die Reaktionen auf Transaktionen mit niedrigen Volumina tendenziell stärker, etwa weil die übrigen Marktteilnehmer für umfangreichere Aktivitäten eher eine strategische Motivation vermuten,⁷⁰¹ weil große Bewegungen eher als Folge von aktienbasierten Vergütungsschemata betrachtet werden oder weil bei missbräuchlichen Transaktionen mit einer Aufteilung auf mehrere Orders ausgegangen wird.⁷⁰² Die Untersuchung erbringt mithin den Nachweis sowohl einer Wahrnehmung von Unternehmensnachrichten über Director's Dealings am Kapitalmarkt als auch der Signalfunktion bezüglich der weiteren Entwicklung von Unternehmen.⁷⁰³

Übersicht

Die folgende Tabelle 8 stellt die hier betrachteten Publikationen übersichtsartig dar.

⁶⁹⁶ Vgl. Rau, M. (2004): S. 32ff.

⁶⁹⁷ Vgl. Rau, M. (2004): S. 180.

⁶⁹⁸ Vgl. Rau, M. (2004): S. 192f.

⁶⁹⁹ Vgl. Rau, M. (2004): S. 201.

⁷⁰⁰ Vgl. Rau, M. (2004): S. 210f.

⁷⁰¹ Vgl. Rau, M. (2004): S. 215f.

⁷⁰² Vgl. Rau, M. (2004): S. 224.

⁷⁰³ Vgl. Rau, M. (2004): S. 222ff.

Tabelle 8: Übersicht Literatur zur Beteiligung von Organmitgliedern

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit- raum	Land	Sample	Ergebnis
Mørck/ Shleifer/ Vishny (1988)	Regres- sions- analyse	1980	USA	371 börsennotierte Unternehmen	Signifikant positiver Effekt auf Tobin's Q f. Beteiligungen v. Boardmitgliedern <5% u. >25%; signifikant negativer Effekt f. Beteiligungen zw. 5 u. 25%
Malatesta/ Walkling (1988)	Ereignis- studie	1982 - 1986	USA	118 börsennotierte Unternehmen (+ große Kontrollgruppe)	Negativer Zusammenhang zw. dem vom Management gehaltenen Unt.- Anteil u.d. Adaption v. "Giftpillen"
McConnell/ Servaes (1990)	Regres- sions- analyse	1976 u. 1986	USA	>1000 börsennotierte Unternehmen	Parabolischer Zusammenhang zw. Tobin's Q u. Beteiligungen v. Board- mitgliedern; Maximum v. Q wird bei Beteiligungssumme v. 37,6% erreicht
Hermalin/ Weisbach (1991)	Regres- sions- analyse	1971 - 1983	USA	142 börsennotierte Unternehmen	Positiver Effekt von Beteiligungen von Boardmitgliedern nur bis 1% Anteils- umfang
Barnhart/ Marr/ Rosenstein (1994)	Regres- sions- analyse	1990 / 1992	USA	369 börsennotierte Unternehmen	Im Durchschnitt positiver Effekt von Beteiligungen von Organmitgliedern auf das Marktwert-Buchwert-Verhältnis
Loderer/ Martin (1997)	Regres- sions- analyse	1978 - 1988	USA	867 in Fusionen oder Akquisitionen involvier- te Nicht-Finanz-Unter- nehmen	Kein Zusammenhang zw. Beteiligungen von Organmitgliedern und Tobin's Q
Himmelberg/ Hubbard/ Palia (1999)	Regres- sions- analyse	1982 - 1992	USA	600 börsennotierte Unternehmen	Tendenziell positiver Zusammenhang zw. Tobin's Q und Beteiligungen von Organmitgliedern; letztere sind aber endogen determiniert
Holderness/ Kroszner/ Sheehan (1999)	Regres- sions- analyse	1935 u. 1995	USA	Börsennotierte Unter- nehmen: - 1419 (1935) - 4202 (1995)	Signifikant positiver Effekt auf das Marktwert-Buchwert-Verhältnis bis 5% Anteil d. Management, signifikant negativer Zus.-hg. bis 25% Anteil
Faccio/ Lasfer (1999)	Regres- sions- analyse	1996 - 1997	GB	1650 börsennotierte Unternehmen	Nur indirekter positiver Zusammenhang zw. Anteil d. Mgmt. u. Performance bis 12%, darüber negativ
Short/Keasey (1999)	Regres- sions- analyse	1988- 1992	GB	225 LSE- börsennotierte Unternehmen	Marktwert-Buchwert-Verhältnis steigt bei zu Mgmt.-Anteilen bis 12% und über 42% und sinkt zw. 12% und 42%
Rau (2004)	Ereignis- studie	2002 - 2003	D	- 1229 Verkäufe - 1650 Käufe v. Aktien d. eig. Unt. d. Manager	Signifikant positive Renditen bei Kauf, stark signifikante negative Renditen bei Verkauf von Anteilen d. Manager

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit-raum	Land	Sample	Ergebnis
Müller/ Spitz-Oener (2006)	Regres-sions-analyse	1997 - 2000	D	356 nicht börsen-notierte Firmen	Signifikant positiver Zus.-hang z. Per-formance bis 40% Beteiligung d. Mgmt., darüber insignifikantes Erg.

4.2.2.3 Untersuchungsrelevante Ereignistypen

Die vorgestellten Untersuchungen führen beinahe durchweg zu statistisch signifikanten Ergebnissen. Besonders interessant ist das Ergebnis der Ereignisstudie von Rau (2004) zu Käufen und Verkäufen von Unternehmensanteilen durch Mitglieder der Leitungsorgane. Dabei erscheint eine Überprüfung der Ergebnisse anhand eines längeren Untersuchungszeitraums sinnvoll.

Relevante Ereignisse im Sinne dieser Untersuchung sind deshalb Meldungen über Aktienkäufe und Veräußerungen durch Vorstände und Mitglieder des Aufsichtsrates gemäß § 15a WpHG.

Den übrigen Studien zufolge spielt für den Zusammenhang zwischen dem Unternehmenserfolg und der Beteiligung des Management deren Gesamthöhe eine Rolle. Dies legt eine Einbeziehung des durch eine gemeldete Transaktion erreichten Gesamtanteils von Vorstand bzw. Aufsichtsrat am Unternehmen nahe.

Der Gesamtumfang der von Vorstand und Aufsichtsrat gehaltenen Anteile soll ebenso wie große Positionen einzelner Gremienmitglieder unter bestimmten Bedingungen jährlich im Corporate-Governance-Bericht publiziert werden.⁷⁰⁴ Allerdings ist zu bezweifeln, dass hieraus ein eigener Informationswert entsteht, da die vorausgehenden Transaktionen ja bereits für sich genommen meldepflichtig sind und zudem eine Verwässerung mit anderen Informationen aus dem Corporate-Governance-Bericht zu befürchten ist. Eine weitere Betrachtung der Auswirkung entsprechender Nachrichten soll daher in dieser Untersuchung unterbleiben.

Mit den identifizierten Ereigniskategorien verbinden sich folgende Hypothesen:

Hypothese 2.5.a: Der Kauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Vorstandsmitglieder erzeugt eine positive Kursreaktion.

Hypothese 2.5.b: Der Verkauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Vorstandsmitglieder erzeugt eine negative Kursreaktion.

Hypothese 2.6.a: Der Kauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Aufsichtsratsmitglieder erzeugt eine positive Kursreaktion.

⁷⁰⁴ Siehe Abschnitt 6.6 DCGK (2007).

Hypothese 2.6.b: Der Verkauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Aufsichtsratsmitglieder erzeugt eine negative Kursreaktion.

Bei einer Betrachtung der Beteiligung von Organmitgliedern am Unternehmen ergeben sich Überschneidungen zur Diskussion um die Entlohnung und die Zusammensetzung von Gremien. Letztlich geht es bei der Frage einer Unternehmensbeteiligung des Managements um eine durch unmittelbare Teilhabe am Erfolg oder Misserfolg des Unternehmens erreichte Anreizsetzung. Eine solche Erfolgsbeteiligung kann sich allerdings ebenso gut aus Vereinbarungen zur anreizorientierten Entlohnung ergeben, die im folgenden Unterabschnitt thematisiert werden.

4.2.3 Entlohnung von Mitgliedern der Leitungsorgane

Anhand spezifischer Entlohnungsschemata sollen Mitgliedern der Leitungsorgane Anreize zu Handlungen im Sinne der Aktionäre gesetzt werden. Damit soll eine Angleichung der Interessen der Organmitglieder an diejenigen der Unternehmenseigner erreicht werden. Anders als bei der unmittelbaren Beteiligung am Unternehmen entsteht für die Organmitglieder dabei meist keine nennenswerte Kapitalbindung.⁷⁰⁵ Auch ergibt sich eine andere Risikostruktur, wenn keine klassische Eigentümerrolle übernommen wird. Nicht zuletzt sind mit einer anreizorientierten Vergütung neue Missbrauchspotenziale verbunden, die einen angepassten regulatorischen Rahmen erfordern und Gegenstand vielfältiger wirtschaftswissenschaftlicher Forschungstätigkeit geworden sind.

4.2.3.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

Die rechtliche Basis für die Gewährung erfolgs- bzw. wertorientierter Vergütungsbestandteile an Organmitglieder börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften setzt sich aus einer Reihe verschiedener Normen zusammen. Sowohl für Vorstände wie für Aufsichtsräte sind zunächst Regelungen des Aktiengesetzes relevant. Hinsichtlich der Vergütungsbestandteile von Vorständen besteht beachtlicher Gestaltungsspielraum - namentlich benennt das Aktiengesetz "Gehalt, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsentgelte, Provisionen und Nebenleistungen jeder Art"⁷⁰⁶ sowie im weiteren Sinne auch "Ruhegehalt, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art"⁷⁰⁷ als mögliche Komponenten der Gesamtbezüge, wobei

⁷⁰⁵ Eine Kapitalbindung kommt selbstverständlich in dem Moment zustande, wo Organmitglieder unmittelbar mit Aktien, deren Zueignung womöglich mit einer Veräußerungssperre verbunden ist, entlohnt werden. Dieser Fall soll hier zwar Erwähnung finden, im Übrigen aber als Unternehmensbeteiligung im Sinne des vorhergehenden Abschnitts betrachtet werden.

⁷⁰⁶ Siehe § 87 Abs. 1 AktG.

⁷⁰⁷ Siehe § 87 Abs. 1 AktG.

diese Aufzählung als exemplarisch und keinesfalls abschließend zu verstehen ist.⁷⁰⁸ Sämtliche Vergütungsbestandteile unterliegen dem Gebot der Angemessenheit, zu dessen Einhaltung der Aufsichtsrat verpflichtet ist.⁷⁰⁹ Bezüglich des Begriffs der Angemessenheit besteht allerdings Rechtsunsicherheit, so dass sich aus dem Gebot keine tatsächliche Beschränkung der Bezahlung von Vorständen ergibt.⁷¹⁰

Zum absoluten Umfang oder zur relativen Bedeutung des fixen Anteils existieren keine gesetzlichen Vorgaben. Er wird grundsätzlich im Anstellungsvertrag des Vorstandsmitglieds geregelt und meist in gewissen Abständen angepasst.⁷¹¹ Die Zahlung von Tantiemen bleibt ebenfalls weitgehend unreglementiert. Denkbar ist hier die Beteiligung am Jahresgewinn, etwa auf Basis bilanzieller Werte oder des Vorsteuergewinns, aber auch an Umsätzen oder Dividenden orientierte Zahlungen. Schließlich kann eine Tantiemenzahlung auch nach dem billigen Ermessen des Aufsichtsrates bewilligt werden oder gar als garantierte (Mindest-)Zahlung Fixumcharakter erhalten, etwa um die bei fixen Gehaltskomponenten übliche Berücksichtigung bei der Berechnung von Ruhegeldbezügen zu vermeiden.⁷¹²

Aktienoptionen als Vergütungsbestandteil für Vorstände unterliegen dagegen umfangreicheren rechtlichen Vorgaben. Aus der Unternehmensförderungspflicht⁷¹³ ergibt sich die Beschränkung auf eine Bezahlung mit Call-Optionen. Die hierfür in den meisten Fällen erforderliche bedingte Kapitalerhöhung ist wiederum im Aktiengesetz geregelt. So sind im Beschluss der Hauptversammlung über die bedingte Kapitalerhöhung grundsätzlich der Zweck, der Kreis der Bezugsberechtigten sowie der Ausgabebetrag zu bestimmen.⁷¹⁴ Besteht der Zweck in der Gewährung von Bezugsrechten an Mitarbeiter bzw. Mitglieder der Geschäftsführung,⁷¹⁵ ist die Aufteilung der Bezugsrechte auf Mitglieder der Geschäftsführungen und Arbeitnehmer, Erfolgsziele, Erwerbs- und Ausübungszeiträume und Wartezeit für die erstmalige Ausübung zu regeln. Zu dem letzten Punkt ist eine Mindestfrist von zwei Jahren vorgeschrieben.⁷¹⁶ Von den genannten Vorschriften nicht betroffen sind so genannte virtuelle Optionen,⁷¹⁷ bei denen es sich de facto um am Aktienkurs des Unternehmens ausgerichtete Tantiemen handelt.⁷¹⁸

⁷⁰⁸ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 3.

⁷⁰⁹ Siehe § 87 Abs. 1 AktG.

⁷¹⁰ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 60.

⁷¹¹ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 4.

⁷¹² Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 5f.

⁷¹³ Abgeleitet aus § 76 Abs. 1 AktG. So wird bereits der private Erwerb von Put-Optionen als Verletzung des Vorstandsstellungsvertrags angesehen. Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 10.

⁷¹⁴ Siehe § 193 Abs. 2 S. 1-3 AktG.

⁷¹⁵ Gem. § 192 Abs. 2 S. 3 AktG.

⁷¹⁶ Siehe § 193 Abs. 2 S. 4 AktG.

⁷¹⁷ Siehe hierzu die Angaben im folgenden Unterabschnitt 4.2.3.2.

⁷¹⁸ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 12.

Über die Erläuterung der gesetzlichen Regelungen hinaus enthält der Deutsche Corporate-Governance-Kodex Empfehlungen zur Ausgestaltung der Vorstandsvergütung. Bei dem entsprechenden Unterabschnitt handelt es sich bezeichnenderweise um den umfangreichsten des gesamten Kodex. Empfohlen wird die Aufteilung der Gesamtvergütung in fixe und - auf Jahresbasis zu berechnende - variable Bestandteile. Als variable Komponenten werden eigene Aktien mit mehrjährigen Veräußerungssperren sowie echte und virtuelle Aktienoptionen namentlich genannt. Für Aktienoptionen wird der Ansatz "anspruchsvolle[r], relevante[r] Vergleichsparameter"⁷¹⁹ empfohlen, die nachträgliche Änderung der Erfolgsziele soll ausgeschlossen und eine Begrenzung der Erträge nach oben für den Fall außergewöhnlicher Entwicklungen vereinbart werden. Begrenzt werden sollen auch die Abfindungszahlungen für den Fall eines vorzeitigen Endes der Vorstandstätigkeit (auf zwei Jahresvergütungen) sowie für den Fall eines Kontrollwechsels (150% des Abfindungs-Caps).⁷²⁰

Die bereits in der ersten Version des Deutschen Corporate-Governance-Kodex geforderte individuelle Offenlegung der Vorstandsbezüge⁷²¹ ist nach der zögerlichen Akzeptanz durch die Unternehmen mittlerweile gesetzlich verpflichtend geregelt,⁷²² auch wenn weiterhin die Möglichkeit einer Umgehung der Publizitätspflicht durch einen mit 75% der Stimmen angenommenen Hauptversammlungsbeschluss gegeben ist.⁷²³ Mit der Änderung der Vorschriften zur bilanziellen Erfassung ist zudem die seit langem gestellte Forderung nach einer aufwandsgerechten Bewertung ausstehender Aktienoptionen erfüllt worden.⁷²⁴

Die Vergütung von Mitgliedern des Aufsichtsrats kann wahlweise in der Satzung oder per Beschluss der Hauptversammlung geregelt werden - oder aber auch vollständig unterbleiben.⁷²⁵ Für den Fall, dass eine am Jahresgewinn orientierte variable Vergütungskomponente gezahlt werden soll, enthält das Aktiengesetz eine zwingende Berechnungsvorgabe.⁷²⁶ Im Übrigen orientieren sich die Vorschriften zur Vergütung an denjenigen für Vorstandsmitglieder, mit einer Ausnahme bezüglich der Ausgabe von Aktienoptionen. Da Aufsichtsräte weder als Mitarbeiter noch als Mitglieder der Geschäftsführung im Sinne des § 192 Abs. 2 S. 3 des AktG gelten, stehen für eine

⁷¹⁹ Abschnitt 4.2.3 DCGK (2007).

⁷²⁰ Siehe Abschnitt 4.2.3 DCGK (2007).

⁷²¹ Siehe Abschnitt 4.2.4 DCGK (2003).

⁷²² Siehe § 285 S. 9 HGB.

⁷²³ Siehe § 286 S. 5 HGB.

⁷²⁴ Siehe Art. 1 Verordnung (EG) 211/2005 der Kommission; IFRS 2.

⁷²⁵ Siehe § 113 Abs. 1 AktG.

⁷²⁶ Siehe § 113 Abs. 3 AktG.

optionsorientierte Entlohnung nur die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen⁷²⁷ oder die schuldrechtliche Nachbildung von Optionsrechten zur Verfügung.⁷²⁸

Auf eine ausführliche Darstellung der rechtlichen Situation in den USA soll hier aus Platzgründen verzichtet werden. Hierfür spricht, dass die entsprechenden Gesetze auf bundesstaatlicher Ebene zwar vielfältig, aber letztlich nicht sehr restriktiv ausgelegt sind.⁷²⁹ Bisweilen wird versucht, über börsen- oder steuerrechtliche Regeln auf die Vergütung von Organmitgliedern einzuwirken. Erwähnenswert sind hier die Transparenzvorgaben der Securities and Exchange Commission, die eine Veröffentlichung der Bezüge für den CEO und die vier höchstbezahlten Executives vorsehen,⁷³⁰ sowie die Begrenzung des steuerlichen Ansatzes von Fixgehältern für die von SEC-Regeln betroffenen fünf höchstbezahlten Manager auf jeweils eine Million US-Dollar.⁷³¹

4.2.3.2 Stand der Forschung

Formen der anreiz- bzw. wertorientierten Entlohnung

Die Ausgabe von Aktien ermöglicht es einem Unternehmen, über die Bewertungs- und Kontrollaktivitäten der Aktionäre und des Kapitalmarktes eine zusätzliche Instanz zur Kontrolle des Managements zu etablieren. Der Wertpapierkurs der Firma wird die zur Verfügung stehenden Informationen stets zumindest teilweise reflektieren. Daraus ergibt sich die Möglichkeit, die Bezahlung des Managements mit der Entwicklung der Kapitalmarkt看wertung zu verknüpfen und dadurch zusätzliche Anreize für Anstrengungen des Managements zur Steigerung des Unternehmenserfolgs zu schaffen.⁷³²

Auch wenn davon ausgegangen wird, dass sich der Unternehmenserfolg grundsätzlich in der Unternehmensbewertung widerspiegelt und der Kapitalmarkt eine disziplinierende Funktion ausübt, bleibt das der Beziehung zwischen Unternehmens-eignern und Managern immanente Prinzipal-Agent-Problem grundsätzlich bestehen. Wenn ausgeschlossen werden kann, dass die Aktionäre die Aktivitäten des Managements vollständig direkt beobachten können, liegt eine asymmetrische Informationsverteilung vor. Dann kann die Kapitalmarktbewertung des Unternehmens als Schätzwert der Kombination aus den Anstrengungen des Managements und dessen Resultaten genutzt werden.⁷³³ Ein optimaler Vertrag wird dem Management, sofern dessen Handlungen anhand des beobachtbaren Ergebnisses als akzeptabel bewertet werden, einen Anteil an dem mit diesem Ergebnis verbundenen Erfolg zuweisen,

⁷²⁷ Siehe § 192 Abs. 2 S. 1 AktG.

⁷²⁸ Vgl. Hartmann, K. (2003): S. 37f.

⁷²⁹ Vgl. Berrar, C. (2001): S. 117.

⁷³⁰ Siehe SEC Releases No. 33-6966 und No. 34-32723.

⁷³¹ Siehe Section 162 (m) U.S. Internal Revenue Code.

⁷³² Vgl. Holmstrom, B. / Tirole, J. (1993): S. 679.

⁷³³ Vgl. Harris, M. / Raviv, A. (1979): S. 233.

andernfalls aber lediglich eine fixe Basiszahlung.⁷³⁴ Der Umfang des optimalen Anreizes hängt dabei von der Unsicherheit des Erfolgs und der Risikoaversion des Managements ab.⁷³⁵

Die Realität der Gestaltung von Arbeitsverträgen für Organmitglieder orientiert sich zumindest vordergründig an diesen theoretischen Vorgaben. So verzichtet keines der im Jahr 2007 im DAX30 enthaltenen Unternehmen auf erfolgsabhängige Vergütungsbestandteile.⁷³⁶ Für die Art und Weise der Verknüpfung von Unternehmenserfolg und Managemententlohnung stehen im Wesentlichen zwei Möglichkeiten zur Verfügung:

- Zunächst kann eine fixe Gehaltszahlung mit einer erfolgsabhängigen Bonuszahlung kombiniert werden. Solche Bonuszahlungen können an eine Kursentwicklung oder an andere, auch unternehmensinterne Kennzahlen⁷³⁷ gekoppelt werden und werden häufig im Rahmen der Dienstverträge der Organmitglieder vereinbart. Für die Vorstandschefs der DAX30-Unternehmen betrug der Anteil der Bonuszahlungen an der Gesamtvergütung im Jahr 2007 etwa 43%.⁷³⁸

Die konkrete Ausgestaltung hinsichtlich der Parameter, die den Anspruch auf Bonuszahlungen und deren Umfang begründen, wird allerdings üblicherweise nicht publiziert. Aktionäre können deshalb im Regelfall keine Kenntnisse über das Ausmaß der Orientierung am Unternehmenswert beziehungsweise über die Erfolgsdefinition und damit den Beitrag der Bonuszahlung zur Überwindung von Agency-Problemen erlangen. Damit ist diese Form der anreizorientierten Entlohnung für die im Rahmen der vorliegenden Arbeit durchzuführende Untersuchung nicht relevant.

- Von Bedeutung für diese Arbeit ist dagegen womöglich die zweite Möglichkeit zur Erfolgsorientierung der Vergütung, die in Form von Eigenkapitalinstrumenten erfolgt. Anders als bei Bonuszahlungen ist hierbei die Bezugsgröße - die Unternehmensbewertung am Kapitalmarkt - in der Natur der Instrumente angelegt. Unterschieden werden echte und virtuelle Eigenkapitalinstrumente, zudem können sie einen Aktien- oder einen Optionscharakter aufweisen.

Eine Übersicht über Gestaltungsmöglichkeiten der wertorientierten Entlohnung und die Formen von Eigenkapitalinstrumenten liefert die folgende Abbildung 9.

⁷³⁴ Vgl. Harris, M. / Raviv, A. (1979): S. 257.

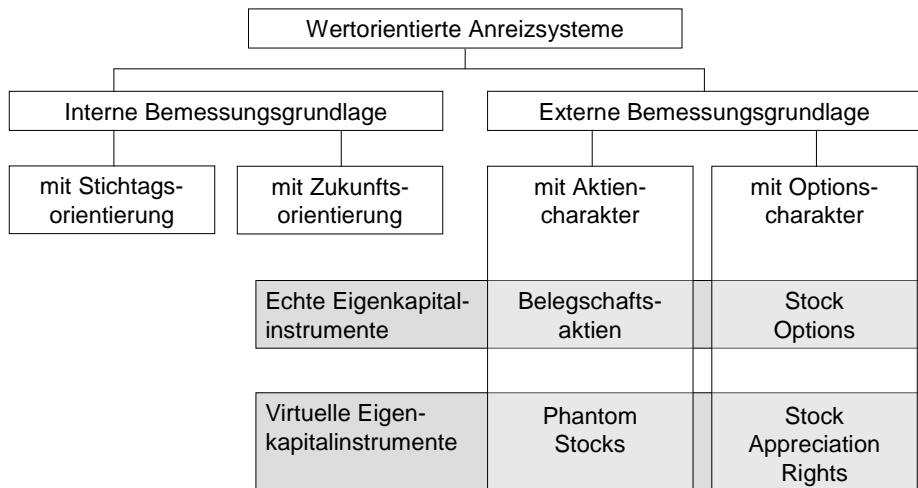
⁷³⁵ Vgl. Laux, H. (1988): S. 36.

⁷³⁶ O.V. (2008): S. 11.

⁷³⁷ Vgl. Kramer, A. (2002): S. 19.

⁷³⁸ O.V. (2008): S. 11.

Abbildung 9: Wertorientierte Anreizsysteme und Formen von Eigenkapitalinstrumenten⁷³⁹



Eigenkapitalinstrumente mit Aktiencharakter

Echte Eigenkapitalinstrumente beeinflussen die Eigenkapitalpositionen eines Unternehmens tatsächlich insofern, als Eigenkapitalansprüche umverteilt werden oder aber neu entstehen. Sie erfordern deshalb den Beschluss entsprechender Kapitalmaßnahmen durch die Hauptversammlung. Virtuelle Eigenkapitalinstrumente bilden dagegen die Wertentwicklung von echten Eigenkapitalinstrumenten lediglich nach, eine gesellschaftsrechtliche Absicherung ist hierbei nicht notwendig.⁷⁴⁰

Ein echtes Eigenkapitalinstrument ist die unmittelbare Entlohnung mit Unternehmensanteilen. Das Unternehmen kann zur Beschaffung der hierfür benötigten Aktien eine Kapitalerhöhung durchführen oder als Käufer eigener Anteile am Kapitalmarkt auftreten. Anders als im Fall von Aktienoptionen werden die Organmitglieder hier direkt zu stimm- und dividendenberechtigten Miteigentümern, die dem gleichen Risiko wie die übrigen Aktionäre ausgesetzt sind. Die Verknüpfung der Übergabe der Aktien mit langen Haltefristen soll einen Anreiz zu Anstrengungen des Managements im Sinne einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung schaffen. Weiterhin kann vereinbart werden, dass erhaltene Aktien von den Organmitgliedern im Falle des Ausscheidens vor Ablauf eines bestimmten Zeitraums an das Unternehmen zurückzugeben sind. Denkbar ist zudem eine mittelbare Entlohnung mit Aktien, bei der eine Barvergütung zweckgebunden für den Erwerb von Anteilen des eigenen Unternehmens ausgezahlt

⁷³⁹ In Anlehnung an Kramer, A. (2002): S. 24; Egner, T. (2004): S. 46.

⁷⁴⁰ Vgl. Egner, T. (2004): S. 45f.

wird.⁷⁴¹ Mit der Entlohnung durch Aktien entsteht eine Unternehmensbeteiligung im Sinne des vorhergehenden Abschnitts 4.2.2, weshalb eine erneute Betrachtung hier unterbleiben soll.

Ein ähnliches Ergebnis wie mit der unmittelbaren Entlohnung mit Aktien wird mit der Nachbildung der Aktienkursentwicklung in einem variablen Vergütungsbestandteil erreicht. Den Organmitgliedern wird dabei eine bestimmte Zahl an Aktien zu dem aktuellen oder einem günstigeren Kurs als Buchwert gutgeschrieben. Eine tatsächliche Vergütung erfolgt aber erst dadurch, dass den Begünstigten nach Ablauf eines festgelegten Zeitraums der Wertzuwachs des fiktiven Depots ausbezahlt wird.⁷⁴² Bei Phantom Stocks handelt es sich mithin um ein virtuelles Eigenkapitalinstrument. Aus Sicht des Unternehmens ist deren Nutzung zur Entlohnung im Vergleich zur Verwendung echter Aktien mit einem geringeren Aufwand verbunden, da der stark regulierte Prozess zur Anteilsbeschaffung vermieden wird. Allerdings entfallen bei Phantom Stocks die - möglicherweise erwünschte - Kapitalbindung auf Seiten der Organmitglieder und die mit Aktien verbundenen Eigentümerrechte. Aus Corporate-Governance-Sicht problematisch ist die Umgehung der Hauptversammlung, die lediglich bei der Verwendung echter Aktien zwingend eingebunden werden muss.⁷⁴³

Eigenkapitalinstrumente mit Optionscharakter

Den wertorientierten Entlohnungsvarianten mit Aktiencharakter stehen solche mit Optionscharakter gegenüber. Aktienoptionen und Stock Appreciation Rights (SAR) haben als Form der erfolgsabhängigen Entlohnung zwischenzeitlich große Bekanntheit und Verbreitung erlangt.⁷⁴⁴ Ähnlich wie aktienbasierte Entlohnungsformen ermöglichen Optionen den Organmitgliedern eine Partizipation am Erfolg der Anteilseigner.

Aktienoptionen geben dem Empfänger das Recht, zu einem definierten Zeitpunkt oder in einem definierten Zeitraum Aktien zu einem bestimmten Preis zu erwerben. Die Entlohnung mit Optionen besteht deshalb aus zwei Schritten. Im ersten Schritt wird dem Begünstigten das Optionsrecht eingeräumt, im zweiten Schritt folgt die Ausübung oder der Verfall der Option.⁷⁴⁵ Im Regelfall werden den Organmitgliedern die Optionen unentgeltlich zur Verfügung gestellt.⁷⁴⁶ Bereits mit der Zuweisung der Optionen erhält der Empfänger einen wirtschaftlich messbaren Wert, weshalb schon diesem ersten Schritt Vergütungscharakter zukommt.⁷⁴⁷ In ihrer Konzeption unterscheiden sich die zur Entlohnung eingesetzten Varianten grundsätzlich nicht von kapitalmarktüblichen Call-Optionen. Zur Wahrung der Anreizkompatibilität werden allerdings häufig speziel-

⁷⁴¹ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 14ff.

⁷⁴² Vgl. Kramer, A. (2002): S. 33f.

⁷⁴³ Vgl. Egner, T. (2004): S. 70f.

⁷⁴⁴ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 7.

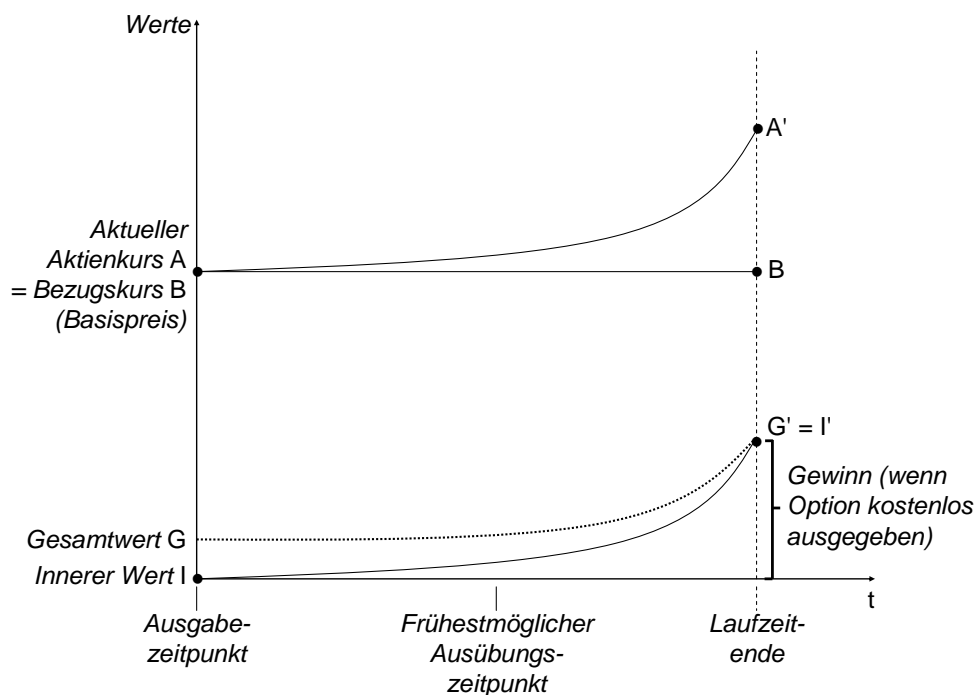
⁷⁴⁵ Vgl. Egner, T. (2004): S. 56.

⁷⁴⁶ Vgl. Deutschmann, K. (2000): S. 56, zitiert nach Heins, J.-C. (2006): S. 10.

⁷⁴⁷ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 9.

le Anpassungen hinsichtlich der Laufzeit, der Handelbarkeit und möglicher Sperr- oder Ausübungsfristen vorgenommen.⁷⁴⁸ Als Hürden können zudem Anforderungen an die relative Wertentwicklung der Aktie im Verhältnis zu Vergleichsindizes oder zu Konkurrenzunternehmen integriert werden.⁷⁴⁹ Schließlich kann den Organmitgliedern eine Haltefrist für im Rahmen von Optionsprogrammen erworbene Aktien auferlegt werden.⁷⁵⁰ Wie bei der Variante einer unmittelbaren Bezahlung mit Aktien muss das Unternehmen diese Aktien zum Zeitpunkt der Ausübung der Option entweder am Kapitalmarkt erwerben oder in Form einer Kapitalerhöhung neu emittieren.⁷⁵¹ Denkbar ist außerdem der Erwerb der Optionen durch das Unternehmen zum Ausgabezeitpunkt.⁷⁵² Die typische Struktur einer Call-Option ist in der folgenden Abbildung 10 dargestellt.

Abbildung 10: Struktur einer Call-Aktienoption⁷⁵³



Der Innere Wert I der Option wächst analog zum Anstieg des Aktienkurses A über den Basispreis B . Der Zeitwert der Option als über den Inneren Wert hinausgehender Unterschiedsbetrag zum Gesamtwert G geht mit abnehmender Restlaufzeit zurück.

⁷⁴⁸ Vgl. Egner, T. (2004): S. 56.

⁷⁴⁹ Vgl. Jensen, M.C. / Murphy, K.J. / Wruck, E.G. (2004): S. 60f.

⁷⁵⁰ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 11.

⁷⁵¹ Vgl. Conyon, M.J. / Murphy, K.J. (2002): S. 626f.

⁷⁵² Vgl. Egner, T. (2004): S. 63.

⁷⁵³ In Anlehnung an Egner, T. (2004): S. 58.

Zum Ende der Optionslaufzeit entspricht der Innere Wert dem Gesamtwert der Option.⁷⁵⁴

Auch das reale Eigenkapitalinstrument der Aktienoption kann virtuell nachgebildet werden. Dies geschieht mittels Stock Appreciation Rights, bei denen zum Ausübungszeitpunkt keine Aktienlieferung erfolgt, sondern die Differenz zwischen dem Kurswert und dem vereinbarten Basispreis bar ausbezahlt wird. Ein Erwerb von Gesellschaftskapital findet dabei allerdings nicht statt. Als besonders problematisch können sich die aus SAR-Programmen resultierenden Liquiditätsabflüsse erweisen.⁷⁵⁵ Gerade in außergewöhnlich erfolgreichen Perioden können die Zahlungen an das Management Umfänge erreichen, die neben einer Belastung des Jahresergebnisses auch Refinanzierungskosten bedingen.⁷⁵⁶

Inwieweit durch Entlohnungssysteme mit Optionscharakter das Ziel einer weitgehenden Anreizkompatibilität erreicht wird, hängt mithin stark von der konkreten Ausgestaltung der entsprechenden Programme ab. Grundsätzlich erscheinen Aktienoptionen als geeignetes Instrument zur Angleichung von Manager- und Aktionärsinteressen, sofern der Anteil an der Gesamtentlohnung ausreichend groß ist, um bei einer den Aktionärsinteressen zuwiderlaufenden Ausnutzung von Informationsasymmetrien regelmäßig eine Selbstschädigung der Begünstigten auszulösen.⁷⁵⁷

Eine alternative Sichtweise, bisweilen als "Managerial Power Approach"⁷⁵⁸, "Skimming View"⁷⁵⁹ oder auch als Schädigungshypothese bezeichnet, macht die anreizorientierte Entlohnung selbst zum Gegenstand des Prinzipal-Agent-Problems. Die vertragstheoretische Perspektive, die von einer Anreizkompatibilität der Entlohnung ausgeht, ergänzt sie um die Vermutung eines "Rent Seeking" durch die Manager.⁷⁶⁰

"Compensation arrangements might be shaped both by market forces, which push toward value-maximizing arrangements, and by managerial influence, which pushes toward departures from optimal arrangements in directions favorable to managers. The managerial power approach simply claims that these departures from value-maximizing arrangements are substantial and that compensation practices thus cannot be adequately explained by optimal contracting alone."⁷⁶¹

⁷⁵⁴ Vgl. Egner, T. (2004): S. 58.

⁷⁵⁵ Vgl. Egner, T. (2004): S. 72.

⁷⁵⁶ Vgl. Kramer, A. (2002): S. 35f. Kramer verweist auf das Beispiel der SAP AG, deren SAR-Programm für die Jahre 1999-2001 das Ergebnis für das Jahr 2000 um 41% verringert hat. Allerdings hat der Aktienkurs stark auf die Bekanntgabe des Programms reagiert - andernfalls wäre die Belastung erheblich höher ausgefallen.

⁷⁵⁷ Vgl. Egner, T. (2004): S. 59.

⁷⁵⁸ Bebchuk, L.A. / Fried, J. (2003): S. 4.

⁷⁵⁹ Bertrand, M. / Mullainathan, S. (2000): S. 3.

⁷⁶⁰ Vgl. Core, J.E. / Holthausen, R.W. / Larcker, D. (1999): S. 372.

⁷⁶¹ Bebchuk, L.A. / Fried, J. (2003): S. 6.

Begrenzt würde die Ausbeutung der Anteilseigner durch das Management hierbei lediglich durch die zur Verfügung stehenden Finanzmittel, die Gefahr einer feindlichen Übernahme⁷⁶² oder durch die als eher unwahrscheinlich angesehene Möglichkeit eines Aufbegehrens seitens der Aktionäre.⁷⁶³

Vor dem Hintergrund dieser konkurrierenden Perspektiven erscheint eine Untersuchung von Entlohnungsschemata und ihren Wirkungen aus Corporate-Governance-Sicht überaus interessant. Gleichzeitig ist absehbar, dass kontroverse Ergebnisse eine Entscheidung über die Relevanz für diese Untersuchung erschweren werden.

Empirische Untersuchungen

USA

Die aktienbasierte Bezahlung des Managements US-amerikanischer Unternehmen hat seit den 90er Jahren stark zugenommen. So sind etwa die fixen Zahlungen an die CEOs von im S&P 500-Index enthaltenen Unternehmen zwischen 1992 und 1998 nahezu gleich geblieben, die aktienbasierten Gehaltskomponenten haben ihren Wert dagegen vervierfacht.⁷⁶⁴ Ausgelöst wurde diese Entwicklung u.a. durch die bereits erwähnte gesetzliche Regelung, die die steuerliche Buchung von fixen Gehaltszahlungen als Aufwand durch Unternehmen dem absoluten Umfang nach limitiert.⁷⁶⁵ Im Zeitraum 1993-2003 hat die Gesamtvergütung der jeweils fünf höchstbezahlten Manager der in den S&P 500- (Blue Chips), 400- (Mid Caps) und 600-Indizes (Small Caps) enthaltenen Unternehmen um etwa 150% zugenommen.⁷⁶⁶ Auch nach einer Bereinigung um Wachstumseffekte beim Unternehmenserfolg, bei der Firmengröße und weiteren Einflüssen verbleibt ein Anstieg um etwa 100%.⁷⁶⁷ Während der Anteil der fixen Bezüge um etwa 30% zugenommen hat, stieg die aktienbasierte Vergütung vor dem Hintergrund der Kapitalmarktbebewegungen bis zum Jahr 2000 auf mehr als das fünffache des Wertes von 1993, um dann aufgrund der Börsenentwicklung auf etwa das dreifache zurückzugehen.⁷⁶⁸

Jensen/Murphy (1990) untersuchen zwei Samples börsennotierter Unternehmen aus den Perioden 1934-1938 (ca. 700 Firmen) und 1983-1988 (ca. 1.400 Firmen) hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen Entlohnungshöhe und Unternehmensperformance. Nach methodischen Einschränkungen verbleiben für das zweite Sample noch 430 Firmen, für deren CEOs eine Kennzahl zur Abhängigkeit der Entlohnung vom Unternehmenswert, der Langzeiteffekt erfolgsabhängiger Zahlungen sowie eine

⁷⁶² Vgl. Bertrand, M. / Mullainathan, S. (2000): S. 3.

⁷⁶³ Vgl. Bebchuk, L.A. / Fried, J. (2004): S. 64f.

⁷⁶⁴ Vgl. Conyon, M.J. / Murphy, K.J. (2002): S. 627.

⁷⁶⁵ Vgl. Perry, T. / Zenner, M. (2001): S. 468; Conyon, M.J. / Murphy, K.J. (2002): S. 639.

⁷⁶⁶ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 285.

⁷⁶⁷ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 287.

⁷⁶⁸ Vgl. Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): S. 290.

grobe Bewertung der Entlohnung mit Aktienoptionen berechnet werden. Weiterhin wird bestimmt, wie sich die Entlassung eines CEOs nach Jahren mit schlechter Unternehmensperformance auf dessen Vermögen auswirkt, um den Anreiz zu guter Leistung zur Vermeidung einer Entlassung zu kalkulieren. Schließlich wird der Vermögenseffekt aus dem Aktienbesitz der CEOs berücksichtigt.⁷⁶⁹ Die Autoren errechnen einen Gesamteffekt von 0,99 bis 5,87 US-Dollar pro 1000 US-Dollar Unternehmenswertzuwachs für die beiden mittleren Quartile der untersuchten Unternehmen und von 2,59 US-Dollar für das Median-Unternehmen. Wird der Vermögenseffekt der Aktienhaltung ignoriert, verbleibt eine Bandbreite von 0,43 bis 2,66 US-Dollar für die mittleren Quartile und von 1,29 US-Dollar für das Median-Unternehmen.⁷⁷⁰ Die Autoren schließen daraus, dass CEOs zu wenig Anreize zu herausragenden Leistungen geboten werden und dass die Wahrscheinlichkeit einer Entlassung wegen mangelnden Erfolgs zu niedrig ist. Insbesondere beklagen sie, dass Einkommensrückgänge für einfache Beschäftigte wesentlich wahrscheinlicher sind als für CEOs.⁷⁷¹ Für das erste Sample (1934-1938) ergibt sich eine höhere Variabilität der CEO-Bezüge, woraus die Autoren auf einen stärkeren Zusammenhang zwischen Entlohnung und Unternehmenserfolg schließen. Allerdings vermeiden sie Kritik im Sinne eines Missbrauchsvorwurfs an die zeitgenössischen Manager, die sich als logische Schlussfolgerung aus ihren Erkenntnissen ergeben müsste.⁷⁷² Etwas kurzsichtig erscheint zudem ihr Einwand gegen den in der Öffentlichkeit erhobenen Vorwurf, CEOs bezögen Rekordgehälter. Anhand eines Vergleichs mit dem ersten Sample möchten die Autoren nachweisen, dass inflationsbereinigt die Vorstandsbezüge gesunken seien.⁷⁷³ Dies mag vordergründig stimmen, unberücksichtigt bleibt hierbei allerdings der Umstand, dass in den 1930er Jahren ein Paradigmenwechsel in der US-amerikanischen Wirtschaft stattgefunden hat, der bis in die 1970er Jahre die Verteilung der Unternehmenserträge zwischen Management und einfachen Arbeitnehmern zugunsten letzterer beeinflusst hat.

Eine der wenigen Studien mit klar positivem Ergebnis liefert Mehran (1995), der ein Sample von 153 zufällig aus der Compustat-Datenbank ausgewählten börsennotierten US-Unternehmen anhand der Performancekennzahl Tobin's Q untersucht. Allerdings betrachtet er den Anteilsbesitz und die ausstehenden Aktienoptionen des CEO gemeinsam, so dass sich eine eindeutige Zuordnung zum Mechanismus der anreizorientierten Entlohnung schwierig gestaltet.⁷⁷⁴

⁷⁶⁹ Vgl. Jensen, M.C. / Murphy, K.J. (1990): S. 147ff.

⁷⁷⁰ Vgl. Jensen, M.C. / Murphy, K.J. (1990): S. 141.

⁷⁷¹ Vgl. Jensen, M.C. / Murphy, K.J. (1990): S. 144f.

⁷⁷² Vgl. Bebchuk, L.A. / Fried, J. (2003): S. 6.

⁷⁷³ Vgl. Jensen, M.C. / Murphy, K.J. (1990): S. 145f.

⁷⁷⁴ Vgl. Mehran, H. (1995): S. 175ff.

Den Zusammenhang zwischen der Entlohnung des CEO und einer Reihe unternehmensspezifischer Charakteristika und Performancegrößen untersuchen Core/Holthausen/Larcker (1999) für ein in den Jahren 1982-1984 erhobenes Sample aus 205 Firmen.⁷⁷⁵ Während sie für die Gesamtkapitalrendite keinen signifikanten Zusammenhang ermitteln können, ergibt sich für den Kapitalmarkterfolg eine signifikante positive Korrelation. Schon in den 80er Jahren haben aber offenbar firmenspezifische Faktoren erheblichen Einfluss auf die CEO-Vergütung gehabt. So weisen alle Variablen, die über die Struktur des Boards einen vermuteten negativen Einfluss auf die Überwachungsqualität haben, eine signifikant positive Wirkung auf die CEO-Entlohnung auf. Hierzu gehören die Boardgröße, der Anteil der Outside Directors mit weiteren Mandaten oder der Anteil der Outside Directors, die mindestens 70 Jahre alt sind. Verfügt der CEO oder ein anderes als Insider zu klassifizierendes Boardmitglied über mindestens 5% der Unternehmensanteile, sinkt die CEO-Entlohnung signifikant. Dies gilt auch, wenn ein Outsider einen entsprechenden Anteil hält.⁷⁷⁶ Die Autoren untersuchen weiterhin, ob höhere Zahlungen an CEOs womöglich weniger durch einen Mangel bei anderen Corporate-Governance-Mechanismen als vielmehr durch eine schwierige Unternehmenssituation zustande kommen, für deren Überwindung ein besonders qualifizierter CEO motiviert werden muss. Demnach könnte eine hohe Entlohnung des CEO mit einem höheren zukünftigen Unternehmenserfolg einhergehen. Die Ergebnisse sind hier allerdings eindeutig: Die CEO-Vergütung ist signifikant negativ mit den Kapitalrenditen und dem Kapitalmarkterfolg nach einem, drei und fünf Jahren korreliert.⁷⁷⁷ Die Autoren sehen deshalb die Schädigungshypothese bestätigt.⁷⁷⁸ Es gelingt demnach nicht, über die CEO-Entlohnung die divergierenden Interessen von Aktionären und Unternehmensleitung anzugleichen.

Mit der möglichen Schädigung der Aktionäre durch das Management beschäftigen sich auch Bertrand/Mullainathan (2000). Sie untersuchen anhand zweier Samples, wie stark die Bezahlung von CEOs von außerhalb ihres Einflusses liegenden Faktoren abhängt. Zunächst betrachten sie 51 US-amerikanische Unternehmen der Erdölindustrie im Zeitraum zwischen 1977 und 1994. Es zeigt sich, dass Performanceerfolge, die sich aus unternehmensspezifischen Leistungen ergeben und solche, die auf Veränderungen des Ölpreises basieren, die Entlohnung der CEOs gleichermaßen beeinflussen.⁷⁷⁹ Anschließend werden 792 Unternehmen in den Jahren 1984-1991 untersucht. Als von den CEOs nicht beeinflussbare Ursache des Unternehmenserfolgs werden branchenspezifische Entwicklungen und Wechselkursänderungen betrachtet - letztere allerdings lediglich für den Groß- und Einzelhandels-

⁷⁷⁵ Vgl. Core, J.E. / Holthausen, R.W. / Larcker, D. (1999): S. 377.

⁷⁷⁶ Vgl. Core, J.E. / Holthausen, R.W. / Larcker, D. (1999): S. 385ff.

⁷⁷⁷ Vgl. Core, J.E. / Holthausen, R.W. / Larcker, D. (1999): S. 393ff.

⁷⁷⁸ Vgl. Core, J.E. / Holthausen, R.W. / Larcker, D. (1999): S. 396.

⁷⁷⁹ Vgl. Bertrand, M. / Mullainathan, S. (2000): S. 12ff.

sektor, da hier der Einfluss von Währungseffekten naturgemäß besonders groß ist.⁷⁸⁰ Alle Untersuchungsansätze führen zum selben Ergebnis: Die Ursache des Unternehmenserfolgs beeinflusst die Höhe der Entlohnung der CEOs nicht. Ob Gewinne durch Anstrengungen des Managements oder durch schicksalhafte Entwicklungen - von den Autoren schlicht als "Glück" bezeichnet - zustande kommen, wird in der Entlohnung des Managements nicht reflektiert. Die nicht dem Management zuzurechnenden "Glücks-"Erträge stehen als Risikoprämie aber eigentlich den Anteilseignern zu.⁷⁸¹ Abschließend untersuchen die Autoren, inwieweit die Vertretung eines Großaktionärs im Board of Directors - hier als Kennzeichen besserer Corporate Governance interpretiert - die Bezahlung für "Glück" beeinflusst. Es ergibt sich ein signifikanter reduzierender Effekt auf die ungerechtfertigten Zahlungen an die CEOs. Gleichzeitig hat die Amtsdauer des CEOs einen erhöhenden Effekt, allerdings nur in solchen Unternehmen, in denen kein Großaktionär im Board of Directors vertreten ist.⁷⁸²

Bebchuk/Fried (2003) tragen Ergebnisse aus verschiedenen Studien zusammen und sehen ebenfalls tendenziell die Schädigungshypothese bestätigt. CEOs erhalten demnach überdurchschnittliche Bezüge, wenn die Boards besonders groß, der Einfluss des CEO bei der Berufung von Outsidern in das Board ausgeprägt oder der von den Mitgliedern des Compensation Committee gehaltene Aktienanteil relativ niedrig ist. Auch die Einführung so genannter "Giftpillen" oder die fehlende Vertretung von Großaktionären bzw. institutionellen Investoren im Board begünstigen offenbar überdurchschnittliche Gehaltszahlungen an das Management.⁷⁸³

Deutschland

Auch in Deutschland ist der Anteil der - zumindest nominell - erfolgsabhängigen Zahlungen an den Gesamtbezügen von Organmitgliedern gewachsen. Schmidt/Schwalbach (2007) untersuchen die Vergütung der Vorstände der im Index DAX30 sowie der im STOXX50 enthaltenen Unternehmen. Bei einem Vergleich der acht deutschen mit den übrigen 42 STOXX50-Firmen für das Jahr 2005 fällt auf, dass zwar der fixe Gehaltsanteil mit 22,6% für deutsche Vorstände im Durchschnitt niedriger ausfällt, der Anteil der langfristigen (aktienbasierten) Vergütungskomponenten mit 30,4% aber ebenfalls. Erheblich höher ist dagegen der kurzfristiger orientierte Bonusanteil (47,0%). Die Autoren weisen zudem anhand eines Pay-for-Performance-Tests nach, dass zwischen Vergütung und Überrenditen ein leicht negativer Zusammenhang besteht.⁷⁸⁴ Für die Vorstände derjenigen Unternehmen, die von 1987-2005 ununterbrochen im DAX30 enthalten waren, wird ein durchschnittliches Wachstum der

⁷⁸⁰ Vgl. Bertrand, M. / Mullainathan, S. (2000): S. 14ff.

⁷⁸¹ Vgl. Bertrand, M. / Mullainathan, S. (2000): S. 18.

⁷⁸² Vgl. Bertrand, M. / Mullainathan, S. (2000): S. 28.

⁷⁸³ Vgl. Bebchuk, L.A. / Fried, J. (2003): S. 6f.

⁷⁸⁴ Vgl. Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): S. 6f.

Bezüge im genannten Zeitraum um 445% errechnet, für die Personalkosten pro Kopf hingegen nur von etwa 90%.⁷⁸⁵

Eine Langzeit-Untersuchung zum Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und der Entlohnung der Organmitglieder deutscher Unternehmen liefern Elston/Goldberg (2003). Sie ermitteln Daten zur Vergütung der Organmitglieder und zur Eigentümerstruktur für 91 Unternehmen im Zeitraum 1970-1986. Als Erfolgsgröße wählen sie die Eigenkapitalrendite, die in einem signifikant positiven Zusammenhang zur Pro-Kopf-Entlohnung sowohl der Vorstands- als auch der Aufsichtsratsmitglieder steht.⁷⁸⁶ Negative Zusammenhänge ergeben sich zur Konzentration des Aktienbesitzes und zum von Banken gehaltenen Aktienanteil. Offenbar scheinen - auch in Deutschland - Großaktionäre eine Begrenzung der Vorstandsbezüge zu sichern.⁷⁸⁷

Kaserer/Wagner (2004) betrachten insgesamt 126 im DAX100 enthaltene Unternehmen in zwei Untersuchungsperioden zwischen 1990 und 2002. Dabei vermuten sie zunächst, dass der Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Vergütung über die Untersuchungszeiträume zugenommen hat, da seit den 1990er Jahren die Sensibilität für Corporate-Governance-Fragen gewachsen ist. Zudem haben gesetzliche Änderungen eine Bezahlung in Form von Aktienoptionsplänen für Deutschland überhaupt erst seit Mitte der 1990er Jahre ermöglicht.⁷⁸⁸ Konkret analysieren die Autoren, inwieweit das Verhältnis der Gesamtsumme der Vorstandsbezüge zum Umsatz mit einer Reihe von Erfolgs- und Kontrollvariablen korreliert. Für die Erfolgsgrößen Kurserfolg und Eigenkapitalrendite ergibt sich dabei zumindest für die zweite Untersuchungsperiode kein systematischer Zusammenhang. Von größerer Bedeutung scheinen firmenspezifische Charakteristika wie die Unternehmensgröße und der Anteil der im Streubesitz befindlichen Aktien zu sein. Weiterhin führt die Notierung an der NYSE oder der NASDAQ zu signifikant höheren Zahlungen. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die Abhängigkeit der Vorstandsvorgütung vom Unternehmenserfolg seit 1993 tendenziell abgenommen hat. Sie ziehen den Schluss, dass die Vergütung von Vorständen als Prinzipal-Agent-Problem aufzufassen und von anderen Kontrollmechanismen und -anreizen abhängig ist.⁷⁸⁹ Demnach wären deutschen Unternehmen auch nach den regulatorischen Neuerungen der letzten Jahre Defizite im Corporate-Governance-Verhalten vorzuwerfen.⁷⁹⁰

Auch Haid/Yurtoglu (2006) widmen sich den Ursachen für den Umfang der Vorstandsvergütung in Deutschland. Für den Zeitraum 1987-2003 ermitteln sie jährliche Daten

⁷⁸⁵ Vgl. Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): S. 8. Siehe auch Abbildung 2 im einleitenden Kapitel.

⁷⁸⁶ Vgl. Elston, J.A. / Goldberg, L.G. (2003): S. 1403f.

⁷⁸⁷ Vgl. Elston, J.A. / Goldberg, L.G. (2003): S. 1407.

⁷⁸⁸ Vgl. Kaserer, C. / Wagner, N. (2004): S. 3ff.

⁷⁸⁹ Vgl. Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): S. 14f.

⁷⁹⁰ Vgl. Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): S. 16.

für zwischen 178 (2003) und 286 (1998) in der Global-Vantage-Datenbank enthaltene Unternehmen. Zu 160 dieser Firmen stehen für den gesamten Untersuchungszeitraum Daten zur Verfügung. Der Zuwachs der durchschnittlichen Vorstandsbezüge um 261% für diese 160 Unternehmen steht im Widerspruch zum Rückgang der durchschnittlichen Gesamtkapitalrendite von 4,8% auf 2,3%. Die Vorstände der betrachteten Firmen erhalten gemeinsam im Durchschnitt knapp 8% der Unternehmensgewinne (EBIT) als Entlohnung ausgezahlt.⁷⁹¹ Für die Performanceelastizität, bezogen auf die Gesamtkapitalrendite, errechnen sie einen im Durchschnitt geringen positiven Wert von 0,14.⁷⁹² Um den Effekt der Unternehmensgröße bereinigt, verliert sich dieser Zusammenhang jedoch.⁷⁹³ Auch hier schließen die Autoren auf hohe Agency-Kosten, denen mit den üblichen Entlohnungssystemen nicht begegnet wird.⁷⁹⁴

In einer neueren Studie stellen Sommer/Judith/Lachmann (2010) für 77 Unternehmen der Börsensegmente DAX und MDAX sogar einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen Vergütung und Performance und Total Shareholder Return fest.⁷⁹⁵ Weiterhin konstatieren sie einen vergütungssteigernden Effekt von großer Aktienstreuung und der Größe des Vergütungskomitees.⁷⁹⁶ Die Tatsache, dass der negative Zusammenhang für die Krisenjahre 2007/2008 besonders ausgeprägt, erklären sie mit möglichen Verzögerungseffekten bei der Vertragsanpassung.⁷⁹⁷

Hartmann (2003) untersucht 127 im Neuen Markt bzw. im SDAX-Segment der Deutschen Börse enthaltenen Unternehmen bezüglich des Zusammenhangs zwischen aktienbasierter Aufsichtsratsvergütung und Unternehmenserfolg. Für die gewählten Erfolgsmaße - Kurserfolg, Bilanzgewinn sowie eine Unternehmensbeurteilung nach dem Saarbrücker Modell - ist dieser Zusammenhang allerdings entweder sehr schwach oder gar überhaupt nicht nachweisbar.⁷⁹⁸

Eine Ereignisstudie, die mögliche Kapitalmarktreaktionen auf das Bekanntwerden von Entlohnungsprogrammen für Organmitglieder in Deutschland thematisiert, findet sich unter den Publikationen, die die Situation der Entlohnung von Organmitgliedern untersuchen, bislang nicht.

Übersicht

Ein breites Spektrum an Publikationen der Corporate-Governance-Forschung beschäftigt sich mit der aktienbasierten Vergütung von Organmitgliedern als Corporate-Governance-Mechanismus. Die empirische Überprüfung der Wirksamkeit von

⁷⁹¹ Vgl. Haid, A. / Yurtoglu, B.B. (2006): S. 10f.

⁷⁹² Vgl. Haid, A. / Yurtoglu, B.B. (2006): S. 12.

⁷⁹³ Vgl. Haid, A. / Yurtoglu, B.B. (2006): S. 18.

⁷⁹⁴ Vgl. Haid, A. / Yurtoglu, B.B. (2006): S. 19.

⁷⁹⁵ Vgl. Sommer, F. / Judith, A. / Lachmann, M. (2010): S. 12f.

⁷⁹⁶ Vgl. Sommer, F. / Judith, A. / Lachmann, M. (2010): S. 14.

⁷⁹⁷ Vgl. Sommer, F. / Judith, A. / Lachmann, M. (2010): S. 15f.

⁷⁹⁸ Vgl. Hartmann, K. (2003): S. 105f.

Aktionsoptionsplänen liefert allerdings ein tendenziell negatives Ergebnis. Dies steht im Widerspruch zu der theoretisch fundierten Vermutung, mit solchen Entlohnungsmodellen ließen sich Agency-Kosten vermindern. Den vorgestellten empirischen Ergebnissen zufolge ist demnach zumindest fraglich, inwieweit es gelingt, mit den optionsbasierten Modellen der erfolgsorientierten Entlohnung tatsächlich eine Angleichung der Interessen von Unternehmenseignern und Organmitgliedern zu erreichen.

Auch Kürsten (2001) zweifelt die Anreizkompatibilität von Aktienoptionsprogrammen an und liefert hierfür einen breit fundierten theoretischen Erklärungsansatz. Aus neoklassischer Sicht ist fraglich, inwieweit ein Interessenskonflikt hinsichtlich der Risikopräferenzen zwischen Aktionären und Management überhaupt besteht.⁷⁹⁹ Der Prinzipal-Agent-Theorie wirft er vor, die Reaktionen der Anteilseigner auf den mit der Gewährung von Aktienoptionen verbundenen (Eigenkapital-)Verlust zu vernachlässigen. Aufgrund der sich ändernden Eigenkapitalansprüche ist letztlich nicht mit Sicherheit zu sagen, ob eine Angleichung der Risikopräferenzen tatsächlich stattfindet.⁸⁰⁰ Die mögliche Reaktion der Aktionäre ist deshalb schwer zu prognostizieren. In den letzten Jahren deutet sich zudem eine Tendenz zur Abkehr von optionsbasierten Vergütungsprogrammen an.⁸⁰¹ Damit ist allerdings auch ein Transparenzverlust verbunden, der die Vergütungsstruktur insgesamt schwerer nachvollziehbar macht.⁸⁰²

Tabelle 9: Übersicht Literatur zur Entlohnung von Mitgliedern der Leitungsorgane

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeitraum	Land	Sample	Ergebnis
Jensen/ Murphy (1990)	Regressionsanalyse	1934 - 1938; 1983 - 1988	USA	2 Samples börsennotierter Firmen: - 700 (1934-1938) - 1.400 (1983-1988)	Schwacher Zusammenhang zw. Unt.-Performance und Entlohnung d. Mgmt.; geringe Vermögensverluste für CEOs bei Entlassung
Mehran (1995)	Regressionsanalyse	1979 - 1980	USA	Executives von 135 börsennotierten Firmen	Signifikant posit. Zus.-hang zw. Bestand an Aktien + Optionen und Unt.-performance (Tobin's Q u. ROA)
Core/ Holt- hausen/ Lar- cker (1999)	Regressionsanalyse	1982 - 1984	USA	205 börsennotierte Unternehmen	Hohe Mgmt.-Entlohnung führt in den Folgejahren zu signifikant negativen Kapital- u. Kapitalmarktrenditen

⁷⁹⁹ Vgl. Kürsten, W. (2001): S. 252ff.

⁸⁰⁰ Vgl. Kürsten, W. (2001): S. 258ff.

⁸⁰¹ Vgl. Heins, J.-C. (2006): S. 14.

⁸⁰² Vgl. Union Investment (2006): S. 5.

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit- raum	Land	Sample	Ergebnis
Bertrand/ Mullainathan (2000)	Regres- sions- analyse	1977 - 1994	USA	2 Samples: - 51 ÖUnt.(1977-1994) - 792 börsennotierte Unt. versch. Branchen (1984-1991)	Kein signifikanter Unterschied zw. dem Einfluss originäre und zufälliger Erfolge auf die Entlohnung des Mgmt.
Bebchuk/ Fried (2003)	Meta- studie	1932 - 2003	USA	-	Überdurchschnittliche CEO-Gehälter werden durch schwache Governance- mechanismen begünstigt
Elston/ Gold- berg (2003)	Regres- sions- analyse	1970 - 1986	D	91 Aktiengesell- schaften	Signifikant positiver Zusammenhang zw. Entlohnung von Vorstand + Auf- sichtsrat und Eigenkapitalrendite
Hartmann (2003)	Regres- sions- analyse	1998 - 2001	D	127 im "Neuen Markt" börsennotierte Firmen	Kein messbarer Zusammenhang zw. aktienbasierter Aufsichtsratsvergütung und Unternehmenserfolg
Kaserer/ Wagner (2004)	Korrela- tions- analyse	1990 - 2002	D	126 im DAX100 börsennotierte Unternehmen	Kein Zusammenhang zw. Gesamtver- gütung des Vorstands und Kurserfolg bzw. Eigenkapitalrendite
Haid/ Yur- toglu (2006)	Regres- sions- analyse	1987 - 2003	D	160 Unt. der Global- Vantage-Datenbank	Schwach positiver bis neutraler Wert f.d. Performance-Kapitalrendite- Elastizität
Schmidt/ Schwalbach (2007)	Vergl.- studie; Regres- sions- analyse	2005	D/ Eur.	50 STOXX50-Unt. (8 deutsche vs. 50 ausländische Unt.)	Leicht negativer Zus.-hang zw. Perfor- mance und Überrenditen; überdurchschn. hoher Anteil intranspa- renter Bonuskomponenten in D.
Sommer/ Judith/ Lachmann (2010)	Vergl.- studie; Regres- sions- analyse	2007- 2008	D	77 im DAX un MDAX enthaltene Unternehmen	Signifikant negativer Zusammenhang zwischen Vorstandsvergütung und Total Shareholder Return

4.2.3.3 Untersuchungsrelevante Ereignistypen

Auch wenn dies von einigen Autoren bezweifelt wird, erscheint die Idee einer Angleichung der Interessen von Eigentümern und Unternehmensleitung durch eine anreizkompatible Ausgestaltung der Managemententlohnung durchaus nachvollziehbar. Um so überraschender ist der recht eindeutige Ausgang eines Großteils der hier vorgestellten Studien, die überwiegend für eine schädigende Wirkung der üblichen Entgeltschemata sprechen. Eine erwartbare Corporate-Governance-Wirkung - Vor-

aussetzung für eine Berücksichtigung in dieser Arbeit - ist augenscheinlich nicht gegeben.

Hinzu kommt, dass die Ausgestaltung der Entlohnung in den Verträgen mit Vorständen deutscher Unternehmen ausgesprochen intransparent ist. Zwar ist die Veröffentlichung der Höhe der Vorstandsbezüge mittlerweile rechtlich weitgehend verbindlich, sie gilt aber naturgemäß nur rückwirkend. Ein Rückschluss auf die Vergütungspolitik des Aufsichtsrats ist im Prinzip denkbar, würde aber stets mit großer Unsicherheit behaftet bleiben. Ohnehin erfolgt die Bekanntgabe der Vergütung von Organmitgliedern als Teil des Jahresberichts in Verbindung mit wesentlichen anderen Informationen.

Von einer Berücksichtigung im Rahmen dieser Arbeit wird in der Konsequenz abgesehen.

4.3 Blockbesitz / Paketaktionäre

"It is no historical accident that control over so much of our business activity is in the hands of persons whose financial commitment represents only a small proportion of their firm's asset value."⁸⁰³

Die Existenz eines oder mehrerer Großaktionäre ist der wahrscheinlich am längsten auf wissenschaftlicher Ebene diskutierte Corporate-Governance-Mechanismus.⁸⁰⁴ Als Großaktionäre gelten gemeinhin solche Anteilseigner, die über einen Aktienblock von mindestens 5% verfügen.⁸⁰⁵ Hinsichtlich der möglichen Wirkungen der Aktionärsstruktur existieren allerdings abermals konkurrierende Ansichten. Die wichtigste Hypothese behandelt die vermutete ausgeprägtere Überwachungstätigkeit von Großaktionären.⁸⁰⁶ Eine weitere Hypothese stößt in die entgegengesetzte Richtung und vermutet die Schädigung von Aktionären mit einem geringen durch solche mit einem umfangreichen Unternehmensanteil.⁸⁰⁷

Die Analogie zur Diskussion der Beteiligung von Mitgliedern der Unternehmensleitung ist hier deutlich erkennbar.⁸⁰⁸ Ein Zusammenhang ergibt sich aber auch insofern, als

⁸⁰³ Baumol, W.J. (1959): S. 95.

⁸⁰⁴ Hier sei nochmals auf Berle, A.A. / Means, G.C. (1932) verwiesen, die als erste die Bildung von Aktienblöcken als Lösung des Kontrollproblems bei Unternehmen mit ausgeprägter Aktienstreuung diskutieren.

⁸⁰⁵ Vgl. Lehmann, E. / Weigand, J. (2000): S. 12. Dies ergibt sich zudem aus den in vielen Ländern üblichen gesetzlichen Meldeschwellen für Anteilsbesitz an börsennotierten Unternehmen.

⁸⁰⁶ Vgl. Stiglitz, J. (1985); Demsetz, H. / Lehn, K. (1985); Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1986).

⁸⁰⁷ Fama, E.F. / Jensen, M. C. (1983a): S. 338f.

⁸⁰⁸ Siehe Abschnitt 4.2.2.

die Bildung von Aktienblöcken - wenn auch mit einer gewissen Verzögerung - vielfach zu einer Änderung in der Besetzung des Aufsichtsratsgremiums führt.⁸⁰⁹

In jedem Fall erachten die Gesetzgeber vieler Länder die Information über die Existenz von Großaktionären als aus Sicht der übrigen Investoren relevant. Dies schlägt sich in entsprechenden Publizitätsregeln nieder, die im folgenden Unterabschnitt vorgestellt werden.

4.3.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

Zum Aktienerwerb sind grundsätzlich natürliche Personen berechtigt, die unbeschränkt geschäftsfähig sind.⁸¹⁰ Juristische Personen können ebenfalls Aktien erwerben, halten und veräußern. Kauf und Verkauf von Unternehmensanteilen fallen unter die grundgesetzlich gesicherte Vertragsfreiheit, nach der jedermann berechtigt ist, Verträge zu schließen, sofern sie nicht gegen geltendes Recht oder die guten Sitten verstoßen.⁸¹¹ Bestandteil der Vertragsfreiheit sind die Abschlussfreiheit, also die Entscheidung, ob ein Vertrag überhaupt und gegebenenfalls mit welchem Partner abgeschlossen wird, und die Inhaltsfreiheit als Gestaltungsfreiheit hinsichtlich der vertraglichen Regelungen.

Eine Ausnahme der Freiwilligkeit des Aktienhandels bilden die aktiengesetzlichen Regelungen zum so genannten Squeeze-Out, mithilfe dessen Aktionäre mit einem Unternehmensanteil von mindestens 95% die übrigen Aktionäre zum Verkauf ihrer Anteile gegen eine Barentschädigung zwingen können.⁸¹² Zur Abgabe eines Angebotes zur unbegrenzten Übernahme noch nicht erworbener Anteile ist ein Großaktionär verpflichtet, sobald sich mehr als 30% der stimmberechtigten Aktien eines Unternehmens in seinem Besitz befinden.⁸¹³ Die Vorschriften zur Höhe des Pflichtangebotes⁸¹⁴ sind jedoch so allgemein gehalten, dass der zum Angebot verpflichtete Großaktionär eine für die übrigen Anteilseigner unattraktive und letztlich inakzeptable Offerte machen kann.

Darüber hinaus sind Erwerb und Veräußerung von Aktien nicht eingeschränkt. Allerdings sind mit der Bildung von Aktienpaketen eine Reihe von Mitteilungspflichten verbunden, mittels derer die Information wichtiger Akteure und der Öffentlichkeit sichergestellt wird. Weitgehende Vorschriften finden sich im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG):⁸¹⁵

⁸⁰⁹ Vgl. Kehren, S. (2006): S. 105f.

⁸¹⁰ Siehe Buch I Abschnitt 3 Titel 1 BGB.

⁸¹¹ Siehe Art. 2 Abs. 1 GG.

⁸¹² Siehe §§ 327a-f AktG.

⁸¹³ Siehe § 35 WpÜG.

⁸¹⁴ Siehe § 31 WpÜG.

⁸¹⁵ Mit den hier genannten Regelungen wird der EU-Kommissions-Direktive (88/627/EEC) genüge getan.

"Wer durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise 3 Prozent, 5 Prozent, 10 Prozent, 15 Prozent, 20 Prozent, 25 Prozent, 30 Prozent, 50 Prozent oder 75 Prozent der Stimmrechte an einem Emittenten, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, erreicht, überschreitet oder unterschreitet (Meldepflichtiger), hat dies unverzüglich dem Emittenten und gleichzeitig der Bundesanstalt, spätestens innerhalb von vier Handelstagen unter Beachtung von § 22 Abs. 1 und 2 mitzuteilen."⁸¹⁶

Eine Aktiengesellschaft, der eine Beteiligung in einem der genannten Umfänge oder deren Unterschreitung mitgeteilt worden ist, muss diese Nachricht innerhalb von drei Tagen nach ihrem Zugang in einem überregionalen Börsenpflichtblatt veröffentlichen.⁸¹⁷

Eine den Blockbesitz von Aktien betreffende Regelung gab es allerdings schon vor Inkrafttreten der Vorschriften zur Meldung von Schwellenüberschreitungen bei Stimmrechten 1994. So musste gemäß Aktiengesetz eine Beteiligung an einer Aktiengesellschaft von 25% oder mehr unverzüglich dem Unternehmen und von diesem dann den übrigen Aktionären gemeldet werden. Allerdings bestand diese Pflicht nur dann, wenn die Beteiligung durch ein anderes Unternehmen erfolgte - natürliche Personen waren von ihr ausgenommen. Überschritt der Anteil am Unternehmen 50% - gewann das Aktien erwerbende Unternehmen also die weitgehende Kontrolle über die betroffene Aktiengesellschaft - war eine erneute Meldung obligatorisch. Auch bei einem Rückgang der Beteiligung unter 50% respektive 25% war eine Mitteilung fällig.⁸¹⁸

Die Meldepflicht orientiert sich an der Stimmrechtsverteilung und verpflichtet zur Bekanntgabe von Schwellenüber- und -unterschreitungen auch dann, wenn sie sich erst durch die Einbeziehung indirekter Beteiligungen oder überlassener Aktien ergibt.⁸¹⁹ Konkret sieht das Gesetz vor, dass auch Stimmrechte,

- die einem Tochterunternehmen des Meldepflichtigen gehören
- die einem Dritten gehören und von ihm für Rechnung des Meldepflichtigen gehalten werden
- die der Meldepflichtige einem Dritten als Sicherheit übertragen hat, es sei denn, der Dritte ist zur Ausübung der Stimmrechte aus diesen Aktien befugt und bekundet die Absicht, die Stimmrechte unabhängig von den Weisungen des Meldepflichtigen auszuüben
- an denen zugunsten des Meldepflichtigen ein Nießbrauch bestellt ist
- die der Meldepflichtige durch eine Willenserklärung erwerben kann

⁸¹⁶ § 21 Abs. 1 WpHG i.d.F.v. 20. Januar 2007.

⁸¹⁷ Siehe § 26 WpHG.

⁸¹⁸ Siehe §§ 20-21 AktG.

⁸¹⁹ Siehe § 22 WpHG; Becht, M. / Röell, A. (1999): S. 1050.

- die dem Meldepflichtigen anvertraut sind, sofern er die Stimmrechte aus diesen Aktien nach eigenem Ermessen ausüben kann, wenn keine besonderen Weisungen des Aktionärs vorliegen

bei der Berechnung des Gesamtumfangs von Stimmrechten zu berücksichtigen sind.⁸²⁰ Weiterhin werden auch Anteile von Dritten eingerechnet, sofern eine Absprache zur regelmäßigen Koordination des Stimmverhaltens besteht und mit dem so entstehenden Stimmblock eine der genannten Schwellen überschritten wird.⁸²¹ Mit dem Risikobegrenzungs-gesetz⁸²² ist zudem eine Präzisierung hinsichtlich der Behandlung von Finanzinstrumenten erfolgt, so dass nun Aktien und in Form von Aktienderivaten gehaltene Stimmrechte für die Berechnung des Gesamtumfangs zusammengefasst werden.⁸²³

Die tatsächlich mit dem Blockbesitz an Aktiengesellschaften verbundenen konkreten Rechte und Pflichten sind in der folgenden Tabelle 10 dargestellt:

Tabelle 10: Anteilsabhängige Aktionärsrechte und -pflichten in Deutschland⁸²⁴

Blockgröße	Resultierende Rechte
1%	Ein Anteil von mindestens 1% am Grundkapital berechtigt zur gerichtlichen Bestellung von Sonderprüfern zur Prüfung von Geschäftsvorgängen, sofern die Hauptversammlung dies vorher abgelehnt hat. ⁸²⁵
5%	Ab einem Anteil von 5% am Grundkapital können Aktionäre die Einberufung einer Hauptversammlung verlangen. ⁸²⁶
25%	Ab einem Anteil von 25% am Grundkapital verfügen Aktionäre über eine Sperrminorität bzw. ein faktisches Vetorecht bei Satzungsänderungen. Vielfach erstreckt sich dieses Recht auch auf die Besetzung von Aufsichtsratsposten und den Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen. ⁸²⁷
30%	Pflicht zur Abgabe eines Übernahmeangebots. ⁸²⁸

⁸²⁰ § 22 Abs. 1 WpHG.

⁸²¹ Siehe § 22 Abs. 2 WpHG.

⁸²² In Kraft getreten am 19. August 2008.

⁸²³ Siehe § 25 WpHG. Ausgenommen ist hier die 3%-Schwelle.

⁸²⁴ Eigene Darstellung; in Anlehnung an Jenkinson, T. / Ljungquist, A. (2001): S. 402.

⁸²⁵ Siehe § 142 Absatz 2 AktG.

⁸²⁶ Siehe § 122 AktG.

⁸²⁷ Siehe § 179 Absatz 2 AktG.

⁸²⁸ Siehe § 35 WpÜG.

Blockgröße	Resultierende Rechte
50%	Weitgehende Kontrolle über das Unternehmen; allerdings ggf. eingeschränkt durch die Existenz eines weiteren Aktienblocks von mind. 25%.
75%	Ausschluss der Bildung eines weiteren Aktienblocks von mind. 25%, daher gesicherte Kontrolle über das Unternehmen.
95%	Möglichkeit der Barabfindung der Minderheitsaktionäre. ⁸²⁹

Problematisch sind die Meldeschwellen insofern, als die exakte Stimmrechtsverteilung auch weiterhin nicht immer klar erkennbar wird. So ist der Fall denkbar, dass die Summe der veröffentlichten Anteilsblöcke den Wert von 100% übersteigt. Hierzu kommt es etwa, wenn ein Mehrheitsaktionär einen Teil seiner Aktien veräußert, ohne aber die nächstniedrigere Schwelle zu unterschreiten. Fließen diese Anteile in neue Aktienblöcke ein, errechnet sich aus den dadurch gegebenenfalls fälligen Überschreitungsmeldungen unter Umständen eine Summe ausstehender Aktien, die über 100% liegt.⁸³⁰ Die niedrige Hauptversammlungspräsenz führt zudem dazu, dass die Kontrolle über ein Unternehmen oder auch nur eine Sperrminorität bereits mit Stimmrechtsblöcken unterhalb 50% bzw. 25% erlangt werden kann.⁸³¹ Der Gesetzgeber hat diesem Umstand mit der bereits erwähnten Erweiterung der Meldepflichten zur Überschreitung von Stimmrechtsanteilen entgegenzuwirken versucht.

Die Wirksamkeit der Gesetzgebung zur Bekanntgabe der Überschreitung von Blockschwellen wird bisweilen auch generell angezweifelt. So stellt sich z.B. die Frage, inwieweit Möglichkeiten zur Verschleierung bestehen. Clearingstellen treten verstärkt als Halter meldepflichtiger Anteilspakete auf, ohne dass klar wird, wer eigentlicher wirtschaftlicher Eigentümer ist. Der Informationsgehalt einer Schwellenüberschreitung wird dadurch unter Umständen beschränkt. Die Frage des wirtschaftlichen Eigentums bleibt aber auch wegen der Nutzung pyramidärer Aktionärsstrukturen oft unbeantwortet. Selbst beim Unternehmen Allianz, dessen Aktien über die Vinkulierung im Prinzip sogar einer Verkaufskontrolle unterliegen, herrscht für 60% der Anteile Unklarheit bezüglich der Eigner.⁸³²

Für an US-amerikanischen Börsen börsennotierte Unternehmen sieht eine Regelung der SEC Meldeschwellen von 5%, 10% und 20% vor, deren Überschreitung der SEC

⁸²⁹ Siehe §§ 327a - f AktG.

⁸³⁰ Vgl. Bott, C. (2002): S. 211f. Als Beispiel führt sie eine Transaktion der ProSieben Media AG aus dem Jahr 1999 an, die zu dem beschriebenen Effekt geführt hat.

⁸³¹ Vgl. Bott, C. (2002): S. 212.

⁸³² Vgl. O.V. (2007): S. 1.

bis zum zehnten Tag des Folgemonats mitgeteilt werden muss.⁸³³ Hinzu kommen Bestimmungen zur Durchführung von Unternehmensübernahmen.

4.3.2 Stand der Forschung

Wirkmechanismus von Aktionärsstruktur und Blockbesitz

Zur Wirkung der Existenz eines oder mehrerer Großaktionäre auf die Erträge der übrigen Anteilseigner werden in der relevanten Literatur zwei einander entgegengesetzte Hypothesen diskutiert. Sie ähneln den Überlegungen zur Beteiligung von Managern an dem von ihnen kontrollierten Unternehmen.⁸³⁴ Eine positive Interpretation betont die Kontrolltätigkeit von Großaktionären, von der auch andere Anteilseigner profitieren.⁸³⁵ Die negative Entsprechung unterstellt eine Vorteilsnahme durch Großaktionäre, mit der die übrigen Investoren geschädigt werden.⁸³⁶ Vor der Auswertung der relevanten empirischen Literatur sollen zunächst beide Hypothesen ausführlicher vorgestellt werden.

Stärkere Überwachungswirkung durch Großaktionäre

Den Annahmen der Prinzipal-Agent-Theorie folgend, können sich durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle Informationsasymmetrien ergeben, die einerseits die Handlungsmaximen des Agenten (Entscheidungsträgers), andererseits die Kenntnis des vom Agenten kontrollierten Gegenstandes (hier des Unternehmens) betreffen. Wie in Abschnitt 2.3.2.3 erläutert, können die durch solche Informationsasymmetrien ermöglichten, für den Prinzipal unerwünschten Handlungen des Agenten durch eine geeignete Vertragsgestaltung vermutlich zumindest teilweise vermieden werden.⁸³⁷ Es verbleibt jedoch eine Restgefahr von dem Interesse des Prinzipals widersprechender Aktivitäten des Agenten, wenn der sich dadurch einen höheren Ertrag verspricht als durch interessenkonforme Handlungen. Bei der Annahme einer unvollständigen Angleichung der Interessen von Agent und Prinzipal durch vertragliche Regelungen kann der Prinzipal durch Maßnahmen zur Kontrolle des Agenten eine verstärkte Ausrichtung von dessen Verhalten auf seine Interessen (also die des Prinzipals) erreichen. Mit diesen Kontrollmaßnahmen sind allerdings Kosten verbunden (monitoring cost).⁸³⁸

Aktionäre mit einem bedeutenden Anteil am Unternehmen haben einen größeren Anreiz, Kontrollaktivitäten durchzuführen, da sie von der dadurch möglichen Ergebnis-

⁸³³ Siehe SEC Rule 13d.

⁸³⁴ Siehe Abschnitt 4.2.2.2.

⁸³⁵ Vgl. Berle A. / Means, G.C. (1932): S. 119ff.

⁸³⁶ Vgl. Denis, D.J. / Denis, D.K. / Sarin, A. (1997): S. 196; Fama, E.F. / Jensen, M. C. (1983a): S. 338f.

⁸³⁷ Vgl. Laux, H. (1990): S. 17.

⁸³⁸ Zu den Grundlagen der Prinzipal-Agent-Theorie siehe Abschnitt 2.3 dieser Arbeit.

verbesserung im Umfang ihrer relativen Unternehmensbeteiligung profitieren.⁸³⁹ Oft ist überhaupt erst mit der relevanten Größe eines Aktienpakets die notwendige Voraussetzung für eine effektive Überwachung erfüllt, denn:

"Small shareholders do not have a big enough stake in the firm to absorb the costs of watching the management."⁸⁴⁰

Für Kleinaktionäre kann sich aus der Existenz von Großaktionären ein Anreiz zur Beteiligung ergeben, da sie als "Free-Rider" von deren Kontrollaktivitäten profitieren.⁸⁴¹ Damit liegt der klassische Fall einer Externalität⁸⁴² vor, da den Überwachungsaktivitäten des Großaktionärs zunächst kein ausgleichender Ertragstransfer gegenübersteht.⁸⁴³ Aber selbst wenn ein Aktionär von der Deckung seiner Überwachungskosten ausgeht, kann allein die (fehlende) Größe seines Anteils eine wirksame Kontrolle des Unternehmens verhindern:

"The holdings of dispersed individual shareholders are too small to influence corporate outcomes"⁸⁴⁴

Auch hier haben Großaktionäre potenziell Vorteile durch den Umfang ihrer Einfluss- bzw. Stimmrechte.⁸⁴⁵

Die potenziell umfassendere Überwachung durch Großaktionäre kann verschiedene Folgen der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Eigentümern und Management lindern. Die Kontrolltätigkeit kann etwa verhindern, dass Manager ihre Machtposition zur persönlichen Bereicherung zuungunsten der Aktionäre missbrauchen. Kleinaktionäre werden einen solchen Missbrauch womöglich nicht bemerken oder sich außerstande sehen, den Missbrauch zu beenden. Ein weiterer möglicher Effekt mangelnder Überwachung ist die Vernachlässigung der langfristigen Unternehmensentwicklung. Kurzfristige Erfolgsgrößen sind der Publizitätsvorschriften wegen für Kleinaktionäre im Regelfall besser zu überwachen als langfristige Indikatoren. Manager könnten demnach geneigt sein, kurzfristige Erträge gegenüber langfristigen Investitionen zu bevorzugen. Großaktionären wird die Fähigkeit unterstellt, durch ihre Überwachungstätigkeit entweder direkt auf die Unternehmensstrategie und damit das Investitionsverhalten Einfluss nehmen zu können, oder aber - besser als Kleinaktionäre dies könnten - passende Anreizsysteme durchzusetzen. Nicht zuletzt könnten Großaktionäre der dem Management unterstellten Neigung zu Überinvesti-

⁸³⁹ Vgl. Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): S. 1156; Admati, A.R. / Pfleiderer, P. / Zechner, J. (1994): S. 1098f.

⁸⁴⁰ Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1986): S. 462.

⁸⁴¹ Vgl. Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): S. 1162 ff.; Lehmann, E. / Weigand, J. (2000): S. 5.

⁸⁴² Vgl. etwa Gravelle, H. / Rees, R. (2004): S. 319f.; Feess-Dörr, E. (1992): S. 320 f.; Pindyck, R.S. / Rubinfeld, D. L. (2003): S. 876.

⁸⁴³ Vgl. Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): S. 1156.

⁸⁴⁴ Zeckhauser, R.J. / Pound, J. (1991): S. 149.

⁸⁴⁵ Vgl. Hellwig, M. (1998): S. 1f.

tionen entgegenwirken, da sie womöglich eher auf eine Auszahlung von Erträgen in Form von Dividenden drängen können.⁸⁴⁶

Schließlich ermöglicht oder erleichtert der Aufbau eines Aktienpakets unter Umständen eine zukünftige vollständige Übernahme der Kontrolle über ein Unternehmen. Daraus lässt sich gegebenenfalls eine Drohkulisse gestalten, die disziplinierend auf das Management wirken kann.⁸⁴⁷ Durch den Aufbau eines Aktienblocks wird deshalb eine Art Trittbrettfahrer-Ertrag bei den verbleibenden Kleinaktionären unterstellt, der zu einer Reaktion am Kapitalmarkt führen sollte.⁸⁴⁸

Das Überschreiten der 50%-Schwelle, mit der ein weitgehender Übergang der Kontrolle über ein Unternehmen verbunden ist, kann als Sonderfall der Aktienblockbildung betrachtet werden. Dieser Vorgang wird in der Literatur als potenziell eigenständiger Corporate-Governance-Mechanismus breit diskutiert: Eine ganze Reihe von Variablen beeinflusst die Wahrscheinlichkeit, mit der es zu einem Wechsel der Kontrolle über ein Unternehmen kommt. Der Mechanismus wird verbreitet als "Markt für Unternehmenskontrolle"⁸⁴⁹ bezeichnet und bezieht seine disziplinierende Wirkung aus der Tatsache, dass mit der Übernahme der Kontrolle über ein Unternehmen vielfach ein Wechsel in der Unternehmensleitung verbunden ist. Durch die Übernahme wird also meist ein vom Investor als ungenügend bewertetes Management ausgewechselt. Verbunden hiermit ist die Einschätzung des Investors, durch verbesserte Auswahl bzw. eine verbesserte Überwachung eine insgesamt bessere Managementleistung und somit einen höheren Rückfluss auf sein Investment zu generieren. Bisweilen wird argumentiert, dass die teilweise beobachteten positiven Bewertungseffekte am Kapitalmarkt nach der Entstehung eines Aktienblocks weniger aufgrund der allein dadurch erwarteten verbesserten Überwachungswirkung als vielmehr wegen der Spekulation auf eine mögliche Übernahme des Unternehmens zustande kommen.⁸⁵⁰ Dies würde zumindest eine indirekte Corporate-Governance-Wirkung bedeuten. Allerdings sind für die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme der regulatorische Rahmen und die übliche Praxis in einem Markt entscheidend.⁸⁵¹ Deutschland gilt explizit als Corporate-Governance-System mit erheblichen Einschränkungen der Funktionstüchtigkeit des Marktes für Unternehmenskontrolle.⁸⁵² Aus diesem Grund soll hier auf eine zur gesonderten Behandlung in anglo-amerikanischen Studien analoge Einbeziehung verzichtet werden.

⁸⁴⁶ Vgl. Zeckhauser, R.J. / Pound, J. (1991): S. 150f.

⁸⁴⁷ Vgl. Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1986): S. 463.

⁸⁴⁸ Vgl. Zeckhauser, R.J. / Pound, J. (1991): S. 149.

⁸⁴⁹ Vgl. Agrawal, A.A. / Knoeber, C.R. (1996): S. 380.

⁸⁵⁰ Vgl. Zeckhauser, R.J. / Pound, J. (1990): S. 150.

⁸⁵¹ Vgl. Jensen, M.C. / Ruback, R.S. (1983): S. 7.

⁸⁵² Vgl. Goergen, M. / Manjon, M. / Renneboog, L. (2004): S. 2.

Schädigung von Kleinaktionären durch Blockbesitz

Wenn Großaktionäre für ihren Überwachungsaufwand keine Prämie erhalten, wird - bei Annahme von Rationalität - eine Verteilung der Anteile eines Unternehmens auf einige wenige Groß- und eine große Zahl von Kleinaktionären gar nicht erst zustande kommen.⁸⁵³ Da eine solche Aktionärsstruktur bei an der Börse gehandelten Unternehmen jedoch weit verbreitet ist,⁸⁵⁴ muss es trotz der offensichtlichen Externalität einen Anreiz für den Aufbau oder Erwerb von Aktienblöcken geben. So könnten Großaktionäre ihren Einfluss dazu nutzen, im Vergleich zu Kleinaktionären höhere Rückflüsse auf ihr Investment zu erzielen.⁸⁵⁵ In diesem Fall müssten Möglichkeiten bestehen, Kleinaktionäre von den Erträgen aus der Kontrolltätigkeit auszuschließen⁸⁵⁶ oder Unternehmensressourcen für private Zwecke zu nutzen.⁸⁵⁷

"Where is it written that the owner-manager of a closely held firm prefers to consume only at home?"⁸⁵⁸

Das Abzweigen von Erträgen durch einen Großaktionär kann auf verschiedene Art und Weise geschehen, so etwa durch

- vom Großaktionär (oder von ihm ausgewählte Begünstigte) im Rahmen einer Pro-Forma-Tätigkeit erworbene Gehaltsansprüche,
- günstige Verrechnungspreisfestsetzung,
- günstige Kreditgewährung (an den Großaktionär oder von ihm ausgewählte Begünstigte),
- Transaktionen zu nicht marktüblichen Preisen (etwa bei Zulieferbeziehungen zu einem anderen Unternehmen des Großaktionärs),
- Diebstahl.⁸⁵⁹

Vielfach wird die Wirkungsrichtung der Existenz von Großaktionären bzw. die Frage, ob von einer die Überwachung des Managements stärkenden Wirkung oder einer die Kleinaktionäre schädigenden Wirkung auszugehen ist, über den länderspezifischen systemischen Corporate-Governance-Rahmen erklärt. So wird etwa argumentiert, dass die weitgehende rechtliche Absicherung von Kleinaktionären in den USA den positiven Effekt der Bildung von Stimmblocken beschränkt.⁸⁶⁰ Demgegenüber wird

⁸⁵³ Vgl. Demsetz, H./ Lehn, K. (1985): S. 1156.

⁸⁵⁴ Becht, M. / Röell, A. (1999): S. 1051; Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1986): S. 462; siehe auch Abbildung 11.

⁸⁵⁵ Vgl. Admati, R. / Pfleiderer, P. / Zechner, J. (1994): S. 1099; Barclay, M.J. / Holderness, C.G. (1989): S. 373f.

⁸⁵⁶ Vgl. Grossman, S.J. / Hart, O.D. (1980): S. 44.

⁸⁵⁷ Vgl. Lehmann, E. / Weigand, J. (2000): S. 6.

⁸⁵⁸ Demsetz, H. (1983): S. 381.

⁸⁵⁹ Vgl. La Porta, R. et al. (2002): S. 1150; Johnson, S. et al. (2000): S. 3ff.

⁸⁶⁰ Vgl. etwa Gompers, P. A. / Ishii, J. L. / Metrick, A. (2003): S. 4.

das Risiko einer Benachteiligung von Kleinaktionären als vom deutschen Corporate-Governance-System nicht ausreichend gemindert erachtet.⁸⁶¹

Als bedeutender Einflussfaktor der Aktionärsstruktur wird bisweilen der legislatorische Rahmen angenommen. In Staaten mit einer stark auf den Schutz von Minderheitsaktionären abzielenden Gesetzgebung müsste demnach eine breite Aktienstreuung vorherrschen, in solchen mit schwachen Schutzregeln dagegen eine starke Konzentration.⁸⁶² Eine weitere These verneint die Corporate-Governance-Wirkung von Aktienblöcken ganz: Die Aktionärsstruktur wird hier als endogene Größe angenommen, die sich als Resultat eines individuellen Gewinnmaximierungskalküls ergibt.⁸⁶³

Empirische Untersuchungen

Empirische Arbeiten zur Existenz und zur Rolle von Großaktionären kommen zu unterschiedlichen Schlüssen. Inhaltlich wie methodisch ergeben sich Überschneidungen zu den Untersuchungen über die Wirkung einer Unternehmensbeteiligung von Mitgliedern der Leitungsebene.⁸⁶⁴ Aus diesem Grund werden einige bereits vorgestellte Publikationen hier noch einmal aufgegriffen.

USA / Großbritannien

Empirische Belege für eine aktienblockbezogene Kursreaktion an US-amerikanischen Börsen finden sich bei Holderness/Sheehan (1985), die sich mit Überschreitungen der 5%-Melde Schwelle für den Aktienbesitz an börsennotierten Unternehmen beschäftigen. Für die mehr als 250 untersuchten Fälle aus den Jahren 1977-1982 ergibt sich eine im Durchschnitt positive, aber statistisch insignifikante Kursreaktion von 0,95% am Tag der Bekanntgabe.⁸⁶⁵ Die Autoren untersuchen insbesondere die Erwerbs- und nachfolgenden Aktivitäten von sechs als "Corporate Raiders" bekannten Großinvestoren, die 99 der untersuchten Meldungen vorgenommen haben. Sie kommen zu dem Schluss, dass die beobachteten Eingriffe in die Unternehmensführung und die personellen Veränderungen ihre Hypothese eines infolge der Aktienblockbildung verbesserten Managements stützt.⁸⁶⁶

Mikkelson/Ruback (1985) untersuchen ebenfalls Meldungen zu Überschreitungen der 5%-Melde Schwelle. Hierzu identifizieren sie 473 Meldungen aus den Jahren 1978-1980. Auch sie ermitteln einen im Durchschnitt positiven Kurseffekt am Tag der Bekanntgabe, wenn auch nur im Umfang von 0,34% und bei fehlender Signifikanz.⁸⁶⁷

⁸⁶¹ Vgl. Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003a): S. 9.

⁸⁶² Vgl. La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (1998): S. 20f.

⁸⁶³ Vgl. Demsetz, H. (1983): S. 386f.; Demsetz, H. / Lehn, K. (1983): S. 1158.

⁸⁶⁴ Siehe Abschnitt 4.2.2.2

⁸⁶⁵ Vgl. Holderness, C.G. / Sheehan, D.P. (1985): S. 563ff.

⁸⁶⁶ Vgl. Holderness, C.G. / Sheehan, D.P. (1985): S. 575f.

⁸⁶⁷ Vgl. Mikkelson, W.H. / Ruback, R.S. (1985): S. 533.

Demsetz/Lehn (1985) argumentieren zunächst, dass erfolgreiche Firmen allein aufgrund ihrer Marktkapitalisierung zu einer kleinteiligen Aktionärsstruktur neigen. Der steigende Kapitalbedarf erfolgreicher Firmen würde Großaktionäre aus Risikoerwägungen davon abhalten, ihre Anteile auf einem relativ konstanten Niveau zu halten. Anreize zur Aktienblockbildung sehen sie vor allem für Branchen mit instabilen Rahmenbedingungen, da hier die Erträge der Kontrolltätigkeit besonders groß seien. Hohe branchenspezifische Regulationsniveaus sehen sie als Substitut für Monitoring, weshalb sie hier eine weniger konzentrierte Aktionärsstruktur vermuten.⁸⁶⁸ Ihre Überlegungen sehen sie anhand eines Samples von 511 Unternehmen bestätigt, für die sie grundsätzlich keinen - und vor allem keinen positiven - Zusammenhang zwischen der Höhe des Bilanzgewinns und einer konzentrierten Aktionärstruktur sehen.⁸⁶⁹ Dies könnte allerdings durch die verwendeten Variablen verursacht sein, da die Autoren nicht die Existenz einzelner großer Aktienblöcke betrachten, sondern den Gesamtanteil der 5 bzw. 20 größten Aktionäre in logarithmierter Form einbeziehen.

Als Beleg umfangreicherer Kontrollmöglichkeiten bzw. höherer Renditen bei Großaktionären könnten auch die regelmäßig gezahlten Paketprämien bei solchen Aktiengeschäften erklärt werden, bei denen jeweils signifikante Anteile des Unternehmens den Besitzer wechseln. Barclay/Holderness (1989) ermitteln einen durchschnittlich 20-prozentigen Paketaufschlag für 63 Transaktionen der Jahre 1978-1982, bei denen mindestens 5% des Aktienbestandes der jeweiligen Unternehmen gehandelt werden. Mehr als 80% der Transaktionen sahen einen Aktienpreis oberhalb des Börsenkurses zum Ankündigungszeitpunkt der Transaktion vor, der Preisaufschlag steht in einem positiven Zusammenhang mit der Streuung der übrigen Unternehmensanteile.⁸⁷⁰ Als Gründe für die höhere Bewertung nennen die Autoren "private" Erträge, die mit den erworbenen Kontrollrechten durchgesetzt werden können.⁸⁷¹ Diese können unmittelbar finanzieller Natur sein, etwa durch Beschäftigungsverhältnisse wie der Aufsichtsrats-tätigkeit bei Individualinvestoren oder durch reduzierte Produktpreise bei Unternehmensverflechtungen. Aber auch nichtfinanzielle Erträge sind denkbar.⁸⁷² Eine weitere Interpretationsmöglichkeit wird allerdings übersehen: Der Aufbau eines Aktienblocks wirkt allein über den Nachfrageeffekt bereits kurserhöhend, so dass in der Paketprämie die eingesparten Kosten des Käufers bzw. der Aufwand des Verkäufers abgebildet sind. Zudem unterstützt der Erwerb eines Aktienpakets mögliche Übernahmepläne.

McConnell/Servaes (1990) ermitteln in ihrer bereits zitierten Studie einen positiven Zusammenhang zwischen dem Umfang des größten Insider-Stimmenblocks und der

⁸⁶⁸ Vgl. Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): S. 1158ff.

⁸⁶⁹ Vgl. Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): S. 1175f.

⁸⁷⁰ Vgl. Barclay, M.J. / Holderness, C.G. (1989): S. 392.

⁸⁷¹ Vgl. Barclay, M.J. / Holderness, C.G. (1989): S. 374.

⁸⁷² Siehe hierzu insbesondere Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): S. 1161 f.

mit Tobin's Q gemessenen Unternehmensperformance.⁸⁷³ Allerdings sind diese Ergebnisse auf die Beteiligung von Vertretern der Leitungsebene beschränkt. Bei einer undifferenzierten Betrachtung von Aktienblöcken ergibt sich ein zwar tendenziell positiver, aber insignifikanter Zusammenhang zu Tobin's Q.⁸⁷⁴

Zeckhauser/Pound (1991) untersuchen 286 Firmen zeitpunktbezogen auf die Existenz eines Großaktionärs mit einem Anteil von mindestens 5% am Aktienkapital. In Anlehnung an die Thesen von Demsetz/Lehn (1985) zur Bedeutung der Beobachtbar- und Bewertbarkeit der Performance des Managements⁸⁷⁵ unterteilen sie ihr Sample in "transparente" und "undurchsichtige" Branchen. "Undurchsichtige" Branchen zeichnen sich durch einen stark unternehmensspezifischen und damit nur schlecht von Investoren zu beurteilenden Investitionsbedarf aus. Dies sind etwa die Luftfahrtindustrie, der Maschinenbau und Pharmaunternehmen. Als "transparent" erachten die Autoren z.B. die Bekleidungs- und die Nahrungsmittelindustrie oder auch den Einzelhandel, deren Investitionstätigkeit sie als leichter zu bewerten ansehen. Anders als Demsetz/Lehn (1985) vermuten sie allerdings einen Anreiz, einen Aktienblock eher in "transparenten" Unternehmen aufzubauen, da vor allem hier eine verstärkte Kontrolltätigkeit zusätzliche Informationen ergeben kann.⁸⁷⁶ Anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses werden zunächst die zukünftigen Gewinnerwartungen der Aktionäre von Unternehmen mit - respektive ohne - einen Großaktionär untersucht. Für die "transparenten" Branchen ergibt sich ein signifikant um etwa 10% höheres Kurs-Gewinn-Verhältnis im Fall der Existenz eines Großaktionärs. Auch für die "undurchsichtigen" Industrien ergibt sich ein im Durchschnitt etwas höheres Kurs-Gewinn-Verhältnis für Firmen mit einem Großaktionär, allerdings fehlt diesem Ergebnis die Signifikanz. Ein Zusammenhang zwischen der Existenz eines Großaktionärs und der Dividendenpolitik oder der Kapitalstruktur ist dagegen nicht feststellbar.⁸⁷⁷ Die Autoren schließen, dass die übrigen Aktionäre im Falle der Existenz eines Aktienblocks zukünftig höhere Gewinne erwarten und das Informationsproblem durch Großaktionäre gelindert wird.⁸⁷⁸

In ihrer breit angelegten Untersuchung von Corporate-Governance-Mechanismen betrachten Agrawal/Knoeber (1996) auch die Existenz von Aktienblöcken. Anders als McConnell/Servaes (1990) nehmen sie dabei eine eigenständige Analyse von denjenigen Großaktionären vor, die nicht als Insider gelten können.⁸⁷⁹ Ihr Sample umfasst 383 Firmen, die in der Forbes-Liste der jeweils nach Umsatz, Bilanzsumme, Marktkapitalisierung und Gewinn größten Unternehmen von 1988 enthalten sind. Einen

⁸⁷³ Vgl. McConnell, J.J. / Servaes, H. (1990): S. 610.

⁸⁷⁴ Vgl. McConnell, J.J. / Servaes, H. (1990): S. 601f.

⁸⁷⁵ Vgl. Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): S. 1159.

⁸⁷⁶ Vgl. Zeckhauser, R.J. / Pound, J. (1991): S. 151f.

⁸⁷⁷ Vgl. Zeckhauser, R.J. / Pound, J. (1991): S. 168ff.

⁸⁷⁸ Vgl. Zeckhauser, R.J. / Pound, J. (1991): S. 176f.

⁸⁷⁹ Vgl. Agrawal, A. / Knoeber, C.R. (1996): S. 381.

signifikanten Zusammenhang zwischen dem Unternehmenserfolg, gemessen mit Tobin's Q, und der Existenz von Großaktionären identifizieren sie dabei allerdings nicht.⁸⁸⁰

Denis/Denis/Sarin (1997) beschäftigen sich mit der Wahrscheinlichkeit einer Neu-besetzung der Unternehmensspitze im Falle schlechter Aktienrenditen. Für ihr sehr umfassendes Sample finden sie hier einen signifikanten positiven Zusammenhang zur Existenz eines Großaktionärs mit einem Aktienanteil von mindestens 5%.⁸⁸¹

Einen systematischen Zusammenhang zwischen Aktionärsstruktur und Unternehmensperformance können Demsetz/Villalonga (2001) nicht feststellen.⁸⁸² Wie Demsetz/Lehn (1985) messen sie aber lediglich den aufaddierten Anteil der fünf größten Aktionäre, weshalb eine Aussage zur Wirkung einzelner Großaktionäre nicht abgeleitet werden kann.

Für Großbritannien untersuchen Leech/Leahy (1991) ein Sample von 470 Unternehmen. Ein eindeutiger Effekt bezüglich der Existenz von Großaktionären lässt sich für die verwendeten Erfolgsgrößen - Markt-Buchwert-Verhältnis, Umsatzrendite, Kapitalrentabilität - nicht feststellen.⁸⁸³ Auch Weir/Lang/McKnight (2001) ermitteln kein signifikantes Ergebnis in ihrer bereits zitierten Studie von 312 britischen Unternehmen.⁸⁸⁴

Länderübergreifende Studien

Länderübergreifende Studien beschäftigen sich vornehmlich mit der Frage nach dem Einfluss des juristischen Rahmens auf die Kontrollmöglichkeiten der Aktionäre und auf die Aktionärsstruktur. Ihnen liegt die Vermutung zugrunde, dass Länder mit ausgeprägten Schutzrechten für Minderheitsaktionäre zu Streubesitz, andernfalls dagegen zu konzentrierter Aktionärsstruktur neigen müssten.⁸⁸⁵ Verschiedene Autoren finden Belege für diese Vermutung, darunter z.B. Nenova (2000),⁸⁸⁶ Gugler/Mueller/Yurtoglu (2003),⁸⁸⁷ Dyck/Zingales (2004)⁸⁸⁸ und Kim/Kitsabunnarat-Chatjuthamard/Nofsinger (2007).⁸⁸⁹

⁸⁸⁰ Vgl. Agrawal, A. / Knoeber, C.R. (1996): S. 390ff.

⁸⁸¹ Vgl. Denis, D.J. / Denis, D.K. / Sarin, A. (1997): S. 206.

⁸⁸² Vgl. Demsetz, H. / Villalonga, B. (2001): S. 221f.

⁸⁸³ Vgl. Leech, D. / Leahy, J. (1991): S. 1435.

⁸⁸⁴ Vgl. Weir, C. / Laing, D. / McKnight, P.J. (2001): S. 20.

⁸⁸⁵ Vgl. La Porta et al. (1998): S. 1145f.

⁸⁸⁶ Vgl. Nenova, T. (2000): S. 38.

⁸⁸⁷ Vgl. Gugler, K. / Mueller, D.C. / Yurtoglu, B.B. (2003): S. 27.

⁸⁸⁸ Vgl. Dyck, A. / Zingales, L. (2004): S. 589f.

⁸⁸⁹ Vgl. Kim, K.A. / Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P. / Nofsinger, J.R. (2007): S. 870f.

Deutschland

Deutschland gilt aus dieser Perspektive als Musterbeispiel eines "Insider-Systems" der Unternehmenskontrolle, in dem Minderheitsaktionäre nur mäßig geschützt werden und das durch hohe Stimmrechtskonzentration geprägt ist.⁸⁹⁰ So lag der Medianwert für den Anteil des jeweils größten Stimmenblocks bei britischen börsennotierten Unternehmen im Jahr 1998 bei 9,9% und bei US-amerikanischen unter 5%. In Deutschland betrug dieser Wert über 50%.⁸⁹¹

Den Beginn der im WpHG formulierten Publikationspflicht von Überschreitungen bestimmter Beteiligungsschwellen im Jahr 1996 nehmen Becht/Böhmer (2003) zum Anlass, die Aktionärsstruktur der börsennotierten Unternehmen in Deutschland zu analysieren. Sie ermitteln einen Anteil von 65% der börsennotierten Firmen, die einen Mehrheitsaktionär mit mehr als 50% der stimmberechtigten Aktien aufwiesen. Zumindest einen Minderheitsaktionär mit mehr als 25% der stimmberechtigten Anteilsscheine weisen weitere 17% der Unternehmen auf. Lediglich 7 von 430 Unternehmen - dies entspricht 1,6% - hatten keinen Anteilseigner, der mehr als 5% der Aktien hielt.⁸⁹²

Allerdings zeichnet sich in den letzten Jahren eine Tendenz zum Rückgang der Anzahl und Größe von Aktienblöcken börsennotierter deutscher Unternehmen ab, was durch eine Gesetzesänderung zur steuerrechtlichen Behandlung der Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen maßgeblich begünstigt wurde.⁸⁹³

Für das dieser Untersuchung zugrunde liegende Sample ist dennoch eine entgegengesetzte Entwicklung zu beobachten. So betrug der Medianwert des größten Stimmenblocks bei DAX30-Unternehmen noch 1998 lediglich 11,0%.⁸⁹⁴ In der folgenden Abbildung 11 ist die Aktienstreuung der im DAX30 enthaltenen Unternehmen per 31.3.2009 dargestellt. Gezählt wurden Anteilsblöcke von mindestens 3%, sie sind der Größe nach von unten nach oben abnehmend aufgeführt. Als Durchschnittsanteil der jeweils größten Beteiligung ergibt sich ein Wert von 23,4%, ihr Median liegt bei 17,0%. Alle 30 Firmen weisen mindestens einen Aktionär auf, der über mehr als 3% der Anteile verfügt. Der Durchschnittswert der Summe aller Aktienblöcke pro Unternehmen beträgt 31,8%. Wird die Betrachtung auf Teilhaber mit mindestens 5% Aktienanteil beschränkt, ändert sich das Gesamtbild nur wenig: Der Durchschnittsanteil der jeweils größten Beteiligung sinkt auf 22,9%, der Median bleibt unverändert.

⁸⁹⁰ Vgl. Drobetz, W.; Gugler, K.; Hirschvogel, S. (2004): S. 5.

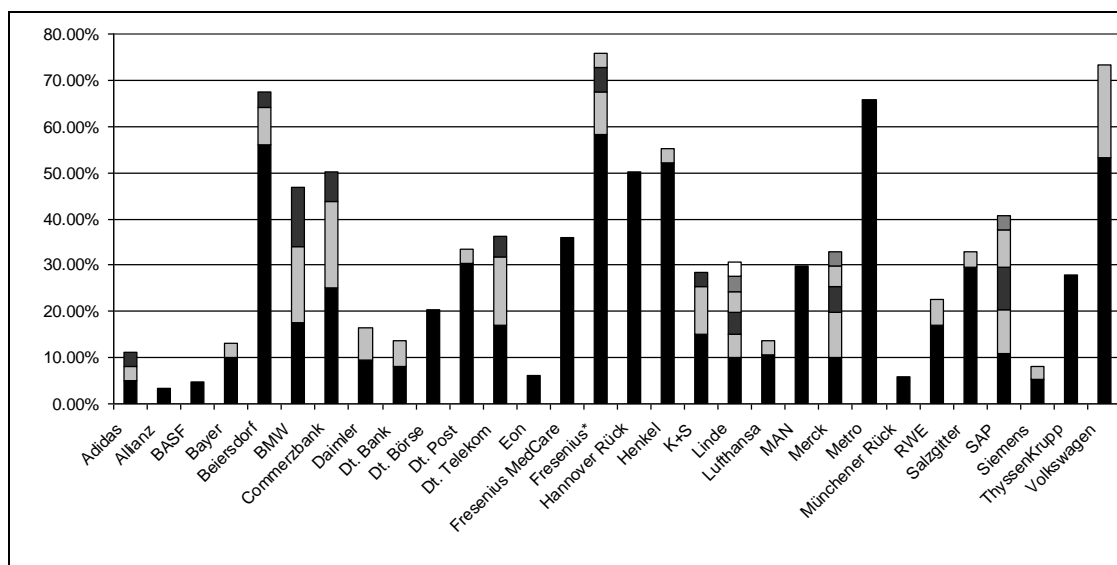
⁸⁹¹ Vgl. Becht, M. / Röell, A. (1999): S. 1052.

⁸⁹² Vgl. Becht, M. / Boehmer, E. (2003): S. 1 und S. 7ff.

⁸⁹³ Siehe § 8b Absatz 2 KStG.

⁸⁹⁴ Vgl. Becht, M. / Röell, A. (1999): S. 1052.

Abbildung 11: Aktienstreuung der DAX30-Unternehmen⁸⁹⁵



Wie schon bei den bereits vorgestellten Corporate-Governance-Mechanismen ist die wirtschaftswissenschaftliche Literatur des anglo-amerikanischen Raums auch hinsichtlich des Einflusses von Großaktionären erheblich umfangreicher als die deutsche.

Eine umfassende Untersuchung der Rolle von Großaktionären in Deutschland nehmen Edwards/Nibler (2000) vor. Sie identifizieren zunächst die 105 börsennotierten der 200 größten Nicht-Finanzunternehmen in Deutschland des Jahres 1992. Anschließend ermitteln sie für diese den Anteil des größten Einzelaktionärs und das Markt-Buchwert-Verhältnis. Ein signifikant positiver Zusammenhang ergab sich insbesondere für den Fall, dass es sich bei dem größten Aktionär um eine Einzelperson oder eine Familie handelt, allerdings nur bei einem Aktienanteil von unter 50%.⁸⁹⁶ Ein positiver Effekt ergab sich zudem aus der Zunahme des Anteils des zweit- oder drittgrößten Aktionärs. Die Autoren schließen aus ihren Resultaten, dass die konzentrierte Aktionärsstruktur großer deutscher Unternehmen Kleinaktionären tendenziell nützt.⁸⁹⁷ Banken als Anteilseigner kommt dabei keine besondere Rolle zu.⁸⁹⁸

Insgesamt 361 Firmen der produzierenden Industrie, davon 61 Nicht-Aktiengesellschaften, betrachten Lehmann/Weigand (2000) in ihrer Studie zu Governance-Strukturen in Deutschland. Dabei legen sie den Fokus auf die Aktionärsstruktur und die Identität der Anteilseigner. Dies kann ein anderes Industrieunternehmen, ein

⁸⁹⁵ Eigene Darstellung; Anteilswerte: www.comdirect.de; Stand: 31.3.2009; um von den Unternehmen selbst gehaltene Anteile bereinigt.

⁸⁹⁶ Vgl. Edwards, J. / Nibler, M. (2000): S. 254f.

⁸⁹⁷ Vgl. Edwards, J. / Nibler, M. (2000): S. 259.

⁸⁹⁸ Vgl. Edwards, J. / Nibler, M. (2000): S. 260.

Einzelaktionär oder eine Familie, ein Finanzinstitut oder eine Mischung der vor- genannten sein. Gesondert behandelt werden Firmen, die von ausländischen Anteils- eignern dominiert werden oder bei denen im Untersuchungszeitraum 1991-1996 ein Übergang zwischen zwei Kategorien stattgefunden hat.⁸⁹⁹ Im Ergebnis stellen die Autoren einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Anteilskonzentration und dem über die Gesamtkapitalrentabilität gemessenen Unternehmenserfolg fest. Für die börsennotierten Firmen des Samples ist dieser Zusammenhang aber nur schwach ausgeprägt. Ein - wenn auch nicht signifikant - positiver Effekt ergibt sich lediglich, wenn ein anderes Industrieunternehmen als wichtigster Anteilseigner fungiert oder bei Firmen mit gemischter Eigentümerstruktur keine zu großen Unter- schiede im Umfang der Beteiligung bestehen.⁹⁰⁰ Die Autoren werten ihre Resultate als Ausweis eines negativen Einflusses einer starken Anteilskonzentration. Dem stehen generell höhere Performancewerte bei Unternehmen mit Familien, Finanzinstituten oder verschiedenen Anteilseignern als Großaktionären gegenüber, woraus die For- scher auf einen positiven Effekt der ihrer Vermutung nach eher kontrollierend wirken- den Einflussnahme dieser Gruppen schließen.⁹⁰¹ Interessant wäre aber eine geson- derte Betrachtung des Umfangs des größten Aktienblocks gewesen, um den in ähn- lichen, vor allem US-amerikanischen Publikationen nachgewiesenen Größeneffekt zu prüfen.

Franks/Mayer (2001) untersuchen 57 Verkäufe von Aktienblöcken aus den Jahren 1988-1997 und analysieren dabei insbesondere die gezahlten Paketaufschläge und die abnormalen Renditen der übrigen Aktionäre in der Folgezeit der Blocktransaktio- nen. Die Autoren errechnen gegenüber dem anglo-amerikanischen Raum deutlich niedrigere - nämlich im Durchschnitt nur gut halb so hohe - Paketaufschläge. Aus dem weitgehenden Ausbleiben abnormaler Renditen bei den übrigen Aktionären schließen sie dennoch auf deren klare Benachteiligung. Die niedrigeren Paketprämien interpretieren sie schließlich als Zeichen für im Vergleich zu den USA geringere private Erträge von Großaktionären.⁹⁰² Anders als Denis/Denis/Sarin (1997) es für die USA ermitteln, können die Autoren hier keinen Zusammenhang zwischen der Existenz eines Großaktionärs und der Wahrscheinlichkeit eines Wechsels an der Unternehmensspitze im Fall schlechter Performance feststellen.⁹⁰³

Eine umfassende Ereignisstudie zur Überschreitung von Meldeschwellen an deut- schen Handelsplätzen führt Bott (2002) durch. Sie ermittelt diejenigen in Deutschland börsennotierten Unternehmen, die im Untersuchungszeitraum 1997-1999 mindestens eine Veränderungsmeldung an das Bundesaufsichtsamt für Wertpapierbesitz

⁸⁹⁹ Vgl. Lehmann, E. / Weigand, J. (2000): S. 10ff.

⁹⁰⁰ Vgl. Lehmann, E. / Weigand, J. (2000): S. 19f.

⁹⁰¹ Vgl. Lehmann, E. / Weigand, J. (2000): S. 21f.

⁹⁰² Vgl. Franks, J.R. / Mayer, C. (2001): S. 969ff.

⁹⁰³ Vgl. Franks, J.R. / Mayer, C. (2001): S. 974.

vorgenommen haben.⁹⁰⁴ Bei der größenunabhängigen Betrachtung dieser Ereignisse ergeben sich zunächst signifikant negative abnormale Renditen. Dies gilt auch bei einer Beschränkung der Ereignisse auf direkt zurechenbare Stimmrechtsänderungen und erstaunlicherweise unabhängig von der Richtung der Änderung. Erst die Differenzierung nach der Höhe der über- oder unterschrittenen Schwelle liefert ein signifikantes Ergebnis: Das Überschreiten der 10%-Schwelle wird positiv aufgenommen, bei der 75%-Schwelle liegt kein einheitliches Reaktionsverhalten vor. Dies gilt - mit Einschränkungen - auch beim Abbau von Aktienblöcken.⁹⁰⁵ Es ist bedauerlich, dass die Autorin die Beseitigung vieler der von ihr identifizierten zahlreichen Defizite in der relevanten Gesetzgebung⁹⁰⁶ nicht mehr in ihre Arbeit einfließen lassen konnte. Der veränderte regulatorische Rahmen impliziert sowohl gestiegene Transparenz als auch ein größeres Sample, so dass hier unter Umständen weitere Erkenntnisse gewonnen worden wären.

Speziell mit dem Zusammenwirken mehrerer Paketaktionäre beschäftigt sich Kehren (2005). Er vermutet, dass ein höherer Anteil des Hauptaktionärs negativ, die Existenz eines oder mehrerer weiterer Paketaktionäre dagegen positiv auf die Unternehmensperformance wirken muss.⁹⁰⁷ Die Untersuchung umfasst die Jahre 1996-2000 und betrachtet jeweils zwischen 142 und 180 börsennotierte Unternehmen⁹⁰⁸ und verwendet als Performancemaße Tobin's Q, die Aktienrendite sowie die Gesamtkapitalrendite. Für keines der gewählten Maße zur Erfassung der Anteilsverteilung bzw. der Machtkonzentration ergibt sich ein über den Untersuchungszeitraum hinweg signifikantes Resultat. Für einzelne Jahre oder auch mehrere aufeinanderfolgende Jahre kommt es aber doch zu eindeutigen Ergebnissen. Der kumulierte Stimmenanteil aller Paketaktionäre korreliert für die Jahre 1998-2000 signifikant positiv mit der erzielten Aktienrendite, der Anteil des größten Aktionärs zumindest für die Jahre 1999 und 2000. Für die ersten beiden Jahre liegen dagegen in drei Fällen sogar negative Korrelationen vor.⁹⁰⁹ Dies könnte für eine Neubewertung der Existenz von Paketaktionären durch die Akteure am Kapitalmarkt sprechen. Der Autor selbst sieht wegen der mangelnden Signifikanz und der Inkonsistenz seiner Ergebnisse nur wenig Erkenntnispotenzial in dem betreffenden Abschnitt seiner Arbeit.⁹¹⁰

Übersicht

Die folgende Tabelle 11 listet die relevanten Fachpublikationen übersichtsartig auf.

⁹⁰⁴ Vgl. Bott, C. (2002): S. 331f.

⁹⁰⁵ Vgl. Bott, C. (2002): S. 357ff.

⁹⁰⁶ Vgl. Bott, C. (2002): S. 201ff.

⁹⁰⁷ Vgl. Kehren, S. (2006): 97ff.

⁹⁰⁸ Vgl. Kehren, S. (2006): S. 105. Für die Teile seiner Studie, die Bilanzdaten erfordern, reduziert sich das Sample jeweils um etwa 50 Unternehmen.

⁹⁰⁹ Vgl. Kehren, S. (2006): S. 185. Die Ergebnisse bleiben auch unter Einbeziehung von Kontrollvariablen im Rahmen einer multivariaten Regressionsanalyse stabil. Vgl. S. 192ff.

⁹¹⁰ Vgl. Kehren, S. (2006): S. 188.

Tabelle 11: Übersicht Literatur zu Blockbesitz / Paketaktionären

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit- raum	Land	Sample	Ergebnis
Holderness/ Sheehan (1985)	Ereignis- studie	1977 - 1982	USA	>250 Überschreitungen der 5%-Meldeschwelle	Im Durchschnitt positive aber insignifi- kante Kursreaktion von 0,95% am Tag der Bekanntgabe
Mikkelson/ Ruback (1985)	Ereignis- studie	1978 - 1980	USA	473 Überschreitungen der 5%-Meldeschwelle	Im Durchschnitt positive aber insignifi- kante Kursreaktion von 0,34% am Tag der Bekanntgabe
Demsetz/ Lehn (1985)	Regres- sions- analyse	1980 u. 1981	USA	511 börsennotierte Unternehmen	Kein signifikanter Zusammenhang zw. Anteilsumfang der 5 größten Aktionäre und dem Bilanzgewinn
Barclay/ Holderness (1989)	Regres- sions- analyse	1978 - 1982	USA	63 Pakettransaktionen	Positiver Zusammenhang zw. Paketprämien und Aktienstreuung
McConnell/ Servaes (1990)	Regres- sions- analyse	1976 u. 1986	USA	Börsennotierte Firmen: - 1171 für 1976 - 1093 für 1986	Tendenziell positiver Zusammenhang zwischen Umfang des größten Aktien- blocks und Tobin's Q
Zeckhouser/ Pound (1991)	Regres- sions- analyse	1988	USA	286 börsennotierte Unternehmen	Signifikant höheres KGV für Firmen mit Paketaktionär in "transparenten", leicht überwachtbaren Branchen
Leech/Leahy (1991)	Regres- sions- analyse	Unklar	GB	470 börsennotierte Unternehmen	Keine eindeutiger Effekt d. Existenz v. Großaktionären a.d. Unternehmens- erfolg
Denis/Denis/ Sarin (1997)	Regres- sions- analyse	1985 - 1988	USA	1394 börsennotierte Firmen	Signifikant positiver Zusammenhang zw. d. Existenz eines Großaktionärs u. Umbesetzungen d. Unternehmens- spitze bei schlechter Performance
Edwards/ Nibler (2000)	Regres- sions- analyse	1992	D	105 der 200 größten börsennotierten Nicht- finanzunternehmen	Uneindeutig; positiver Zusammenhang zwischen Anteilshöhe und Markt- Buchwert-Verhältnis für Einzelaktionäre und Familien bis max. 50% Anteil
Lehmann/ Weigand (2000)	Regres- sions- analyse	1991- 1996	D	300 börsennotierte Unternehmen der produzierenden Industrie	Schwacher negativer Zusammenhang zw. Anteilskonzentration und Gesamt- kapitalrentabilität
Franks/ Mayer (2001)	Regres- sions- analyse	1988- 1997	D	57 Paketverkäufe	Uneindeutig; im Vergleich zu den USA niedrigere Paketaufschläge, aber keine abnormalen Renditen bei Klein- aktionären

Autor/en (Jahr)	Methode	Zeit-raum	Land	Sample	Ergebnis
Bott (2002)	Ereignis-studie	1997-1999	D	Pakettransaktionen bei 117 börsennotierten Unternehmen	Positive Reaktion auf Überschreiten der 10%-Schwelle, negative Reaktion bei 75%-schwelle
Demsetz/ Villalonga (2002)	Regres-sions-analyse	1980 u. 1981	USA	223 zufällig ausgewählte Firmen d. Samples v. Demsetz/Lehn (1985)	Kein systematischer Zusammenhang zwischen Anteilsumfang der 5 größten Aktionäre und dem Bilanzgewinn
Kehren (2006)	Regres-sions-analyse	1996 - 2000	D	Zw. 142 und 180 Unternehmen pro Unter-suchungsjahr	Uneindeutig; positiver Zusammenhang zw. Anteilshöhe und Aktienrendite in den späteren Untersuchungsjahren

4.3.3 Untersuchungsrelevante Ereignistypen

Auch hinsichtlich der Frage, inwieweit von der Existenz eines oder mehrerer Paketaktionäre eine erwartbare Corporate-Governance-Wirkung ausgeht, kommt die wirtschaftswissenschaftliche Literatur zu keinem eindeutigen Ergebnis. Für die Verwendung in dieser Arbeit sprechen aber dennoch mehrere Gründe. Zunächst zeigen die Ergebnisse der vorgestellten US-amerikanischen Ereignisstudien, dass sich eine Signalwirkung im Sinne einer verbesserten Überwachung ableiten lässt. Da der Umfang des größten Aktienblocks eine Rolle für die Wirkungsrichtung zu spielen scheint, sollten die relevanten Ereignisse nach der Höhe der Meldeschwellen differenziert werden. Weiterhin legen die Ergebnisse der Untersuchungen zum deutschen Kapitalmarkt eine Berücksichtigung nahe, da sie tendenziell die Kontrollhypothese stützen und die Schädigungshypothese widerlegen. Schließlich lassen die länderübergreifend angelegten Studien auf eine größere Bedeutung von Paketaktionären in Ländern mit schwachen Anlegerschutzregeln schließen. Selbst die Endogenitätshypothese spricht für eine Berücksichtigung, da die Aktionärsstruktur auch als Ergebnis eines Optimierungsprozesses gewissen Imperfektionen bei der Anpassung unterliegt.⁹¹¹ Auch darf die unternehmensspezifische Unterscheidbarkeit für den vorliegenden Corporate-Governance-Mechanismus als gegeben betrachtet werden, da die regulatorischen Vorgaben für eine weitreichende Transparenz bei Aufbau und Handel von Aktienblöcken sorgen.

Als konkrete Ereignisse kommen die Pflichtmeldungen von Schwellenüber- und -unterschreitungen gemäß § 15a WpHG infrage. Die bisherigen Erkenntnisse der empirischen Corporate-Governance-Forschung legen zudem eine Differenzierung nach nach der Höhe der Meldeschwelle nahe. Damit ergeben sich die folgenden Hypothesen zur Fassung der in der Fachliteratur unterstellten Wirkungen:

⁹¹¹ Vgl. Bott, C. (2002): S. 295ff.

Hypothese 3.1.a: Die Überschreitung einer publikationspflichtigen Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion.

Hypothese 3.1.b: Die Unterschreitung einer publikationspflichtigen Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion.

4.4 Kapitalentscheidungen

Die bisher vorgestellten Corporate-Governance-Mechanismen wirken überwiegend unmittelbar auf das Verhältnis zwischen Aktionär und Management, indem sie entweder eine stärkere Überwachung der Unternehmensleitung unterstützen oder eine Annäherung der Interessen beider Seiten auslösen. Darüber hinaus vermuten verschiedene Autoren, dass es Managern gelingen kann, durch das Aussenden geeigneter Signale der mangelnden Beobachtbarkeit ihrer Handlungen entgegenzuwirken. Als Signal kommen in erster Linie Kapitalentscheidungen infrage. Diskutiert werden vor allem zwei konkrete unternehmerische Entscheidungsgegenstände, nämlich die Kapitalstruktur und die Dividendenpolitik.

4.4.1 Kapitalstruktur

Eine Kontrollwirkung ergibt sich nach Meinung einiger Autoren aus der Finanzierungsstruktur von Unternehmen. Durch die Aufnahme von Fremdkapital werden Unternehmen einer zusätzlichen Kontrollinstanz unterworfen - dem Fremdkapitalgeber.⁹¹² Aus der Kontrolltätigkeit der Fremdkapitalgeber entsteht, ähnlich wie bei der Existenz großer Aktienblöcke, ein externer Effekt. Von der vermuteten zusätzlichen Kontrolltätigkeit profitieren die Anleger, die Überwachungskosten auf die Fremdkapitalgeber abwälzen. Zwar sind die Kontrollkosten der Fremdkapitalgeber in den Fremdkapitalkosten enthalten, so dass es nicht zu einem "free lunch" kommt. Womöglich setzt sich das Management aber einer Kontrolle aus, die es sonst wegen des mangelnden Engagements oder des Fehlens ausreichend großer Aktionäre nicht gegeben hätte.

Bei der Aufnahme von Fremdkapital handelt es sich also u.U. um eine Form von Marktsignalisierung. Eine Art Wahlrecht hinsichtlich der Aufnahme von Fremdkapital, ähnlich dem von Rothschild/Stiglitz (1976) beschriebenen System der "Self-Selection" bei Versicherungsnehmern,⁹¹³ könnte Manager dazu bewegen, mittels einer Fremdkapitalaufnahme indirekt Aussagen über ihr Handeln zu treffen. Hellwig (1998) geht allerdings davon aus, dass Finanzierungs- und Investmententscheidungen in Unternehmen regelmäßig mit Blick auf die Vermeidung von Kontrollmög-

⁹¹² Vgl. hierzu Agrawal, A.A. / Knoeber, C.R. (1996): S. 380; Tirole, J. (2006): S. 51ff.

⁹¹³ Vgl. Rothschild M. / Stiglitz, J. (1976): S. 630ff.

lichkeiten getroffen werden.⁹¹⁴ Manager würden demnach zunächst eine interne Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen, dann eine Fremdkapitalfinanzierung mit eingeschränkten Kontrollrechten und schließlich nur, wenn es sich nicht vermeiden lässt, eine Eigenkapitalerhöhung wählen.⁹¹⁵

Ein zweiter positiver Signaleffekt der Fremdkapitalaufnahme ergibt sich womöglich für den Fall, dass das Fremdkapital in Form von Anleihen emittiert wird. Die Coupon-Zahlungen können als garantierte Dividendenzahlung interpretiert werden, die ein - generell unglaubwürdiges - Dividendenversprechen des Managements ersetzen und damit wiederum eine Selbsteinschätzung des Managements enthalten.⁹¹⁶ Inwieweit Dividendenzahlungen glaubwürdige Signale darstellen, ist allerdings umstritten. Zudem identifiziert eine Ereignisstudie von Chaplinsky/Hansen (1993) zur Emission von Unternehmensanleihen in den USA lediglich dann eine Marktreaktion, wenn mit einer Fremdkapitalaufnahme angesichts der Lage des Unternehmens nicht ohnehin zu rechnen war. In den Fällen, in denen die Emission also nicht ohnehin schon antizipiert wurde, wurden tendenziell negative, bei unerwartet großen Emissionen sogar signifikante, stark negative Reaktionen ausgelöst.⁹¹⁷

Agrawal/Knoeber verlegen die Entscheidung über die Gewährung von Fremdkapital in den unternehmensexternen Bereich und weisen den Fremdkapitalgebern das entsprechende Wahlrecht zu.⁹¹⁸ Diese Sichtweise bildet einen weiteren Widerspruch zu der Self-Selection-Idee.

Die Fremdkapitalquote ist als Corporate-Governance-Mechanismus auch aus anderen Gründen umstritten. Dies liegt an der per se eher mittelbaren Kontrollwirkung, aber auch an den vielfältigen anderen Gründen, die eine Fremdkapitalaufnahme bedingen können. Befindet sich das betroffene Unternehmen etwa in einer Krise oder sind die Aktionäre nicht in der Lage, eine Kapitalerhöhung zu leisten, signalisiert die Aufnahme von Fremdkapital vermutlich nicht in erster Linie eine hohe Qualität der Managementleistung.

Hinzu kommt, dass die Aufnahme von Fremdkapital keine umgehende Bekanntgabe erfordert, so dass der Informationsgehalt für eine Ereignisstudie mit der Einbettung in die regelmäßige Unternehmenspublizität schwimmt. Eine Ausnahme bildet die Emission von Anleihen, über die Aktionäre - wie auch der gesamte Kapitalmarkt - unmittelbar Kenntnis erlangen. Aus Corporate-Governance-Sicht können solche Anleihen ohne Zweifel Bedeutung erlangen, allerdings weniger wegen der hier - ohnehin nur mittelbar durch die an der Emission beteiligten Banken - erzielten zusätzlichen Überwachungswirkung als vielmehr durch mögliche Change-of-Control-

⁹¹⁴ Vgl. Hellwig, M. (1998): S. 7.

⁹¹⁵ Vgl. Myers, S.C. (1984): S. 580f.

⁹¹⁶ Vgl. Jensen, M.C. (1986): S. 324f.

⁹¹⁷ Vgl. Chaplinsky, S. / Hansen, R.S. (1993): S. 730f.

⁹¹⁸ Vgl. Agrawal, A.A. / Knoeber, C.R. (1996): S. 381.

Klauseln, die als "Giftpillen" einen möglichen Übergang der Unternehmenskontrolle verteuern.⁹¹⁹

Die Zweifel an einer wesentlichen und unverwässerten Corporate-Governance-Wirkung überwiegen recht deutlich, weshalb auf die Einbeziehung von Änderungen des Fremdkapitalanteils in diese Untersuchung verzichtet werden soll.

4.4.2 Dividendenpolitik

Manche Autoren nehmen an, dass mit der Dividendenpolitik eines Unternehmens Corporate-Governance-relevante Effekte verbunden sind.⁹²⁰ Die Dividendenzahlungen dienen hierbei der Übermittlung von Informationen von den Managern an die Anteilseigner über das Unternehmen.⁹²¹ Mit der Dividendenpolitik würden Informationen über die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens übermittelt, wie bereits Modigliani/Miller als Widerspruch zu ihrer eigenen These der Irrelevanz von Dividendenzahlungen vermuten.⁹²² Erfolgreiche Manager haben ein Interesse daran, die Anteilseigner über die "Qualität" des Unternehmens und damit ihrer eigenen Arbeit zu unterrichten. Damit das entsprechende Signal von den Anteilseignern akzeptiert und geglaubt wird, muss es für "gute" Unternehmen um so viel kostengünstiger sein als für "schlechte" Unternehmen, dass sich eine Imitation des Signals für "schlechte" Unternehmen nicht lohnt. Der Kostenunterschied kann aus immanenten Kosten, wie sie von dissipativen Signalmodellen postuliert werden, oder aus einer materiellen Strafzahlung durch ein das Signal missbräuchlich verwendendes Unternehmen (nicht-dissipative Signalmodelle) bestehen.

Die "Qualität" des Unternehmens wird in den betreffenden Betrachtungen als mit seinem Wert identisch angesehen. Manager werden demnach einen Dividendenvorschlag wählen, der den Anlegern eine adäquate Unternehmensbewertung ermöglicht.⁹²³ Zur Kostenentstehung sind im Laufe der Zeit mehrere Modelle entstanden: So konstruiert Bhattacharya (1979)⁹²⁴ ein dissipatives Signalmodell mit Unterinvestitionskosten, bei dem die Dividende den Wert des Unternehmens widerspiegelt. Eine zu hoch gewählte Dividende führt zu einer Unterinvestition in den folgenden Perioden, was in Form von entgangenen Gewinnen oder aber Fremdkapitalkosten zu Buche schlägt.

⁹¹⁹ Vgl. Abschnitt 4.1.2 dieser Arbeit.

⁹²⁰ Easterbrook, F.H. (1984): S.651ff.; La-Porta, R. et al. (2000): S.4ff.; Goergen, M. / Renneboog, L. / Correia da Silva, L. (2003): S. 2ff.; Heiden, S. (2002): S. 22ff.

⁹²¹ Vgl. Goergen, M. / Manjon, M. / Renneboog, L. (2004): S. 2.

⁹²² Modigliani, F. / Miller, M.H. (1958), S. 284ff.

⁹²³ Vgl. Franke, G. (1987): S. 813.

⁹²⁴ Bhattacharya, S. (1979): S. 260ff.

Ein nicht-dissipatives Signalmodell entwirft Kalay (1980), der Strafkosten für falsche Signale über einen entsprechenden Passus in der Entlohnungsfunktion des Managements verortet. Eine ausreichende Wirkung erfüllt ein solcher Passus, wenn die vorgesehene Strafzahlung hoch genug ausfällt, also höher als die dem zugrunde liegenden Vertrag entsprechend gewichtete Differenz zwischen dem höchsten und niedrigsten möglichen Ertrag des Unternehmens.⁹²⁵

Neuere Untersuchungen können allerdings keine empirischen Belege für eine Signalwirkung von Dividenden identifizieren, zumal die Wirkung von Analysten als Informationskatalysatoren vielfach ungeklärt bleibt.⁹²⁶ Zwar ergibt sich ein - wenig überraschender - Zusammenhang zwischen Dividendenzahlung und Unternehmenserfolg,⁹²⁷ eine eigenständige, zukunftsgerichtete Signalwirkung der Dividendenhöhe lässt sich aber nicht nachweisen. Vielmehr scheinen sich Dividendenzahlungen klar als Resultat der Performance vergangener Perioden zu ergeben.⁹²⁸

Zudem stellt sich die Frage, inwieweit sich nicht gerade die Dividendenpolitik bereits aus dem Entscheidungsraum der Manager in den kollektiven Entscheidungsraum von Vorstand, Aufsichtsrat und Großaktionären verlagert hat. Damit wäre der Informationsgehalt von Dividendenvorschlägen im Sinne der vorgestellten Modelle verloren, da die Vorschläge als Ergebnis eines Verhandlungsprozesses zwischen Akteuren mit verschiedenen Interessenlagen angesehen werden müssten. Die vom Management angestrebte Signalwirkung könnte dann durch Einflussnahme Dritter verwässert werden.

Aus der vorliegenden Untersuchung sollen Dividendenzahlungen als Mechanismus der Corporate Governance wegen der bestehenden Zweifel an ihrer Relevanz und der Komplexität der unterstellten Wirkungszusammenhänge ausgeklammert werden. Zudem wird ein Teil des unterstellten Effektes einer Strafwirkung durch erfolgsorientierte Managerkontrakte bereits durch die in Kapitel 4.2.2 angestellten Überlegungen zur Unternehmensbeteiligung von Mitgliedern der Leitungsgremien abgedeckt.

4.5 Zusammenfassung: Relevante Corporate-Governance-Mechanismen und Ereignistypen

Ziel dieser Arbeit ist es, nachzuvollziehen, ob und wie Investoren Corporate-Governance-relevante Unternehmensnachrichten wahrnehmen und inwieweit sie mit den Anteilen von Firmen nach einer Bekanntgabe von Änderungen ihres Corporate-

⁹²⁵ Vgl. Kalay, A. (1980): S. 856 ff.

⁹²⁶ Vgl. Deshmukh, S. (2005): S. 121.

⁹²⁷ Vgl. Brown, L.D. / Caylor, M.L. (2004): S. 15.

⁹²⁸ Vgl. etwa Benartzi, S. / Michaely, R. / Thaler, R. (1997): S. 1031f.; Arcot, R.S. / Bruno, V. G. (2007): S. 17ff.; Heiden, S. (2002): S. 250ff.

Governance-Verhaltens abnormale Renditen erzielen können. Angesichts der häufig unklaren Wirkung einzelner Mechanismen erscheint die Bewertung eines einheitlichen Gesamtbildes unternehmensspezifischer Corporate Governance durch die Aktionäre unwahrscheinlich. Von Interesse wird hier deshalb vor allem die Wirkung von Unternehmensnachrichten zu den verschiedenen Kategorien von Mechanismen sein.

Für viele der in der bisherigen Corporate-Governance-Forschung analysierten potenziellen Kontrollmechanismen sind die Ergebnisse uneindeutig. Dennoch lassen sich mit dem dieser Untersuchung zugrunde liegenden Auswahlchema eine Reihe von Mechanismen identifizieren, die beim Bekanntwerden von relevanten Änderungen potenziell eine Kursreaktion auslösen. Die Nachrichtenergebnisse, die diese Reaktionen bewirken, werden in der folgenden Tabelle 12 übersichtsartig kategorisiert dargestellt.

Tabelle 12: Relevante Corporate-Governance-Mechanismen und Nachrichtenergebnisse

Mechanismus / Ereignis
<i>Aktionärsrechte</i>
Vorzugsaktien: Der Wegfall (konträr: die Neuausgabe) von stimmrechtsbeschränkten Aktiengattungen
Vinkulierung von Aktien: Der Wegfall (konträr: die Neuinstallation) von Transferbeschränkungen für Aktien
Satzungsänderungen: Die Abschaffung (konträr: die Einführung) von Supermajoritätsregeln für governance-bezogene Angelegenheiten
<i>Leitungsgremien</i>
Aufsichtsratsgröße: Freiwillige Erweiterung bzw. Einschränkung der Aufsichtsratsgröße
Vorstandsgröße: Erweiterung bzw. Einschränkung der Vorstandsgröße
Gremienzusammensetzung: Berufung oder Abberufung eines ehemaligen Vorstandsmitglieds als Aufsichtsratsmitglied
Gremienzusammensetzung: Berufung oder Abberufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen bedeutenden deutschen Unternehmens ist.
Unternehmensbeteiligung von Organmitgliedern: Aktienkäufe und -veräußerungen von Vorständen und Mitgliedern des Aufsichtsrates (Meldungen gemäß § 15a WpHG)
<i>Blockbesitz / Paketaktionäre</i>
Schwellenüber- oder -unterschreitungen (Meldungen gemäß § 21 WpHG)

Mit der Bestimmung relevanter Mechanismen und potenziell kursbeeinflussender Ereignisse ist die Zielsetzung des vorliegenden Kapitels erreicht. Die aus den identifi-

zierten Corporate-Governance-Mechanismen abgeleiteten Hypothesen werden im anschließenden Kapitel in Abschnitt 5.2.1 zusammenfassend dargestellt.

5 Empirische Untersuchung

"Ein empirisch-wissenschaftliches System muss an der Erfahrung scheitern können."⁹²⁹

Die vorliegende Untersuchung verfolgt das Ziel, die Wirkung Corporate-Governance-bezogener Unternehmenscharakteristika auf die Bewertung von Firmen am Kapitalmarkt zu ermitteln. Aus einer Reihe von Gründen erscheinen die Ergebnisse einiger bislang zu dieser Frage veröffentlichter Studien, die eine integrierte unternehmensspezifische Corporate-Governance-Bewertung vornehmen, methodisch zweifelhaft.⁹³⁰

In dieser Arbeit soll der unterstellte Zusammenhang zwischen Corporate-Governance-Eigenschaften und Unternehmensbewertung deshalb unmittelbar anhand der Reaktion der Investoren auf relevante Ereignisse überprüft werden. Hierfür werden zunächst die im vorherigen Kapitel 4 erarbeiteten Hypothesen zusammengefasst. An die Spezifizierung der Methodenwahl und die Beschreibung der Datenbasis schließen sich die eigentliche empirische Untersuchung und die abzuleitenden Schlussfolgerungen an.

5.1 Methodik

In Ereignisstudien wird die Veränderung der Bewertung eines Unternehmens aufgrund von auslösenden Ereignissen anhand der Aktienkursreaktion untersucht. Eine solche Veränderung liegt vor, wenn nach der breit angelegten Publikation⁹³¹ einer neuen Information die Kursentwicklung eines Wertpapiers in statistisch signifikanter Weise positiv oder negativ von der ohne die Information zu erwartenden Kursreaktion abweicht.⁹³² Die Analyse basiert auf grundlegenden ökonometrischen Techniken und bietet den Vorteil, dass tendenziell subjektive Annahmen zur Beeinflussung der Unternehmensbewertung durch Ereignisse oder Entscheidungen vermieden werden.⁹³³

Eine erste Anwendung fand die Methode der Ereignisstudie in einer Untersuchung von Dolley (1933) zur Auswirkung von Aktiensplits auf die Kapitalmarktbewertung von Unternehmen.⁹³⁴ Die Weiterentwicklung unter Verwendung des heute verbreitet ein-

⁹²⁹ Popper, K. (1989): S. 15.

⁹³⁰ Siehe hierzu ausführlich Abschnitt 1.2.

⁹³¹ Vgl. Fama, E.F. (1970): S. 404.

⁹³² Vgl. Nowak E. / Mahr T.G. / Rott, R. (2005): S. 265f.

⁹³³ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 5.

⁹³⁴ Vgl. Dolley, J.C. (1933): S. 316ff.

gesetzten Marktmodells erfolgte Ende der 1960er Jahre durch Ball/Brown (1968)⁹³⁵ und Fama et al. (1969).⁹³⁶

5.1.1 Grundlagen und Voraussetzungen

Die Forschungsmethodik von Ereignisstudien basiert auf der simultanen Erfüllung dreier Voraussetzungen:

- Das betrachtete Ereignis wird nicht erwartet, d.h. die Marktteilnehmer erhalten ihnen bislang unbekannt Informationen.
- Das betrachtete Ereignis tritt isoliert auf, d.h. die Kursreaktion lässt sich auf das Ereignis beziehen und beschränken.
- Der betrachtete Kapitalmarkt ist effizient.⁹³⁷

Problematisch ist bereits die erste Annahme. Im Idealfall wird die kursrelevante Information allen handelsberechtigten Marktakteuren zeitgleich zugänglich gemacht. Vor diesem Zeitpunkt soll die Information lediglich Insidern bekannt sein, denen Geschäfte mit dem betreffenden Wertpapier verboten sind. Häufig ist der Beginn einer abnormalen Kursreaktion schon vor der Datierung eines Ereignisses deutlich erkennbar.⁹³⁸ Dies ist möglich, wenn etwa Unternehmensnachrichten einem privilegierten Personenkreis bereits vor der offiziellen Publikation bekannt werden.⁹³⁹ Eine weitere Erklärungsmöglichkeit ist das Aufkommen entsprechender Gerüchte.⁹⁴⁰

Auch die zweite Bedingung ist problembehaftet. Häufig geben Unternehmen verschiedene bedeutende Entwicklungen, Entscheidungen oder Vorschläge gebündelt bekannt. Dies ist etwa bei der Veröffentlichung eines Dividendenvorschlags der Fall, die oft gemeinsam mit der Bekanntgabe des Ergebnisses eines abgelaufenen Geschäftsjahres erfolgt.⁹⁴¹ Bedeutende Entwicklungen gelangen auch dann als Bündel an die Öffentlichkeit, wenn mit der Einladung zur Hauptversammlung Beschlussvorschläge - etwa der Unternehmensleitung - versandt werden. Durch die Kombination wichtiger Nachrichten wird die Analyse der isolierten Wirkung einer Komponente des Bündels erheblich erschwert, wenn nicht gar unmöglich.⁹⁴² Der verwässernde Einfluss sich überlagernder Ereignisse muss durch eine angepasste Gestaltung der Ereignisstudie ausgeschlossen werden.

Das Konzept der Markteffizienz - die dritte Voraussetzung für den Einsatz von Ereignisstudien - geht wesentlich auf Fama (1970) zurück und zielt auf die Verarbeitung

⁹³⁵ Vgl. Ball, R. / Brown, P. (1968): S. 159ff.

⁹³⁶ Vgl. Fama, E.F. et al. (1969): S. 1ff.

⁹³⁷ Vgl. Bott, C. (2002): S. 297.

⁹³⁸ Vgl. Jensen, M.C. / Ruback, R.S. (1983): S. 12f.

⁹³⁹ Vgl. Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1989): S. 12f.

⁹⁴⁰ Vgl. Groß, S. (2004): S. 27.

⁹⁴¹ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 160.

⁹⁴² Vgl. Bott, C. (2002): S. 298.

der marktrelevanten Informationen ab. Ein Markt gilt demnach dann als informationseffizient, wenn die Marktpreise die zur Verfügung stehenden Informationen vollständig reflektieren. Voraussetzung hierfür sind das Fehlen von Transaktionskosten, der kostenlose Zugang zu Informationen sowie eine einheitliche Erwartungshaltung bei allen Marktteilnehmern. Die Homogenität der Erwartungen der Marktteilnehmer bezieht sich auf die Einschätzung der Relevanz der zur Verfügung stehenden Informationen sowohl für die aktuellen Wertpapierkurse als auch für deren zukünftige Verteilung.⁹⁴³ Dies ist eine erkennbar realitätsferne Konstellation,⁹⁴⁴ weshalb zwischen drei Niveaus von Informationseffizienz unterschieden wird:

- Strenge Form: Die beschriebene strenge Form bedingt die Reflexion sämtlicher - auch nicht öffentlich verfügbarer - Informationen zu einem Wertpapier in dessen Kurs. Daraus folgt, dass kein Marktteilnehmer aus einem privilegierten Informationszugang heraus systematische Überrenditen erzielen kann.
- Halb-strenge Form: Eine weniger strenge Form der Informationseffizienz liegt vor, wenn wenigstens alle öffentlich verfügbaren Informationen, etwa Unternehmensmeldungen, im Kurs berücksichtigt sind. Eine Fundamentalanalyse des Wertpapiers ermöglicht hier keine Überrenditen, während dies für nichtöffentliche Informationen denkbar ist.
- Schwache Form: Auf schwach informationseffizienten Märkten steht lediglich die Kursentwicklung der Vergangenheit als Information öffentlich zur Verfügung. Mit nichtöffentlichen Informationen oder anhand einer Fundamentalanalyse können hier gegebenenfalls Überrenditen erzielt werden, eine reine technische Kursanalyse ermöglicht dies jedoch nicht.⁹⁴⁵

Die Durchführung von Ereignisstudien wird durch das Vorliegen zumindest der halb-strengen Form der Informationseffizienz wesentlich erleichtert. Das Fehlen der strengen Form nach Fama (1970) kann durch recht einfache Mittel in der Gestaltung der Studie aufgefangen werden. Ist der betrachtete Kapitalmarkt aber lediglich schwach informationseffizient, droht allein hierdurch eine Ablehnung der der Untersuchung zugrunde liegenden Hypothesen.⁹⁴⁶

Empirische Untersuchungen zur Informationseffizienz auf deutschen Kapitalmärkten liefern ein gemischtes Bild. Eine ältere Studie von Brakmann (1993) der Bezugsrechtsemissionen von 75 großen deutschen Industrieunternehmen der Jahre 1978 bis 1988 sieht das Vorliegen der halb-strengen Form der Informationseffizienz als erwiesen an.⁹⁴⁷ Ein differenzierteres Bild ergibt sich bei Röder (1999) für Ad-hoc-Publikationen eines breiten Unternehmensspektrums. Demnach kann der deutsche

⁹⁴³ Vgl. Fama, E.F. (1970): S. 385ff.

⁹⁴⁴ Vgl. Bott, C. (2002): S. 299.

⁹⁴⁵ Vgl. Fama, E.F. (1970): S. 383ff.

⁹⁴⁶ Vgl. Bott, C. (2002): S. 305.

⁹⁴⁷ Vgl. Brakmann, H. (1993): S. 337.

Kapitalmarkt nur für das DAX30-Segment als wenigstens halb-streng effizient angesehen werden, für Nebenwerte benötigt die Informationsverarbeitung dagegen mehr Zeit, weshalb hier nur von schwacher Informationseffizienz ausgegangen werden kann.⁹⁴⁸

5.1.2 Aufbau und Durchführung von Ereignisstudien

Sind die genannten Voraussetzungen erfüllt, folgt die Durchführung der Ereignisstudie im Regelfall in vier Schritten:⁹⁴⁹

- 1.) Definition der Ereignisse und Datierung der Veröffentlichungszeitpunkte
- 2.) Berechnung der tatsächlichen Renditen im definierten Ereignisfenster
- 3.) Bestimmung der abnormalen Renditen durch Kalkulation der Differenz zwischen erwarteter und tatsächlicher Rendite
- 4.) Überprüfung der statistischen Signifikanz der Ergebnisse

MacKinlay (1997) nennt zusätzlich die Wahl der zu berücksichtigenden Firmen als wesentlichen eigenständigen Schritt.⁹⁵⁰

Definition der Ereignisse und Datierung der Veröffentlichungszeitpunkte

Zur Definition der Ereignisse wird zunächst eine inhaltliche Abgrenzung vorgenommen, anhand derer eine eindeutige Identifikation möglich ist. Ihr folgt die Bestimmung einer geeigneten Informationsquelle, für die eine umfassende Verbreitung der Nachricht über das Ereignis ausgegangen werden kann.⁹⁵¹ Weiterhin muss eine Entscheidung über den zu berücksichtigenden Zeitraum getroffen werden. Grundsätzlich sollte dieser möglichst lang sein, um mit der dann wachsenden Zahl der Ereignisse auch die Aussagekraft der Untersuchung zu erhöhen. Bei einer Änderung der Rahmenbedingungen - etwa einer gesetzlichen Regelung - kann der betrachtete Zeitraum ggf. in mehrere Abschnitte unterteilt werden.⁹⁵²

Die Datierung des Ankündigungszeitpunkts mag zunächst trivial erscheinen, wird hierunter doch schlicht der Tag bzw. die Uhrzeit verstanden, an dem die Öffentlichkeit Kenntnis von einer Neuigkeit erlangt oder zumindest erlangen kann. Dies setzt jedoch einen eindeutigen Nachrichtenkanal voraus, über den sämtliche Marktteilnehmer ihre Informationen beziehen. Meist wird es aber Akteure geben, die über nichtöffentliche Quellen vorzeitig von einer bedeutenden Entwicklung oder Entscheidung erfahren. Dieser Personenkreis hat einen Anreiz, die vorab gewonnene Information umgehend in Aktivitäten am Kapitalmarkt zu übertragen, um vor der vollen Entfaltung der Nach-

⁹⁴⁸ Vgl. Röder, K. (1999): S. 212ff.

⁹⁴⁹ Vgl. Peterson, P.P. (1989): S. 37ff.; Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 5.; Nowak E. / Mahr T.G. / Rott, R. (2005): S. 267

⁹⁵⁰ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 15.

⁹⁵¹ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 4f.

⁹⁵² Vgl. Rau, M. (2004): S. 123.

richtenwirkung auf die Bewertung der betroffenen Wertpapiere diese zu einem vorteilhaften Preis zu erwerben oder zu veräußern.⁹⁵³ Zwar wird vielfach durch gesetzliche Regelungen versucht, einen solchen Insiderhandel zu unterbinden.⁹⁵⁴ Es ist allerdings nicht nur zweifelhaft, sondern empirisch widerlegt, dass dieses Ziel vollständig erreicht wird.⁹⁵⁵

In Ereignisstudien wird deshalb häufig versucht, potenzielle "Informationslecks" durch eine Erweiterung des der Untersuchung zugrunde liegenden Ereignisfensters vor den Ankündigungszeitpunkt der relevanten Neuigkeit zu erfassen. Daraus ergeben sich allerdings ein konzeptionelles und ein technisches Problem. So ist schlicht nicht zu ermitteln, wieviele Insider wie viel früher die betreffende Information erhalten, weshalb eine Festlegung der Erweiterung des Ereignisfensters schwerfallen muss. Aus technischer Sicht steigt mit einer Erweiterung des betrachteten Zeitraums die Gefahr, dass währenddessen verwässernde neue Ereignisse und Informationen die Preisbildung beeinflussen und damit den Erkenntnisgewinn der Analyse einschränken.⁹⁵⁶

Zu guter Letzt ist es häufig schlicht nicht möglich, einer bedeutsamen unternehmerischen Entscheidung einen eindeutigen Ereigniszeitpunkt zuzuordnen.⁹⁵⁷ Oft werden Überlegungen zu größeren Veränderungen auch öffentlich diskutiert, so dass bereits vor der eigentlichen Entscheidungsfindung die Möglichkeit hierzu im Raum steht. Womöglich wird ein Teil der Investoren daraufhin bereits aktiv, während andere noch den Fortgang der Angelegenheit abwarten. Bisweilen besteht ein Ereignis auch aus mehreren Teilereignissen - etwa im Falle von geplanten Übernahmen, bei denen bereits das Angebot häufig eine starke Reaktion auslöst, obwohl erst später klar wird, ob es von einer ausreichenden Zahl von Anlegern angenommen und damit erfolgreich zu Ende geführt wird.⁹⁵⁸

Der erste Schritt einer Ereignisstudie impliziert eine Festlegung des Zeitraums, für den Ereignisse in die Untersuchung einbezogen werden sollen. Mit der Länge dieses Zeitraums wächst gegebenenfalls die Zahl der Ereignisse und damit die Aussagekraft der Analyse. Für eine Begrenzung des Gesamtzeitraums können zunächst Veränderungen des legislativen Rahmens dienen, die das Aufkommen von Ereignissen oft erst ermöglichen oder entscheidend beeinflussen.⁹⁵⁹ Weiterhin kann die geänderte Verfügbarkeit von Daten, etwa nach dem Erfassungsbeginn von Ereignissen in spezifischen Datenbanken, für eine wissenschaftsökonomische Begründung des

⁹⁵³ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 6.

⁹⁵⁴ Für Deutschland siehe § 13 Abs. 1 und § 14 Abs. 1 WpHG.

⁹⁵⁵ Vgl. Rau, M. (2004): S. 107f.

⁹⁵⁶ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 7.

⁹⁵⁷ Vgl. Peterson, P.P. (1989): S. 37.

⁹⁵⁸ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 7.

⁹⁵⁹ Vgl. Bott, C. (2002): S. 313ff.

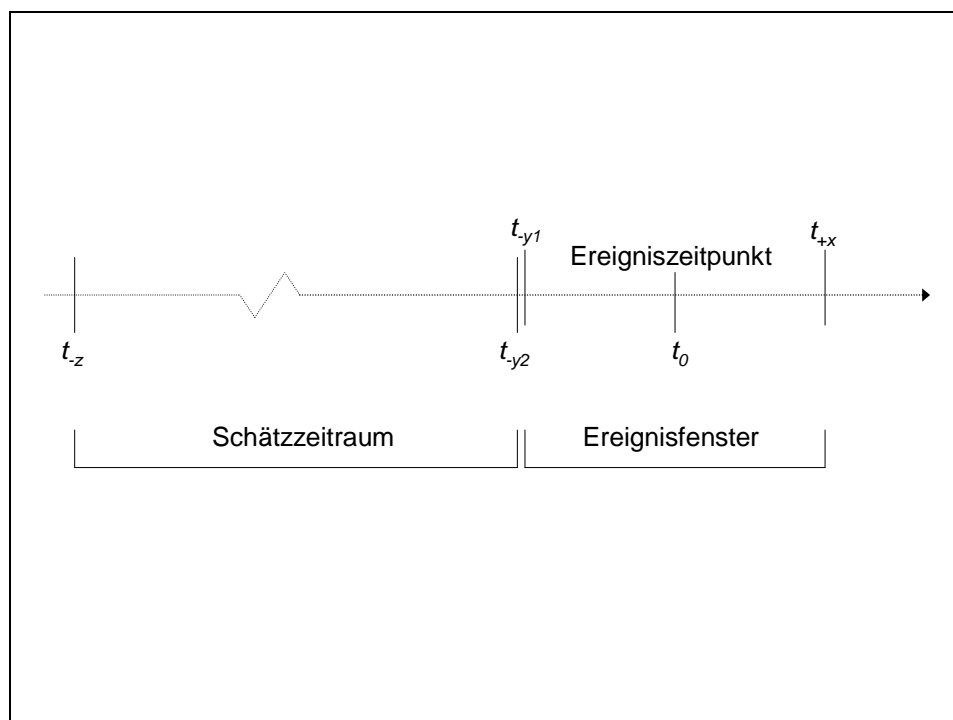
Beginns des gesamten Untersuchungszeitraums herangezogen werden.⁹⁶⁰ Die Datenverfügbarkeit kann zudem für die inhaltliche Abgrenzung und die Auswahl der zu berücksichtigenden Unternehmen genutzt werden.

Berechnung der tatsächlichen Renditen im Ereignisfenster

Im zweiten Schritt muss zunächst ein Ereignisfenster festgelegt werden. Wie oben beschrieben, wird der Beginn des Ereignisfensters zur Erfassung von potenziellen Insideraktivitäten vor den Ereigniszeitraum gelegt. Generell sollten Beginn und Ende des Ereignisfensters so gewählt werden, dass die durch das Ereignis ausgelöste Kurswirkung vollständig erfasst wird.⁹⁶¹ Andererseits birgt ein langes Ereignisfenster die Gefahr, dass - eigentlich signifikante - systematische Kursreaktionen unentdeckt bleiben, was für die Wahl eines möglichst kurzen Ereignisfensters spricht.⁹⁶² In den im Rahmen dieser Arbeit gesichteten Untersuchungen scheinen Zeiträume zwischen 20 und 60 Tagen um den Ereigniszeitpunkt üblich zu sein.⁹⁶³

Die folgende Abbildung 12 stellt die Abfolge der für die Untersuchung zu definierenden Zeiträume schematisch dar.

Abbildung 12: Untersuchungszeiträume in Ereignisstudien⁹⁶⁴



⁹⁶⁰ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 155f.

⁹⁶¹ Vgl. Peterson, P.P. (1989): S. 38.

⁹⁶² Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 17.

⁹⁶³ Siehe hierzu auch die Tabelle 16 in Abschnitt 5.2.4, in der die Untersuchungszeiträume ausgewählter Ereignisstudien dargestellt sind.

⁹⁶⁴ In Anlehnung an Peterson, P.P. (1989): S. 38.

Festzulegen sind explizit die Parameter t_{+x} , t_{-y1} , t_{-y2} und t_{-z} . Die Zeitpunkte t_{-y1} und t_{-y2} werden meist auf aufeinanderfolgende Tage terminiert. Eine Trennung beider Zeitpunkte ist zwar möglich, schränkt aber möglicherweise die Repräsentativität der Vergleichsrendite ein.⁹⁶⁵

Anschließend werden die Renditen des vom betrachteten Ereignis betroffenen Unternehmens im Ereignisfenster berechnet. Bisweilen werden hierbei verschiedene Zeiträume um den Ereigniszeitraum herum definiert, um eine Verzerrung der Ergebnisse durch die - letztlich subjektive - Wahl des Ereignisfensters weitestmöglich auszuschließen.⁹⁶⁶ Bei einer Betrachtung auf Tagesbasis wird im Regelfall der Schlusskurs des führenden Börsenhandelsplatzes verwendet.⁹⁶⁷ Zur Vermeidung von Verzerrungen der Bewertung bei Wertpapieren vorwiegend kleinerer Unternehmen durch gezielte Handelsaktivitäten am Ende des Börsentages können auch Kassakurse genutzt werden.⁹⁶⁸ Oft wird zumindest der Tag nach dem Ereignis in die Untersuchung einbezogen, um den Effekt der Uhrzeit des Bekanntwerdens einer Nachricht am Ereignistag auf die gemessene Gesamtreaktion gering zu halten.⁹⁶⁹ Die Berechnung erfolgt jeweils auf der Basis täglicher Renditen. Werden Perioden von mehr als einem Tag betrachtet, werden die täglichen Renditen zu kumulierten Werten aufaddiert.⁹⁷⁰

Ein Großteil der für Ereignisstudien zur Auswahl stehenden Renditeerwartungsmodelle erfordert zudem die Definition einer Schätz- oder Regressionsperiode,⁹⁷¹ die in der Abbildung 12 im Vorgriff auf die folgenden Absätze bereits mit dargestellt wird.

Bestimmung der abnormalen Renditen

Umfangreichere Überlegungen erfordert die Berechnung der abnormalen Rendite als Differenz zur erwarteten Rendite. Zunächst muss hier eine Entscheidung zugunsten eines Renditeerwartungsmodells gefällt werden, mit dem die Preisbildung auf Kapitalmärkten erklärt und eine Annahme über den Wertpapierkurs getroffen wird, der ohne das betrachtete Ereignis zustande gekommen wäre.⁹⁷² Grundsätzlich lassen sich die zur Auswahl stehenden Verfahren in ökonomische und statistische Modelle unterscheiden.⁹⁷³

⁹⁶⁵ Vgl. Bott, C. (2002): S. 340.

⁹⁶⁶ So etwa in Heiden, S. (2002): S. 165.

⁹⁶⁷ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 7.

⁹⁶⁸ Vgl. Bott, C. (2002): S. 318f.

⁹⁶⁹ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 7.

⁹⁷⁰ Vgl. Rau, M. (2004): s. 140.

⁹⁷¹ Vgl. Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980): S. 209f.

⁹⁷² Vgl. Heiden, S. (2002): S. 162.

⁹⁷³ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 8.

Ökonomische Modelle der Renditeerwartung

Als ökonomische Modelle werden vor allem das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und die Arbitrage Pricing Theory bezeichnet. Das CAPM basiert wesentlich auf der Portfolio-Theorie von Markowitz,⁹⁷⁴ die vermutet, dass Anleger das unsystematische Risiko eines Aktieninvestments durch eine Diversifikation des gehaltenen Wertpapierportfolios beseitigen. Unter einer Reihe von weiteren Annahmen (vollkommener Kapitalmarkt, keine Transaktionskosten, homogene Erwartungen der Marktteilnehmer zur zukünftigen Renditeverteilung, rationales und risikoaverses Verhalten der Marktteilnehmer) wird dem Modell zufolge ein Gleichgewichtszustand erreicht. Darauf aufbauend ermittelt das CAPM die erwartete Rendite eines Wertpapiers als Summe des risikofreien Zinssatzes und eines Prämienzuschlags für die Übernahme des systematischen Risikos. Hierzu wird ein linearer Zusammenhang zwischen der Marktrendite und der erwarteten Rendite des Wertpapiers hergestellt und als Faktor β in die Berechnung integriert.⁹⁷⁵

Den restriktiven wie simplifizierenden Annahmen des CAPM setzt die Arbitrage Pricing Theory (APT) von Ross⁹⁷⁶ eine größere Freiheit bei der Integration von Einflussfaktoren entgegen. Ihnen werden jeweils Sensitivitätswerte bezüglich der Wirkung auf die Wertpapierbewertung zugeordnet. Die gegenüber dem CAPM erweiterten Möglichkeiten der APT werden allerdings durch einen erheblich größeren Aufwand bei der Gestaltung und Überprüfung der Modellannahmen erkauft.⁹⁷⁷

Neben den beiden beschriebenen Modellen kann noch eine Reihe weiterer Ansätze den ökonomischen Modellen zugerechnet werden. Hier ist insbesondere das Mehrfaktorenmodell von Fama/French⁹⁷⁸ zu nennen, das etwa die Unterschiede in der Marktkapitalisierung und der Marktwert-Buchwert-Verhältnisse von Unternehmen als - zumindest für den US-amerikanischen Kapitalmarkt - bedeutende Einflussgrößen benennt.⁹⁷⁹

Statistische Modelle der Renditeerwartung

Die statistischen Modelle der Preisbildung verzichten weitgehend auf die Berücksichtigung ökonomischer Rahmenbedingungen und konzentrieren sich auf die Kalkulation anhand von Zeitreihen. Das Mean Adjusted Return Model nutzt hierfür ausschließlich historische Wertpapierrenditen, die allgemeinen Marktbedingungen werden ebenso wie das individuelle Risiko ignoriert. Die Renditeerwartung wird dann auf der Basis eines zu wählenden Schätzzeitraums als arithmetischer Mittelwert errechnet. Aller-

⁹⁷⁴ Vgl. Markowitz, H.M. (1952): S. 77ff.

⁹⁷⁵ Vgl. Rau, M. (2004): S. 56.

⁹⁷⁶ Vgl. Ross, S.A. (1976): S. 341ff.

⁹⁷⁷ Vgl. Rau, M. (2004): S. 56.

⁹⁷⁸ Vgl. Fama, E.F. / French, K.R. (1992): S. 427ff.; Fama, E.F. / French, K.R. (1993): S. 3ff.

⁹⁷⁹ Vgl. Rau, M. (2004): S. 57ff.

dings bleiben bei diesem Vorgehen systematische zeitbezogene Differenzen der Renditen unentdeckt.⁹⁸⁰ Als Fortentwicklung des Mean Adjusted Return Model bezieht das Market Adjusted Return Model zusätzlich die Entwicklung des Gesamtmarktes ein. Allerdings wird als Ausgangspunkt zunächst eine für alle Aktien identische erwartete künftige Rendite angenommen, für die es lediglich durch unternehmensspezifische Sonderentwicklungen zu Abweichungen kommt. Zwar wird hier - anders als im Mean Adjusted Return Model - kein Schätzzeitraum zur Berechnung von Vergleichsrenditen benötigt, andererseits ist die Annahme eines systematischen Risikos für alle Aktien schlicht nicht realistisch.⁹⁸¹

Diesem Umstand trägt das Marktmodell der Renditeerwartung Rechnung. Es unterstellt zunächst einen linearen Zusammenhang zwischen der Markt- und der Wertpapierrendite. Deren Eckwerte werden für einen zu wählenden Schätzzeitraum anhand einer Regressionsanalyse ermittelt und anschließend zur Prognose erwarteter Renditen genutzt. Im Ergebnis beinhaltet die Wertpapierrendite neben einer spezifischen Grundrendite eine systematische Komponente:⁹⁸²

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + \varepsilon_i \quad \text{mit}$$

R_i : Rendite des Wertpapiers i

α_i : Konstante, unabhängige Komponente von R_i

β_i : Systematisches Risiko des Wertpapiers i

R_m : Marktrendite

ε_i : Marktbereinigter Anteil der Aktienrendite (Störterm)

Der Parameter β_i kann auch als Sensitivität der Rendite der Firma i für Bewegungen im Markt beschrieben werden, der Term $\beta_i \cdot R_m$ erfasst den Teil der unternehmensspezifischen Rendite, der durch Marktfaktoren bestimmt ist.⁹⁸³ Das Marktmodell basiert allerdings auf der Annahme, dass die Wertpapierrenditen unabhängig, identisch, multivariat verteilt sind. Vor der Verwendung der gewonnenen Werte muss deshalb noch eine Prüfung auf Normalverteilung, Homoskedastizität und Autokorrelation erfolgen.⁹⁸⁴

Die erwartete Rendite wird dann aus der Konstante, dem systematischen Risiko und der Marktrendite errechnet:⁹⁸⁵

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot E(R_{m,t})$$

⁹⁸⁰ Vgl. Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980): S. 207f.; Rau, M. (2004): S. 61.

⁹⁸¹ Vgl. Rau, M. (2004): S. 62.

⁹⁸² Vgl. Rau, M. (2004): S. 63.

⁹⁸³ Vgl. Mikkelson, W.H. / Ruback, R.S. (1985): S. 531.

⁹⁸⁴ Vgl. Rau, M. (2004): S. 144ff.

⁹⁸⁵ Vgl. Rau, M. (2004): S. 64.

Die abnormale Rendite ergibt sich dann aus der Differenz zwischen der tatsächlichen und der erwarteten Rendite:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{m,t})$$

Die abnormalen Renditen werden für den im Ereignisfenster abgedeckten Zeitraum kumuliert.

$$CAR_{i[t_{-y1}, t_{+x}]} = \sum_{t=t_{-y1}}^{t_{+x}} AR_{i,t}$$

Für jede Fallgruppe - hier die Ereigniskategorien - werden die abnormalen Renditen schließlich zu durchschnittlichen abnormalen Renditen aggregiert.⁹⁸⁶

$$\overline{CAR}_{[t_{-y1}, t_{+x}]} = \sum_{t=t_{-y1}}^{t_{+x}} \overline{AR}_t$$

mit

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

N : Anzahl der Fälle in der Fallgruppe.

Der Kumulation in additiver Form liegt die Annahme zugrunde, dass Investoren kontinuierlich Gewinne realisieren und Verluste kompensieren.⁹⁸⁷

Die Fundierung der ökonomischen Modelle in spezifischen ökonomischen Theorien und die ihnen inhärente Erweiterung der statistischen Basismodelle legen die Vermutung nahe, dass sie für empirische Untersuchungen von Kapitalmärkten vorzuziehen sein müssten.⁹⁸⁸ Die Qualität von Ereignisstudien lässt sich durch Verwendung ökonomischer Ansätze der Preisbildung allerdings nur geringfügig steigern.⁹⁸⁹ Zugleich sind in den vergangenen Jahren erhebliche Zweifel an der empirischen Gültigkeit des CAPM aufgekommen.⁹⁹⁰ Aus den genannten Gründen wird in Ereignisstudien zu Kapitalmärkten mittlerweile fast ausschließlich das Marktmodell verwendet.⁹⁹¹

Bei der Wahl der Länge des Schätzzeitraums muss zwischen zwei Zielen abgewogen werden. Eine längere Schätzperiode bewirkt eine verbesserte Prognosequalität, eine kürzere bedingt eine höhere Stabilität der Modellparameter.⁹⁹² Meist wird die Schätzung für einen unmittelbar vor dem Ereignisfenster liegenden Zeitraum vor-

⁹⁸⁶ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 165f.

⁹⁸⁷ Vgl. Rau, M. (2004): S. 140.

⁹⁸⁸ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 8f.

⁹⁸⁹ Vgl. Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980): S. 224.

⁹⁹⁰ Vgl. Rau, M. (2004): S. 57 u. 60.

⁹⁹¹ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 9; MacKinlay, A.C. (1997): S. 19.

⁹⁹² Vgl. Peterson, P.P. (1989): S. 38.

genommen,⁹⁹³ in Fällen, wo dies nicht möglich ist, auch für eine Periode nach dem Ereignisfenster oder aber eine Kombination aus beidem.⁹⁹⁴

Schließlich muss bei Verwendung des Marktmodells ein geeigneter Referenzindex identifiziert werden, anhand dessen die Markttrendite geschätzt wird.⁹⁹⁵ Er sollte zunächst eine hohe Übereinstimmung mit dem zu untersuchenden Portfolio aufweisen, um technisch bedingte Einflüsse wie Dividendenzahlungen, Notizwechsel und Aktiensplits bereinigt werden⁹⁹⁶ und nach Möglichkeit gleichgewichtet gestaltet sein, um eine Überzeichnung von Überrenditen zu vermeiden.⁹⁹⁷

Überprüfung der statistischen Signifikanz der Ergebnisse

Im letzten Schritt folgt die Prüfung der statistischen Signifikanz der Ergebnisse. Aus den berechneten abnormalen Renditen wird für jede Ereigniskategorie jeweils ein Durchschnittswert berechnet, der dann einem oder mehreren Testverfahren zur Bestimmung der Signifikanz unterzogen wird.⁹⁹⁸ Als Standardverfahren hat sich dabei der parametrische t-Test durchgesetzt. Auch nicht-parametrische Verfahren werden eingesetzt, so etwa der Wilcoxon- oder der Vorzeichentest, an deren Eignung wegen ihrer impliziten Verteilungsannahmen allerdings Zweifel bestehen.⁹⁹⁹ Geeigneter erscheint gegebenenfalls der Rangplatztest von Corrado¹⁰⁰⁰, der auf eine Verteilungsprämisse für die zugrunde liegenden abnormalen Renditen verzichtet.¹⁰⁰¹ Die Signifikanzprüfung erlaubt zum Abschluss der Ereignisstudie eine Aussage, inwieweit die ermittelte durchschnittliche abnormale Rendite zur Annahme oder Ablehnung der formulierten Wirkungshypothese(n) geeignet ist.¹⁰⁰² Eine ausführlichere Diskussion der Testverfahren folgt in Abschnitt 5.3.

5.1.3 Ablauf der weiteren Untersuchung

Der Ablauf der vorliegenden Untersuchung wird hinsichtlich der Reihenfolge gegenüber dem in der Literatur beschriebenen Vorgehen geringfügig abgeändert und an die Bedürfnisse der hier diskutierten Fragestellung angepasst. Die folgende Tabelle 13 listet die Arbeitsschritte dieser Untersuchung auf und ordnet ihnen die zugehörigen Abschnittsbezeichnungen zu.

⁹⁹³ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 15.

⁹⁹⁴ Vgl. Peterson, P.P. (1989): S. 38.

⁹⁹⁵ Vgl. Bott, C. (2002): S. 320.

⁹⁹⁶ Vgl. Rau, M. (2004): S. 136.

⁹⁹⁷ Vgl. Peterson, P.P. (1989): S. 50.

⁹⁹⁸ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 171.

⁹⁹⁹ Vgl. Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980): S. 248f.; Peterson, P.P. (1989): S. 54.

¹⁰⁰⁰ Vgl. Corrado, C.J. (1989): S. 387ff.

¹⁰⁰¹ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 32; Heiden, S. (2002): S. 175.

¹⁰⁰² Vgl. Heiden, S. (2002): S. 171f.

Tabelle 13: Ablauf der empirischen Untersuchung

Nr.	Arbeitsschritt	Abschnitt
I.	Eingrenzung relevanter Ereigniskategorien	4 ¹⁰⁰³
II.	Hypothesenformulierung zu den Ereigniskategorien	4 und 5.2.1
III.	Wahl der zu berücksichtigenden Unternehmen	5.2.2
IV.	Wahl des Renditeerwartungsmodells	5.2.3
V.	Wahl der Untersuchungszeiträume	5.2.4
VI.	Wahl des Referenzindex	5.2.5
VII.	Identifikation der konkreten Ereignisse	5.2.6
VIII.	Berechnung der tatsächlichen Renditen	5.3
IX.	Berechnung der abnormalen Renditen	5.3
X.	Überprüfung der statistischen Signifikanz	5.3

Die Arbeitsschritte VIII. bis X. werden in den Unterabschnitten 5.3.1 bis 5.3.3 jeweils für die drei Mechanismus-Kategorien gebündelt durchgeführt.

5.2 Vorbereitung der Untersuchung

5.2.1 Hypothesenbildung

Das vorangehende Hauptkapitel 4 identifiziert aus einer in der wirtschaftswissenschaftlichen Fachliteratur erörterten Grundmenge potenzieller Corporate-Governance-Mechanismen diejenigen, für die eine unternehmensspezifische Corporate-Governance-Wirkung plausibel erscheint. Den meisten dieser Mechanismen können mögliche Ereignisse gegenübergestellt werden, mittels derer Investoren eine Änderung der relevanten unternehmensspezifischen Charakteristika nachvollziehen können. Auch wenn die Richtung des jeweils unterstellten Effekts in keinem Fall unumstritten ist, lässt sich dennoch ausnahmslos eine Tendenz ausmachen.

Denkbar sind mithin drei mögliche Ausgänge der Analyse einzelner Ereigniskategorien:

- Für die Ereigniskategorie tritt die erwartete Kursreaktion ein
- Für die Ereigniskategorie tritt keine (signifikante) Kursreaktion ein

¹⁰⁰³ Die Eingrenzung relevanter Ereigniskategorien ist als verbindendes Element zur theoretischen Fundierung dieser Arbeit bereits in Kapitel 4 erfolgt.

- Für die Ereigniskategorie tritt eine der erwarteten Richtung entgegengesetzte Kursreaktion ein

In der folgenden Tabelle 14 sind die bereits erarbeiteten Hypothesen zusammenfassend aufgelistet, wobei nach der Wirkrichtung der Kursreaktion unterschieden wird.

Tabelle 14: Hypothesen zum Zusammenhang zwischen Corporate-Governance-relevanten Unternehmensnachrichten und der erwarteten Kursreaktion

Nr.	Inhalt
Aktionärsrechte	
1.1.a	Die Neuausgabe stimmrechtsbeschränkter Aktiengattungen erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
1.1.b	Ein Umtauschangebot mit dem Ziel der Abschaffung stimmrechtsbeschränkter Aktiengattungen erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.
1.2.a	Die Neuinstallation von Transferbeschränkungen für Aktien erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
1.2.b	Der Wegfall von Transferbeschränkungen für Aktien erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.
1.3.a	Ein Vorschlag des Managements zur Einführung von governance-bezogenen Supermajoritätsregeln erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
1.3.b	Ein Vorschlag des Managements zur Abschaffung von governance-bezogenen Supermajoritätsregeln erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.
Leitungsgremien	
2.1.a	Eine freiwillige Vergrößerung des Aufsichtsratsgremiums erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
2.1.b	Eine freiwillige Verkleinerung des Aufsichtsratsgremiums erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.
2.2.a	Eine Vergrößerung des Vorstandsgremiums erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
2.2.b	Eine Verkleinerung des Vorstandsgremiums erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.
2.3.a	Die Berufung eines ehemaligen Vorstandsmitglieds als Aufsichtsratsmitglied erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
2.3.b	Die Abberufung eines ehemaligen Vorstandsmitglieds als Aufsichtsratsmitglied erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.
2.4.a	Die Berufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen DAX-Unternehmens ist, erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
2.4.b	Die Abberufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen DAX-Unternehmens ist, erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.

Nr.	Inhalt
2.5.a	Der Kauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Vorstandsmitglieder erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.
2.5.b	Der Verkauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Vorstandsmitglieder erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
2.6.a	Der Kauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Aufsichtsratsmitglieder erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.
2.6.b	Der Verkauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Aufsichtsratsmitglieder erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.
Blockbesitz / Paketaktionäre	
3.1.a	Die Überschreitung einer publikationspflichtigen Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion.
3.1.b	Die Unterschreitung einer publikationspflichtigen Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion.

5.2.2 Wahl der zu berücksichtigenden Unternehmen

Für die vorliegende empirische Analyse werden die im Aktienindex DAX30 der Deutschen Börse AG börsennotierten Unternehmen herangezogen. Mit der Beschränkung auf das Spitzensegment des deutschen Börsengeschehens ist der Nachteil einer von vornherein deutlich begrenzten Menge an potenziellen Unternehmensnachrichten verbunden, was die Aussagekraft der Untersuchung per se gegenüber einer breiter angelegten Herangehensweise schmälert. Letztlich entscheidend ist allerdings die Zahl der zustande kommenden Ereignisse, die auch bei einem Sample von 30 Firmen ausreichend sein kann.¹⁰⁰⁴ Zudem werden mit der Konzentration auf den DAX30 drei methodische Probleme gelöst:

- Wie im vorhergehenden Unterabschnitt bereits erläutert, bestehen Zweifel daran, inwieweit die für die Durchführung von Ereignisstudien geforderte halb-strenge Informationseffizienz für die Gesamtheit des deutschen Kapitalmarktes gegeben ist. Für das DAX30-Segment scheint die Voraussetzung allerdings erfüllt zu sein.¹⁰⁰⁵
- Eine Reihe von empirischen Untersuchungen weist den Einfluss der über die Marktkapitalisierung beschriebenen Unternehmensgröße auf die Kursentwicklung nach.¹⁰⁰⁶ Dabei ergibt sich ein negativer Zusammenhang zwischen dem Marktwert des Eigenkapitals und der risikobereinigten Durchschnittsrendite der betrachteten Aktien. Wegen des Fehlens einer schlüssigen Erklärung in den gängigen Theorien

¹⁰⁰⁴ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 16f.

¹⁰⁰⁵ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kapitel 5.1.1.

¹⁰⁰⁶ Für die USA etwa Banz, R.W. (1981) und Reinganum, M.R. (1981), für Deutschland Domke, H.M. (1987) und Stehle, R. (1997). Vgl. Rau, M. (2004), S. 66ff.

- zur Preisbildung für Wertpapiere wird dieser Effekt als Anomalie des Kapitalmarktes bezeichnet.¹⁰⁰⁷
- Als für Ereignisstudien problematisch haben sich Unternehmen mit eher geringer Marktkapitalisierung auch deshalb erwiesen, weil für sie die Wahrscheinlichkeit von Handelstagen ohne Börsenumsätze steigt. Mit jedem Tag ohne einen Börsenhandel des Wertpapiers sinkt die Aussagekraft der gegebenenfalls für den Schätzzeitraum ermittelten Vergleichsrenditen.¹⁰⁰⁸ Eine ausreichende Marktkapitalisierung der in Streubesitz befindlichen Unternehmensanteile ist Voraussetzung für die Aufnahme in das DAX30-Segment¹⁰⁰⁹, weshalb das beschriebene Problem hier vernachlässigt werden kann.

Zu guter Letzt besteht die Aussicht, mit der Beschränkung des Samples auf die DAX30-Firmen den Effekt von Insidergeschäften auf die Kursbildung zu begrenzen. Rau (2004) ermittelt, dass die abnormalen Kursentwicklungen nach der Bekanntgabe von Eigengeschäften der Mitglieder der Unternehmensleitung mit zunehmender Marktkapitalisierung abnehmen. Dies führt er darauf zurück, dass Organmitglieder kleinerer Unternehmen in größerem Maße über kursrelevantes Insiderwissen verfügen, als dies in Großunternehmen der Fall ist.¹⁰¹⁰

Die empirische Analyse bezieht sich auf die 30 im Aktienindex DAX enthaltenen Unternehmen. Wegen der im Untersuchungszeitraum¹⁰¹¹ vorgenommenen Änderungen in der Zusammensetzung des DAX-Indexkorbes erhöht sich die Zahl der infragekommenden Unternehmen auf 38. Allerdings sollen zur Vermeidung von Verzerrungen nur solche Unternehmen in die Untersuchung einbezogen werden, die im Untersuchungszeitraum wenigstens 6 aufeinander folgende Monate im DAX enthalten waren, weshalb sich die Anzahl auf 34 reduziert. Von diesen 34 Unternehmen waren 25 über den vollständigen Zeitraum der Untersuchung hinweg im DAX enthalten, neun hingegen nur über einen Teil der Zeit. In der folgenden Tabelle 13 sind die in dieser Untersuchung berücksichtigten Unternehmen mit dem jeweils relevanten Zeitraum aufgelistet.

¹⁰⁰⁷ Vgl. Rau, M. (2004), S. 65.

¹⁰⁰⁸ Vgl. Bott, C. (2002): S. 341.

¹⁰⁰⁹ Vgl. Deutsche Börse (Hrsg.) (2010): S. 20.

¹⁰¹⁰ Vgl. Rau, M. (2004), S. 223.

¹⁰¹¹ Zur Bestimmung der Untersuchungszeiträume siehe Abschnitt 5.2.4.

Tabelle 15: Untersuchte Unternehmen

Nr.	Unternehmen (Zeitraum ¹⁰¹²)	Nr.	Unternehmen (Zeitraum)
1	adidas	18	Henkel
2	Allianz	19	Hypo Real Estate (Ab 19.12.2005)
3	Altana (23.09.2002 - 18.6.2007)	20	Hypovereinsbank (Bis 19.12.2005)
4	BASF	21	Infineon
5	Bayer	22	Linde
6	BMW	23	MAN
7	Commerzbank	24	Merck (ab 18.06.2007)
8	Continental (ab 22.09.2003)	25	Metro
9	Daimler	26	MLP (bis 22.09.2003)
10	Deutsche Bank	27	Munich Re
11	Deutsche Börse	28	RWE
12	Deutsche Lufthansa	29	SAP
13	Deutsche Post	30	Schering (bis 18.09.2006)
14	(Deutsche) Postbank (ab 18.09.2006)	31	Siemens
15	Deutsche Telekom	32	ThyssenKrupp
16	E.ON	33	TUI
17	Fresenius Medical Care	34	Volkswagen

In Teilen des Untersuchungszeitraums im DAX enthalten waren die Unternehmen Degussa, Epcos und Lanxess. Sie werden in der weiteren Untersuchung nicht berücksichtigt, da sie nicht - wie zuvor als Anforderung formuliert - für die Dauer von mindestens sechs Monaten während des Untersuchungszeitraums im DAX-Segment enthalten waren.

5.2.3 Wahl des Renditeerwartungsmodells

Wie bereits im Abschnitt 5.1.2 dargestellt, wird als Erwartungsmodell der Preisbildung an Kapitalmärkten im Rahmen von Ereignisstudien heute praktisch ausschließlich das Marktmodell verwendet.¹⁰¹³ Dieser verbreiteten Vorgehensweise soll auch hier gefolgt

¹⁰¹² Eine Angabe zum Zeitraum erfolgt lediglich für Unternehmen, die nicht im gesamten Untersuchungszeitraum (01.07.2002 - 30.06.2008) im DAX-Segment enthalten waren.

¹⁰¹³ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 19.

werden. Mit der Wahl des Marktmodells wird die Festlegung einer Schätzperiode für die Bestimmung der Vergleichsrendite notwendig, anhand derer die Höhe der abnormalen Renditen berechnet werden kann. Der Länge des Schätzzeitraums wird gemeinsam mit den übrigen zu wählenden Zeitparametern im folgenden Unterabschnitt diskutiert und determiniert.

5.2.4 Wahl der Untersuchungszeiträume

Gesamtzeitraum der Untersuchung

Für die Wahl der Untersuchungsperiode soll hier vor allem auf den regulatorischen Rahmen abgehoben werden, der die Publikationstätigkeit von Unternehmen erheblich beeinflusst und, sofern er bei der Festlegung der zu berücksichtigenden Zeiträume vernachlässigt wird, zu verzerrten Ergebnissen führen kann.¹⁰¹⁴ Zwei Gesetzesänderungen erscheinen vor dem Hintergrund der Zielsetzung dieser Arbeit von besonderer Bedeutung:

- Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus dem Jahr 2002 hat zuvor bestehende Spielräume bei der Veröffentlichung kapitalmarktrelevanter Unternehmensnachrichten erheblich eingeschränkt und recht präzise Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität eingeführt.¹⁰¹⁵ Zusätzlich sind Emittenten Investoren gegenüber nun schadensersatzpflichtig, sofern meldepflichtige Ereignisse verschwiegen¹⁰¹⁶ oder falsche Angaben gemacht werden.¹⁰¹⁷ Die zuvor verbreitete Art und Weise der Nutzung von Ad-hoc-Meldungen entsprach nicht der ursprünglichen Intention einer zuverlässigen und ausgewogenen Information der Anleger. Vielmehr wurden positive Nachrichten tendenziell früher publiziert als negative und in Phasen einer positiven Kapitalmarktentwicklung häufiger Meldungen veröffentlicht als bei Kursrückgängen.¹⁰¹⁸ Die Regelungen des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes sind am 1. Juli 2002 in Kraft getreten.
- Mit dem Inkrafttreten des TransPuG am 26. Juli 2002 begann die Verpflichtung von börsennotierten Aktiengesellschaften, jährlich zu berichten, inwieweit seitens des Unternehmens den Empfehlungen des Deutschen Corporate-Governance-Kodex entsprochen wurde oder weshalb dies gegebenenfalls jeweils nicht geschehen ist.¹⁰¹⁹

Mit der Regelung der Ad-hoc-Publizität hat der Gesetzgeber eine präzisierte Vorgabe zur Abgabe wichtiger Erklärungen durch börsennotierte Gesellschaften geliefert. Auch wenn davon ausgegangen werden kann, dass wichtige Corporate-Governance-rele-

¹⁰¹⁴ Vgl. Bott, C. (2002): S. 313ff.

¹⁰¹⁵ Siehe § 15 WpHG.

¹⁰¹⁶ Siehe § 37b WpHG.

¹⁰¹⁷ Siehe § 37c WpHG.

¹⁰¹⁸ Vgl. Güttler, A. (2005): S. 19.

¹⁰¹⁹ Siehe § 161 AktG.

vante Unternehmensnachrichten auch zuvor - sofern nicht gesonderte Gesetze hierfür erst die Grundlage schaffen mussten - recht zuverlässig veröffentlicht wurden, so ist die Regelung doch hilfreich für die Bestimmung von wichtigen Ereignissen, die mit den in dieser Studie betrachteten Sachverhalten zusammenfallen und die die Untersuchungsergebnisse verfälschen könnten.

Die Erarbeitung des Deutschen Corporate-Governance-Kodex war von einer intensiven öffentlichen Diskussion über wünschenswertes Corporate-Governance-Verhalten von Unternehmen begleitet.¹⁰²⁰ Spätestens mit der rechtsverbindlichen Einführung des Kodex darf also von einer entsprechenden Sensibilisierung der Akteure auch über dessen reinen Inhalt hinaus ausgegangen werden.

Für den Beginn der Datenerfassung für diese Untersuchung wird der 1. Juli 2002 gewählt, da erst für die Zeit ab diesem Datum mit einer angemesseneren Nutzung der Ad-hoc-Publizität und durch das wenige Tage später in Kraft getretene TransPuG für das Thema Corporate Governance mit einer unternehmensseitig weiter gewachsenen Aufmerksamkeit gerechnet werden kann. Um einen umfangreichen Datenbestand zu erhalten, sollte der Gesamtzeitraum der Untersuchung möglichst lang sein. Als Endpunkt der Studie soll deshalb der 30. Juni 2008 dienen, da somit mögliche Kapitalmarkteffizienzen während der folgenden Finanzkrise ausgeschlossen werden.¹⁰²¹

Schätzzeitraum

Hinsichtlich der Festlegung der Schätzperiode sind Längen zwischen 100 und 300 Tagen,¹⁰²² vereinzelt auch darunter, üblich. Besonders verbreitet sind Zeiträume zwischen 230 und 250 Tagen, da sie - ausgehend von der Zahl der Börsenhandelstage - ein vollständiges Jahr abbilden.¹⁰²³ Damit werden saisonale Effekte auf die Kursentwicklung, die die Schätzung beeinflussen könnten, vermieden.¹⁰²⁴ Grundsätzlich scheinen die Ergebnisse von Ereignisstudien aber robust gegenüber einer Variation der Periodenlänge zu sein.¹⁰²⁵

In der Tabelle 16 sind die Untersuchungszeiträume der meisten für die Vorbereitung dieser Arbeit ausgewerteten Ereignisstudien übersichtsartig dargestellt. Klar erkennbar ist eine Pause von nahezu zehn Jahren, in denen das Instrument der Ereignis-

¹⁰²⁰ Hier sind die Beiträge des Berliner Initiativkreises German Code of Corporate Governance (vgl. Initiativkreises German Code of Corporate Governance (2000): S. 1573ff.) und der im September 2001 gegründeten Cromme-Kommission zu nennen.

¹⁰²¹ Siehe zu Kapitalmarkteffizienz im Zusammenhang mit Finanzkrisen Lim, K.-P. / Brooks, R.D. / Kim, J.H. (2008).

¹⁰²² Vgl. Peterson, P. (1989): S. 38.

¹⁰²³ Vgl. Gebhardt, G. / Entrup, U. (1993): S. 12f.; Rau, M. (2004): S. 139; Heiden, S. (2002): S. 16.

¹⁰²⁴ Vgl. Dimson, E. / Marsh, P. (1986): S. 123; Teschke nimmt eine Beispielberechnung vor (vgl. Teschke, v. (2005): S. 60)

¹⁰²⁵ Vgl. Rau, M. (2004): S. 138.

studie offenbar wenig Anwender gefunden hat. Auch sind bei der Auswertung methodische Fortschritte erkennbar, auf die hier aber nicht näher eingegangen werden soll. Der Medianwert für die Länge des Schätzzeitraums liegt bei 200 Tagen für das gesamte Portfolio an Forschungsarbeiten und bei 230 Tagen für die neueren Studien ab 2002.

Für die vorliegende Arbeit wird in Anlehnung an die mittlerweile übliche Vorgehensweise ein Schätzzeitraum von 230 Handelstagen vor dem Ereignisfenster angesetzt.

Tabelle 16: Untersuchungszeiträume ausgewählter Ereignisstudien

Autor/en (Jahr)	Beginn Schätzzeitraum (t_z)	Ende Schätzzeitraum (t_{y2})	Dauer Schätzzeitraum	Beginn Ereignisfenster (t_{y1})	Ende Ereignisfenster (t_{+x})	Dauer Ereignisfenster
De Angelo/ Rice (1983)	-100 / +52 ¹⁰²⁶	-51 / +101	50 / 100	-41	+40	2 / 82 ¹⁰²⁷
Holderness/ Sheehan (1985)	-300	-100	201	-40	+40	Div. / 81 ¹⁰²⁸
Mikkelson/ Ruback (1985)	-260	-61	200	-60	+61	122
Jarrell/ Poulsen (1987)	-170	-21	150	-20	+10	31
Partch (1987)	-200	-91	110	-90	Div. ¹⁰²⁹	Div.
Jarrell/ Poulsen (1988)	-170	-21	150	-10	+10	21
Malatesta/ Walkling (1988)	-400	-201	200	-40	+10	Div.
Warner/ Watts/ Wruck (1988)	- ¹⁰³⁰	-	-	-59	+30	90
Weisbach (1988)	-120	+60	181	-3	+3	Div.

¹⁰²⁶ De Angelo / Rice verwenden zwei Schätzperioden zunächst getrennt, dann - in einer dritten Berechnung - kombiniert. Vgl. De Angelo, H. / Rice, E.M. (1983): S. 348.

¹⁰²⁷ De Angelo / Rice teilen das Ereignisfenster in 41 Einheiten à 2 Tage und berechnen jeweils eigene abnormale Renditen, die sie anschließend kumulieren. Vgl. De Angelo, H. / Rice, E.M. (1983): S. 347ff.

¹⁰²⁸ Holderness / Sheehan verfahren ähnlich wie De Angelo / Rice (1983), wählen aber unterschiedlich lange Einzelfenster, die sie dann ebenfalls kumulieren. Vgl. Holderness, C.G. / Sheehan, R.S. (1985): S. 562ff.

¹⁰²⁹ Partch wählt als Endpunkt die Hauptversammlungen, weshalb sich individuelle Ereignisfenster ergeben. Vgl. Partch, M.M. (1987): S. 326ff.

¹⁰³⁰ Die Autoren verwenden ein Renditeerwartungsmodell, das keinen Schätzzeitraum erfordert. Vgl. Warner, J. B. / Watts, R.L. / Wruck, K.H. (1988): S. 483.

Autor/en (Jahr)	Beginn Schätzzeitraum (t_z)	Ende Schätzzeitraum (t_{y2})	Dauer Schätzzeitraum	Beginn Ereignisfenster (t_{y1})	Ende Ereignisfenster (t_{+x})	Dauer Ereignisfenster
Rosenstein/ Wyatt (1990)	-170	-21	150	-1	0	2
Gebhardt/ Entrup (1993)	-260 / +31 ¹⁰³¹	-31 / +260	230	-30	+30	61
Brickley/ Coles/Terry (1994)	-244	-6	239	-1	0	2
Bott (2002)	-116	-16	101	-15	+3	19
Heiden (2002)	-260	-31	230	-30	+30	61
Ferris/ Jagannathan/ Pritchard (2003)	Unklar	Unklar	Unklar	-1	0	2
Rau (2004)	-240	-11	230	-10	+10 / +250 ¹⁰³²	21 / 261
Dittmann/ Ulbricht (2005)	-220	-21	200	-20	+20	41
Teschke (2005)	-272	-21	252	-20	+20	41
Arugaslan (2006)	-250	-11	240	-1	+1	3
Ehrhardt/ Kuklinski/ Nowak (2006)	-270	-21	250	-20	+20	2 / 41 ¹⁰³³

Ereignisfenster

Die Wahl des Ereignisfensters wird von zwei Überlegungen bestimmt: Wie viele Tage vor dem Ereigniszeitpunkt wird mit möglichen Handelsaktivitäten von Insidern gerechnet? Und wie viele Tage benötigt die Nachricht nach dem Ereigniszeitpunkt, um von den Marktteilnehmern rezipiert und im Kurs reflektiert zu werden? Die erste Frage ist nicht wissenschaftlich fundiert zu beantworten und unterliegt letztlich dem Ermessensspielraum des Forschers - und auch für die zweite fällt eine begründete Aussage schwer.

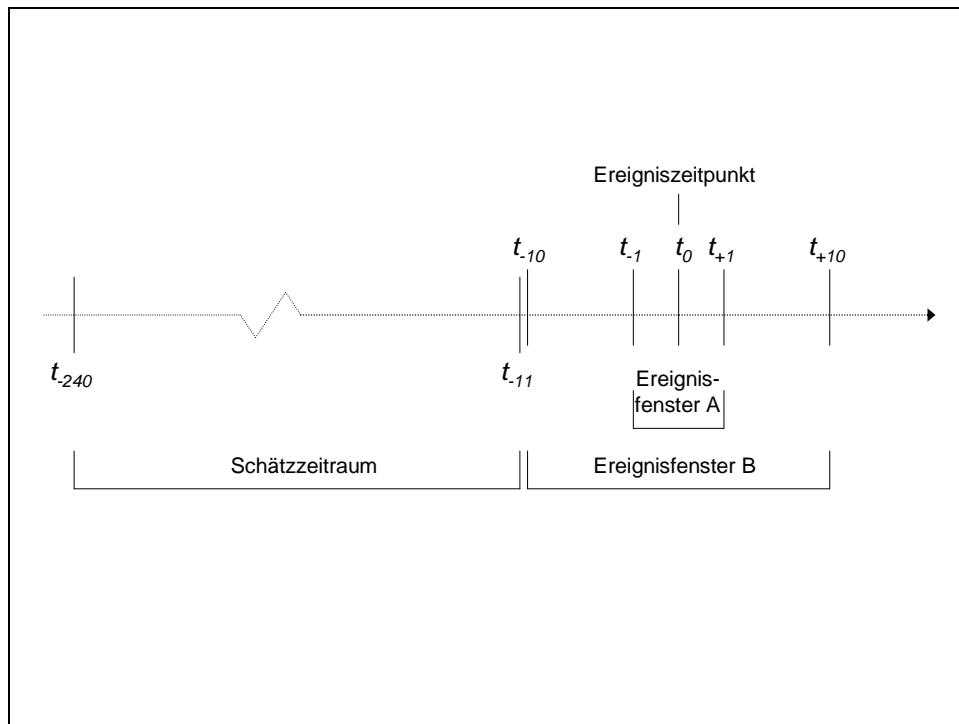
¹⁰³¹ Gebhardt / Entrup verwenden zur Kontrolle einen zweiten Schätzzeitraum, können aber keine Veränderung der Ergebnisse feststellen. Vgl. Gebhardt, G. / Entrup, U. (1993): S. 13.

¹⁰³² Rau verwendet unterschiedliche Ereigniszeiträume für die zwei Samples seiner Untersuchung. Vgl. Rau, M. (2004): S. 138.

¹⁰³³ Ehrhardt / Kuklinski / Nowak verwenden zwei Ereignisfenster. Vgl. Ehrhardt, O. / Kuklinski, J. / Nowak, E. (2006): S. 19.

Peterson (1989) nennt Zeiträume zwischen 21 und 121 Tagen als übliche Längen.¹⁰³⁴ Bhagat/Romano (2005) empfehlen dagegen ein Maximum von drei Tagen.¹⁰³⁵ Für diese Arbeit sollen deshalb unter Berücksichtigung der genannten Empfehlungen und der verbreiteten Herangehensweise in anderen Studien zwei Ereignisfenster untersucht werden, wobei eines 21 Tage und das zweite drei Tage um den Ereigniszeitpunkt umfassen wird. Zusätzlich werden die abnormalen Renditen des Tages des Ereigniszeitpunktes isoliert berechnet.

Abbildung 13: Untersuchungszeiträume der empirischen Studie



Nach der Wahl der Untersuchungszeiträume wird das Problem überlappender Ereignisse sichtbar. Überlappen sich die Untersuchungszeiträume zweier oder mehrerer Ereignisse desselben Unternehmens, könnten die Messergebnisse für die Schätzregression oder die abnormalen Renditen verzerrt sein. Denkbar sind drei Typen überlappender Ereignisse:¹⁰³⁶

- Ereignisse, die in der Schätzperiode auftreten und die Berechnung der Vergleichsrendite beeinflussen
- Ereignisse, die zeitgleich mit einem weiteren Ereignis bekanntgegeben werden
- Ereignisse, in deren Ereigniszeitraum weitere Ereignisse auftreten, wodurch die Berechnung der abnormalen Renditen beeinflusst werden könnte

¹⁰³⁴ Vgl. Peterson, P. (1989): S. 38.

¹⁰³⁵ Vgl. Bhagat, S. / Romano, R. (2005): S. 17f.

¹⁰³⁶ Vgl. Röder, K. (1999): S. 33f.

Mit zunehmender Dauer der Schätzperiode kann von einer Verwässerung der Verzerrungen durch dort einbezogene weitere Ereignisse ausgegangen werden. Die zweite Bedingung für die Durchführbarkeit einer Ereignisstudie - das isolierte Auftreten des Ereignisses¹⁰³⁷ - bleibt hiervon unberührt. Aus der Untersuchungsgruppe eliminiert werden müssen allerdings Ereignisse der zweiten und dritten Kategorie.¹⁰³⁸

5.2.5 Wahl des Referenzindex

Zur Bestimmung der Markttrendite wird in Ereignisstudien regelmäßig auf einen Marktindex zurückgegriffen, der die erwartete normale Rendite repräsentiert. Meist wird hierfür ein breit angelegter Wertpapierkorb gewählt, in dem einzelne Aktien nur ein geringes Gewicht aufweisen. In auf den US-amerikanischen Markt bezogenen Studien ist dies oft der Standard & Poor's 500 Index, in dem die 500 der Marktkapitalisierung nach größten börsennotierten Firmen abgebildet sind.¹⁰³⁹ Als entsprechender Index für den deutschen Markt kann der Composite DAX (CDAX) gelten, der sämtliche in den Segmenten "General Standard" und "Prime Standard" der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelten Aktien enthält. Die Zahl der im CDAX enthaltenen Wertpapiere ist in den letzten Jahren auf nahezu 600 gewachsen.¹⁰⁴⁰

Preisindizes - also solche Indizes, die die unmittelbaren Kursnotizen der einbezogenen Wertpapierbörsen reflektieren - verzichten auf eine Abstraktion von Sonderinflüssen auf die Kursentwicklung wie etwa Dividendenzahlungen, Bezugsrechtsemissionen oder Aktiensplits. Für den CDAX wird deshalb auch eine um die genannten Störfaktoren bereinigte Variante, der CDAX Performanceindex, berechnet.¹⁰⁴¹ Von Bedeutung ist zudem die Frage der Gewichtung des Index. Zwar liegt aus Sicht der Kapitalmarkttheorie die Verwendung eines wertmäßig gewichteten Index nahe,¹⁰⁴² hierbei besteht aber die Gefahr einer Verzerrung durch die Dominanz großer Unternehmen in der Indexberechnung.¹⁰⁴³ Gleichgewichtete Indizes sind demgegenüber eher in der Lage, abnormale Renditen aufzudecken.¹⁰⁴⁴ Bis vor einigen Jahren hat der Betreiber der Karlsruher Kapitalmarktdatenbank (KKMDB) - die Universität Karlsruhe¹⁰⁴⁵ - einen gleichgewichteten Aktienindex für Forschungszwecke errechnet, diese Aktivität allerdings 2005 eingestellt. Eine gleichgewichtete Variante

¹⁰³⁷ Zu den Grundlagen und Voraussetzungen einer Ereignisstudie siehe Abschnitt 5.1.1.

¹⁰³⁸ Vgl. Bott, C. (2002): S. 360.

¹⁰³⁹ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 18.

¹⁰⁴⁰ Eine aktuelle Zusammensetzung des CDAX ist unter www.dax-indices.com abrufbar.

¹⁰⁴¹ Die dem CDAX-Performanceindex zugeordnete ISIN lautet DE0008469602.

¹⁰⁴² Vgl. Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980): S. 239.

¹⁰⁴³ Vgl. Rau, M. (2004): S. 136.

¹⁰⁴⁴ Vgl. Peterson, P. (1989): S. 50.

¹⁰⁴⁵ Namentlich die Abteilung Finanzmärkte und Informationen des Instituts für Finanzwirtschaft, Banken und Versicherungen. Die Universität Karlsruhe ist 2009 im Karlsruher Institut für Technologie (KIT) aufgegangen.

des CDAX wird nicht berechnet, weshalb hier letztlich auf den Index in seiner gewichteten performanceorientierten Version zurückgegriffen wird.

Die Kursdaten der Aktien der untersuchten Unternehmen wurden von der KKMDB und dem Unternehmen Ariva¹⁰⁴⁶, das Kursinformationen für eine Vielzahl von Banken, sonstigen Finanzdienstleistern und Informationsservices bereitstellt, bezogen. Verwendet werden abermals performanceorientierte, um Sondereinflüsse bereinigte Kursdaten des bezogen auf die gehandelten Volumina größten deutschen Handelsplatzes, der Handelsplattform Xetra.

5.2.6 Identifikation relevanter Ereignisse

Die Gewinnung von Daten zu konkreten Ereignissen und der jeweils zugehörigen Informationen wird in diesem Abschnitt für jede Ereigniskategorie gesondert erläutert. Hierfür wird erneut die Systematisierung gewählt, die bereits für die Identifikation der relevanten Ereigniskategorien in Kapitel 4 verwendet wurde und die die Struktur für die folgenden Unterabschnitte 5.2.6.1 bis 5.2.6.3 vorgibt.

Zur Bestimmung der im Sinne der Themenstellung dieser Arbeit relevanten Ereignisse wurde zunächst die Publizität der in das Sample einbezogenen Unternehmen untersucht. Hierzu wurden die Geschäftsberichte und Internetauftritte der Unternehmen genutzt, um Presse- und Pflichtmitteilungen zu identifizieren und Informationen zur Zusammensetzung der Leitungsgremien zu gewinnen. Weiterhin wurde auf spezifische Fachdatenbanken etwa der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht oder der Deutschen Gesellschaft für Ad-Hoc-Publizität (DGAP) zurückgegriffen. Zu guter Letzt wurden die in den ersten beiden Schritten ermittelten Daten mittels einer gezielten Suche in Finanzmarktdatenbanken - etwa Bloomberg oder Reuters - überprüft, um den tatsächlichen Veröffentlichungszeitpunkt möglichst genau zu determinieren.

Grundsätzlich werden die Ereignisse auf den Börsentag datiert, an dem die Publikation der zugrunde liegenden Information erfolgt. Fällt der Veröffentlichungszeitpunkt nicht auf einen Börsentag, wird der erste Handelstag, der auf die Publikation folgt, als Ereigniszeitpunkt gewählt.¹⁰⁴⁷ Dies ist notwendig, wenn die Veröffentlichung der relevanten Information an einem Wochenende oder einem Feiertag erfolgt.¹⁰⁴⁸

Vor der Bestimmung der Kursreaktionen müssen die identifizierten Ereignisse noch einer Bereinigung unterzogen werden. Ist das zugehörige Unternehmen erst innerhalb des Schätzzeitraums eines betrachteten Ereignisses in das DAX-Börsensegment aufgenommen worden, wird dieses Ereignis umgehend von der weiteren Untersuchung ausgeschlossen. Ein Ausschluss müsste auch erfolgen, wenn an

¹⁰⁴⁶ Siehe www.ariva.de.

¹⁰⁴⁷ Vgl. Grandjean, B. (1992): S. 87f.

¹⁰⁴⁸ Vgl. Groß, S. (2004): S. 27.

einem der Börsentage innerhalb des Ereignisfensters kein Handel des betroffenen Wertpapiers zustandegekommen ist.¹⁰⁴⁹ Dies ist im Gesamtuntersuchungszeitraum für das DAX-Segement nicht der Fall.

Von der Untersuchung werden zudem Ereignisse ausgeschlossen, für die im jeweiligen Ereignisfenster ein weiteres Corporate-Governance-relevantes Ereignis festgestellt wird.¹⁰⁵⁰ Außerdem wird geprüft, ob am Ereignistag oder im jeweiligen Ereignisfenster ein anderweitig bedeutsames Veröffentlichungsereignis stattgefunden hat. Hierzu werden die Datenbanken der DGAP und von Euro-Ad-Hoc herangezogen, in denen die Ad-Hoc-Publikationen nahezu aller in die Untersuchung einbezogenen Unternehmen verzeichnet sind. Wo dies nicht der Fall ist, werden von den Unternehmen unmittelbar zur Verfügung gestellte Informationen zur Ad-Hoc-Publizität genutzt. Fällt ein in dieser Weise als bedeutsam identifiziertes Ereignis in das Ereignisfenster, wird das entsprechende Ereignis aus der Fallgruppe ausgeschlossen.¹⁰⁵¹

Insgesamt ergibt sich somit folgendes Filterschema für den Ausschluss nicht verwendbarer Ereignisse:

Abbildung 14: Ausschlussschema für nicht verwendbare Ereignisse

Nr.	Filter
a)	Wurde das Unternehmen erst im Schätzzeitraum in den DAX aufgenommen?
b)	Gab es im Ereignisfenster weitere Corporate-Governance-relevante Ereignisse?
c)	Gab es im Ereignisfenster anderweitige wichtige Ereignisse (Ad-Hoc-Meldungen)?

Der erste Filterschritt wird bereits während der Identifikation relevanter Ereignisse umgesetzt. Die Schritte b) und c) hingegen können erst nach der Vervollständigung der Datensammlung erfolgen.¹⁰⁵² Durch die Verwendung unterschiedlich langer Ereignisfenster variiert auch die Zahl der wegen Überlappung auszuschließenden Ereignisse. Das Filterschema muss daher für die Filterschritte b) und c) für unterschiedliche Ereignisfensterlängen jeweils separat angewendet werden.

¹⁰⁴⁹ Vgl. Peterson, P.P. (1989): S. 39.

¹⁰⁵⁰ Vgl. Bott, C. (2002): S. 298.

¹⁰⁵¹ Vgl. Bott, C. (2002): S. 360.

¹⁰⁵² Dies geschieht in Abschnitt 5.2.6.4.

5.2.6.1 Aktionärsrechte

Stimmrechtsbeschränkungen

Wie in den Hypothesen 1.1.a und 1.1.b niedergelegt, könnte der Wegfall von stimmrechtsbeschränkten Aktiengattungen eine positive, ihre Neueinführung eine negative Kapitalmarktreaktion auslösen. Eine wertpapierbezogene Stimmrechtsbeschränkung liegt für die hier untersuchten Unternehmen ausschließlich in Form von stimmrechtslosen Vorzugsaktien gemäß § 11 AktG vor. Sieben der 34 hier betrachteten Unternehmen des DAX-Segementes verfügten im jeweils relevanten Untersuchungszeitraum über im Umlauf befindliche Vorzugsaktien:¹⁰⁵³

- BMW
- Fresenius Medical Care
- Henkel
- MAN
- Metro
- RWE
- Volkswagen

Für alle genannten Unternehmen wurde die jeweilige stimmrechtsbeschränkte Aktiengattung vor dem Beginn des Untersuchungszeitraums geschaffen. Eine Erstaussgabe stimmrechtsloser Vorzugsaktien hat während des Untersuchungszeitraums nicht stattgefunden. Die Hypothese 1.1.a ist deshalb nicht überprüfbar.

Drei der sieben genannten Unternehmen, namentlich MAN, Metro und RWE, haben bereits vor Beginn des Untersuchungszeitraums ein Angebot zum Austausch der Vorzugs- gegen stimmberechtigte Stammaktien abgegeben. Da die Teilnahme der Aktionäre am Umtausch freiwillig ist, sind in allen drei Fällen noch kleinere Restmengen an Vorzugsaktien im Umlauf. Dies gilt auch für das einzige Unternehmen der Untersuchungsgruppe, das seinen Vorzugsaktionären ein solches Angebot während des Untersuchungszeitraums gemacht hat, nämlich Fresenius Medical Care. Die jeweilige Anzahl an Stamm- und Vorzugsaktien sowie gegebenenfalls das Datum der Veröffentlichung des Umtauschangebotes sind der folgenden Tabelle 17 zu entnehmen.

¹⁰⁵³ Eigene Recherche.

Tabelle 17: Vorzugsaktien von im DAX-Segment vertretenen Unternehmen

Unternehmen	Anzahl Stammaktien	Anzahl Vorzugsaktien	Anteil Vorzugsaktien	Tauschangebot
BMW	601.995	52.665	8,0%	-
Fresenius Medical Care	295.746.635	3.884.328	1,3%	04.05.2005
Henkel	259.795.875	178.162.875	40,7%	-
MAN	140.974.350	6.065.650	4,1%	21.03.2002
Metro	324.109.563	2.677.966	0,8%	22.05.2000
RWE	523.405.000	39.000.000	6,9%	24.06.1999
Volkswagen	295.005.000	105.238.000	26,3%	-

Somit fällt nur ein einziges im Sinne der vorliegenden Arbeit verwertbares Ereignis in den Untersuchungszeitraum. Es ist zwar durchaus möglich, auch für ein einzelnes Ereignis eine abnormale Rendite zu berechnen - dies wird im Abschnitt 5.3 erfolgen - eine statistische Überprüfung der zugehörigen Hypothese 1.1.b ist allerdings ebensowenig möglich wie für die gegenläufige Hypothese 1.1.a.

Transferbeschränkungen

In den Hypothesen 1.2.a und 1.2.b wird die Vermutung aufgestellt, dass die Neuinstallation respektive der Wegfall von satzungsmäßigen Transferbeschränkungen eine abnormale Kursreaktion auslösen. Eine solche satzungsmäßige Transferbeschränkung erfordert in Deutschland eine Vinkulierung, die der Unternehmensleitung eine Interventionsmöglichkeit bei unerwünschten Aktienübertragungen eröffnet. In Deutschland sind nur wenige öffentlich gehandelte Aktien in dieser Weise im Handel eingeschränkt.¹⁰⁵⁴ Aus dem DAX-Segment weisen für den Zeitraum dieser Untersuchung lediglich drei Unternehmen die Nutzung einer satzungsmäßigen Vinkulierung aus. Dies sind die beiden Versicherungsunternehmen Allianz und Munich Re sowie die Deutsche Lufthansa.

Im Fall der Allianz und der Munich Re, die beide gegen Ende des 19. Jahrhundert vom selben Personenkreis gegründet wurden, besteht die Vinkulierung von der Unternehmensgründung an. Beide Unternehmen geben an, eine Ausübung des Vetorechtes gegen einen Aktientransfer nur im Falle einer außergewöhnlichen Bedrohung der Geschäftstätigkeit vornehmen zu wollen. Beide Unternehmen sagen aus, dass es eine solche Ausübung des Vetorechtes im Untersuchungszeitraum - wie auch in den zurückliegenden Jahrzehnten - nicht gegeben habe.¹⁰⁵⁵

¹⁰⁵⁴ Vgl. Hühn, H. (2005): S. 8f.

¹⁰⁵⁵ Für die Allianz siehe

https://www.allianz.com/de/investor_relations/service_fuer_aktionaeere/faq/aktie/page1.html (Stand

Im Fall der Deutschen Lufthansa ist die Vinkulierung erst im Jahr 1997 durch das Luftverkehrsnachweissicherungsgesetz (LuftNaSiG) erfolgt.¹⁰⁵⁶ Die Notwendigkeit einer Vinkulierung ergab sich dabei aus der EU-weiten rechtlichen Regulierung des Luftverkehrs¹⁰⁵⁷, die an die Erteilung von Betriebsgenehmigungen für in den EU-Mitgliedstaaten niedergelassene Luftfahrtgesellschaften eine Reihe von Anforderungen stellt. Zu diesen Anforderungen gehört die Maßgabe, eine Möglichkeit zum laufenden Nachweis des Anteils ausländischer Aktionäre am Gesamtaktienbestand des Unternehmens zu schaffen.¹⁰⁵⁸ Damit wird sichergestellt, dass inländische Aktionäre stets die Aktienmehrheit am Unternehmen halten und eine Einflussnahme aus Drittländern, die womöglich über eigene, konkurrierende Luftfahrtgesellschaften verfügen, vermieden wird. Für die Deutsche Lufthansa bedeutet dies zunächst eine gesonderte Mitteilungspflicht an den Kapitalmarkt, die bei Erreichen oder Überschreiten eines Unternehmensanteils von 40% durch ausländische Investoren erfolgen muss.¹⁰⁵⁹ Zudem hat das Unternehmen beim Überschreiten einer Schwelle von 45% die Möglichkeit, durch eine Ausgabe neuer Aktien ohne Bezugsrecht für Bestandsaktionäre den Anteil ausländischer Aktionäre zu verwässern. Nähert sich der Anteil ausländischer Investoren der 50%-Marke, ist die Deutsche Lufthansa gesetzlich¹⁰⁶⁰ und satzungsgemäß¹⁰⁶¹ verpflichtet, weiteren Aktientransfers zu widersprechen. Die Möglichkeit einer unternehmensindividuellen Variation, wie sie in Abschnitt 4 als Voraussetzung für eine Berücksichtigung in dieser Untersuchung formuliert wird, ist für die Vinkulierung der Aktien der Deutschen Lufthansa daher nicht gegeben.

Bei allen drei beschriebenen Unternehmen bestand die satzungsmäßige Vinkulierung mithin bereits zu Beginn des Untersuchungszeitraums im Jahr 2002, für keines liegt im Untersuchungszeitraum ein Wegfall der Vinkulierung vor. Relevante Ereignisse im Sinne dieser Untersuchung liegen für satzungsmäßige Transferbeschränkungen nicht vor, eine Überprüfung der aufgestellten Hypothesen 1.2.a und 1.2.b ist deshalb nicht möglich.

Supermajoritätsregeln

In den Satzungen von Aktiengesellschaften können besondere Mehrheitsanforderungen für bestimmte Entscheidungstatbestände festgelegt werden. Sofern solche

Januar 2011), für die Munich Re siehe

http://www.munichre.com/de/ir/shares/shareholders_register/default.aspx (Stand Februar 2011).

¹⁰⁵⁶ Siehe § 3 LuftNaSiG.

¹⁰⁵⁷ Verordnung (EWG) Nr. 2407/92 des Rates vom 23. Juli 1992 über die Erteilung von Betriebsgenehmigungen an Luftfahrtunternehmen.

¹⁰⁵⁸ Siehe Art. 4 Abs. 2 EWG-Verordnung 2407/92.

¹⁰⁵⁹ Siehe § 4 Abs. 1 LuftNaSiG.

¹⁰⁶⁰ Siehe § 4 Abs. 3 LuftNaSiG.

¹⁰⁶¹ Siehe § 2 der Satzung der Deutsche Lufthansa AG (Fassung April 2010).

Regeln geeignet sind, den Entscheidungsspielraum der Hauptversammlung zu beschneiden oder das Management vor unliebsamen Beschlüssen zu schützen, liegt eine aus Corporate-Governance-Sicht unerwünschte Einschränkung von Aktionärsrechten vor.¹⁰⁶²

Satzungsmäßig erhöhte Mehrheitserfordernisse bestehen bei den im Rahmen dieser Untersuchung betrachteten Unternehmen praktisch nicht. Eine Ausnahme bildet die Volkswagen AG:¹⁰⁶³

"Beschlüsse der Hauptversammlung, für die nach gesetzlichen Vorschriften eine Mehrheit erforderlich ist, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst, bedürfen einer Mehrheit von mehr als vier Fünftel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals der Gesellschaft. Dies gilt insbesondere, aber nicht ausschließlich, für alle Maßnahmen der Kapitalbeschaffung und Kapitalherabsetzung, für sonstige Satzungsänderungen und Maßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz sowie für Beschlüsse nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, die gesetzlich einer Mehrheit bedürfen, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals beträgt."

Mit dieser Regelung wird der Einfluss des Landes Niedersachsen gesichert, das seit der Privatisierung des Volkswagenwerks stets mindestens 20% des Stammaktienbestands hält. Eine Reihe wichtiger Entscheidungen kann mithin nicht ohne Zustimmung der Landesregierung getroffen werden. Der entsprechende Passus der Satzung besteht in dieser Form zwar erst seit dem Jahr 2010, sinngemäß allerdings schon sehr viel länger und fußt auf dem so genannten Volkswagengesetz, mit dem die Überführung des Unternehmens in Privatbesitz geregelt wurde. Während für die genannte Norm kein Widerspruch zu geltendem EU-Recht festgestellt wurde, mussten zwei weitere aus dem Gesetz abgeleitete Satzungsregeln - ein Höchststimmrecht in Höhe von 20% des Grundkapitals und ein Entsenderecht für die Bundesrepublik und das Land Niedersachsen¹⁰⁶⁴ - wegen der Verletzung der EU-rechtlich garantierten Kapitalverkehrsfreiheit¹⁰⁶⁵ aus der Satzung entfernt worden. Weiterhin Bestand hat dagegen eine Regelung zur Entscheidung über die Verlagerung von Produktionsstätten, die ebenfalls ursprünglich dem Volkswagengesetz entnommen wurde¹⁰⁶⁶ und für die als Mindestquorum eine Zweidrittelmehrheit definiert ist.

Während im Untersuchungszeitraum auf Seiten der Legislative und der Judikative hinsichtlich der weiteren Gestaltung des Volkswagengesetzes umfangreiche Aktivi-

¹⁰⁶² Siehe § 2.1.2 DCGK (2007).

¹⁰⁶³ Siehe § 25 Abs. 2 der Satzung der Volkswagen AG (Fassung März 2010).

¹⁰⁶⁴ Siehe § 2 Abs. 1 und § 4 Abs. 1 VWGmbHÜG i.d.F.v. 31.07.1970.

¹⁰⁶⁵ Siehe Entscheidung des EuGH vom 23.10.2007 (Az. C-112/05).

¹⁰⁶⁶ Siehe § 4 Abs. 3 VWGmbHÜG i.d.F.v. 31.07.1970.

täten stattgefunden haben, fallen die im Sinne der vorliegenden Arbeit verwertbaren Ereignisse erst in die jüngste Vergangenheit und liegen damit außerhalb des Untersuchungsfensters. Eine Verwendung zur Prüfung der Hypothese 1.3.b ist deshalb nicht möglich.

Von der Ausnahme Volkswagen abgesehen liegen bei den in dieser Untersuchung betrachteten Unternehmen im jeweils relevanten Zeitraum keine solchen besonderen Mehrheitsanforderungen vor. Generell wird das Instrument der Supermajoritätsregel bei deutschen Aktiengesellschaften nur sehr selten genutzt.¹⁰⁶⁷ Eine Überprüfung der Hypothesen 1.3.a und 1.3.b muss deshalb mangels relevanter Ereignisse entfallen.

5.2.6.2 Leitungsorgane

Größe der Leitungsgremien

Die Qualität der Arbeit von Aufsichtsrat und Vorstand wird unter Umständen von der Mitgliederanzahl der jeweiligen Gremien beeinflusst. In den relativ kurzen Aufsichtsratssitzungen etwa können Diskussionen kaum effizient geführt werden, wenn zum Teil mehr als 20 Teilnehmer anwesend sind. Ein Vorstandsgremium ist womöglich leichter zu kontrollieren und in seinen Entscheidungen effektiver, wenn die Zahl der Mitglieder sinkt.

Für die 34 in dieser Arbeit betrachteten Unternehmen konnten im jeweils relevanten Untersuchungszeitraum insgesamt etwa 1.000 Veränderungen in der Besetzung von Aufsichtsräten und nahezu 400 Umbesetzungen in Vorstandsgremien ermittelt werden. Der überwiegende Teil dieser Fälle hat zu einer allenfalls vorübergehenden Änderung der Gremiengröße geführt - etwa, wenn ein Nachfolger für ein ausgeschiedenes Mitglied nicht umgehend bestellt werden kann. Im Fall des Aufsichtsrats bedeutet dies, dass - sofern kein Ersatzmitglied gewählt ist oder kein satzungs- oder gesetzmäßiges Entsendungsrecht besteht - ein Interimsmitglied gegebenenfalls gerichtlich bestellt werden muss.¹⁰⁶⁸ Ohnehin bedarf es für eine Änderung der Aufsichtsratsgröße eines Satzungsänderungsbeschlusses durch die Hauptversammlung, wobei der Spielraum verhältnismäßig klein ist. Der Großteil der im DAX enthaltenen Unternehmen unterliegt der Mitbestimmungsgesetzgebung, die für Kapitalgesellschaften in Abhängigkeit der Mitarbeiterzahl eine definierte Größe des Aufsichtsrats vorsieht. Ein Abweichen von den entsprechenden Regeln ist lediglich in Form einer freiwilligen Vergrößerung des Gremiums auf die definierten Stufen von 16 und 20 Mitgliedern möglich.¹⁰⁶⁹ Im Prinzip ist hier auch eine umgekehrte Beschlussfassung denkbar, die zu einer Aufgabe der freiwilligen Vergrößerung führt. Lediglich zwei der hier betrachteten Unternehmen - Fresenius Medical Care und Hypo

¹⁰⁶⁷ Vgl. Schaefer, H. (2007): S. 33.

¹⁰⁶⁸ Siehe § 101 AktG.

¹⁰⁶⁹ Siehe § 7 Abs. 1 MitbestG.

Real Estate - unterlagen im Untersuchungszeitraum nicht der Mitbestimmungsgesetzgebung.

Eine isolierte Ankündigung zur freiwilligen Vergrößerung des Aufsichtsrates hat es im Gesamtzeitraum der Untersuchung lediglich einmal gegeben, eine entsprechende Bekanntmachung zur Verkleinerung bei immerhin vier Unternehmen. Zwei der Meldungen zur geplanten Verkleinerung stehen im Zusammenhang mit einem Rechtsformwechsel der Gesellschaft, denn als Sonderfall bietet die Umfirmierung eines Unternehmens in die Rechtsform der Europäischen Gesellschaft die Möglichkeit einer Veränderung der Gremiengröße. Mit dem Rechtsformwechsel gehen allerdings noch eine Reihe weiterer Änderungen einher, weshalb die Ankündigung einer geplanten Umfirmierung nicht als isoliertes Ereignis im Sinne der Anforderungen dieser Arbeit gelten kann. Im Untersuchungszeitraum haben von den 34 betrachteten Unternehmen zwei eine Umfirmierung vorgenommen - dies sind die Allianz und BASF. In beiden Fällen wurde im gesetzlich geregelten Verhandlungsprozess mit Arbeitnehmervertretern eine Verkleinerung der Aufsichtsratsgremien auf jeweils zwölf Mitglieder beschlossen. Wegen der Verletzung der Anforderungen für eine Einbeziehung in diese Untersuchung müssen die beiden Ereignisse gesondert untersucht werden.

Tabelle 18: Übersicht freiwillige Änderungen der Aufsichtsratsgröße

Unternehmen	Datum der Ankündigung	Umfang der Änderung	Bemerkungen	Berücksichtigung
Allianz	11.09.2005	Von 20 auf 12	Umfirmierung SE	Nein
Linde	22.03.2007	Von 16 auf 12		Ja
BASF	14.01.2008	Von 20 auf 12	Umfirmierung SE	Nein
Deutsche Börse	07.04.2008	Von 21 auf 18		Ja
Hypo Real Estate	18.04.2008	Von 6 auf 12		Ja

Für die Größe von Vorstandsgremien gelten weit weniger Einschränkungen, allerdings müssen Berufung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern durch den Aufsichtsrat beschlossen werden. Häufig erfolgt die Neubesetzung einer vakanten Vorstandsposition zeitgleich mit der Abberufung eines Vorgängers, vorübergehende Vakanz sind aber ebenfalls verbreitet.

Damit eine Änderung der Zahl der Vorstandsmitglieder von den Investoren als nachhaltig angelegt verstanden werden kann, muss deren Dauerhaftigkeit kommuniziert werden. Die Bekanntgabe von Zu- oder Abgängen aus Vorstandsgremien muss deshalb explizit um eine Erklärung zur künftigen Gremiengröße ergänzt werden, sofern die Investoren nicht von einer nur vorübergehenden Änderung ausgehen sollen. Die

Identifikation der im Sinne dieser Arbeit relevanten Ereignisse erfordert daher eine eingehende Prüfung des zugehörigen Informationsflusses.

Zwischen Juli 2002 und Juni 2008 sind in 18 Fällen Pläne von DAX-Unternehmen zur Verkleinerung von Vorstandsgremien publik geworden. Sie sind in der folgenden Tabelle 19 aufgelistet.

Tabelle 19: Übersicht Verkleinerungen von Vorstandsgremien

Unternehmen	Datum der Ankündigung	Umfang der Änderung	Saldo
Adidas	01.02.2005	Von 5 auf 4	-1
BASF	06.07.2007	Von 9 auf 8	-1
Bayer	24.02.2003	Von 5 auf 4	-1
Continental	30.05.2008	Von 7 auf 6	-1
Daimler	31.03.2003	Von 13 auf 11	-2
Daimler	26.01.2006	Von 10 auf 9	-1
Daimler	12.06.2007	Von 9 auf 6	-3
Deutsche Börse	24.09.2002	Von 8 auf 5	-3
Lufthansa	25.03.2003	Von 4 auf 3	-1
Deutsche Post	22.09.2006	Von 9 auf 8	-1
Henkel	14.02.2007	Von 7 auf 6	-1
Henkel	08.07.2007	Von 6 auf 5	-1
Linde	18.07.2007	Von 5 auf 4	-1
MAN	21.09.2005	Von 7 auf 6	-1
Merck	10.04.2008	Von 5 auf 4	-1
Metro	27.06.2006	Von 4 auf 3	-1
Siemens	30.04.2007	Von 11 auf 8	-3
ThyssenKrupp	11.08.2006	Von 9 auf 8	-1
TUI	06.05.2003	Von 7 auf 4	-3
Volkswagen	22.05.2003	Von 9 auf 8	-1

Seltener werden Vorstandsvergrößerungen explizit bekannt gegeben. Lediglich in sieben Fällen sind entsprechende Ankündigungen von den hier betrachteten Unternehmen publiziert worden. Diese Fälle sind in der Tabelle 20 dargestellt.

Tabelle 20: Übersicht Vergrößerungen von Vorstandsgremien

Unternehmen	Datum der Ankündigung	Umfang der Änderung	Saldo
BMW	27.09.2007	Von 6 auf 8	+2
Commerzbank	02.11.2007	Von 8 auf 9	+1
Continental	22.02.2006	Von 6 auf 7	+1
Deutsche Bank	19.01.2006	Von 4 auf 5	+1
E.ON	16.10.2006	Von 3 auf 5	+2
Hypo Real Estate	29.01.2007	Von 6 auf 8	+2
Schering	07.07.2004	Von 6 auf 7	+1

Zusammensetzung von Leitungsgremien

Wie in Abschnitt 4.2.1 erläutert, kann sich aus der Zusammensetzung der Leitungsgremien in zweifacher Hinsicht eine Corporate-Governance-Wirkung ergeben: Zum einen durch die Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat, zum anderen durch personelle Überlappungen zwischen den Leitungsgremien unterschiedlicher Unternehmen.

Ehemalige Vorstands- als Aufsichtsratsmitglieder

Ein Wechsel an der Vorstandsspitze könnte die Möglichkeit eröffnen, Fehlentwicklungen unter dem bisherigen Vorstandsvorsitz aufzudecken oder zu revidieren. Auch werden unerwünschte Ergebnisse des Handelns eines Vorstands unter Umständen erst nach dessen Ausscheiden erkennbar. Ist ebenjenes ehemalige Vorstandsmitglied mittlerweile in den Aufsichtsrat berufen, könnte eine kritische Auseinandersetzung mit dessen Arbeit womöglich unterbleiben oder gar bewusst hintertrieben werden.

Im Untersuchungszeitraum dieser Arbeit hat es für in den hier betrachteten Unternehmen 14 Berufungen ehemaliger Vorstandsmitglieder in die Aufsichtsratsgremien desselben Unternehmens gegeben. Sie erfolgten sämtlich entweder unmittelbar oder zumindest in den ersten zwölf Monaten nach dem Ausscheiden aus dem Unternehmen. In neun der genannten Fälle wurden ehemalige Vorstandsvorsitzende, in fünf Fällen andere ehemalige Mitglieder des Vorstands berufen. Im gleichen Zeitraum wurden neun ehemalige Vorstandsmitglieder aus Aufsichtsratsgremien abberufen, in drei Fällen waren dies ehemalige Vorstandsvorsitzende.

Tabelle 21: Aufsichtsratstätigkeit ehemaliger Vorstandsmitglieder

Unternehmen	Datum der Ankündigung	Name des ehemaligen Vorstandsmitglieds	Ehemaliger Vorstandsvorsitzender
Berufungen ehemaliger Vorstandsmitglieder in Aufsichtsratsgremien			
Allianz	07.07.2004	Henning Schulte-Noelle	Ja
BASF	18.07.2002	Jürgen Strube	Ja
BASF	18.07.2002	Max Dietrich Kley	Nein
Commerzbank	06.07.2007	Klaus Peter Müller	Ja
Daimler	01.03.2006	Manfred Bischoff	Nein
Deutsche Bank	02.04.2006	Clemens Börsig	Nein
Deutsche Lufthansa	04.12.2002	Jürgen Weber	Ja
Deutsche Post	12.03.2007	Wulf von Schimmelmann	Nein
E.ON	11.03.2003	Ulrich Hartmann, Wilhelm Simson ¹⁰⁷⁰	Ja
Fresenius Medical Care	23.02.2004	Ulf M. Schneider	Nein
Linde	10.04.2003	Gerhard Full	Ja
Munich Re	28.04.2003	Hans-Jürgen Schinzler	Ja
SAP	13.03.2003	Hasso Plattner	Ja
Siemens	07.07.2004	Heinrich von Pierer	Ja
Beendigung der Aufsichtsratstätigkeit ehemaliger Vorstandsmitglieder			
BASF	11.03.2003	Wolfgang Jentzsch	Nein
Bayer	15.03.2005	Hermann Wunderlich	Nein
Deutsche Bank	28.10.2004	Ulrich Cartellieri	Nein
Deutsche Bank	02.04.2006	Rolf Breuer	Ja
Hypovereinsbank	23.10.2002	Richard Trautner	Nein
Münchener Rück	28.04.2003	Rudolf Ficker	Nein
Linde	10.04.2003	Hans Meinhardt	Ja
SAP	24.03.2005	Dietmar Hopp	Ja
SAP	03.04.2007	Klaus Tschria	Nein

Als Sonderfälle sollen hier die Rückkehr von Helmut Sihler und Max Dietrich Kley in die Aufsichtsräte der vorübergehend¹⁰⁷¹ von ihnen geführten Unternehmen unberück-

¹⁰⁷⁰ Ulrich Hartmann und Wilhelm Simson sind als gleichberechtigte Vorstandssprecher zeitgleich aus dem E.ON-Vorstand ausgeschieden und in den Aufsichtsrat gewählt worden, weshalb der Vorgang hier als ein einziges Ereignis betrachtet wird.

sichtigt bleiben. Wegen der bereits vor der von vornherein befristeten Vorstandstätigkeit bestehenden Mitgliedschaft im Aufsichtsrat kann die Wiederaufnahme der Aufsichtsrats­tätigkeit nicht als Berufung im Sinne dieser Untersuchung gelten.

Personelle Verflechtung zwischen Leitungsgremien

Ist der Vorstand oder Aufsichtsrat eines Unternehmens zugleich Mandatsträger eines anderen Unternehmens, könnte hieraus ein Interessenskonflikt erwachsen. Durch vielfältige Verflechtungen zwischen Unternehmen könnte sogar ein Anreiz zu kollusivem Verhalten entstehen, mit dem eine Kontrolltätigkeit im gegenseitigen Einvernehmen eingeschränkt wird. Nicht zuletzt kann die Tätigkeit in mehreren Leitungsgremien zu einer Überlastung des Mandatsträgers führen, durch die die Kontrolltätigkeit für die einzelnen Unternehmen leidet. Im Vordergrund der Untersuchung soll die Verflechtungshypothese stehen, da die tatsächliche Belastung durch die Mandatstätigkeit jeweils nur schwer nachvollzogen werden kann. Betrachtet werden deshalb Berufungen und Abberufungen von Organmitgliedern von DAX-Unternehmen in die Leitungsgremien anderer DAX-Unternehmen.

Die Bestimmung exakter Ereigniszeitpunkte fällt für personelle Veränderungen in den Leitungsgremien vielfach schwer. Einer offiziellen Bekanntmachung des betroffenen Unternehmens gehen oft umfangreiche Spekulationen in den Medien voraus. In anderen Fällen unterbleibt eine explizite Verlautbarung bezüglich einer solchen Veränderung völlig. Diejenigen Fälle, für die ein eindeutiger Ereigniszeitpunkt aus den genannten Gründen nicht identifiziert werden konnte, wurden aus der Untersuchungsgruppe eliminiert. Im Weiteren folgt eine Beschreibung des Datenbestandes.

Für die Untersuchungsgruppe konnten im jeweils relevanten Zeitraum 101 Berufungen von Organmitgliedern von DAX-Unternehmen in die Leitungsgremien anderer DAX-Unternehmen identifiziert werden, wovon 64 ein eindeutiges Datum zugeordnet werden konnte. 60 dieser Ereignisse betrafen Berufungen in Aufsichtsrats- und weitere vier Berufungen in Vorstandsgremien. Im gleichen Zeitraum schieden in 96 Fällen Organmitglieder von DAX-Unternehmen aus den Leitungsgremien anderer DAX-Unternehmen aus, von denen 54 Fälle ausreichend exakt datierbar sind. Dies betraf in 40 Fällen Aufsichtsratsmitglieder und in 14 Fällen Mitglieder in Vorstandsgremien.

Für die endgültige Bestimmung der einzubeziehenden Fälle wird hier eine von den übrigen Ereigniskategorien leicht abweichende Vorgehensweise gewählt. Da bei den in diesem Unterabschnitt betrachteten Hypothesen die Verflechtungsproblematik im Vordergrund steht, interessiert in erster Linie das sich mit dem Ereignis ändernde Ausmaß der Verbindung zu den Leitungsgremien anderer DAX-Unternehmen. In der Folge können mehrere zeitgleich bekanntgegebene personelle Veränderungen

¹⁰⁷¹ Das Aktiengesetz (§ 100 Abs. 2 S. 4) erlaubt Aufsichtsratsmitgliedern eine auf maximal ein Jahr begrenzte Vorstandstätigkeit, währenddessen das Aufsichtsratsmandat ruhen muss.

Berücksichtigung finden, wobei die Anzahl und die Richtung der Veränderung ausschlaggebend sind. Wird etwa ein Aufsichtsratsmitglied mit zwei Mandaten in anderen DAX-Unternehmen abberufen und durch ein neues Mitglied, das bereits vier Mandate in anderen DAX-Unternehmen hält, ersetzt, so ergibt sich ein Saldo von zwei zusätzlichen Verbindungen. Die beiden Fälle würden somit zu einer Berufung mit zwei Verbindungen konsolidiert.

Eine zeitgleiche Publikation konnte bei 53 der insgesamt 118 datierbaren Fälle beobachtet werden, die zu 20 Ereignissen konsolidiert wurden. Bei fünf dieser Ereignisse ergibt sich als Saldo der Gremienverbindungen 0, weshalb sie aus der Untersuchungsgruppe entfernt werden. Im Endergebnis stehen 41 Berufungen (davon vier in Vorstandsgremien) 39 Abberufungen (davon 13 aus Vorstandsgremien) gegenüber.

Unternehmensbeteiligung von Organmitgliedern

Mit der Beteiligung am Unternehmen erhält ein Mandatsträger einen Anteil der Unternehmenserträge. Da diese Erträge sinken, wenn der Mandatsträger das Unternehmen durch Inanspruchnahme überhöhter geldwerter Vorteile schädigt, kann eine Beteiligung am Unternehmen als Signal für einen Verzicht auf den unternehmensschädigenden Bezug solcher Leistungen gewertet werden. Angesichts des geringen Gesamtumfangs des Aktienanteils, den einzelne Mandatsträger bei den in dieser Arbeit betrachteten Unternehmen halten, darf eine solche Interpretation hier als vernachlässigbar gelten.

Nachvollziehbarer erscheint der zweite mögliche Mechanismus, aus der Unternehmensbeteiligung von Mandatsträgern Rückschlüsse auf die Unternehmensbewertung zu ziehen. Mit der Beteiligung am Unternehmen signalisiert der Mandatsträger die Bereitschaft, die Entwicklung seines persönlichen Vermögen mit derjenigen des Unternehmenswertes zu verknüpfen. Ein Erwerb von Unternehmensanteilen könnte als Ausdruck des Vertrauens in den Erfolg des Unternehmens, ein Verkauf als Ausdruck der Skepsis verstanden werden.¹⁰⁷²

Im jeweils relevanten Untersuchungszeitraum haben für die hier betrachteten Unternehmen 1410 meldepflichtige Erwerbs- und Verkaufsvorgänge durch Mandatsträger stattgefunden. 1282 dieser Vorgänge konnten als den Kategorien Kauf und Verkauf von Unternehmensanteilen zugehörig identifiziert werden. Zwar werden auch 168 Erwerbs- und Veräußerungsvorgänge für derivative Finanzinstrumente aufgeführt, unklar bleibt hier aber jeweils die genaue Ausgestaltung. Vielfach ist Mandatsträgern der Erwerb von Wertpapieren, die bei einer negative Kursentwicklung Gewinn versprechen, vertraglich verboten. Auf eine Berücksichtigung dieser Vorgänge soll angesichts der Unklarheit generell verzichtet werden.

¹⁰⁷² Siehe hierzu ausführlich Abschnitt 4.2.2.

Für 1006 der genannten Transaktionen ist eine eindeutige Zuordnung zu den Mandatskategorien "Geschäftsführendes Organ" und "Aufsichtsorgan" möglich. Eine zusätzliche Kategorie bilden Vorgänge, die von Personen in enger Beziehung zu Mandatsträgern stehen. Sie werden berücksichtigt, sofern klar ist, ob der betroffene Mandatsträger dem Vorstand oder dem Aufsichtsrat zuzurechnen ist. Dies betrifft hier 95 Käufe und Verkäufe. Schließlich sind Transaktionen unter Umständen auch dann meldepflichtig, wenn sie von sonstigen Führungspersonen außerhalb der Leitungsgremien vorgenommen werden. Sie sind für diese Arbeit strenggenommen irrelevant, werden aber der Vollständigkeit halber in einer Kategorie "Other" mit aufgelistet, die 181 Vorgänge enthält.

Abweichend von dem in der Einleitung zu dem übergeordneten Abschnitt 5.2.6 definierten Filterschema werden hier zeitgleich veröffentlichte Ereignisse der vorliegenden Kategorie unter bestimmten Bedingungen nicht eliminiert. Dies gilt, wenn an einem Tag mehrere Transaktionen ausschließlich einer Art - also Kauf oder Verkauf - von durchweg einer Kategorie Mandatsträger - also Vorstand, Aufsichtsrat, jeweils in enger Beziehung stehenden Personen oder sonstigen Führungspersonen - bekanntgegeben wurden. Da den so veröffentlichten Informationen jeweils ein gleichartiger Informationsgehalt beizumessen ist, werden die entsprechenden Transaktionen zu einem Gesamtereignis aggregiert und die zugehörigen Volumina aufaddiert. Dies betrifft 189 Ereignisse, die zu 70 Fällen zusammengefasst werden.

5.2.6.3 Blockholdings

Eine mögliche Kontrollwirkung, von der Anleger profitieren könnten, ergibt sich aus der Existenz von Großaktionären. Sie haben einen höheren Anreiz und gegebenenfalls überhaupt erst die Möglichkeit, kontrollierend auf das Management einzuwirken.¹⁰⁷³ In Abschnitt 4.3.3 wurden als relevante Nachrichtenereignisse in diesem Zusammenhang die Neuentstehung bzw. der Wegfall von Aktienblöcken identifiziert. Als auslösende Ereignisse können hier die Nachrichten zur Über- und Unterschreitung von Meldeschwellen gem. §§ 21ff. WpHG herangezogen werden.

Entsprechende Register werden von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sowie von mehreren privaten Anbietern geführt. Letztere bieten dabei als Dienstleister einen Service zur Publikation von Pflichtmeldungen an und erfassen jeweils lediglich den Teil der in dieser Arbeit betrachteten Unternehmen, den sie als Kunden betreuen. Für diese Arbeit wird auf Daten sowohl von der BaFin als auch von den genannten Serviceanbietern zurückgegriffen. Wesentliche Widersprüche haben sich beim Abgleich der Datenquellen nicht ergeben. Allerdings liefern die genannten Quellen lediglich für den Zeitraum nach der Erweiterung der entsprechenden Abschnitte des WpHG im Januar 2007 verlässliche Daten, weshalb - abweichend von

¹⁰⁷³ Siehe hierzu die Ausführungen in Kapitel 4.3

den übrigen Ereigniskategorien - die Analyse auf die Periode zwischen diesem Zeitpunkt und dem Ende des Untersuchungszeitraums im Juni 2008 beschränkt bleiben muss.

Im genannten Zeitraum sind in den genannten Datenbanken für die Unternehmen der Untersuchungsgruppe 472 Meldungen zu Stimmrechtsüber- und -unterschreitungen aufgelistet. Hiervon fallen 17 als Korrektur- bzw. als "nicht offenlegungspflichtig" klassifizierte Meldungen heraus. Weitere 19 Meldungen betreffen nicht stimmrechtsbelegte Wertpapiere selbst, sondern lediglich derivative Finanzinstrumente, die zu einem Erwerb von mit einem Stimmrecht ausgestatteten Anteilen berechtigen. Auch sie werden von der weiteren Untersuchung ausgeschlossen. Schließlich fallen weitere 24 Meldungen aus der Untersuchung heraus, bei denen in einer einzigen Veröffentlichung sowohl Über- als Unterschreitungen derselben Schwellen gemeldet werden und deren Informationsgehalt bezüglich einer potenziellen Aktienblockbildung deshalb begrenzt ist. Dies gilt auch für 30 Veröffentlichungen, bei denen die Bekanntgabe von gegenläufigen Anteilsänderungen zwar in unterschiedlichen, aber zeitgleich herausgegebenen Meldungen erfolgt. In 14 Fällen wird dieselbe Anteilsänderung in zwei verschiedenen Meldungen behandelt. Dies geschieht, wenn eine Transaktion zwei Akteuren zugerechnet werden kann. Üblicherweise werden solche Transaktionen in einer Veröffentlichung erfasst. Von diesen 14 Ausnahmen werden daher lediglich sieben in die Untersuchung einbezogen. 21 Meldungen betreffen den Erwerb oder Verkauf durch das veröffentlichende Unternehmen selbst und werden als Eigenhandelsgeschäfte hier nicht berücksichtigt.

Die große Zahl der Meldungen ergibt sich auch aus der Zurechnung von Anteilen, die für Rechnung anderer gehalten werden. Viele Meldungen stammen von Finanzinstituten, deren Aktienbestand durch die im Kundenauftrag erworbenen Wertpapiere einen Schwellenwert über- oder unterschreitet. Für diese Untersuchung wurde deshalb geprüft, inwieweit Pflichtmeldungen von Finanzinstituten, die Anteilsänderungen rund um die 3%-Schwelle betreffen, am Ereignistag überhaupt eine messbare abnormale Reaktion erzeugen. Erst ab 5% spricht die Literatur von relevantem Anteilsbesitz,¹⁰⁷⁴ im Regierungsentwurf zum Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz wird erst die 10%-Schwelle als wesentlich identifiziert.¹⁰⁷⁵ Von den verbliebenen 354 Meldungen fallen 278 in dieses Subsample, davon sind 143 Über- und 135 Unterschreitungen. In der Gruppe der 143 Überschreitungen der 3%-Schwelle beträgt die mittlere abnormale Rendite am Ereignistag lediglich insignifikante +0,23%. Für die 135 Unterschreitungen beträgt die mittlere abnormale Rendite am Ereignistag -0,19%. Auch dieses Ergebnis ist insignifikant. Eine Bereinigung um diese Untergruppen erscheint daher gerechtfertigt.

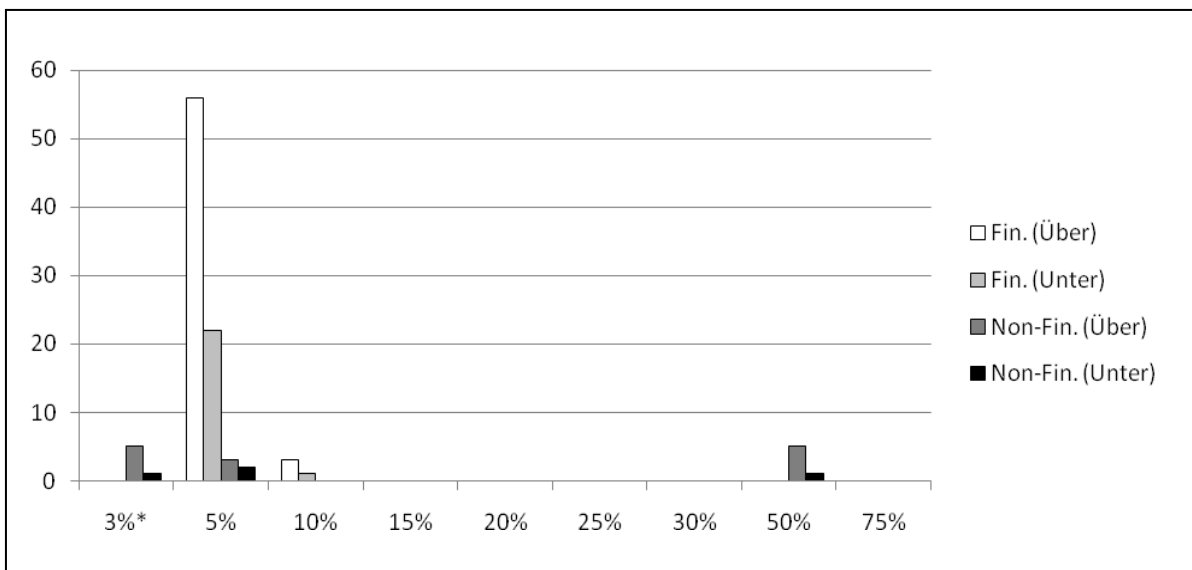
¹⁰⁷⁴ Vgl. Lehmann, E. / Weigand, J. (2000): S. 12.

¹⁰⁷⁵ Siehe §27 Abs. 2 Satz 1 des Regierungsentwurfs zum Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG).

Nach dieser umfassenden Bereinigung verbleiben nurmehr 76 Ereignisse in der Untersuchungsgruppe, davon sind 49 Schwellenüber- und 27 Schwellenunterschreitungen. 36 der Über- und 23 der Unterschreitungen werden von Unternehmen des Finanzsektors gemeldet. Von den übrigen 17 Meldungen entfallen 13 auf Schwellenüberschreitungen und vier auf -unterschreitungen.

Die Verteilung der identifizierten Ereignisse ist der folgenden Abbildung 15 zu entnehmen.

Abbildung 15: Höhe und Verteilung von Stimmrechtsmeldungen



* Meldungen von Finanzunternehmen zur 3%-Schwelle wurden nicht berücksichtigt.

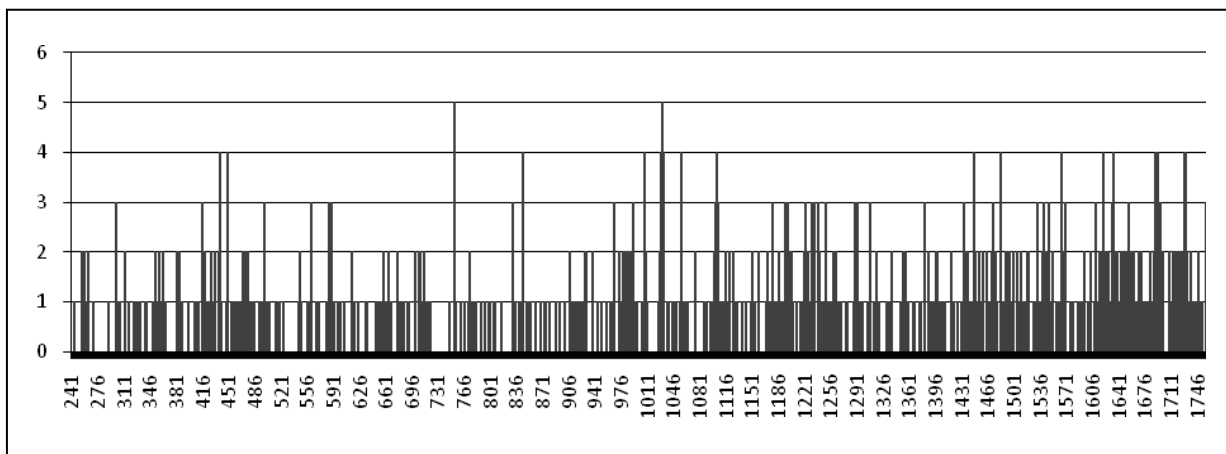
Die die 50%-Schwelle betreffenden Meldungen beziehen sich ausnahmslos auf die Deutsche Postbank und ihren Mehrheitsaktionär Deutsche Post, der zu vier Terminen im Jahr 2007 in jeweils etwa einer Woche Abstand eine Zunahme des Anteilsbestands auf 82.000.001 Stück (50% plus eine Aktie) meldet. Dabei fällt auf, dass die zu erwartenden Meldungen zur zwischenzeitlichen Unterschreitung der Schwelle fehlen. Der Informationsgehalt dieser Meldungen ist entsprechend eher gering.

5.2.6.4 Bereinigung und Zusammenfassung: Untersuchungsrelevante Ereignisse

In den vorhergehenden Unterabschnitten konnten insgesamt 848 untersuchungsrelevante Ereignisse identifiziert werden. Sie verteilen sich über den gesamten Untersuchungszeitraum, wegen der begrenzten Datenverfügbarkeit zu Stimmrechtsmeldungen mit einer etwas höheren Dichte zu dessen Ende. In der folgenden Abbildung 16 ist die Verteilung der Ereignisse über die Börsenhandelstage des

Untersuchungszeitraums, nummeriert von 241 bis 1767,¹⁰⁷⁶ grafisch dargestellt. Eine Häufung zu bestimmten, etwa saisonal wiederkehrenden Zeitpunkten ist nicht erkennbar, was gegen eine Verzerrung der Ergebnisse durch einen Zusammenhang zu zyklisch auftretenden Kursentwicklungen spricht.¹⁰⁷⁷

Abbildung 16: Zeitliche Verteilung der untersuchungsrelevanten Ereignisse



Bevor mit der Berechnung der abnormalen Renditen begonnen werden kann, muss noch die bereits angekündigte Bereinigung um einander überlappende Ereignisse vorgenommen werden. Hierbei werden solche Fälle, die zeitgleich mit anderen Ereignissen desselben Unternehmens stattgefunden haben oder deren Ereignisfenster sich mit demjenigen eines anderen Ereignisses desselben Unternehmens überschneiden, aus der Untersuchungsgruppe entfernt. Damit wird eine Beeinflussung der Messergebnisse untereinander vermieden. Die Zahl der nach der Bereinigung verbleibenden Ereignisse ist auch von der Länge des gewählten Ereignisfensters abhängig - je größer der Zeitraum, in dem die um ein Ereignis herum auftretenden Kurseffekte untersucht werden, desto wahrscheinlicher ist auch eine Überlappung mit dem Ereignisfenster anderer Ereignisse desselben Unternehmens. In der folgenden Tabelle 22 werden die verbleibenden Ereignisse deshalb für die zwei gewählten Ereignisfenster und den Ereignistag selbst separat dargestellt.

Weiterhin könnten anderweitige bedeutsame unternehmensspezifische Ereignisse, die keinen Corporate-Governance-Bezug haben, die Kursentwicklung beeinflussen. Wieder muss sichergestellt werden, dass die Ereignisfenster der in die Untersuchung einbezogenen Fälle frei von potenziell verzerrenden Parallelereignissen sind. Dies

¹⁰⁷⁶ Die ersten 240 Tage sind als potenzielle Regressionsperiode in die Nummerierung eingeschlossen. Am Ende des Untersuchungszeitraums wird außerdem der dem Ereignistag nachgelagerte Teil des längsten Ereignisfensters, hier also zehn Tage, hinzugenommen. Insgesamt werden Kursdaten von 1767 Tagen verwendet.

¹⁰⁷⁷ Vgl. Heiden, S. (2002), S.173f.

wird hier erreicht, in dem geprüft wird, ob im jeweiligen Ereignisfenster eine Ad-Hoc-Meldung nach § 15 AktG publiziert wurde. Ist dies der Fall, wird das betreffende Ereignis aus der Untersuchungsgruppe eliminiert.

In der folgenden Übersicht sind die als Ergebnis des beschriebenen Bereinigungsprozesses verbleibenden Ereignisse aufgelistet.

Tabelle 22: Anzahl der untersuchungsrelevanten Ereignisse

Hypo- these	Kurzbezeichnung	Fälle Gesamt	Bereinigung Parallelereignisse ¹⁰⁷⁸		
			CAR ₀	CAR _{-1,+1}	CAR _{-10,+10}
Aktionärsrechte					
1.1.a	Neuausgabe stimmrechtsbeschränkter Aktiengattungen	0	0	0	0
1.1.b	Umtauschangebot zur Abschaffung stimmrechtsbeschränkter Aktiengattungen	1	1	1	1
1.2.a	Neuinstallation von Transferbeschränkungen	0	0	0	0
1.2.b	Wegfall von Transferbeschränkungen	0	0	0	0
1.3.a	Einführung von Supermajoritätsregeln	0	0	0	0
1.3.b	Abschaffung von Supermajoritätsregeln	0	0	0	0
Leitungsgremien					
2.1.a	Vergrößerung des Aufsichtsrats	1	1	1	0
2.1.b	Verkleinerung des Aufsichtsrats	4	4	4	3
2.2.a	Vergrößerung des Vorstands	7	5	4	2
2.2.b	Verkleinerung des Vorstands	17	16	15	11
2.3.a	Ehemaliges Vorstands- wird Aufsichtsratsmitglied	14	6	6	4
2.3.b	Ehemaliges Vorstandsmitglied verlässt Aufsichtsrat	8	4	1	1
2.4.a	Organmitglied eines anderen DAX-Unternehmens wird Vorstand oder Aufsichtsrat	41	27	24	19
2.4.b	Organmitglied eines anderen DAX-Unternehmens verlässt Vorstand oder Aufsichtsrat	39	29	24	14
2.5.a	Aktienkauf durch Vorstandsmitglied	257	227	175	94

¹⁰⁷⁸ Bereinigung um in das jeweilige Ereignisfenster fallende andere Corporate-Governance-relevante Ereignisse und um im Ereignisfenster publizierte Ad-Hoc-Meldungen.

Hypo- these	Kurzbezeichnung	Fälle Gesamt	Bereinigung Parallelereignisse ¹⁰⁷⁸		
			CAR ₀	CAR _{-1,+1}	CAR _{-10,+10}
2.5.b	Aktienverkauf durch Vorstandsmitglied	115	85	68	36
2.6.a	Aktienkauf durch Aufsichtsratsmitglied	102	85	65	36
2.6.b	Aktienverkauf durch Aufsichtsratsmitglied	168	143	119	80
Blockbesitz / Paketaktionäre					
3.1.a	Überschreitung einer Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion	49	46	40	20
3.1.b	Unterschreitung einer Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion	27	27	21	12
Summe:		848	706	568	333

Die identifizierten Ereignisse verteilen sich auf 15 der ursprünglich 20 Ereigniskategorien. Für fünf - sämtlich der Mechanismengruppe Aktionärsrechte zuzurechnende - Kategorien konnten keine relevanten Ereignisse festgestellt werden.

5.3 Berechnung der Ankündigungseffekte

In diesem Abschnitt werden abnormale Renditen für die jeweils als relevant identifizierten Ereignisse der definierten Ereigniskategorien berechnet. Dies geschieht durch Subtraktion der anhand einer Schätzregression ermittelten erwarteten ("normalen") von der tatsächlich festgestellten Rendite.¹⁰⁷⁹ Wie von verschiedenen Autoren nahegelegt und praktiziert wird das Ereignisfenster, innerhalb dessen die im Ereignis manifestierte Information als vollständig vom Kapitalmarkt verarbeitet angenommen wird, variiert. Kumulierte abnormale Renditen werden für zwei Perioden berechnet - jeweils zehn Tage vor und nach sowie einen Tag vor und nach dem relevanten Ereignis, so dass sich Fenster von 21 und drei Tagen ergeben. Zusätzlich wird eine auf den Ereignistag selbst beschränkte Berechnung der abnormalen Rendite vorgenommen, womit sich für jedes Ereignis bis zu drei Renditewerte ergeben.¹⁰⁸⁰ Schließlich werden die jeweils vor und nach dem Ereigniszeitpunkt liegenden Zeitabschnitte noch einmal gesondert dargestellt, um die Kursentwicklungen auch im Detail nachvollziehen zu können. Als weitere Information wird jeweils der Anteil der gemessenen negativen abnormalen Renditen an der Gesamtzahl der untersuchten Fälle dargestellt, mit der grob auf die Verteilung der Ergebnisse geschlossen werden kann. Auf eine Kommentierung im Text wird allerdings zugunsten der Signifikanztests

¹⁰⁷⁹ Die Berechnung wird formal bereits im Rahmen der Diskussion potenzieller Renditeerwartungsmodelle in Abschnitt 5.1.2 dargestellt.

¹⁰⁸⁰ Zur Bestimmung des relevanten Ereignisfensters siehe Abschnitt 5.1.2.

verzichtet. Sofern im Zusammenhang mit Signifikanztests von "schwach signifikanten" Ergebnissen gesprochen wird, ist das 10%-Niveau gemeint, mit "signifikant" das 5%-Niveau und mit "hoch signifikant" das 1%-Niveau.

Für die nach der Bereinigung um Fälle mit überlappenden Ereignisfenstern verbleibenden Ereigniskategorien wird zunächst die Erfüllung der Voraussetzungen des Marktmodells geprüft. Anschließend werden die ermittelten abnormalen Renditen in Signifikanztestverfahren untersucht. Das genaue Vorgehen ist im Folgenden dargestellt.

Prüfung der Erfüllung der Voraussetzungen des Marktmodells

Mit der Wahl des Marktmodells als Modell der Renditeerwartung sind einige Annahmen verbunden, deren Erfüllung einer Überprüfung bedarf. Für die Prüfung auf Normalverteilung, Heteroskedastizität und Autokorrelation stehen jeweils geeignete Testverfahren zur Verfügung.

Mit dem Jarque/Bera-Test¹⁰⁸¹ lässt sich prüfen, inwieweit die Verteilung der Residuen der Schätzregression denjenigen der Normalverteilung entspricht. Die Schätzer für die Koeffizienten der Regressionsgleichung bleiben allerdings selbst bei fehlender Normalverteilung effizient und unverzerrt. Angesichts des Stichprobenumfangs von 230 Handelstagen in der Regressionsperiode liefert der t-Test für diese Koeffizienten asymptotisch richtige Ergebnisse. Für die später folgende Signifikanzprüfung der ermittelten durchschnittlichen Kursreaktion anhand des parametrischen t-Tests ist eine hohe Ablehnungsquote durch den Jarque/Bera-Test allerdings problematisch.¹⁰⁸² Ist die Annahme der Normalverteilung erfüllt, ist die Teststatistik des parametrischen t-Tests bereits für Fallgruppen ab 20 Ereignissen annähernd normalverteilt. Sie lautet:¹⁰⁸³

$$T_{JB} = L \left[\frac{S^2}{6} + \frac{(K-3)^2}{24} \right] \text{ mit}$$

T_{JB} : Teststatistik des Jarque/Bera-Tests

L : Anzahl der Handelstage der Regressionsperiode

S : Schiefe der Verteilung

K : Kurtosis der Verteilung

Bei fehlender Normalverteilung der Werte der Grundgesamt kann dennoch aufgrund des zentralen Grenzwertsatzes von einer approximativen Normalverteilung ausgegangen werden, dies aber nur für größere Fallgruppen.¹⁰⁸⁴ In der Fachliteratur

¹⁰⁸¹ Vgl. Jarque, C.M / Bera, A.K. (1987): S.164 ff.

¹⁰⁸² Vgl. Heiden, S. (2002): S. 169.

¹⁰⁸³ Vgl. Baltagi, B.H. (2008): S. 98.

¹⁰⁸⁴ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 200.

werden hier mindestens 30 Fälle¹⁰⁸⁵ oder, weniger spezifisch, eine Zahl unterhalb von 50 Fällen¹⁰⁸⁶ für erforderlich erachtet. In der Auflistung der Ergebnisse der Signifikanzprüfung wird auf eine Angabe des t-Test-Wertes für Fallgruppen von weniger als 20 Ereignissen grundsätzlich verzichtet. Sofern ein t-Test-Wert angegeben ist, muss dessen Aussagekraft im Lichte der Ablehnungsquote des Jarque/Bera-Tests beurteilt werden.

Eine weitere Voraussetzung für die Anwendbarkeit des Marktmodells ist die Unabhängigkeit der Residuen der Schätzregression von den Ausprägungen der erklärenden Variable. Ist sie verletzt, liegt Heteroskedastizität vor, was mit Hilfe des Rangkorrelationskoeffizienten von Spearman überprüft werden kann. Die zugehörige Teststatistik lautet:¹⁰⁸⁷

$$T_{SP} = \frac{r_{SP} \sqrt{L-2}}{\sqrt{1-r_{SP}^2}} \quad \text{mit}$$

T_{SP} : Teststatistik des Rangkorrelationstests

r_{SP} : Rangkorrelationskoeffizient

L : Anzahl der Handelstage in der Regressionsperiode

Angesichts der großen Zahl an Freiheitsgraden, die sich aus der Zahl der Handelstage in der Schätzregression ergibt, ist der Rangkorrelationskoeffizient bei Homoskedastizität näherungsweise normalverteilt.¹⁰⁸⁸ Damit können die t-Quantile der Normalverteilung zur Entscheidung über die Annahme der Nullhypothese herangezogen werden. Aber auch diejenigen Fälle, für die die Nullhypothese abgelehnt werden muss, können weiter zur Berechnung von abnormalen Renditen verwendet werden, denn die Regressionskoeffizienten $\hat{\beta}_i$ sind zwar nicht mehr effizient, aber weiterhin unverzerrt. Liegt Heteroskedastizität vor, wird die Varianz von $\hat{\beta}_i$ falsch geschätzt, allerdings vor allem bei großen Werten für $\hat{\alpha}_i$, die in den Schätzregressionen zu Normalrenditen allerdings selten vorkommen.¹⁰⁸⁹

Eine gängige Methode zur Prüfung auf Autokorrelation der Residuen ist der Durbin/Watson-Test, der auf den Differenzen aufeinanderfolgender Beobachtungswerte aufbaut.¹⁰⁹⁰ Seine Teststatistik nimmt den Wert 2 an, wenn die Residuen unkorreliert sind. Sie lautet:¹⁰⁹¹

¹⁰⁸⁵ Vgl. Schira, J. (2003): S. 413.

¹⁰⁸⁶ Vgl. Wewel., M.C. (2006): S. 223f.

¹⁰⁸⁷ Vgl. Gujarati, D.N. (2003): S. 406f.

¹⁰⁸⁸ Vgl. Rau, M. (2004): S. 144f.

¹⁰⁸⁹ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 170.

¹⁰⁹⁰ Vgl. Rau, M. (2004): S. 146f.

¹⁰⁹¹ Vgl. Eckey, H.-F. / Kosfeld, R. / Dreger, C. (2001): S. 110ff.

$$T_{DW} = \frac{\sum_{t=-239}^{-11} (\varepsilon_t - \varepsilon_{t-1})^2}{\sum_{t=-240}^{-11} \varepsilon_t^2} \quad \text{mit}$$

T_{DW} : Teststatistik für den Durbin/Watson-Test

ε_t : Residuum (Störterm) des Handelstages t

Zur Entscheidung über Annahme und Ablehnung der Nullhypothese keiner Autokorrelation sind jeweils kritische Werte definiert, aus denen sich Restintervalle ergeben, für die keine Aussage möglich ist. Aus der ursprünglich einseitigen Auslegung des Tests wird hier eine zweiseitige Variante mit Signifikanzniveaus von 2% und 10% extrapoliert.¹⁰⁹² Abermals bleiben die Regressionskoeffizienten bei der Verletzung auch dieser Voraussetzung unverzerrt. Positive Testergebnisse bedingen zwar eine Überschätzung der Signifikanz von $\hat{\beta}_i$, negative Testwerte aber eine Unterschätzung.¹⁰⁹³ Die Verteilung der abgelehnten Fälle zwischen beiden Seiten des Intervalls wird im Weiteren jeweils angegeben.

Signifikanztestverfahren für abnormale Renditen

Zur Prüfung der Signifikanz werden in Ereignisstudien meist ein parametrisches und ein nicht-parametrisches Testverfahren kombiniert.¹⁰⁹⁴ Als parametrischer Test bietet sich der einfache t-Test¹⁰⁹⁵ an, mit dem die Nullhypothese von ihrem Erwartungswert entsprechenden abnormalen Renditen überprüft werden kann. Voraussetzung sind unabhängig, identisch und normalverteilte abnormalen Renditen. Die zugehörige Teststatistik lautet:

$$T_{t-Test_t} = \frac{\overline{AR}_t}{\hat{S}(\overline{AR}_t)} \quad \text{mit}$$

$$\hat{S}(\overline{AR}_t) = \sqrt{\frac{\sum_{t=-240}^{-11} (\overline{AR}_t - \overline{\overline{AR}})^2}{229}} \quad : \text{Geschätzte Standardabweichung der durch-}$$

schnittlichen abnormalen Rendite des Handelstages t

$$\overline{\overline{AR}} = \frac{1}{230} \sum_{t=-240}^{-11} \overline{AR}_t \quad : \text{Arithmetisches Mittel der durchschnittlichen abnormalen}$$

Renditen in der Regressionsperiode

¹⁰⁹² Als kritische Werte der Testergebnisse (T) ergeben sich für die Ablehnung der Nullhypothese ("Keine Autokorrelation") auf dem 10%-Niveau $T < 1,7808$ und $T > 2,2192$ (auf dem 2%-Niveau $T < 1,6860$ und $T > 2,3140$), für deren Nichtablehnung auf dem 10%-Niveau $1,7972 < T < 2,2028$ (auf dem 2%-Niveau $1,7182 < T < 2,2818$). Vgl. Heiden, S. (2002): S. 169.

¹⁰⁹³ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 170.

¹⁰⁹⁴ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 28ff.

¹⁰⁹⁵ Zum einfachen t-Test siehe Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980) und Brown, S.J. / Warner, J.B. (1985).

T_{t-Test_t} : t-Testwert für den Handelstag t

Die zeitpunktbezogene Betrachtung des t-Tests ist bei entsprechender Modifikation auch für die hier definierten Ereignisfenster verwendbar. Die angepasste Teststatistik lautet dann:¹⁰⁹⁶

$$T_{t-Test_{u,v}} = \frac{CAR_{u,v}}{\sqrt{(v-u+1)\hat{S}^2(AR_t)}} \quad \text{mit}$$

u : Erster Tag des betrachteten Intervalls

v : Letzter Tag des betrachteten Intervalls

Wie bereits im vorhergehenden Unterabschnitt dargelegt, kann die dieser t-Teststatistik zugrunde liegende t-Verteilung angesichts der großen Zahl der in die Schätzregression einbezogenen Handelstage als Normalverteilung approximiert werden.¹⁰⁹⁷ Ist die Annahme der Normalverteilung verletzt, gilt der t-Test nur noch näherungsweise. Die Aussagekraft des t-Tests ist dann desto höher, je näher die Verteilung der durchschnittlichen abnormalen Renditen der Normalverteilung kommt.¹⁰⁹⁸ Von einer ausreichenden Annäherung an die Normalverteilung kann bei 20 Fällen (ohne Verletzung der Normalverteilungsannahme) bzw. bei 30 bis 50 Fällen (bei Verletzung der Normalverteilungsannahme) ausgegangen werden.¹⁰⁹⁹ Autokorrelation scheint dagegen als Problem für den einfachen t-Test in Ereignisstudien von geringerer Bedeutung zu sein.¹¹⁰⁰ Zwar überträgt sich eine fehlende Unabhängigkeit der Überrenditen auch auf deren Mittelwert, was bei einer Kumulierung über längere Perioden in einer unterschätzten Standardabweichung resultiert. Die Arbeit von Brown/Warner (1985) führt jedoch auch ohne Berücksichtigung des Autokorrelationsproblems zu gut spezifizierten Ergebnissen, weshalb die Untersuchung auch bei Verletzung der Unabhängigkeitsannahme weitergeführt wird.¹¹⁰¹

Wegen der Zweifel an der Normalverteilung von börslichen Tagesrenditen¹¹⁰², insbesondere hinsichtlich der Schiefe¹¹⁰³, und an der Persistenz der Standardabweichung der abnormalen Renditen¹¹⁰⁴ bietet sich als Alternative zum parametrischen einfachen t-Test ein nichtparametrischer Rangplatztest an. Gegenüber gängigen Testvarianten

¹⁰⁹⁶ Vgl. Rau, M. (2004): S. 148.

¹⁰⁹⁷ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 171f.

¹⁰⁹⁸ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 35.

¹⁰⁹⁹ Siehe hierzu den vorhergehenden Unterabschnitt "Prüfung der Erfüllung der Voraussetzungen des Marktmodells".

¹¹⁰⁰ So haben Simulationsstudien gezeigt, dass lediglich extreme Verletzungen der Annahme der Autokorrelation eine Fehlspezifikation des t-Tests bedingen. Vgl. Heiden, S. (2002): S. 175.

¹¹⁰¹ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 173.

¹¹⁰² Vgl. Bott, C. (2002): S. 348f.

¹¹⁰³ Vgl. MacKinlay, A.C. (1997): S. 32.

¹¹⁰⁴ Vgl. Dittmann, I. / Ulbricht, N. (2005): S. 20.

wie dem Wilcoxon- oder dem Vorzeichentest hat sich der Rangplatztest nach Corrado in Simulationsstudien als robust gegenüber von der Normalverteilung abweichenden Verteilungssituationen erwiesen.¹¹⁰⁵ Die Teststatistik lautet hierbei:

$$T_{CO_t} = \frac{1}{N} \frac{\sum_{i=1}^N (K_{it} - 126)}{\sqrt{Var(\bar{K}_t)}} \quad \text{mit}$$

$$Var(\bar{K}_t) = \frac{1}{251} \sum_{t=-240}^{11} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N K_{it} - \frac{251+1}{2} \right)^2 \quad : \text{Varianz der durchschnittlichen}$$

Rangplätze in der Fallgruppe

T_{CO_t} : Corrado-Testwert für den Handelstag t

N : Anzahl der Ereignisse in der betrachteten Fallgruppe

K_{it} : Rangplatz der abnormalen Rendite für das Ereignis i am Handelstag t

Sie kann als annähernd normalverteilt betrachtet werden. Der Corrado-Test führt bei Überrenditen von 0,5% und 1,0% zu höheren Ablehnungsquoten als der einfache t-Test, insbesondere bei kleineren Fallgruppen mit zehn bzw. 30 Ereignissen.¹¹⁰⁶ Für den Corrado-Test werden deshalb Ergebnisse lediglich für solche Fallgruppen dargestellt, die mindestens zehn Ereignisse enthalten. Auch hier gilt aber, dass die Aussagekraft des Testverfahrens mit der Anzahl der in der Fallgruppe gebündelten Ereignisse zunimmt.

Aus der Tabelle 22 in Abschnitt 5.2.6.4 ist ersichtlich, dass nur für einen Teil der Ereigniskategorien die Mindestzahlen von 20 (einfacher parametrischer t-Test) bzw. zehn (nicht-parametrischer Corrado-Test) erreicht werden. Ergebnisse der Signifikanztests werden deshalb nur dort aufgeführt, wo diese Mindestzahlen erreicht werden. Enthält eine Fallgruppe weniger als die genannten Ereigniszahlen, kann die ermittelte abnormale Rendite allenfalls als grobe Indikation des Kurseffektes verstanden werden, die womöglich zufällig zustande gekommen ist.

5.3.1 Aktionärsrechte

Stimmrechtsbeschränkungen

Eine Neueinführung von Stimmrechtsbeschränkungen hat es im Gesamtuntersuchungszeitraum dieser Arbeit bei keinem der betrachteten Unternehmen gegeben, weshalb die zugehörige Hypothese 1.1.a nicht überprüft werden kann. Weiterhin konnte lediglich ein einziger Versuch identifiziert werden, mittels eines Umtauschangebots die Beseitigung einer stimmrechtsbeschränkten Aktiengattung herbeizuführen. Während das Angebot selbst erst durch den Beschluss einer außer-

¹¹⁰⁵ Vgl. Corrado, C.J. (1989): S. 392f.

¹¹⁰⁶ Vgl. Heiden, S. (2002): S. 175.

ordentlichen Hauptversammlung im August 2005 endgültig möglich wurde, muss hier als ausschlaggebender Ankündigungszeitpunkt die Bekanntgabe der entsprechenden Pläne durch das Management am 4. Mai 2005 gelten.

Die kumulierte abnormale Rendite beträgt am Ereignistag -3,30%, im Dreitageszeitraum um das Ereignis -1,79% und im 21-Tageszeitraum +0,05%. Eine Stützung der Hypothese 1.1.b lässt sich hieraus nicht ableiten, eine statistische Überprüfung erübrigt sich angesichts fehlender vergleichbarer Ereignisse.

Transferbeschränkungen und Supermajoritätsregeln

Wie bereits festgestellt, liegen für die Hypothesen 1.2.a und 1.2.b zum Effekt der Einführung bzw. Abschaffung von Transferbeschränkungen keine passenden Ereignisse vor, weshalb eine statistische Überprüfung hier entfallen muss. Gleiches gilt für die Hypothesen 1.3.a und 1.3.b zu speziellen Mehrheitsanforderungen für Beschlüsse der Hauptversammlung. Auch hier ist die Anwendung statistischer Methoden nicht möglich.¹¹⁰⁷

5.3.2 Leitungsorgane

Größe der Leitungsgremien

Freiwillige Vergrößerung des Aufsichtsratsgremiums

Der einzige Fall einer freiwilligen Aufsichtsratsvergrößerung im Untersuchungszeitraum betrifft die Hypo Real Estate, die eine entsprechende Absicht am 18. April 2008 bekannt gab. Die Bank befand sich zu diesem Zeitpunkt bereits in durch die Subprime-Krise ausgelösten Schwierigkeiten. Die Entscheidung für eine Erweiterung des Aufsichtsratsgremiums könnte im Zusammenhang mit der kurz zuvor abgeschlossenen ersten Sonderprüfung der Bank durch die BaFin gefallen sein. Schon angesichts dieser Umstände können die in der Folge der Ankündigung gemessenen abnormalen Renditen (-0,57% für den Ereignistag, +17,90% für den Dreitages- und +22,91% für den 21-Tageszeitraum) nicht für eine tendenzielle Stützung der Hypothese 2.1.a herhalten. Aber auch die errechneten Werte selbst lassen keine Schlüsse zu.

Freiwillige Verkleinerung des Aufsichtsratsgremiums

In vier Fällen sind im Untersuchungszeitraum Planungen zur freiwilligen Verkleinerung von Aufsichtsräten bekanntgegeben worden. Die zugehörige Hypothese unterstellt hierfür einen positiven Zusammenhang. Die Zahl der Ereignisse reicht für eine statistisch fundierte Aussage nicht aus. Im Mittel betragen die abnormalen Renditen für den Ereignistag -1,01% und für den Dreitageszeitraum um das Ereignis -2,74%.

¹¹⁰⁷ Siehe Abschnitt 5.2.6.1.

Für die Betrachtung des 21-Tageszeitraums muss ein Ereignis aus der Fallgruppe ausgeschlossen werden, für die verbliebenen drei Ereignisse ergibt sich eine mittlere kumulierte abnormale Rendite von -7,63%. Diese Ergebnisse stützen die Hypothese einer positiven Kursreaktion mithin tendenziell nicht.

Vergrößerung des Vorstandsgremiums

Von den sieben Ankündigungen zur Vergrößerung von Vorstandsgremien im Untersuchungszeitraum sind fünf auf Handelstage datierbar, für die kein weiteres Ereignis festgestellt werden kann. Im Dreitageszeitraum verbleiben vier, im 21-Tageszeitraum zwei Ereignisse. Die ermittelten Überrenditen sind widersprüchlich - während für den Ereignistag (-0,77%) eine leicht negative abnormale Rendite errechnet wird, ergeben sich für den Dreitages- (+0,55%) und den 21-Tageszeitraum (+1,74%) leicht positive Überrenditen. Abermals lässt sich eine auch nur tendenzielle Stützung der Hypothese 2.2.a nicht ableiten.

Verkleinerung des Vorstandsgremiums

Die Bekanntgabe einer Verkleinerung von Vorständen hat im Untersuchungszeitraum 17 mal stattgefunden. Nach der Bereinigung verbleiben 16 (Ereignistag), 15 (Dreitageszeitraum) bzw. elf (21-Tageszeitraum) Ereignisse in der Fallgruppe. Wie der folgenden Tabelle 23 zu entnehmen ist, muss die Nullhypothese zur Normalverteilung in den meisten Fällen abgelehnt werden, während Heteroskedastizität und Autokorrelation in der Fallgruppe kein bedeutendes Problem darstellen.

Tabelle 23: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothese 2.2.b

Tag / Zeitraum	Anzahl Ereignisse (nach Bereinigung)	Normalverteilung (Signifikanzniveau 5%)	Homoskedastizität (Signifikanzniveau 5%)	Autokorrelation (Signifikanzniveau 2%)
t ₀	16	1	15	15
t ₋₁ bis t ₊₁	15	1	14	14
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	11	1	10	10

Aufgelistet ist die Anzahl der Ereignisse, für die die Nullhypothese jeweils nicht abgelehnt werden kann.

Die Ergebnisse der Berechnung abnormaler Renditen zeigen negative Werte für alle drei Ereignisfenster, von denen aber keiner vom Corrado-Test als signifikant identifiziert wird. Lediglich der Zeitraum vom zweiten bis zum zehnten Tag nach dem Ereignis erweist sich als signifikant.

Tabelle 24: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorie 2.2.b

Tag / Zeitraum	Anzahl Ereignisse (nach Bereinigung)	Ø (ggf. kumuliert) der abn. Rendite	t-Testwert	Anteil negativer abnormaler Renditen	Rangplatztestwert
t ₋₁₀ bis t ₋₂	11	0.97%	-	45.46%	0.43
t ₋₁	15	0.56%	-	40.00%	1.46
t ₀	16	-0.85%	-	43.75%	-0.12
t ₊₁	15	0.11%	-	46.67%	0.09
t ₊₂ bis t ₊₁₀	11	-3.88%	-	63.64%	-2.35**
t ₋₁ bis t ₊₁	15	-0.26%	-	46.67%	0.71
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	11	-3.28%	-	72.73%	-1.11

** Signifikant auf dem 5%-Niveau

Angesichts der geringen Anzahl der betrachteten Ereignisse empfiehlt sich eine deutliche Vorsicht bei der Interpretation der Ergebnisse. Ein positiver Zusammenhang zwischen der Verkleinerung eines Vorstandsgremiums und der folgenden Kursreaktion ist jedenfalls nicht erkennbar. Im Gegenteil: Insgesamt scheint ein tendenziell negativer Zusammenhang zu bestehen. Dies könnte dahingehend interpretiert werden, dass Verkleinerungen von Vorständen in schwierigen unternehmerischen Situationen erfolgen. In diesem Fall könnte die Bekanntgabe einer Vorstandsverkleinerung bestehende Zweifel an der Stabilität der Entwicklung des Unternehmens verstärken.

Zusammensetzung von Leitungsgremien

Ehemalige Vorstands- als Aufsichtsratsmitglieder

Die Ereigniskategorien, die die Berufung oder Abberufung ehemaliger Vorstandsmitglieder aus Aufsichtsratsgremien des jeweils selben Unternehmens zum Inhalt haben, sind relativ am stärksten von der Bereinigung der ermittelten Falldaten betroffen. Für die Kategorie 2.3.a (Berufungen) verbleiben von ursprünglich 14 Ereignissen lediglich sechs für den Ereignistag und den Dreitageszeitraum und lediglich vier für den 21-Tageszeitraum. In der Kategorie 2.3.b (Abberufungen) werden von acht Ereignissen vier für den Ereignistag und jeweils nur eines für den Drei- und den 21-Tageszeitraum herausgefiltert.

Die berechneten Überrenditen ergeben kein einheitliches Bild. Während für Berufungen oder deren Vorschläge am Ereignistag (+0,77%) und im Dreitageszeitraum (+0,91%) schwach positive Renditen errechnet werden, weist der 21-Tageszeitraum mit -7,06% eine deutlich negative abnormale Rendite aus. Zum letztgenannten Resultat trägt mit -5,05% besonders der Zeitraum vom zehnten bis zweiten Tag vor dem Ereignis bei. Auch dieses Ergebnis muss mit Blick auf die Fallzahl vorsichtig bewertet werden, eine möglicherweise leichte Stützung der

zugrunde liegenden Hypothese 2.3.a lässt sich allenfalls aus der mittelbaren Kursreaktion ableiten.

Ein uneinheitliches Bild ergibt sich auch bei den Abberufungen mit einer leicht negativen Rendite von -1,31% am Ereignistag. Das einzige Ereignis, für das sich Überrenditen für einen überlappungsfreien Dreitages- und 21-Tageszeitraum berechnen lassen, weist in beiden Fällen negative Werte aus. Eine Stützung der Hypothese 2.3.b ergibt sich nicht.

Personelle Verflechtung zwischen Leitungsgremien

Für die verbleibenden Kategorien sind die Ereigniszahlen größer, so dass hier klarere Aussagen möglich werden könnten. Allerdings müssen auch für die hier zunächst betrachteten Fallgruppen zur personellen Verflechtung von Leitungsgremien verschiedener DAX-Unternehmen bei der Prüfung auf Normalverteilung die Nullhypothese überwiegend abgelehnt werden. Heteroskedastizität und Autokorrelation hingegen liegen überwiegend nicht vor.

Tabelle 25: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothesen 2.4.a und 2.4.b

Tag / Zeitraum	<i>Hypothese 2.4.a</i>				<i>Hypothese 2.4.b</i>			
	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Normalverteilung (Sign.-Niv. 5%)	Homoskedastizität (Sign.-Niv. 5%)	Autokorrelation (Sign.-Niv. 2%)	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Normalverteilung (Sign.-Niv. 5%)	Homoskedastizität (Sign.-Niv. 5%)	Autokorrelation (Sign.-Niv. 2%)
t ₀	27	1	26	18	29	2	29	26
t ₋₁ bis t ₊₁	24	1	23	15	25	2	25	23
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	20	1	20	12	15	0	15	13

Aufgelistet ist die Anzahl der Ereignisse, für die die Nullhypothese jeweils nicht abgelehnt werden kann.

Die für diese Untersuchung identifizierten Berufungen von Organmitgliedern von DAX-Unternehmen in die Leitungsgremien anderer DAX-Unternehmen führen zwar durchgängig zu negativen durchschnittlichen abnormalen Renditen, was von dem Corrado-Test aber nicht als signifikant identifiziert wird. Dennoch lässt sich das Ergebnis als Stützung der Hypothese 2.4.a interpretieren. Eine Verkleinerung der Fallgruppe auf diejenigen Ereignisse, bei denen die Berufungen eine Verbindung zu mindestens zwei weiteren DAX-Unternehmen mit sich bringen, führt zu keinen einheitlichen Ergebnissen.

Tabelle 26: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorien 2.4.a und 2.4.b

	<i>Berufung eines Organmitglieds aus einem anderen DAX-Unternehmen</i>					<i>Abberufung eines Organmitglieds aus einem anderen DAX-Unternehmen</i>				
Tag / Zeitraum	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Ø (ggf. kum.) d. abn. Rendite	t-Testwert	Anteil negativer abn. Rend.	Rangplatztestwert	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Ø (ggf. kum.) d. abn. Rendite	t-Testwert	Anteil negativer abn. Rend.	Rangplatztestwert
t ₋₁₀ bis t ₋₂	20	-0.66%	-	60.00%	0.16	15	0.98%	-	40.00%	0.86
t ₋₁	24	-0.02%	-	45.83%	0.40	25	0.19%	-	40.00%	0.51
t ₀	27	-0.04%	-	62.96%	-0.61	29	-0.43%	-	65.52%	-1.75*
t ₊₁	24	-0.54%	-	58.33%	-1.42	25	0.33%	-	48.00%	1.21
t ₊₂ bis t ₊₁₀	20	-0.35%	-	45.00%	-0.76	15	-1.63%	-	66.67%	-1.24
t ₋₁ bis t ₊₁	24	-0.80%	-	54.17%	-1.17	25	0.03%	-	60.00%	-0.20
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	20	-1.98%	-	60.00%	-0.88	15	-0.52%	-	46.67%	-0.30

* Signifikant auf dem 10%-Niveau

Bei der Betrachtung der Abberufungen von mit anderen DAX-Unternehmen verflochtenen Gremienmitgliedern ist die leicht negative abnormale Kursreaktion am Ereignistag auffällig, die durch den Corrado-Test als - wenn auch schwach - signifikant klassifiziert wird. Insgesamt ergibt sich dennoch ein uneinheitliches Bild, weshalb die Nullhypothese keiner abnormalen Kursreaktion überwiegend nicht abgelehnt werden kann. Auch die ausschließliche Berücksichtigung von Ereignissen, bei denen mit der Abberufung eine Minderung des Verflechtungsgrades um mindestens zwei Mandate einhergeht, vermag kein deutlicheres Bild zu erzeugen.

Die wache Übereinstimmung der Reaktion auf Berufungen mit der in der Hypothese 2.4.a formulierten Erwartung könnte auf eine Tendenz zu einem personenbezogenen Entscheidungskalkül von Investoren schließen lassen, das Vorschläge für eine (stärkere) Einbindung des betreffenden Unternehmens in ein mögliches Netzwerk aus Kontrolleuren und Managern kritisiert, zugleich aber bei Abberufungen von auch in anderen DAX-Unternehmen tätigen Organmitgliedern andere Kriterien fokussiert. Dies könnten Überlegungen zur Besetzung der womöglich entstandenen Vakanzen sein. Auch wird das Ausscheiden eines Gremienmitglieds etwa wegen des Erreichens einer Altersgrenze möglicherweise häufiger antizipiert, so dass die Bekanntgabe dann einen potenziell geringeren Neuigkeitswert hat.

Unternehmensbeteiligung von Organmitgliedern

Die Frage, inwieweit eine Änderung des Anteilsbestands von Organmitgliedern an dem von ihnen gesteuerten Unternehmen eine Indikatorwirkung für andere Anleger

hat, wird für Vorstände und Aufsichtsräte getrennt analysiert. Es ist davon auszugehen, dass Vorstände besser über die Vorgänge im Unternehmen und damit über dessen Zukunftsaussichten informiert sind.

Die Prüfung, inwieweit die Annahmen des Marktmodells für die die Handelsaktivitäten der Vorstandsmitglieder betreffenden Ereignisse, genauer deren Schätzregressionen, erfüllt sind, ergibt das bereits bekannte Bild: Während die Nullhypothese keiner Normalverteilung nur in wenigen Fällen nicht abgelehnt werden kann, ist dies in der großen Mehrheit der Fälle für Heteroskedastizität und Autokorrelation durchaus möglich.

Tabelle 27: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothesen 2.5.a und 2.5.b

Tag / Zeitraum	Hypothese 2.5.a				Hypothese 2.5.b			
	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Normalverteilung (Sign.-Niv. 5%)	Homoskedastizität (Sign.-Niv. 5%)	Autokorrelation (Sign.-Niv. 2%)	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Normalverteilung (Sign.-Niv. 5%)	Homoskedastizität (Sign.-Niv. 5%)	Autokorrelation (Sign.-Niv. 2%)
t ₀	227	22	219	202	85	1	83	79
t ₋₁ bis t ₊₁	175	20	168	152	68	1	67	63
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	94	9	92	83	36	1	36	33

Aufgelistet ist die Anzahl der Ereignisse, für die die Nullhypothese jeweils nicht abgelehnt werden kann.

Die in den zugehörigen Hypothesen 2.5.a und 2.5.b formulierten Überlegungen lassen sich mittels der berechneten durchschnittlichen abnormalen Renditen allerdings nur sehr begrenzt verifizieren. Anders als erwartet, ist im Fall von Aktienkäufen durch Vorstände für den Ereignistag und den vorhergehenden Tag eine signifikant negative abnormale Kursentwicklung zu verzeichnen. In der Folge weist auch der Dreitageszeitraum um den Ereignistag eine signifikant negative Rendite auf. Die schwach positive Entwicklung vom zweiten bis zum zehnten Tag nach der Bekanntgabe ist hingegen insignifikant. Die positive Indikatorfunktion lässt sich nicht generell bestätigen, mithin auch nicht die Hypothese 2.5.a.

Dies ändert sich auch nicht wesentlich, wenn die Fallgruppen nach dem von Organmitgliedern gehandelten Volumen in eine Hälfte mit Transaktionen, die größer als oder so groß wie die Mediantransaktion ausfallen, und eine Hälfte mit kleineren Transaktionen geteilt werden. Für die Hälfte der großvolumigen Anteilskäufe ergeben sich stark - auf dem 1%-Niveau - signifikante, der Höhe nach aber schwach negative abnormale Renditen für den Dreitageszeitraum (-0,72%). Werden die niedrigvolumigen Transaktionen betrachtet, ergeben sich auf dem 10%-Niveau signifikante schwache negative Überrenditen von -0,25% für den Ereignistag. Bei den Anteilsverkäufen zeigt lediglich das niedrigvolumige Transaktionsportfolio eine auf dem 5%-Niveau signifikante negative abnormale Rendite von -0,48% am Tag nach der

Bekanntgabe. Die übrigen Ergebnisse zeigen eine insignifikante negative durchschnittliche abnormale Rendite allenfalls für den Ereignistag und den Dreitageszeitraum.

Tabelle 28: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorien 2.5.a und 2.5.b

Tag / Zeitraum	Aktienkauf durch Vorstandsmitglieder					Aktienverkauf durch Vorstandsmitglieder				
	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Ø (ggf. kum.) d. abn. Rendite	t-Testwert	Anteil negativer abn. Rend.	Rangplatztestwert	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Ø (ggf. kum.) d. abn. Rendite	t-Testwert	Anteil negativer abn. Rend.	Rangplatztestwert
t ₋₁₀ bis t ₂	94	-0.20%	-0.46	56.38%	-0.72	36	0.51%	0.66	38.89%	0.60
t ₋₁	175	-0.30%	-2.76***	57.14%	-2.05**	68	0.00%	-0.01	54.41%	0.31
t ₀	227	-0.22%	-2.37**	50.66%	-0.18	85	0.02%	0.13	47.06%	1.00
t ₊₁	175	-0.14%	-1.25	57.14%	-1.71*	68	-0.25%	-1.50	66.18%	-1.96**
t ₊₂ bis t ₊₁₀	94	0.51%	1.16	46.81%	0.99	36	0.76%	0.97	47.22%	0.50
t ₋₁ bis t ₊₁	175	-0.38%	-2.02**	52.57%	-1.67*	68	-0.23%	-0.78	50.00%	-0.56
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	94	-0.19%	-0.29	55.32%	-0.48	36	0.89%	0.74	50.00%	0.26

* Signifikant auf dem 10%-Niveau; ** signifikant auf dem 5%-Niveau; *** signifikant auf dem 1%-Niveau

Wird bekannt, dass Vorstandsmitglieder sich von Anteilen getrennt haben, reagieren die Investoren zumindest bei Betrachtung des Dreitageszeitraums leicht negativ. Die durchschnittliche abnormale Rendite des auf den Ereignistag folgenden Handelstages wird vom Corrado-Test sogar als signifikant klassifiziert. Wird das Ereignisportfolio abermals dem Volumen nach in zwei Hälften geteilt, ergeben sich für die großvolumigen Fälle geringe, der Richtung nach uneindeutige und insignifikante Überrenditen. Widersprüchliche Resultate werden für die niedrigvolumigen Transaktionen berechnet. Die leicht positive durchschnittliche Überrendite (+0,14%), die am Ereignistag gemessen wird, ist gemäß Rangplatztest auf dem 10%-Niveau signifikant. Sowohl der Corrado- als auch der t-Test identifizieren die im Gegensatz dazu leicht negative abnormale Rendite von -0,48% an dem auf den Ereignistag folgenden Handelstag als auf dem 5%-Niveau signifikant. Das niedrige Signifikanzniveau und der geringe Betrag der Überrendite des Ereignistages legen nahe, das Ergebnis des auf den Ereignistag folgenden Tages in der Bewertung höher zu gewichten. Somit lässt sich auf eine leichte Stützung der Hypothese 2.5.b schließen.

Auch für die Handelsaktivitäten von Aufsichtsräten ergibt die Prüfung auf Normalverteilung, Heteroskedastizität und Autokorrelation das bekannte Bild: Die Nullhypothese kann für Normalverteilung nur für wenige Ereignisse nicht abgelehnt

werden, hinsichtlich Homoskedastizität und Autokorrelation ist dies für die Mehrheit aber möglich.

Tabelle 29: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothesen 2.6.a und 2.6.b

Tag / Zeitraum	<i>Hypothese 2.6.a</i>				<i>Hypothese 2.6.b</i>			
	Anzahl Ereignis- se (nach Berein.)	Normal- verteilung (Sign.- Niv. 5%)	Homoske- dastizität (Sign.- Niv. 5%)	Autokor- relation (Sign.- Niv. 2%)	Anzahl Ereignis- se (nach Berein.)	Normal- verteilung (Sign.- Niv. 5%)	Homoske- dastizität (Sign.- Niv. 5%)	Autokor- relation (Sign.- Niv. 2%)
t ₀	81	3	80	71	143	2	137	116
t ₋₁ bis t ₊₁	61	2	60	53	119	2	118	98
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	36	1	36	33	80	2	79	73

Aufgelistet ist die Anzahl der Ereignisse, für die die Nullhypothese jeweils nicht abgelehnt werden kann.

Aus den für die Aktienkäufe von Aufsichtsratsmitgliedern errechneten Überrenditen ergibt sich ein diffuses Bild. Außer für den Ereignistag und den darauffolgenden Tag werden negative kumulierte abnormale Renditen berechnet, der t-Test klassifiziert die -0,40% des Tages vor der Bekanntgabe gar als auf dem 5%-Niveau signifikant. Eine Differenzierung nach der Höhe des erworbenen Volumens bringt keine neuen Erkenntnisse: Negative abnormale Renditen ergeben sich für alle drei Ereignisfenster der Fallgruppe der großvolumigen Anteilskäufe, aber erneut ist nur diejenige vor dem Ereignistag signifikant, dies dann aber auf dem 1%-Niveau. Die für niedrigvolumige Käufe errechneten Überrenditen fallen betragsmäßig mit deutlich unter 1% sehr niedrig aus und sind durchweg insignifikant. Hypothese 2.6.a. wird durch diese Ergebnisse nicht gestützt.

Auch die Ergebnisse für die Ereigniskategorie 2.6.b weisen nicht den in der Fachliteratur postulierten Wirkungszusammenhang nach. Lediglich die im Zeitraum zwischen dem zweiten und dem zehnten Tag nach der Bekanntgabe gemessene abnormale Rendite weist das vermutete negative Vorzeichen auf, allerdings für einen insignifikanten Wert von nur -0,66%. Für den Dreitageszeitraum um die Publikation wird gar ein schwach signifikanter positiver Kurseffekt berechnet. Die Aufteilung in jeweils eine Hälfte mit hoch- und niedrigvolumigen Transaktionen zeigt, dass sich die beschriebenen Ergebnisse vor allem aus der Gruppe der großen Transaktionen herleiten. Für die niedrigvolumigen Transaktionen ist das Bild vollständig inkonsistent.

Tabelle 30: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorien 2.6.a und 2.6.b

Tag / Zeitraum	Aktienkauf durch Aufsichtsratsmitglieder					Aktienverkauf durch Aufsichtsratsmitglieder				
	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Ø (ggf. d. abn. Rendite)	t-Testwert	Anteil negativer abn. Rend.	Rangplatztestwert	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Ø (ggf. d. abn. Rendite)	t-Testwert	Anteil negativer abn. Rend.	Rangplatztestwert
t ₋₁₀ bis t ₂	36	-0.71%	-1.07	52.78%	-1.13	80	1.67%	3.68***	28.75%	3.62***
t ₋₁	61	-0.40%	-2.03**	57.38%	-1.24	119	0.29%	2.40**	42.86%	1.97**
t ₀	81	0.02%	0.14	55.56%	-0.29	143	0.03%	0.23	52.45%	0.40
t ₊₁	61	0.10%	0.51	49.18%	0.57	119	0.06%	0.46	51.26%	0.54
t ₊₂ bis t ₊₁₀	36	-0.87%	-1.31	61.11%	-1.63	80	-0.66%	-1.46	57.50%	-1.56
t ₋₁ bis t ₊₁	61	-0.14%	-0.42	50.82%	-0.19	119	0.37%	1.78*	44.54%	1.70*
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	36	-1.10%	-1.10	69.44%	-1.39	80	1.09%	1.57	38.75%	1.32

* Signifikant auf dem 10%-Niveau; ** signifikant auf dem 5%-Niveau; *** signifikant auf dem 1%-Niveau

Bei der Interpretation der Ergebnisse muss noch einmal betont werden, dass hier die Zeitpunkte der Bekanntgabe betrachtet werden und nicht etwa die Tage, an denen die Transaktionen vollzogen wurden. Im Durchschnitt aller Transaktionen liegen 6,35 Tage zwischen dem Vollzug und der Veröffentlichung. Die wiederholt sichtbaren, den Hypothesen gegenläufigen abnormalen Renditen im Vorfeld der Veröffentlichung können deshalb nur begrenzt als Impuls verstanden werden, der Organmitglieder zum Handeln bewegt. Lediglich die hoch signifikante Überrendite, die für den Zehntageszeitraum vor der Bekanntgabe von Anteilsverkäufen von Aufsichtsratsmitgliedern errechnet wird, könnte darauf hindeuten, dass Aufsichtsräte Verkaufsorders im Wissen um relativ hohe Kursstände auslösen. Dass hierbei Insiderwissen mit einer potenziellen Indikatorwirkung vorliegt muss angesichts deren begrenzten Einblicks in die laufende Geschäftstätigkeit bezweifelt werden.

Die hier ermittelten Ergebnisse decken sich insofern mit denen der von Rau (2004) durchgeführten Untersuchung, als dort die abnormalen Renditen für Transaktionen von Organmitgliedern des Viertels der Unternehmen mit den höchsten Marktkapitalisierungen insignifikant und der Richtung nach inkonsistent sind. Eine Ausnahme bilden Anteilskäufe, sofern der Zehntageszeitraum vor der Bekanntgabe betrachtet wird, da hier eine hoch signifikante negative abnormale Rendite von -1,9% ermittelt wird.¹¹⁰⁸ Die Studie bezieht grundsätzlich sämtliche an die BaFin gemeldeten Transaktionen ein¹¹⁰⁹, weshalb die DAX-Unternehmen bezogen auf ihre Marktkapitali-

¹¹⁰⁸ Vgl. Rau, M. (2004): S. 193ff.

¹¹⁰⁹ Vgl. Rau, M. (2004): S. 124ff.

sierung vollständig oberhalb des dritten Quartils anzusiedeln sind. Eine Differenzierung nach der Rolle des Handelnden wird lediglich für das Gesamtportfolio vollzogen. Ein Vergleich mit den hier ermittelten Ergebnissen zu Vorständen und Aufsichtsräten ist deshalb nicht möglich.

5.3.3 Blockholdings

Von Blockholdings wird gesprochen, wenn Aktionäre bedeutende Anteile an einem Unternehmen halten. Eine Möglichkeit, Änderungen im Bestand von Paketaktinären zu dokumentieren, sind die Meldungen nach § 15a WpHG. Erneut ergibt die Prüfung der Annahmen des Marktmodells, dass für die in dieser Untersuchung verwendeten Ereignisse in den allermeisten Fällen nicht auf normalverteilte Residuen geschlossen werden kann, die Nullhypothesen keiner Homoskedastizität und Unabhängigkeit dagegen überwiegend nicht abgelehnt werden können.

Tabelle 31: Prüfung der Annahmen des Marktmodells für die Hypothesen 3.1.a und 3.1.b

Tag / Zeitraum	Hypothese 3.1.a				Hypothese 3.1.b			
	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Normalverteilung (Sign.-Niv. 5%)	Homoskedastizität (Sign.-Niv. 5%)	Autokorrelation (Sign.-Niv. 2%)	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Normalverteilung (Sign.-Niv. 5%)	Homoskedastizität (Sign.-Niv. 5%)	Autokorrelation (Sign.-Niv. 2%)
t ₀	46	2	41	38	27	0	24	21
t ₋₁ bis t ₊₁	40	2	37	34	21	0	20	18
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	20	0	18	17	12	0	11	10

Aufgelistet ist die Anzahl der Ereignisse, für die die Nullhypothese jeweils nicht abgelehnt werden kann.

Die Bekanntgabe der Überschreitung meldepflichtiger Beteiligungsschwellen erzeugt im Durchschnitt positive Überrenditen für die nach dem Ereignistag liegenden Zeiträume, für den Ereignistag und die davorliegenden Zeiträume ergibt sich ein uneinheitliches Bild. Keine der berechneten durchschnittlichen abnormalen Renditen ist signifikant. Für die sechs Fälle, in denen die 10%- oder gar eine höhere Schwelle überschritten wird, gilt dies grob in gleicher Weise. Wird die Analyse auf Aktionäre beschränkt, die nicht als Finanzunternehmen anzusehen sind, zeigt sich eine leicht positive und gemäß Rangplatztest schwach signifikante abnormale Kursentwicklung für den Tag nach der Bekanntgabe in Höhe von +1,24%. Die Ergebnisse für Finanzunternehmen sind dagegen uneindeutig.

Tabelle 32: Berechnung der abnormalen Renditen für die Ereigniskategorien 3.1.a und 3.1.b

Tag / Zeitraum	Schwellenüberschreitung					Schwellenunterschreitung				
	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Ø (ggf. kum.) d. abn. Rendite	t-Testwert	Anteil negativer abn. Rend.	Rangplatztestwert	Anzahl Ereignisse (nach Berein.)	Ø (ggf. kum.) d. abn. Rendite	t-Testwert	Anteil negativer abn. Rend.	Rangplatztestwert
t ₋₁₀ bis t ₂	20	-0.23%	-	55.00%	0.37	12	1.94%	-	33.33%	1.51
t ₋₁	40	0.03%	0.11	57.50%	-0.43	21	-0.17%	-	71.43%	-1.10
t ₀	46	-0.06%	-0.24	52.17%	0.09	27	-0.39%	-	74.07%	-1.94*
t ₊₁	40	0.41%	1.59	50.00%	0.75	21	-0.22%	-	61.91%	-1.58
t ₊₂ bis t ₊₁₀	20	0.73%	-	40.00%	0.62	12	-0.18%	-	50.00%	0.31
t ₋₁ bis t ₊₁	40	0.52%	1.14	45.00%	0.51	21	-0.56%	-	71.43%	-2.23**
t ₋₁₀ bis t ₊₁₀	20	1.07%	-	35.00%	0.98	12	1.07%	-	41.67%	0.44

* Signifikant auf dem 10%-Niveau; ** signifikant auf dem 5%-Niveau

Schwellenunterschreitungen lösen am Ereignistag und im Dreitageszeitraum um das Ereignis einen Kursrückgang aus, der von dem hier verwendeten Corrado-Rangplatztest als - für den Ereignistag lediglich schwach - signifikant erkannt wird. Daraus lässt sich eine Stützung der Hypothese einer von Überlegungen zur potenziell nachlassenden Kontrolle des Managements getriebenen Verkaufsaktivität der übrigen Investoren ableiten. Allerdings setzt die Schwellenunterschreitung selbst eine Veräußerung von Anteilen voraus, die - sofern nicht gerade eine geringe verkaufte Stückzahl von Aktien den Bestand des Melders von einem Niveau knapp über der Schwelle auf eines knapp darunter senkt - einen bedeutenden Teil des am betreffenden Börsentag gehandelten Volumens ausmachen kann. Ist dies der Fall, könnte ein Teil des registrierten Kursrückgangs auch auf dieses gegebenenfalls relativ große Angebot zurückgeführt werden. Diese Endogenitätsvermutung muss natürlich auch für die Resultate zu den Schwellenüberschreitungen gelten.

In lediglich zwei Fällen sind Unterschreitungen der 10%- oder einer höheren Schwelle gemeldet worden. Eine klare Tendenz lässt sich in den für sie errechneten abnormalen Renditen nicht erkennen. Wird die Fallgruppe auf die bis zu 23 Meldungen von als Finanzunternehmen zu bezeichnenden Aktionären beschränkt, bestätigt sich das Ergebnis aus der Analyse der gesamten Gruppe: Die abnormale Kursreaktion am Ereignistag -0,51% und ist laut Rangplatztest signifikant auf dem 5%-Niveau. Die Fallzahlen für Nichtfinanzunternehmen sind mit maximal vier gering, die hier ermittelten kumulierten abnormalen Renditen im Dreitageszeitraum um den Ereignistag jeweils im Durchschnitt insignifikant negativ.

Eine Bestätigung der Hypothese 3.1.a ist auf Basis der ermittelten Ergebnisse nicht möglich. Die Vermutung einer Endogenitätswirkung von Schwellenüber- oder -unterschreitungen begrenzt die Aussagekraft der Resultate, selbst dort, wo sie als signifikant klassifiziert werden. Der in den Hypothesen unterstellte Wirkungszusammenhang lässt sich für Schwellenunterschreitungen mithin tendenziell, für -unterschreitungen mit den hier dargestellten Erkenntnissen dagegen nicht belegen.

5.3.4 Übersicht über die empirischen Ergebnisse

In der folgenden Tabelle 33 sind die Resultate der empirischen Untersuchung des Kapitels 5 noch einmal übersichtsartig zusammengestellt. Eine Diskussion der Ergebnisse findet an dieser Stelle hingegen nicht statt. Die Interpretation von Teilergebnissen ist, sofern angezeigt, bereits in den vorhergehenden Unterabschnitten erfolgt. Die zusammenfassende Bewertung und Diskussion folgt im nachfolgenden Kapitel 6.

Tabelle 33: Übersicht über die empirischen Ergebnisse

Nr.	Inhalt	Resultat
Aktionärsrechte		
1.1.a	Die Neuausgabe stimmrechtsbeschränkter Aktiengattungen erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	x
1.1.b	Ein Umtauschangebot mit dem Ziel der Abschaffung stimmrechtsbeschränkter Aktiengattungen erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	0
1.2.a	Die Neuinstallation von Transferbeschränkungen für Aktien erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	x
1.2.b	Der Wegfall von Transferbeschränkungen für Aktien erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	x
1.3.a	Ein Vorschlag des Managements zur Einführung von governance-bezogenen Supermajoritätsregeln erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	x
1.3.b	Ein Vorschlag des Managements zur Abschaffung von governance-bezogenen Supermajoritätsregeln erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	x
Leitungsgremien		
2.1.a	Eine freiwillige Vergrößerung des Aufsichtsratsgremiums erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	0
2.1.b	Eine freiwillige Verkleinerung des Aufsichtsratsgremiums erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	-
2.2.a	Eine Vergrößerung des Vorstandsgremiums erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	0
2.2.b	Eine Verkleinerung des Vorstandsgremiums erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	-

Nr.	Inhalt	Resultat
2.3.a	Die Berufung eines ehemaligen Vorstandsmitglieds als Aufsichtsratsmitglied erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	+
2.3.b	Die Abberufung eines ehemaligen Vorstandsmitglieds als Aufsichtsratsmitglied erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	0
2.4.a	Die Berufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen DAX-Unternehmens ist, erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	+
2.4.b	Die Abberufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen DAX-Unternehmens ist, erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	0
2.5.a	Der Kauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Vorstandsmitglieder erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	--
2.5.b	Der Verkauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Vorstandsmitglieder erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	+
2.6.a	Der Kauf von Aktien und -derivaten des eigenen Unternehmens durch Aufsichtsratsmitglieder erzeugt eine <i>positive</i> abnormale Kursreaktion.	0
2.6.b	Der Verkauf von Aktien und -derivaten des eigenen Unternehmens durch Aufsichtsratsmitglieder erzeugt eine <i>negative</i> abnormale Kursreaktion.	0
Blockbesitz / Paketaktionäre		
3.1.a	Die Überschreitung einer publikationspflichtigen Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion.	0
3.1.b	Die Unterschreitung einer publikationspflichtigen Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion.	+

Legende:

- ++ Überwiegend signifikante Ergebnisse, die die Hypothese stützen
- + In- oder lediglich leicht signifikante Ergebnisse, die die Hypothese tendenziell stützen
- 0 Kein eindeutiges Ergebnis
- In- oder lediglich leicht signifikante Ergebnisse, die der Hypothese tendenziell widersprechen
- Überwiegend signifikante Ergebnisse, die der Hypothese widersprechen
- x Keine Ereignisse feststellbar

6 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die Frage nach der Bedeutung "guter" Corporate Governance für Unternehmen und deren Eigentümer beschäftigt die Wissenschaft, den Gesetzgeber, die Medien und nicht zuletzt die Wirtschaftswelt seit vielen Jahren. "Gute" Corporate Governance bezeichnet dabei Strukturen, die geeignet sind, einer potenziellen Übervorteilung der Anteilseigner durch die Unternehmensleitung entgegenzuwirken - die mithin also das der für börsennotierte Firmen typischen Trennung von Eigentum und Kontrolle innewohnende Prinzipal-Agent-Problem zu lösen oder wenigstens zu mindern helfen. Wiewohl es bereits Untersuchungen zur Wahrnehmung einzelner Corporate-Governance-Mechanismen durch Anteilseigner deutscher Unternehmen und sogar Ansätze zu einer integrierten Messung von Corporate-Governance-Strukturen und deren Wirkung auf Performancegrößen gibt, fehlt bislang eine umfassende Analyse der Relevanz spezifischer Mechanismen für den deutschen Kapitalmarkt. Auch wurden die Kurseffekte von Variationen der Ausprägung von Corporate-Governance-Mechanismen bislang nicht untersucht. Diese Lücke sollte mit der vorliegenden Arbeit geschlossen werden.

Zu Beginn dieser Arbeit ist eine Reihe von Forschungsfragen formuliert worden, die den identifizierten Forschungsbedarf erfassen. Das Ziel, diese Fragen zu beantworten, ist - wenn auch mit Einschränkungen - erreicht worden. Die wichtigsten Ergebnisse werden im Folgenden zusammenfassend dargestellt.

- Welche unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Mechanismen sind für den deutschen Kapitalmarkt von Bedeutung?

Die in der internationalen Fachliteratur beschriebenen und hier als unternehmensspezifisch variierbar identifizierten Corporate-Governance-Mechanismen sind - teilweise mit geringen Modifikationen - auf den deutschen Kapitalmarkt übertragbar. Für einige Mechanismen, etwa die Schaffung von Mehr- oder Höchststimmrechten, hat der Gesetzgeber in den vergangenen Jahren erschwerende Regeln oder sogar Verbote erlassen. Auch scheint das Instrument der so genannten "Giftpille", mit der potenziellen Übernahmeangeboten entgegengewirkt werden soll, bei deutschen Unternehmen keine große Rolle zu spielen. Das in Deutschland nahezu alternativlose zweigliedrige System der Unternehmensleitung mit seinem Verbot sowohl der simultanen Mitgliedschaft in Vorstand und Aufsichtsrat desselben Unternehmens als auch der unmittelbaren Überkreuzverflechtung zwischen zwei Firmen lässt die in auf anglo-amerikanische Kapitalmärkte gerichteten Studien viel diskutierte Frage nach dem Verhältnis von Insidern und Outsidern im Verwaltungsrat als hierzulande irrelevant erscheinen. Wird die Fragestellung auf in den Aufsichtsrat berufene ehemalige Vorstandsmitglieder und die Größe von Vorstandsgremien erweitert, wird klar, dass dies ein Fehlschluss ist. Den Ausgangspunkt der vorliegenden Arbeit

bildet daher das weitgehend vollständige Repertoire an in der internationalen Literatur diskutierten Corporate-Governance-Mechanismen.¹¹¹⁰

- Welche Unternehmensnachrichten sind aus einer Corporate-Governance-Perspektive relevant? Welche Corporate-Governance-relevanten Entscheidungen der Unternehmensführung werden für die Investoren (umgehend) sichtbar?

Mit dieser Frage sollte geklärt werden, für welche der identifizierten relevanten Corporate-Governance-Mechanismen anstehende oder vollzogene Variationen für Anteilseigner als solche erkennbar sind. Der größere Teil der grundsätzlich als für den deutschen Kapitalmarkt relevant erkannten Mechanismen kann recht problemlos als sichtbar identifiziert werden: Für den Umtausch oder die Abschaffung stimmrechtbeschränkter Aktiengattungen muss den Anteilseignern ein entsprechendes Angebot unterbreitet werden, eine Änderung der Aufsichtsratsgröße bedarf der Zustimmung durch die Hauptversammlung und ein solches Vorhaben damit einer Vorabkennzeichnung, und auch die Berufung oder das Ausscheiden von Organmitgliedern werden regelmäßig umgehend bekanntgegeben. Die Corporate-Governance-Relevanz ist hier jeweils unmittelbar einleuchtend, die Wahrnehmbarkeit als gegeben anzusehen.

Als schwierig erweist sich dies bei Unternehmensnachrichten, die Kapitalentscheidungen zum Gegenstand haben. Die in solchen Entscheidungen - etwa der Aufnahme von Fremdkapital oder der Bestimmung eines Dividendenvorschlags - enthaltene Corporate-Governance-relevante Signalwirkung wird z.B. durch den (unbekannten) tatsächlichen Kapitalbedarf verzerrt.

Auch die Ausgestaltung der Bezahlung von Mitgliedern der Leitungsorgane hat sich als für die vorliegende Untersuchung nicht verwertbar gezeigt. Studien zum Zusammenhang zwischen vermeintlich anreizorientierter Entlohnung und Unternehmenserfolg legen eine negative Wirkung nahe.¹¹¹¹ Einer Nutzung dieser in deutlichem Widerspruch zu der Hypothese einer Angleichung der Interessen von Management und Eigentümern stehenden und deshalb überraschenden Erkenntnis zur Bewertung von Vergütungsschemata steht aber die große Intransparenz entgegen, die Vertragsvereinbarungen mit Vorstandsmitgliedern umgibt. Während die rückwirkende Bekanntgabe der tatsächlichen Zahlungen an Vorstände und Aufsichtsräte mittlerweile recht klaren gesetzlichen Vorschriften unterliegt, hat die Ex-Ante-Transparenz hinsichtlich der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung durch den weitgehenden Verzicht auf Aktienoptionsprogramme eher abgenommen. So begrüßenswert der weitgehende Wegfall von "echten" Aktienoptionsprogrammen mit ihren bilanzrechtlichen Problemen und ihrem spezifischen Missbrauchspotenzial

¹¹¹⁰ Siehe hierzu Tabelle 4 in Abschnitt 4.

¹¹¹¹ Siehe hierzu Tabelle 9 in Abschnitt 4.3.2.

ist, so undurchschaubar ist für den Anleger die Gehaltspolitik des Aufsichtsrats gegenüber den Vorständen geworden.

Den übrigen im ersten Schritt identifizierten Corporate-Governance-Mechanismen können entsprechende Nachrichtentypen zugeordnet werden, die für die Anteilseigner wahrnehmbar und in ihrem Informationsgehalt eindeutig sind. Für die genannten Kapitalentscheidungen und die Entlohnung der Organmitglieder war dies nicht möglich, weshalb für diese keine Hypothesen formuliert werden konnten und sie aus der empirischen Untersuchung herausfallen mussten.

- Wie können die als relevant identifizierten potenziellen Nachrichteneignisse kategorisiert und in Hypothesen überführt werden?

Die als relevant identifizierten Ereigniskategorien wurden den Bereichen Aktionärsrechte, Leitungsorgane und Blockbesitz zugeordnet.¹¹¹² Damit wurde das bereits für die Auswertung der Fachliteratur verwendete Schema, das sich dort als geeignet und ausreichend trennscharf erwiesen hatte, für die weitere Untersuchung beibehalten. Eine alternative Systematik, die sich an der Wirkungsweise (Angleichung der Interessen vs. kontrollierende Überwachung) orientiert, wurde aufgrund der schwierigen Zuordnung der Mechanismen verworfen.

Für die nach der Beantwortung der vorherigen Frage verbliebenen Corporate-Governance-Mechanismen wurden angepasste Hypothesen über den nach der Bekanntgabe von relevanten Nachrichten erwarteten Effekt formuliert. Jeder der zehn Ereigniskategorien sind jeweils eine These und eine Antithese zugeordnet, so dass sich 20 in der weiteren Untersuchung zu prüfende Hypothesen ergeben.¹¹¹³

- Welche Kursreaktionen löst das Bekanntwerden von als Corporate-Governance-relevant identifizierten Unternehmensnachrichten am Kapitalmarkt aus?

Ein zentrales Ziel dieser Arbeit war es, den in verschiedenen Studien ermittelten positiven Zusammenhang zwischen den Corporate-Governance-Strukturen eines Unternehmens und seiner Bewertung am Kapitalmarkt im Rahmen einer Ereignisstudie zu überprüfen. Hierfür mussten zunächst für die zuvor aufgestellten Kategorien konkrete Nachrichteneignisse aus den 34 im Untersuchungszeitraum im Dax enthaltenen Unternehmen identifiziert werden. Die insgesamt 848 gefundenen Ereignisse verteilen sich sehr ungleich über die Kategorien: Während für fünf der sechs dem Bereich Aktionärsrechte zuzurechnenden Hypothesen kein einziges Ereignis und für die sechste Kategorie lediglich eines benannt werden konnte, entfallen mehr als 75% der Ereignisse auf Geschäfte der Organmitglieder.¹¹¹⁴

¹¹¹² Siehe Tabelle 12 in Abschnitt 4.5.

¹¹¹³ Siehe Tabelle 14 in Abschnitt 5.2.1.

¹¹¹⁴ Siehe Tabelle 22 in Abschnitt 5.2.6.4.

Die in der relevanten Fachliteratur unterstellten Effekte lassen sich in dieser Untersuchung nur sehr begrenzt verifizieren. Eine starke, überwiegend signifikante Ablehnung der Nullhypothese ist für keine Ereigniskategorie feststellbar. Für sechs der aufgestellten Hypothesen ist eine statistische Überprüfung angesichts der geringen Fallzahlen nicht möglich. Für sie wurden lediglich die durchschnittlichen kumulierten abnormalen Renditen berechnet, auf eine Signifikanzprüfung wurde jeweils verzichtet. Fünf der für diese sechs Ereigniskategorien ermittelten Ergebnisse können nicht als klare Stützung der vermuteten Wirkung interpretiert werden. Eine - wenn auch schwache - Stützung der zugrunde liegenden Hypothese ergibt sich hier nur für die Kategorie 2.3.b (Berufung eines ehemaligen Vorstands in den Aufsichtsrat desselben Unternehmens erzeugt eine negative Kursreaktion).

In neun Ereigniskategorien lag eine zwar geringe, aber für den Einsatz wenigstens des Rangplatztests nach Corrado ausreichende Fallzahl vor. Für drei von ihnen ergibt sich eine tendenzielle und teilweise signifikante Stützung der formulierten Hypothesen:

- Hypothese 2.4.a: Die Berufung eines Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieds, das bereits Mitglied im Vorstands- oder Aufsichtsratsgremium eines anderen DAX-Unternehmens ist, erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion.
- Hypothese 2.5.b: Der Verkauf von Aktien des eigenen Unternehmens durch Vorstandsmitglieder erzeugt eine negative abnormale Kursreaktion.
- Hypothese 3.1.b: Die Unterschreitung einer publikationspflichtigen Meldeschwelle erzeugt eine abnormale Kursreaktion.

Es sind dabei vor allem die kurzfristigen Kursreaktionen am Ereignistag selbst oder im Dreitageszeitraum um das Ereignis herum, die für den unterstellten Wirkungszusammenhang sprechen.

Bei weiteren fünf Ereigniskategorien, für die eine zumindest teilweise Signifikanzprüfung vorgenommen wurde, erweisen sich die kumulierten Überrenditen als der Richtung nach uneinheitlich oder sehr klein, vor allem aber als nahezu vollständig insignifikant. Für die drei Kategorien zeigt sich sogar eine wenigstens tendenziell der vermuteten Richtung entgegengesetzte Kursreaktion, etwa für die Verkleinerung von Aufsichtsrats- (Hypothese 2.1.b) und Vorstandsgremien (Hypothese 2.2.b), für die allerdings nur sehr geringe Fallzahlen ermittelt werden konnten. Für die Meldungen zu Aktienkäufen durch Vorstände eines Unternehmens (Hypothese 2.5.a) - die Kategorie mit der höchsten Fallzahl in der Untersuchung - ist die unerwartete Kursreaktion sogar signifikant.

Es fällt auf, dass die von der vorliegenden Studie als tendenziell zutreffend erkannten Vermutungen überwiegend in den Aktionsradius der Leitungsgremien fallen. Investoren am deutschen Kapitalmarkt orientieren sich, sofern sie Corporate-Governance-relevante Aspekte überhaupt unmittelbar wahrnehmen, offenbar vor

allem an personenbezogenen Nachrichten. Daraus ließe sich schließen, dass das deutsche Corporate-Governance-System weiterhin als Insidersystem wahrgenommen wird, in dem wenige Akteure aus den Führungsspitzen von Unternehmen und Finanzsektor über die Entwicklung der großen börsennotierten Firmen entscheiden. Für solche Insidersysteme formuliert die Fachliteratur aber auch die Erwartung einer generell stärkeren Wahrnehmung von Corporate-Governance-relevanten Aspekten. Wo die Rechte von Minderheitsaktionären und der Markt für Unternehmenskontrolle schwach ausgeprägt sind, wird eine Substitutionsbewegung hin zu unternehmensspezifischen Corporate-Governance-Mechanismen erwartet.¹¹¹⁵ Eine überproportionale Honorierung lässt sich aber in der vorliegenden Untersuchung nicht belegen.

Die Skepsis des Verfassers hinsichtlich der Wahrnehmung Corporate-Governance-relevanter Unternehmensnachrichten kann anhand der ermittelten Ergebnisse nicht entkräftet werden. Erzeugt eine Unternehmensnachricht keine Reaktion, leistet sie vermutlich auch keinen Beitrag zur Markttransparenz.¹¹¹⁶

Die vom Forscher zu erwartende Aufrichtigkeit erfordert aber auch die Suche nach alternativen Erklärungen für die identifizierten Resultate und ein Bekenntnis zu methodischen Problemen. Das Ausbleiben von Ergebnissen, die die formulierten Hypothesen überwiegend stützen, kann zunächst schlicht durch die überschaubaren Fallzahlen in der Mehrzahl der Ereigniskategorien verursacht sein. Ein Kernproblem von Ereignisstudien ist die eindeutige Datierung der vermeintlich eine Kursreaktion auslösenden Nachrichten. Ist dies für gesetzlich vorgegebene Publikationsgegenstände, die amtlich dokumentiert werden, noch verhältnismäßig einfach, muss etwa für Personalentscheidungen eine aufwändige Recherche betrieben werden. Vielfach werden vor der Veröffentlichung stehende Unternehmensnachrichten bereits vorab gerüchteweise in den Medien oder in Fachzirkeln diskutiert. Der Verfasser hat sich bemüht, Ereignisse mit uneindeutigem Veröffentlichungszeitpunkt aus der Untersuchung zu eliminieren. Es ist aber schlicht unmöglich, alle denkbaren Ebenen, auf denen derartige Spekulationen stattfinden können, zu erfassen.

Beim Einsatz der Ereignisstudienmethodik bedarf es einer unmittelbaren Reaktion der Investoren auf unternehmensbezogene Nachrichten. Wenn diese Reaktion aber erst verzögert eintritt, wird sie von der zeitlich eng begrenzten Messung möglicherweise nicht erfasst. Die dichte Folge von Nachrichten erlaubt eine Erweiterung der Ereignisfenster hier nicht, künftige Arbeiten verfügen hier aber über einen Gestaltungsspielraum, der bestenfalls zu eindeutigeren Ergebnissen führt.

Ein weiteres Problem entsteht aus der Wahl der in der Studie zu berücksichtigenden Unternehmen. Eine Voraussetzung für die Durchführung von Ereignisstudien ist das Vorliegen von zumindest halbstrenger Kapitalmarkteffizienz. Dies ist am deutschen

¹¹¹⁵ Siehe hierzu die in Abschnitt 3.2.2.2 vorgestellten Studien.

¹¹¹⁶ Vgl. Rau, M. (2004): S. 34f.

Kapitalmarkt lediglich für das DAX30-Segment der Fall. Andererseits erzeugen Ereignisstudien häufig gerade für - bezogen auf die Marktkapitalisierung - Fallgruppen kleinerer Unternehmen signifikante Ergebnisse. Dies spricht für einen so genannten "Size Effect", der bei kleinen Unternehmen zu höheren Renditen führt, als ihr im Vergleich ohnehin schon größeres Risiko vermuten lässt. Zudem stehen große Unternehmen oft in intensivem Info-Austausch mit dem Kapitalmarkt - Meldungen aus großen Unternehmen erscheinen deshalb häufig weniger überraschend. Für kleinere Unternehmen ergeben sich aus diesem "Neglected Firm Effect" genannten Umstand oft höhere abnormale Renditen.¹¹¹⁷

Weiterhin könnte die Berücksichtigung von Corporate-Governance-Mechanismen in der Kapitalmarkt看wertung gewissen Zyklen unterliegen. Denkbar wäre etwa, dass in Phasen verbreiteter Skepsis gegenüber den Kapitalmärkten schädigenden Regelungen auf Unternehmensebene mehr Aufmerksamkeit gewidmet wird als in einer wachstumsorientierten Phase, wie sie vom Untersuchungszeitraum dieser Arbeit abgedeckt wird.

Für Teile der hier untersuchten Ereigniskategorien bietet sich unter Umständen die Durchführung umfassenderer statistischer Untersuchungen an. Viele der im Rahmen dieser Arbeit aufgestellten Hypothesen ließen sich in speziell angepassten Ereignisstudien vertiefend untersuchen. Die Überlegungen zur Entstehung von Aktienblöcken etwa könnten um eine Analyse der begleitenden Kommunikation ergänzt werden, so dass die Kursreaktion in einen Zusammenhang mit den verlautbarten Absichten des neuen Paketaktionärs gestellt werden können.

Letztlich wird es - ganz unabhängig vom Ausgang dieser oder anderer Untersuchungen - auch noch in ferner Zukunft einen Wettstreit zwischen Wirtschaftssubjekten um die Verteilung des Ertrages wirtschaftlicher Aktivitäten zwischen Kapitaleignern, den Anbietern des Produktionsfaktors Arbeit und Entscheidungsträgern, die koordinierend wirken und potenziell über private Informationen verfügen, geben. Das Prinzipal-Agent-Problem als Folge der Arbeitsteilung ist immanenter Bestandteil der menschlichen Zivilisation.

In dieser Arbeit ist an vielen Stellen auf die Möglichkeiten des Managements zur Schädigung der Anteilseigner hingewiesen worden. Damit könnte der Eindruck entstehen, dass aktienbasierte Rechtsformen von Unternehmen generell fragwürdig sind und der Autor hier grundsätzliche Kritik üben möchte. Dies ist aber keinesfalls die Intention, weshalb trotz der für Aktiengesellschaften und ihre Aufgabenteilung typischen Agency-Probleme zum Abschluss noch auf die großartigen Möglichkeiten, die die Unternehmensform der Aktiengesellschaft bietet, verwiesen werden soll:

¹¹¹⁷ Vgl. Rau, M. (2004): S. 223.

"The publicly held business corporation is an awesome social invention. Millions of individuals voluntarily entrust billions of dollars, francs, pesos, etc. of personal wealth to the care of managers on the basis of a complex set of contracting relationships which delineate the rights of the parties involved. The growth in the use of the corporate form as well as the growth in market value of established corporations suggests that at least, up to present, creditors and investors have by and large not been disappointed with the results, despite the agency costs inherent in the corporate form."¹¹¹⁸

¹¹¹⁸ Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976): S. 355.

Literaturverzeichnis

- Abowd, J.M. / Kaplan D.S. (1999): Executive Compensation - Six Questions That Need Answering. In: Journal of Economic Perspectives, Vol. 13 (1999), S. 145-168.
- Admati, A.R. / Pfleiderer, P. / Zechner, J. (1994): Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market Equilibrium. In: Journal of Political Economy, Vol. 102 (1994), No. 6. S. 1097-1130.
- Agrawal, A. / Chadha, S. (2005): Corporate Governance and Accounting Scandals. In: Journal of Law and Economics, April 2001, Vol. 44(1), S. 179-198.
- Agrawal, A. / Knoeber, C.R. (1996): Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31 (1996), No. 3, S. 377-397.
- Akyol, A.C. / Carroll, C.A. (o.J.): Removing Poison Pills - A Case of Shareholder Activism. Working Paper.
- Albach, H. (2003): Zurück zum ehrbaren Kaufmann - zur Ökonomie der Habgier. In: WZB-Mitteilungen, Heft 100, S. 37-40.
- Andreani, E. / Dummann, K. / Neuberger, D. (2009): Composition of Supervisory Boards in Germany - Inside or Outside Control of Banks? Thünen-Series of Applied Economic Theory Working Paper No. 103 (2009).
- Arcot, R.S. / Bruno, V. G. (2007): One Size does not fit, after all: Evidence from Corporate Governance. Working Paper.
- Arrow, K.J. (1985): The Economics of Agency. In: Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J (Hrsg.) (1985): Principals and Agents - the Structure of Business. Boston: Harvard Business School Press, 1985, S. 37-51.
- Arrow, K.J. (1991): The Economics of Agency. In: Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J (Hrsg.) (1991): Principals and Agents - the Structure of Business. Boston: Harvard Business School Press, 1991, S. 37-51.

- Arugaslan, O. (2006): Why Are Dual Class Shares Reunified? Working Paper.
- Assmann, H.-D. (1995): Corporate Governance. In: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 289-290.
- Auge-Dickhut, S. (2001): Der Aufsichtsrat als Intermediär - Delegation von Kontrollaufgaben bei asymmetrischer Informationsverteilung. Wiesbaden: Gabler.
- Bai, C. et al (2002): Corporate Governance and Firm Valuation in China. Working Paper.
- Ball, R. / Brown, P. (1968): The Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. In: Journal of Accounting Research, Vol. 6 (1968), S. 159-177.
- Ballwieser, W. (1976): Insiderrecht und positive Aktienkurstheorie. In: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Jg. 28 (1976), S. 231-235.
- Baltagi, B.H. (2008): Econometrics. Berlin, Heidelberg: Springer.
- Banz, R.W. (1981): The Relationship between Return and Market Value of Common Stock. In: Journal of Financial Economics, Vol. 9 (1981), S. 3-18.
- Barclay, M.J. / Holderness, C.G. (1989): Private Benefits from Control of Public Corporations. In: Journal of Financial Economics, Vol. 25 (1989), S. 371-95.
- Barnhart, S.W. / Marr, M.W. / Rosenstein, S. (1994): Firm Performance and Board Composition - Some New Evidence. In: Managerial and Decision Economics, Vol. 15, S. 329-340.
- Bassen, A. et al. (2005): Corporate Governance und Unternehmenserfolg - Empirische Befunde zur Wirkung des Deutschen Corporate-Governance-Kodex. Working Paper.
- Bassen, A. / Klein, R. S. / Zöllner, C. (2006): Ratingsysteme der Corporate Governance - Eine kritische Bestandsanalyse. In: Zeitschrift für Führung und Organisation, Vol. 75 (2006), No. 2, S. 81-87.
- Bassen, A. / Pupke, D. / Zöllner C. (2006): Corporate Governance Rating auf der Basis der DVFA-Scorecard. In: Finanz-Betrieb, September 2006, S. 551-557.
- Bates, T.W. / Becher, D.A. / Lemmon, M.L. (2007): Board Classification and Managerial Entrenchment - Evidence from the Market for Corporate Control. In: Journal of Financial Economics (forthcoming).

- Bauer, R. / Günster, N. / Otten, R. (2003): Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe - The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. Working Paper.
- Baumol, W.J. (1959): Business Behavior, Value and Growth. Princeton University. New York et al.: MacMillan Company.
- Baums, T. / Fraune, C. (1995): Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft - eine empirische Untersuchung. In: Die Aktiengesellschaft, Vol. 40 (1995), Nr. 3, S. 97-111.
- Baums, T. / Scott, K. E. (2005): Taking Shareholder Protection seriously? Corporate Governance in the United States and Germany. Stanford Law School Working Paper No. 17/2003.
- Bebchuk, L.A. / Fried, J. (2003): Executive Compensation as an Agency Problem. Centre for Economic Policy Research Discussion Paper No. 3961, July 2003.
- Bebchuk, L.A. / Fried, J. (2004): Pay without Performance - The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Cambridge et al.: Harvard University Press.
- Bebchuk, L. / Grinstein, Y. (2005): The Growth of Executive Pay. In: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 21 (2005), S. 283-303.
- Becht, M. / Boehmer, E. (2003): Voting Control in German Corporations. In: International Review of Law and Economics, Vol. 23 (2003) No. 1, S. 1-29
- Becht, M. / Bolton, P. / Röell, A.A.(2002): Corporate Governance and Control. ECGI - Finance Working Paper No. 02/2002.
- Becht, M. / Röell, A. (1999): Blockholdings in Europe - an International Comparison. In: European Economic Review, Vol. 43 (1999), S. 1049-1056.
- Beiner, S. et al. (2003a): Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? Universität Basel WWZ Department of Finance Working Paper No. 6/03.
- Beiner, S. et al.: (2003b): An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland. Universität Basel WWZ Department of Finance Working Paper No. 10/03.
- Beiner, S. et al.: (2006): An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. In: European Financial Management, Vol. 12 (2006), No. 2, S.249-284.

- Benartzi, S. / Michaely, R. / Thaler, R. (1997): Do changes in Dividends Signal the Future or the Past? In: The Journal of Finance, Vol. 52 (1997), S. 1007-1034.
- Benders, J.G. et al. (2005): Printmedienindikatoren. In: Kühl, S. / Strodtholz, P. / Taffertshofer, A. (Hrsg.) (2006): Quantitative Methoden der Organisationsforschung - ein Handbuch. S. 335-357.
- Benders, J.G. / Nijholt, J. / & Heusinkveld, S. (2007): Using Print Media Indicators in Researching Organization Concepts. In: Quality and Quantity, Vol. 41 (2007), S. 815-829.
- Berle A. / Means, G.C. (1932): The Modern Corporation and Private Property. New York et al.: Commerce Clearing House.
- Berndt, M. (2002): Global Differences in Corporate Governance Systems: Theory and Implications for Reforms. Wiesbaden: Gabler.
- Berrar, C. (2001): Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich. Baden-Baden: Nomos.
- Bertrand, M. / Mullainathan, S. (2000): Do CEOs Set Their Own Pay? - The Ones Without Principals Do. Princeton University Industrial Relations Section Working Paper No. 431.
- Berwanger, J. et al. (o.J.): Societas Europaea (SE). In: Gabler Verlag (Hrsg.) (o.J.): Gabler Wirtschaftslexikon (<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/13452/societas-europaea-se-v6.html>)
- Beyer, J. (1998): Managerherrschaft in Deutschland? Corporate Governance unter Verflechtungsbedingungen. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Beyer, J. (2002): Deutschland AG a.D. - Deutsche Bank, Allianz und das Verflechtungszentrum großer deutscher Unternehmen. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Working Paper 02/2004.
- Beyer, P.D. (2001): Minderheitsvertreter Im Aufsichtsrat - Eine Studie Zum US-Amerikanischen Und Deutschen Recht. Wiesbaden: Nomos.
- Bhagat, S. / Romano, R. (2005): Empirical Studies of Corporate Law. International Center for Finance (ICF) Working Paper No. 05-16.
- Bhagat, S. / Black, B. (1996): Do independent directors matter? Unpublished Manuscript. University of Colorado.

- Bhagat, S. / Black, B. (1999): The uncertain relationship between board composition and firm performance. In: *The Business Lawyer*, 54 (1999), S. 921-963.
- Bhagat, S. / Black, B. (2002): The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Firm Performance. In: *Journal of Corporation Law*, Vol. 27 (2002), S. 231-274.
- Bhagat, S. / Jefferis, R. H. (1991): Voting power in the proxy process: The case of antitakeover charter amendments. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 30 (1991), S. 193-225
- Bhattacharya, S. (1979): Imperfect Information, Dividend Policy, and the "Bird in the Hand" Fallecy. In: *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10 (1979): S. 259-270.
- Black, B.S. / Jang, H. / Kim, W. (2005): Does Corporate Governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper No. 86*.
- Blanchard, O. J. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (1994): What do Firms do with Cash Windfalls? In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 36 (1994), S. 337-360.
- Blum, U. et al. (2005): *Angewandte Institutionenökonomik - Theorien, Modelle, Evidenz*. 1. Auflage. Wiesbaden: Gabler.
- Boehmer, E. (1999): *Corporate Governance in Germany - Institutional Background and Empirical Results*. Humboldt Universität Berlin Working Paper 78.
- Bott, C. (2002): *Aktionärsstruktur, Kontrolle und Erfolg von Unternehmen*. Wiesbaden: DUV.
- Börsch-Supan, A. / Köke, J. (2000): *An Applied Econometrician's View of Empirical Corporate Governance Studies*. ZEW Discussion Paper No. 00-17, 2000.
- Brakmann, H. (1993): *Aktienemissionen und Kurseffekte - Deutsche bezugsrechtsemmissionen für die Jahre 1978-1988*. Wiesbaden: DUV..
- Bratton, W.W. / McCahery, J. A. (2006): Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm. In: *Corporate Governance and Globalization* (2006) No. 1, S. 307-379.
- Brickley, J.A. / Coles, J. L. / Terry, R. L. (1994): The Board of Directors and the Enactment of Poison Pills. In: *Journal of Financial Economics*, 35 (1994), S. 371-390. Amsterdam et al.: Elsevier.

- Brickley, J.A. / Lease, R.C. / Smith, C.W. (1988): Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. In: Journal of Financial Economics, Vol. 20, S. 267-291.
- Brown, L.D. / Caylor, M.L. (2004): Corporate Governance and Firm Performance. Georgia State University Working Paper.
- Brown, S.J. / Warner, J.B. (1980): Measuring Security Price Performance. In: Journal of Financial Economics, Vol. 8 (1980), S. 205-258.
- Brown, S.J. / Warner, J.B. (1985): Using Daily Stock Returns - the Case of Event Studies. In: Journal of Financial Economics, Vol. 14 (1985), S. 3-31.
- Buckland, R. (2001): UK IPO Board Structures and Post-Issue Performance. University of Aberdeen Papers in Accountancy, Finance and Management No. 01-05.
- Bundesministerium der Justiz (Hrsg.) (2002): Kodex macht deutsche Unternehmen fit für die internationalen Finanzmärkte - Klare Verhaltensstandards für Transparenz und Vertrauen in deutsche Unternehmen. Mitteilung für die Presse Nr. 9/02; 26.02.2002.
- Byrd, J. / Hickmann, K. (1992): Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. In: Journal of Financial Economics, 32 (1992), S. 195-221.
- Cadbury, A. (1992): The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. London: Gee.
- Carney, W.J. (1997): Large Bank Stockholders in Germany - Saviours or Substitutes? In: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 9 (1997), No. 4, S. 74-81.
- CEPS Center for European Policy Studies (Hrsg.) (1995): Working Paper Report No. 12.
- Chaplinsky, S. / Hansen, R. W. (1993): Partial Anticipation, the Flow of Information, and the Economic Impact of Corporate Debt Sales. In: The Review of Financial Studies, Vol. 6 (1993), No. 3, S. 709-732.
- Charkham, J.P. (1994): Keeping Good Company - A Study of Corporate Governance in 5 Countries. Oxford: Clarendon Press.
- Cheung, Y.-L. et al. (2006): Do Investors Really Value Corporate Governance? Evidence from the Hong Kong Market. Working Paper.

- Chung, K.H. / Pruitt, S.W. (1996): Executive Ownership, Corporate Value, and Executive Compensation - A Unifying Framework. In: Journal of Banking & Finance, Vol. 20 (1996), S. 1135-1159.
- Clark, R.C. (1985): Agency Costs Versus Fiduciary Duties. In: Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J (Hrsg.) (1985): Principals and Agents - the Structure of Business. Boston: Harvard Business School Press, 1985, S. 55-79.
- Clark, S. (1990): Why Dale Hanson Won't Go Away. In: Institutional Investor April 1990; S. 79-84.
- Coase, R.H. (1937): The Nature of the Firm. In: *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16 (Nov., 1937), S. 386-405.
- Coase, R.H. (1960): The Problem of Social Cost. In: *Journal of Law and Economics*. Vol. 3 (1960), S. 1-44.
- Coase, R.H. (1988): The Nature of the Firm. In: *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 4 (1988), No. 1, S. 3-17.
- Conyon, M.J. / Mallin, C. (1997): A Review of Compliance with Cadbury. *Journal of General Management*, 2 (1997), S. 24-37.
- Conyon, M.J. / Muldoon, M.R. (2004): The Small World Network Structure of Boards of Directors. Working Paper.
- Conyon, M.J. / Murphy, K.J. (2002): Stock-Based Executive Compensation. In: McCahery, J. et al. (Hrsg.) (2002): *Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity*. Oxford: Oxford University Press. S. 625-646.
- Conyon, M.J. / Peck, S.I. (1998): Board Size and Corporate Performance - Evidence from European Countries. In: *The European Journal of Finance*, Vol. 4 (1998), S. 291-304.
- Coombes, P. / Wong, S.C.-Y. (2004): Why Codes of Governance Work? McKinsey & Company pdf
- Core, J.E. / Guay, W.R. / Rusticus, T.O. (2006): Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations. In: *The Journal of Finance*, Vol. 61 (2006), No. 2, S. 655-687.
- Core, J.E. / Holthausen, R.W. / Larcker, D. (1999): Corporate Governance, CEO compensation, and firm performance. In: *Journal of Financial Economics*, 51 (1999), S. 371-406.

- Corrado, C.J. (1989): A Nonparametric Test for Abnormal Security-Price Performance in Event Studies. In: Journal of Financial Economics, Vol. 23 (1989), S. 385-395.
- Cromme, G. (2005): Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code. In: Corporate Governance - An International Review, Vol. 13 (2005), No. 3, S. 362-367
- Cuervo, A. (2002): Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control. In: Corporate Governance - An international Review, Vol. 10 (2002), No. 2, S. 84-93
- Dahya, J. / McConnell, J.J. (2005): Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation. Working Paper.
- Dahya, J. / McConnell, J.J. / Travlos, N.G. (2000): "The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover". In: The Journal of Finance, Vol. 57 (2000), No. 1, S. 461-483.
- DAI (1998): Aktienoptionspläne für Führungskräfte in Deutschland - Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts. Frankfurt/Main: DAI.
- Daines, R. (2002): The Incorporation Choices of IPO Firms. In: New York University Law Review, Vol. 75, S. 101-166.
- Dalton, D.R. / Johnson, J.L. / Ellstrand, A.E. (1999): Number of Directors and Financial Performance - A Meta-Analysis. In: Academy of Management Journal, Vol. 42, No. 6, S. 674-686.
- Danielson, M. G. / Karpoff, J. M. (1998): On the uses of Corporate Governance Provisions. In: Journal of Corporate Finance, Vol. 4 (1998), No. 4, S. 347-371.
- De Angelo, H. / Rice, E. (1983): Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth. In: Journal of Financial Economics, Vol. 11 (1983), S. 29-359.
- De Jong, A. et al. (2005): The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence and Implications from The Netherlands. In: Journal of Corporate Finance, Vol. 11 (2005), No. 3, S. 473-503.
- De la Torre, A. / Gozzi, J.C. / Schmukler, S.L. (2007): Stock Market Development under Globalization - Whither the Gains from Reforms? World Bank Policy Research Working Paper 4184.
- Deminor (Hrsg.) (2003): Trends & Ratings 2003. Broschüre.

- Demsetz, H. (1967): Towards a theory of Property Rights. In: the American Economic Review, Vol. 57 (1967), No. 2, S. 347-359.
- Demsetz, H. (1983): The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. In: Journal of Law and Economics, Vol. 26 (2), S. 375-390.
- Demsetz, H. / Lehn, K. (1985): The Structure of Corporate Ownership - Causes and Consequences. In: Journal of Political Economy, Vol. 93 (1985), No. 6, S. 1155-1176.
- Demsetz, H. / Villalonga, B. (2001): Ownership Structure and Corporate Performance. In: Journal of Corporate Finance, Vol. 7 (2005), S. 209-223.
- Denis, D.J. / Denis, D.K. / Sarin, A. (1997): Ownership Structure and Top Executive Turnover. In: Journal of Financial Economics, Vol. 45 (1997), S. 193-221.
- Denis, D.J. / Sarin, A. (1999): Ownership and Board Structures in Publicly Traded Corporations. In: Journal of Financial Economics, Vol. 52 (1999), S. 187-223.
- Deshmukh, S. (2005): The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy. In: Quarterly Journal of Business and Economics, Vol. 44 (2005): S. 107-127.
- Deutsche Börse (Hrsg.) (2010): Leitfaden zu den Indizes der Deutschen Börse, Version 6.14, Juni 2010.
- Deutscher Bundestag (Hrsg.) (2001): Bericht der Regierungskommission "Corporate Governance" - Unternehmensführung - Unternehmenskontrolle - Modernisierung des Aktienrechts. Drucksache 14/7515, 14.08.2001.
- Deutschmann, K. (2000): Vergütungshalber gewährte Aktienoptionen im deutschen und US-amerikanischen Steuerrecht. Baden-Baden: Nomos.
- Diekmann, H. (2006): Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz - Client Publication. Frankfurt: Shearman Sterling.
- Dimson, E. / Marsh, P. (1986): Event Study Methodology and the Size Effect. In: Journal of Financial Economics, Vol. 17 (1986), S. 113-142.
- Dittmann, I. / Ulbricht, N. (2005): Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications. Working Paper.
- Dodd, P. / Warner, J. B. (1983): On corporate governance. In: Journal of Financial Economics, Vol. 11 (1983), S. 401-438.
- Dolley, J.C. (1933): Characteristics and Procedure of Common-Stock Split-Ups. In: Harvard Business Review, Vol. 11 (1933), S. 316-326.

- Domke, H.M. (1987): Rendite und Risiko von Aktien kleiner Börsengesellschaften - eine empirische Untersuchung der Performance deutscher Nebenwerte in den Jahren 1971 bis 1980. Dissertation, Johann-Wolfgang-von-Goethe-Universität Frankfurt am Main.
- Dooley, P.C. (1969): The Interlocking Directorate. In: American Economic Review, Vol. 59 (1969), S. 314-323.
- Drobetz, W. / Gugler, K. / Hirschvogel, S. (2004): The Determinants of the German Corporate Governance Rating. Universität Basel WWZ Department of Finance Discussion Paper.
- Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003a): Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. European Corporate Governance Institute Finance, Working Paper No. 11 (2003).
- Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2003b): Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften. Universität Basel WWZ Department of Finance, Working Paper No. 5-03.
- Drobetz, W. / Schillhofer, A. / Zimmermann, H. (2004): Corporate Governance and Expected Stock Returns - Evidence From Germany. In: European Financial Management, Vol. 10 (2004), 2, S.267-293
- Durnev, A. / Kim, E.H. (2003): To Steal or Not to Steal - Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. Working Paper.
- Dyck, A. / Zingales, L. (2004): Private benefits of Control - an International Comparison. In: The Journal of Finance, Vol. 59 (2004), No. 2, S. 537-600.
- Easterbrook, F.H. (1984): Two Agency Cost Explanations of Dividends. In: American Economic Review, Vol. 74 (1984), S. 650-659.
- Eckey, H. F. / Kosfeld, R. / Dreger, C. (2001): Ökonometrie - Grundlagen, Methoden, Beispiele. Wiesbaden: Gabler.
- Edwards, J. / Nibler, M. (2000): Corporate Governance in Germany - the Role of Banks and Ownership Concentration. In: Economic Policy, (2000), No. 31, S. 239-267.
- Egner, T. (2004): Aktienkursorientierte Vergütungsmodelle - Grundfragen der Rechnungslegung und Besteuerung. Aachen: Shaker.
- Ehrhardt, O. / Kuklinski, J. / Nowak, E. (2006): Unifications of Dual-Class Shares in Germany - Empirical Evidence on the Effects of Related Changes in

Ownership Structure, Market Value, and Bid-Ask Spreads. Swiss Finance Institute Research Paper Series No. 06-12.

Eidenmüller, H. / Engert, A. / Hornuf, L. (2009): The Societas Europaea - Good News for European Firms. ECGI - Law Working Paper No. 127/2009.

Eilenberger, G. (2003): Betriebliche Finanzwirtschaft - Einführung in Innovation und Finanzierung, Finanzpolitik und Finanzmanagement von Unternehmungen. München/Wien: Oldenbourg.

Eisenberg, T. / Sundgren, S. / Wells, M.T. (1998): Large Board Sizes and Decreasing Firm Value in Small Firms. In: Journal of Financial Economics, Vol. 48 (1998), No. 1, S. 35-54.

Eller, R. (Hrsg.) (1998): Handbuch des Risikomanagements - Analyse, Quantifizierung und Steuerung von Marktrisiken in Banken und Sparkassen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Elsas, R. / Krahen, J.P. (2003): Universal Banks and Relationships with Firms. In: Krahen, J.P. / Schmidt, R.H. (Hrsg.) (2003): The German Financial System. Oxford: Oxford University Press, S. 197-232.

Elston, J.A. / Goldberg, L.G. (2003): Executive Compensation and Agency Costs in Germany. In: Journal of Banking and Finance, Vol. 27 (2003), No. 7, S. 1391-1410.

Fabel, O. / Kolmar, M. (2007): On Golden Parachutes as Manager Discipline Devices in Takeover Contests. Working Paper.

Faccio, M. / Lasfer, M.A. (1999): Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value - The UK Evidence. City University Business School Working Paper.

Fama, E.F. (1970): Efficient Capital Markets - A Review of Theory and Empirical Work. In: The Journal of Finance, Vol. 25 (1970), S. 383-417.

Fama, E.F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm. In: The Journal of Political Economy, Vol. 88 (1980), No. 2, S. 288-307.

Fama, E.F. et al. (1969): The Adjustment of Stock Prices to New Information. In: International Economic Review, Vol. 10 (1969), No. 1, S. 1-21.

Fama, E.F. / French, K. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns. In: The Journal of Finance, Vol. 47 (1992), No. 2, S. 427-465.

- Fama, E.F. / French, K. (1993): Common risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. In: Journal of Financial Economics, Vol. 33 (1993), S. 3-56.
- Fama, E.F. / Jensen, M.C. (1983a): Separation of Ownership and Control. In: Journal of Law and Economics, Vol. 26 (1983), S. 301-325
- Fama, E.F. / Jensen, M.C. (1983b): Agency Problems and Residual Claims. In: Journal of Law and Economics, Vol. 26 (1983), S. 327-349.
- Feess-Dörr, E. (1992): Mikroökonomie - eine Einführung in die neoklassische und klassisch-neoricardianische Preis- und Verteilungstheorie. Marburg: Metropolis.
- Ferris, S.P. / Jagannathan, M. / Pritchard, A.C. (2002): Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments. In: The Journal of Finance, Vol. 58 (2003), No. 3, S. 1087-1113.
- Fich, E.M. / Shivdasani, A. (2005): Are Busy Boards Effective Monitors? In: The Journal of Finance, Vol.61 (2006), No. 2, S. 689–724.
- Frank, R. (2005): Corporate Governance in Deutschland - erste deutsche Datenbank auf Basis einer Weiterentwicklung der DVFA-Scorecard zur Messung der Corporate Governance. In: Going Public, Jg. 2005, Nr. 12, S. 44-45.
- Franke, G. (1987): Costless Signalling in Financial Markets. In: the Journal of Finance, vol. 42 (1987), S. 809-822.
- Franks, J.R. / Mayer, C. (1990): Capital Markets and Corporate Control - A Study of France, Germany and the UK. London Business School IFA Working Paper 127/90.
- Franks, J.R. / Mayer, C. (1994): Corporate Control - A Comparison of Insider and Outsider Systems. London Business School Working Paper.
- Franks, J.R. / Mayer, C. (2001): Ownership and Control of German Corporations. In: The Review of Financial Studies, Vol. 14 (2001), No. 4, S. 943-977.
- Friedmann, E. / Johnson, S. / Mitton, T. (2003): Propping and Tunnelling. Working Paper.
- Garvey, G.T. / Hanka, G. (1997): The Management of Corporate Capital Structure - Theory and Evidence. Working Paper.
- Gebhardt, G. / Entrup, U. (1993): Kapitalmarktreaktionen auf die Ausgabe von Optionsanleihen. In: Bühler, W. / Hax, H. / Schmidt, R. (1993): Empirische

Kapitalmarktforschung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 31 (1993), S. 1-33.

Gerum, E. (1998a): Corporate Governance in Europa - Konvergenz trotz Varianz. In: Berger, R. / Steger, U. (Hrsg.) (1998): Auf dem Weg zur Europäischen Unternehmensführung: ein Lesebuch für Manager und Europäer. München: C.H. Beck, S. 87-101.

Gerum, E. (1998b): Mitbestimmung und Corporate Governance - Bestandsaufnahmen und Perspektiven der Mitbestimmung in Unternehmen und Konzernen. Gütersloh: Bertelsmann Stiftung.

Gerum, E. (2004): Corporate Governance - Internationaler Vergleich. In: Schreyögg, G. / von Werder, A. (Hrsg.) (2004): Handwörterbuch Unternehmensführung und Organisation. 4. Aufl. (2004). Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 171-178.

Gerum, E. (2007): Das deutsche Corporate-Governance-System - Eine empirische Untersuchung. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Gillan, S. / Hartzell, J.C. / Starks, L.T. (2003): Explaining Corporate Governance. University of Delaware Working Paper 2003/03.

Gillan, S.L. / Starks, L.T. (2000): Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism - the Role of Institutional Investors. In: Journal of Financial Economics, 57 (2000), S. 275-305.

Gillette, A.B. / Noe, T.H. / Rebello, M.J. (2004): Board Structures Around the World - An Experimental Investigation. Working Paper.

Goergen, M. / Renneboog, L. / Correia da Silva, L. (2003): When do German firms change their dividends? ECGI Finance Working Paper No. 13/2003.

Goergen, M. / Manjon, M. / Renneboog, L. (2004): Recent Developments in German Corporate Governance. ECGI Working Papers in Law No. 41/ 2004.

Goergen, M. / Martynova, M. / Renneboog, L. (2005): Corporate Governance Convergence - Evidence from Takeover Regulation. ECGI Working Papers in Law No. 33/2005.

Gomez, S. / Fernandez, E. (2001): Wealth Effects Associated with the Compliance with the Code of Best Practice - The Spanish Experience. Working Paper.

Gompers, P.A. / Ishii, J.L. / Metrick, A. (2003): Corporate Governance and Equity Prices. NBER Working Paper 8449.

- Grandjean, B. (1992): Unternehmenszusammenschlüsse und die Verteilung der abnormalen Renditen zwischen den Aktionären der übernehmenden und der übernommenen Gesellschaften - eine empirische Untersuchung. Frankfurt (Main): Peter Lang.
- Gravelle, H. / Rees, R. (2004): Microeconomics. Essex: Pearson.
- Grossman, S.J. / Hart, O.D. (1980): Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. In: The Bell Journal of Economics, Vol. 11, No. 1, S. 42-64.
- Grossman, S.J. / Hart, O.D. (1983): An Analysis of the Principal-Agent Problem. In: Econometrica, Vol. 51, No. 1, 7-45.
- Groß, S. (2004): Branchenspezifischer Erfolg vertikaler und horizontaler Des-/Integrationsentscheidungen - eine empirische Ereignisstudie von kapitalmarkt-bewertungen US-amerikanischer und europäischer Unternehmensvereinigungen und -veräußerungen. Berlin: Wissenschaftlicher Verlag.
- Güttler, A. (2005): Wird die Ad-hoc-Publizität korrekt umgesetzt? Eine empirische Analyse unter Einbezug von Unternehmen des Neuen Markts. Working Paper.
- Gugler, K. (Hrsg.) (2001): Corporate Governance and Economic Performance. Oxford, New York: Oxford University Press.
- Gugler, K. (2005): Der Einfluss von Corporate Governance auf die Determinanten und Effekte von Investitionen. In: Journal für Betriebswirtschaft, Jg. 55 (2005), Nr. 2, S. 113-144.
- Gugler, K. / Mueller, D.C. / Yurtoglu, B. (2003): Corporate Governance and the Return on Investment. Finance Working Paper No. 06/2003.
- Gujarati, D.N. (2003): Basic Econometrics. New York: McGraw-Hill.
- Hansmann, H. / Kraakmann, R. (2002): Toward a Single Model of Corporate Law? In: McCahery, J. et al. (Hrsg.) (2002): Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity. Oxford: Oxford University Press. S. 57-81.
- Harris, M. / Raviv, A. (1979): Optimal Incentive Contracts with Imperfect Information. In: Journal of Economic Theory, Vol. 20 (1979), S. 231-259.
- Harris, M. / Raviv, A. (1988): Corporate Governance - Voting Rights and Majority Rules. In: Journal of Financial Economics, 20 (1988), S. 203-235.

- Hart, O. (1989): An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. In: Columbia Law Review, 89 (1989), S. 1757-1774.
- Hartmann, K. (2003): Die Aufsichtsratsvergütung als Erfolgsfaktor im deutschen Corporate-Governance-System. Frankfurt: Peter Lang.
- Heiden, S. (2002): Kursreaktionen auf Dividendenankündigungen - eine Ereignisstudie am deutschen Kapitalmarkt. Wiesbaden: DUV.
- Heins, J.-C. (2006): Die Angemessenheit von Vorstandsbezügen einer Aktiengesellschaft - Grundsätze gemäß §87 Abs. 1 AktG. Studienreihe wirtschaftsrechtliche Forschungsergebnisse, Bd. 91. Hamburg: Dr. Kovac.
- Hellwig, M. (1998): On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control. Discussion Paper presented at the Conference on Corporate Governance of the Institut Catala de Finances, Sitges, Oct. 23-24 1998.
- Hermalin, B.E / Weisbach, M.S. (1991): The Effects of Board Composition and Direct Incentives in Firm Performance. In: Financial Management, 21 (1991), S. 101-112.
- Hermalin, B.E. / Weisbach, M.S. (1998): Endogenously Chosen Board of Directors and their Monitoring of the CEO. In: American Economic Review, Vol. 88 (1998), S. 96-118.
- Hermalin, B.E. / Weisbach, M.S. (2003): Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution - A Survey of the Economic Literature. In: Economic Policy Review, Vol. 9 (2003), No. 1, S. 7-26.
- Hillier, D. / Mc Colgan, P. (2006): An Analysis of Changes in Board Structure during Corporate Governance Reforms. In: European Financial Management, Vol. 12 (2006), No. 4, S. 575-607.
- Himmelberg, C.P. / Hubbard, R.G. / Palia, D. (1999): Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance. In: Journal of Financial Economics, Vol. 53 (1999), S. 353-384.
- Holderness, C.G. / Sheehan, R.S. (1985): Raiders or Saviors? The Evidence in Six Controversial Investors. In: Journal of Financial Economics, Vol.14 (4), S. 555-580.
- Holderness, C.G. / Kroszner, R.S. / Sheehan, D.P. (1999): Where the good days that good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression. In: The Journal of Finance, Vol. 54 (1999), No. 2, S. 435-469.

- Holmstrom, B. / Tirole, J. (1993): Market Liquidity and Performance Monitoring. In: Journal of Political Economy, Vol. 101 (1993), S. 678-709.
- Höpner, M. / Jackson, G. (2001): An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance. MPIfG Discussion Paper 01/4.
- Hopt, K.J. (2002): Common Principles of Corporate Governance in Europe? In: McCahery, J. et al. (Hrsg.) (2002): Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity. Oxford: Oxford University Press. S. 175-200.
- Hopt, K.J. / Leyens, P.C. (2004): Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy. European Corporate Governance Institute Working Paper No. 18 /2004.
- Hopt, K.J. et al. (Hrsg.) (1998): Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research. Oxford: Clarendon Press.
- Hühn, H.: Eine Aktiengattung etabliert sich - die Verbreitung der Namensaktie im deutschen Kapitalmarkt. In: GoingPublic, Sonderausgabe "Namensaktie-Aktiengattung der Zukunft?", 2005, S. 8-9.
- Hunt, B.C. (1936): The Development of the Business Corporation in England 1800-1867. Boston: Harvard University Press.
- Initiativkreises German Code of Corporate Governance (2000): German Code of Corporate Governance (GCCG). In: Der Betrieb 2000, Jg. 53, S. 1573-1581.
- ISS (Hrsg.) (2005): Manage Corporate Governance Risk with Confidence - the FTSE ISS Corporate Governance Index Series. Broschüre.
- Jarque, C.M / Bera, A.K. (1987): A test for normality of observations and regression residuals. In: International Statistical Review, Vol. 55 (1987), S. 163-172.
- Jarrell, G.A. (1984): The Stock Price Effects of NYSE Delisting for Violating Corporate Governance Rules. Securities and Exchange Commission Working Paper.
- Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1987): Shark Repellents and Stock Prices - The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980. In: Journal of Financial Economics, Vol. 19, S. 127-168.
- Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1988): Dual-Class-Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms - The Recent Evidence. In: Journal of Financial Economics, Vol. 20, S. 129-152.

- Jarrell, G.A. / Poulsen, A.B. (1989): The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers - Evidence from three Decades. In: *Financial Management*, Vol. 18 (1989), S. 12-19.
- Jenkinson, T. / Ljungqvist, A. (2001): The Role of Hostile Stakes in German Corporate Governance. In: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7, S. 397-446.
- Jensen, G.R. / Solberg, D.P. / Zorn, T.S. (1992): Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 (1992), No. 2, S. 247-263.
- Jensen, M.C. (1986): Agency Costs and Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers. In: *American Economic Review*, Vol. 76 (1986), No. 2, S. 323-329.
- Jensen, M.C. (1993): The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. In: *The Journal of Finance*, Vol. 48 (1993), No. 3, S. 831-880.
- Jensen, M.C. / Meckling, W.H. (1976): Theory of the Firm - Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (1976), No. 4, S. 305-360.
- Jensen, M.C. / Murphy, K.J. (1990): CEO Incentives - It's Not How Much You Pay But How. In: *Harvard Business Review*, Vol. 68 (1990), No. 3, S. 138-153.
- Jensen, M.C. / Murphy, K.J. / Wruck, E.G. (2004): Remuneration - Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. Negotiation, Organizations and Markets Research Paper Series - Harvard Business School NOM Research Paper No. 04-28.
- Jensen, M.C. / Ruback (1983): The Market for Corporate Control. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 (1983), S. 5-50.
- Johnson, S. et al. (2000): Tunnelling. Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper No. 1887, January 2000.
- Kahan, M. / Kamar, E. (2002): The Myth of State Competition in Corporation Law. Working Paper.
- Kalay, A. (1980): Signalling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15 (1980), S. 855-869.
- Kaplan, S.N. / Reishus, D. (1990): Outside directorships and corporate performance. In *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 (1990), S.389-410.

- Karpoff, J.M. / Malatesta, P.H. (1990): The Wealth Effects of Second-Generation State Takeover Legislation. In: Journal of Financial Economics, Vol. 25 (1989), S. 291-322.
- Karsch, W. (2001): Karrierewege deutscher Großbankenvorstände. In: Die Bank, 2. Jg., S. 866-870.
- Kaserer, C. / Wagner, N. (2004): Executive Pay, Free Float, and Firm Performance - Evidence from Germany. Department of Financial Management and Capital Markets of Technische Universität München Working Paper.
- Kehren, S. (2006): Paketaktionäre, Macht und Unternehmenserfolg. Wiesbaden: DUV.
- Khan, H.A. (1999): Corporate Governance of Family-Based Businesses in Asia - Which Road to Take? Working Paper.
- Kieser, A. (1997): Rhetoric and Myth in Management Fashion. In: Organization, Vol. 4, S. 49-74.
- Kim, K.A. / Kitsabunnarat, P. / Nofsinger, J.R. (2004): Law and Corporate Boards - Evidence from Europe. Working Paper.
- Kim, K.A. / Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P. / Nofsinger, J.R. (2007): Large Shareholders, Board Independence, and Minority Shareholder Rights - Evidence from Europe. In: Journal of Corporate Finance, Vol. 13 (2007), S. 859-880.
- Kirkbride, J. / Letza, S. (2005): Can the Non-Executive Director be an Effective Gatekeeper? The Possible Development of a Legal Framework of Accountability. In: Corporate Governance - An International Review, Vol. 13, No. 4, S. 542-550, Oxford: Blackwell Publishing.
- Klapper, L.F. / Love, I. (2002): Corporate Governance, Investor protection and Performance in Emerging Markets. World Bank Policy Research Working Paper No. 2818.
- Klein, A. (1998): Firm Performance and Board Committee Structure. In: Journal of Law and Economics, Vol. XLI, April 1998, S. 275-303.
- Köke, J. (2002): Corporate Governance in Germany - An Empirical Investigation. ZEW Economic Studies 17. Heidelberg: Physica.
- Kramer, A. (2002): Stock Based Compensation - Rechnungslegung von aktienkursorientierten Vergütungssystemen. Dissertation, Universität St. Gallen.

- Kürsten, W. (2000): "Shareholder Value" - Grundelemente und Schief lagen einer polit-
ökonomischen Diskussion aus finanzierungstheoretischer Sicht. In: Zeitschrift
für Betriebswirtschaft, Jg. 70 (2000), Nr. 3, S. 359-381.
- Kürsten, W. (2001): Stock Options, Managersentscheidungen und (eigentliches)
Aktionärsinteresse - Korrekturbedarfe einer fehlgeleiteten Diskussion um
"anreizkompatible" Vergütungsdesigns. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft,
Jg. 71 (2001), S. 249-270.
- La Porta, R. / Lopez-de-Silanes, F. / Shleifer, A. (1998): Corporate Ownership around
the World. Working Paper.
- La Porta, R. et al. (2000): Agency Problems and Dividend Policies around the World.
In: Journal of Finance, Vol. 55 (2000), S. 1-33.
- La Porta, R. et al. (2002): Investor Protection and Corporate Valuation. In: The
Journal of Finance, Vol. 57 (2002), No. 3, S. 1147-1170.
- Laffont, J.-J. / Martimort, D. (2002): The Theory of Incentives - The Principal-Agent
Model. Princeton: Princeton University Press.
- Laux, H. (1988): Grundprobleme der Ermittlung optimaler erfolgsabhängiger
Anreizsysteme. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 58 (1988), S. 25-36.
- Laux, H. (1990): Risiko, Anreiz und Kontrolle - Prinzipal-Agent-Theorie - Einführung
und Verbindung mit dem Delegationswertkonzept. Berlin, Heidelberg:
Springer.
- Leech, D. / Leahy, J. (1991): Ownership Structure, Control Type Classifications and
the Performance of Large British Companies. In: Economic Journal of the
Royal Economic Society, Vol. 101 (1991), Nr. 409, S. 1418-1437.
- Lehmann, E. / Weigand, J. (2000): Does the Governed Corporation Perform Better?
Governance Structures and Corporate Performance in Germany. Working
Paper.
- Lehn, K. / Patro, S. / Zhao, M. (2003): Determinants of the Size and Structure of
Corporate Boards 1935-2000. Working Paper.
- Leland, H.E. / Pyle, D.H. (1977): Informational Asymmetries, Financial Structure, and
Financial Intermediation. In: The Journal of Finance, Vol. 32 (1977), No. 2, S.
371-387.
- Levinthal, D. (1988): A Survey of Agency Models of Organizations. In: Journal of
Economic Behavior & Organization, Vol. 9 (1988), Nr. 2, S. 153-185.

- Leyens, P.C. (2003): Deutscher Aufsichtsrat und U.S.-Board - Ein- oder zweistufiges Verwaltungssystem? Zum Stand der rechtsvergleichenden Corporate-Governance-Debatte. In: *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht* 67 (2003), S. 57-105.
- Li, H. / Pincus, M. / Olhoff Rego, S. (2006): Market Reactions to Events Surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Earnings Management. University of Irvine Working Paper.
- Lim, K.-P. / Brooks, R.D. / Kim, J.H. (2007): Financial Crisis and Stock Market Efficiency - Empirical Evidence from Asian Countries. In: *International Review of Financial Analysis*, Vol. 17 (2008), Nr. 3, S. 571-591.
- Linn, S.C. / McConnell, J.J. (1983): An Empirical Investigation of the Impact of "Antitakeover" Amendments on Common Stock Prices. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, S. 361-399.
- Lipton, M. / Lorsch, J.W. (1992): A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. In: *The Business Lawyer*, Vol. 48, November 1992, S. 59-77.
- Loderer, C. / Martin, K. (1997): Executive Stock Ownership and Performance - Tracking Faint Traces. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 45 (1997), S. 223-255.
- Loderer, C. / Peyer, U. (2002): Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices. In: *European Financial Management*, Vol. 8, No. 2 (2002), S. 165-192.
- Lorsch, J.L. / MacIver, E.M. (1989): *Pawns or Potentates? The Reality of America's Corporate Boards*. Boston: Harvard Business School Press.
- Lutter, M. (2002): Die Erklärung zum Deutschen Corporate Governance Kodex gemäß § 161 AktG - Pflichtverstöße und Binnenhaftung von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern. In: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 166 (2002), S. 523-543.
- Maassen, G.F. (1999): *An International Comparison of Corporate Governance Models - A Study on the Formal Independence and Convergence of One-Tier and Two-Tier Corporate Boards of Directors in the United States of America, the United Kingdom and the Netherlands*. Rotterdam: Erasmus Universität Rotterdam.
- MacKinley, C. (1997): Event Studies in Economics and Finance. In: *Journal of Economic Literature*, 15 (1997), S. 13-39.

- MacNeil, I. / Li, X. (2005): *Comply or Explain - Market Discipline and Non- Compliance with the Combined Code. Corporate Governance - An International Review*, Vol. 14 (2005), No. 5, S. 486-496.
- Maher, M./ Andersson, T. (1999): *Corporate Governance - Effects on Firm Performance and Economic Growth. OECD Working Paper*.
- Malatesta, P.H. / Walkling, R.A. (1988): *Poison Pill Securities - Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure. In: Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1988), S. 347-376.
- Mallin, C. (2007): *Corporate Governance. Oxford: Oxford University Press*.
- Markowitz, H.M. (1952): *Portfolio Selection. In: The Journal of Finance*, Vol. 7 (1952), S. 77-91.
- Maury, B. / Pajuste, A. (2007): *Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications. Working Paper*.
- Maw, N.G. / Lane, P. / Craig-Cooper, M. (1994): *Maw on Corporate Governance. Aldershot et al.: Dartmouth*.
- Mayer, C. (1996): *Corporate Governance, Competition and Performance. OECD Working Papers*, 4 (1996), No. 48.
- Mayer, C. (1998): *Financial Systems and Corporate Governance - A Review of the International Evidence. In: Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154 (1998), S. 144–165.
- Mayers, D. / Shivdasani, A. / Smith, C.W. (1997): *Board Composition and Corporate Control. In Journal of Business*, 70 (1997), S. 33-62.
- McCahery, J. et al. (Hrsg.) (2002): *Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity. Oxford: Oxford University Press*.
- McConnell, J.J. / Serveas, H. (1990): *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. In: Journal of Financial Economics*, 27 (1990), S. 595-612.
- Megel, M. (2006): *Aufsichtsratsverflechtungen und Agency-Kosten. Diplomarbeit an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Rostock*.
- Mehran, H. (1995): *Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance. In: Journal of Financial Economics*, Vol. 38 (1995), 163-184.

- Menzies, C. (Hrsg.) (2004): Sarbanes-Oxley-Act - Professionelles Management interner Kontrollen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Menzies, C. (Hrsg.) (2006): Sarbanes-Oxley und Corporate Compliance - Nachhaltigkeit, Optimierung, Integration. Stuttgart: Schäffer-Poeschel
- Meyer, M. (2004): Prinzipale, Agenten und ökonomische Methode. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Mikkelson, W.H. / Ruback, R.S. (1985): An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process. In: Journal of Financial Economics, Vol. 14 (1985), S. 524-553
- Miller, G.J. (2005): Solutions to Principal-Agent Problems in Firms. In: Menard, C. / Shirley, M.M. (2005): Handbook of New Institutional Economics. Berlin, Heidelberg: Springer. S. 349-370.
- Modigliani, F. / Miller, M. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. In: American Economic Review, Vol. 48 (1958), S. 261-297.
- Mørck, R. / Shleifer, A. / Vishny, R. (1988): Management, Ownership and Market Valuation - An Empirical Analysis. In: Journal of Financial Economics, 20 (1988), S. 293-316.
- Moyer, R.C. / Rao, R. / Sisneros, P.M. (1992): Substitutes for Voting Rights - Evidence From Dual Class Recapitalizations. In: Financial Management, Autumn 1992, S. 35-47.
- Müller, E. / Spitz-Oener, A. (2006): Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises. In: German Economic Review, Vol. 7 (2006), No. 2, S. 233-247.
- Myers, S.C. (1984): Capital Structure Puzzle. In: The Journal of Finance, Vol. 39 (1984), No. 3, S. 575-592.
- Nenova, T. (2000): The Value of Corporate Votes and Control Benefits - A Cross-Country Analysis. Harvard University Economics Working Paper.
- Neuberger, D. (1998): Mikroökonomik der Bank - Eine industrieökonomische Perspektive. München: Vahlen.
- Nippa, M. / Petzold, K. / Kürsten, W. (Hrsg.) (2002): Corporate Governance - Herausforderungen und Lösungsansätze. Heidelberg: Physica-Verlag.

- Non, M.C. / Franses, P.H. (2007): Interlocking Boards and Firm Performance - Evidence from a New Panel Database. In: Tinbergen Institute Discussion Paper TI 2007-034/2.
- North, D.C. (1992): Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung. Tübingen: Mohr.
- North, D.C. (1993): Institutions and Credible Commitment. In: Journal of Institutional and Theoretical Economics 149-1, S. 11-23.
- Nowak E. / Mahr T.G. / Rott, R. (2006): Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? Eine empirische Analyse der Selbstregulierung und Kapitalmarktrelevanz des Deutschen Corporate Governance Kodex . In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Jg. 34 (2005), Nr. 2, S. 252-279.
- Nowak, E. (2001): International Corporate Governance - Recent Developments in German Capital Markets and Corporate Governance. In: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3.
- Nowak, E. / Mahr, T.G. / Rott, R. (2006): The (Ir)relevance of Disclosure of Compliance with Corporate Governance Codes: Evidence From the German Stock Market. Swiss Finance Institute Research Paper Series No. 6-11.
- O.V. (2004): Die Gentlemen baten zur Kasse. In: Die Zeit 5/2004, S. 34.
- O.V. (2007): Allianz bekennt sich zur Dresdner Bank. In: Börsen-Zeitung, 11.07.2007, S. 1.
- O.V. (2008): Vorstandschefs verdienen unverändert viel. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 04.04.2008, S. 11.
- Oberender, P. / Daumann, F. (1992): Verbot von Insidergeschäften im Börsenhandel? Eine ordnungstheoretische Analyse. In: O.V. (1992): ORDO - Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Bd. 43, Stuttgart: Lucius, S. 255 - 266.
- Padgett, C. / Shabbir, A. (2005): The UK Code of Corporate Governance - Link between Compliance and Firm Performance. ICMA Centre Discussion Papers in Finance DP 2005-17.
- Pajuste, A. (2005): Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares. European Central Bank Working Paper Series No. 465.

- Palan, D. / Papendieck, U. (2007): Cash as Cash can. In: Manager-Magazin 7/2007, S. 38.
- Partch, M.M. (1987): The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth. In: Journal of Financial Economics, Vol. 18, S. 313-339.
- Perry, T. / Zenner, M. (2001): Pay for Performance? - Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts. In: Journal of Financial Economics, Vol. 62 (2001): S. 453-488.
- Peterson, P.P. (1989): Event Studies - a Review of Issues and Methodology. In: Quarterly Journal of Business and Economics, vol. 28 (1989), No. 3, S. 36-66.
- Picot, A. (1982): Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie - Stand der Diskussion und Aussagewert. In: DBW, Jg. 42 (1982), Nr. 2, S. 267-284.
- Picot, A. / Dietl, H. (1990): Transaktionskostentheorie. In: WiSt, Jg. 19 (1990), Nr.4, S. 178-183.
- Picot, A. / Dietl, H. / Franck, E. (2008): Organisation: Eine ökonomische Perspektive. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Pindyck, R.S. / Rubinfeld, D.L. (2003): Mikroökonomie. München: Pearson Education.
- Popper, K.R. (1989): Logik der Forschung. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J. (Hrsg.) (1985): Principals and Agents - the Structure of Business. Boston: Harvard Business School Press, 1985.
- Pratt, J.W. / Zeckhauser, R.J. (Hrsg.) (1991): Principals and Agents - The Structure of Business. Boston: Harvard Business School Press.
- Raheja, C.G. (2005): Determinants of Board Size and Composition - A Theory of Corporate Boards. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 40, No. 2, June 2005. Working Paper Version.
- Rank, O.N. (2003): Interdependenzen in den Governance-Strukturen deutscher Großunternehmen. Working Paper.
- Rank, O.N. (2005): Interdependenzen in den Governance-Strukturen deutscher Großunternehmen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft 75, Heft 1 (2001), S. 15-41.
- Rao, P.K. (2003): The Economics of Transaction Cost - Theory, Methods and Applications. Basingstoke/New York: Palgrave McMillan.

- Rau, M. (2004): Director's Dealings am deutschen Arbeitsmarkt- Empirische Analyse meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte. Wiesbaden: DUV.
- Rees, R.(1985): The Theory of Principal and Agent. In: Bulletin of Economic Research, Vol. 37 (1985), S. 3-26 und S. 75-95.
- Reinganum, M.R. (1981): Misspecifications of Capital Asset Pricing - Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values. In: Journal of Financial Economics, Vol. 9 (1981), S. 19-46.
- Reinholz, S. (1997): Aktive Beteiligungsgesellschaften - Investmentvehikel zur Reduktion der Corporate-Governance-Problematik. Dissertation, Universität St. Gallen.
- Renner, C. (2006): Corporate-Governance-Kodizes und regulative Vorgaben: Entwicklung des angloamerikanischen und des kontinentaleuropäischen Systems im Vergleich. Diplomarbeit an der Universität Rostock.
- Richter, R. / Furubotn, E.G. (1999): Neue Institutionenökonomik. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Rieckers, O. / Spindler, G. (2003): Corporate Governance - Legal Aspects. In: Krahen, J.P. / Schmidt, R.H. (Hrsg.) (2003): The German Financial System. Oxford: Oxford University Press, S. 350-385.
- Rock, E.B (1995): America's Fascination with German Corporate Governance. In Die Aktiengesellschaft, Jg. 40 (1995), Nr. 7, S. 291-299.
- Roe, M.J. (2002): Political Foundations for Separating Ownership from Control. In: McCahery, J. et al. (Hrsg.) (2002): Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity. Oxford: Oxford University Press. S. 113-140.
- Roe, M.J. (2003): Political Determinants of Corporate Governance - Political Context - Corporate Impact. Oxford: Oxford Univ. Press.
- Roe, M.J. (2005): The Institutions of Corporate Governance. In: Ménard, C. / Shirley, M.M. (2005): Handbook of New Institutional Economics. Berlin, Heidelberg: Springer. S. 371-399.
- Röder, K. (1999): Kurswirkungen von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften. Köln: Lohmar.
- Romano, R. (1984): Metapolitics and Corporate Law Reform. In: Stanford Law Review, 26 (1984), S. 923-930.

- Rose, C. (2004): Stakeholder Orientation vs. Shareholder Value - A Matter of Contractual Failures. In: European Journal of Law and Economics, Vol. 18 (2004), No. 1, S. 77-98.
- Rose, C. (2006): Board Composition and Corporate Governance - A multivariate analysis of listed Danish firms. In: European Journal of Law and Economics, Vol. 21 (2006), No. 2, S. 113-127.
- Rosenstein, S. / Wyatt, S. (1990): Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth, In: Journal of Financial Economics, Vol. 26 (1990), No. 2, S. 175-191.
- Ross, S.A. (1973): The Economic Theory of Agency - The Principal's Problem. In: The American Economic Review, Vol. 63 (1973), No. 2, S. 134-139.
- Ross, S.A. (1976): The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. In: Journal of Economics, Vol. 13 (1976), S. 341-360.
- Rothschild M. / Stiglitz, J. (1976): Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information. In: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 90 (1976), No. 4, S. 629-649.
- Santella, P. / Paone, G. / Drago, C. (2006): How Independent are Independent Directors? The Case of Italy. Working Paper.
- Schaefer, H. (2007): Präsenz- und Mehrheitserfordernisse für Hauptversammlungsbeschlüsse - die gesetzlichen Anforderungen im Überblick. In: HV-Magazin, Jg. 5 (2007), Nr. 3, S. 32-33.
- Scheuch, E. / Scheuch, U. (2003): Manager im Größenwahn. Reinbek: Rowohlt.
- Schewe, G. (2005): Unternehmensverfassung - Corporate Governance im Spannungsfeld von Leitung, Kontrolle und Interessenvertretung. Berlin et al.: Springer.
- Schira, J. (2003): Statistische Methoden der VWL und BWL. München: Pearson.
- Johann Wolfgang Goethe-Universität Finance & Accounting Working Paper Series No. 118.
- Schmidt, R. / Schwalbach, J. (2007): Zu Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland. Working Paper.

- Schmidt, R.H. (1999): Erich Gutenberg und die Theorie der Unternehmung. In: Albach, Horst (Hrsg.) (1999): Die Theorie der Unternehmung in Forschung und Praxis. Berlin/Heidelberg: Springer, S. 59-91.
- Schmidt, R.H. / Tyrell, M. (2003): What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular? In: Krahn, J.P. / Schmidt, R.H. (Hrsg.) (2003): The German Financial System. Oxford: Oxford University Press, S. 19-68.
- Schwalbach, J. / Graßhoff, U. (1997): Managervergütung und Unternehmenserfolg. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 67. Jg., Heft 2, S. 203-217.
- Schwalbach, J. / Schwerk, A. (o.J.): Corporate Governance und die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen. Working Paper.
- Schwarz, S.H. (2004): Regulierung durch Corporate-Governance-Kodizes. Dissertation, Humboldt-Universität Berlin.
- Semler, J. (1998): The Practice of the German Aufsichtsrat. In: Hopt, Klaus J. et al. (Hrsg.) (1998): Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research. Oxford: Clarendon Press, S. 267-280.
- Senger, M. / Vogelmann, A. (2002): Die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien. In: Die Aktiengesellschaft 4/2002, S. 193.
- Sherman, H. (2004): Corporate Governance Ratings. In: Corporate Governance - An International Review, Vol. 12 (2004), No. 1, S. 5-7.
- Shivdasani, A. (1993): Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers. In: Journal of Accounting and Economics 16 (1993), S. 167-198.
- Shivdasani, A. / Yermack, D. (1999): CEO Involvement in the Selection of New Board Members - An Empirical Analysis. In: The Journal of Finance, Vol. 54 (1999), No. 5, S. 1829-1853.
- Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1986): Large Shareholders and Corporate Control. In: Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 3, S. 461-489.
- Shleifer, A. / Vishny, R.W. (1997): A Survey of Corporate Governance. In: The Journal of Finance, Vol. 52 (1997), No. 2, S. 737-783.
- Short, H. / Keasey, K. (1999): Managerial Ownership and the Performance of Firms - Evidence From the UK. In: Journal of Corporate Finance, Vol. 5 (1999), No. 1, S. 79-101.

- Sidak, J. G. (2003): The Failure of Good Intentions - The Worldcom Fraud and the Collapse of American Telecommunications After Deregulation. In: Yale Journal on Regulation, Vol. 20 (2003), No. 2, S. 207-267.
- Sommer, F. / Judith, A. / Lachmann, M. (2010): Pay for Poor Performance - Vorstandsvergütungspraxis deutscher Konzerne in der Finanz- und Wirtschaftskrise. Working Paper.
- Spremann, K. (1991): Investition und Finanzierung. 4. Auflage. München et al.: Oldenburg.
- Standard & Poor's (Hrsg.) (2002): Standard & Poor's Corporate Governance Scores - Criteria, Methodology And Definitions. www.standardandpoors.com.
- Stehle, R. (1997): Der Size-Effect am deutschen Kapitalmarkt. In: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, Jg. 9 (1997), S. 237-260.
- Stiglitz, J. (1985): Credit Markets and the Control of Capital. In: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 7 (1985), S. 133-152.
- Strunk, G. et al. (2003): TransPuG und Corporate Governance - neue gesellschafts-, bilanz- und steuerrechtliche Anforderungen für die Unternehmenspraxis.
- Stulz, R.E. (1988): Managerial Ownership and the Performance of Firms - Evidence from the UK. In: Journal of Financial Economics, Vol. 20 (1988), S. 25-54.
- Subramanian, G. (2006): Bargaining in the Shadow of PeopleSoft's (Defective) Poison Pill. Working Paper.
- Sydow, J. (1992): Strategische Netzwerke - Evolution und Organisation. Wiesbaden: Gabler.
- Terlind, C. (2005): Aufdeckung von Bilanzmanipulationen in der deutschen Prüfungspraxis - Ergebnisse einer empirischen Studie. Wiesbaden: DUV.
- Teschke, V. (2005): Wertorientierte Unternehmensführung von Banken - Bewertung von Stellenabbau durch den Kapitalmarkt. Dissertation, Universität Rostock.
- Theobald, T.A. (2006): Hostile Takeovers and Hostile Defenses - A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization. Working Paper.
- Tirole, J. (2001): Corporate Governance. In: Econometrica, Vol. 69 (2001), No. 1, S. 1-35.

- Tirole, J. (2006): *The Theory of Corporate Finance*. Princeton et al.: Princeton University Press.
- Ulmer, P. (2002): *Der Deutsche Corporate Governance Kodex - Ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften*. In: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 166 (2002), S. 150-181.
- von Werder, A. / Talaulicar, T. (2003): *Zu den Regulierungswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*. TU Berlin Diskussionspapier 2003/10.
- von Werder, A. / Talaulicar, T. (2007): *Umsetzung der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex - Eine empirische Erhebung der DAX-, MDAX- und SDAX-Gesellschaften - Executive Summary*. Berlin: Berlin Center of Corporate Governance.
- von Werder, A. / Minuth, T. (2000): *Internationale Kodizes der Corporate Governance: Bestandsaufnahme und Vergleich mit dem Aktiengesetz*. TU Berlin Diskussionspapier 2000/5.
- Vafeas, N. / Theodorou, E. (1998): *The relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK*. In: *British Accounting Review*, Vol. 30 (1998), S. 383-407.
- Velasco, J. (2002): *The Enduring Illegitimacy of the Poison Pill*. In: *The Journal of Corporation Law*, Vol. 27, No. 3, S. 381-423.
- Voigt, S. (2002): *Institutionenökonomik*. München: Wilhelm Fink.
- Wallis, J.J. / North, D.C. (1986): *Measuring the Transaction Cost in the American Economy 1870-1970*. In: Engermann, S.L. / Gallman, R.E. (Hrsg.) (1986): *Long-Term Factors in American Economic Growth, Income and Wealth Series 51* (1986), S. 95-161.
- Warner, J. B. / Watts, R.L. / Wruck, K.H. (1988): *Stock Prices and Top Management Changes*. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1988), S. 461-492.
- Weimer, J. / Pape, J.C. (1999): *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*. In: *Corporate Governance - An International Review*, Vol. 7 (1999), No. 2, S. 152-166.
- Weir, C. / Laing, D. / McKnight, P.J. (2001): *An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanism on the Performance of UK Firms*. Aberdeen Business School Working Paper.

- Weisbach, M. (1988): Outside directors and CEO turnover. In *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 (1988), S. 431-460.
- Wewel, M.C. (2006): *Statistik im Bachelor-Studium der BWL und VWL - Methoden, Anwendung und Interpretation*. München: Pearson.
- Williamson, O.E. (1964): *The Economics of Discretionary Behavior - Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.
- Williamson, O.E. (1975): *Markets and Hierarchies - Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.
- Wilmarth, A.E. (2007): *Conflicts of Interest and Corporate Governance Failures at Universal Banks During the Stock Market Boom of the 1990s - the Cases of Enron and Worldcom*. GWU Law School Public Law Research Paper No. 234.
- Witt, P. (2002): Grundprobleme der Corporate Governance und international unterschiedliche Lösungsansätze. In: Nippa, M. / Petzold, K. / Küsten, W. (2002): *Corporate Governance - Herausforderungen und Lösungsansätze*. Heidelberg: Physica, S. 41-72.
- Wymeersch, E. (2002): *Convergence or Divergence in Corporate Governance Patterns in Europe*. In: McCahery, J. et al. (Hrsg.) (2002): *Corporate Governance Regimes - Convergence and Diversity*. Oxford: Oxford University Press. S. 230-245.
- Wymeersch, E. (2005): *Enforcement of Corporate Governance Codes*. University of Ghent Law Working Paper No. 46/2005 & ECGI Working Paper Series.
- Yermack, D. (1996): Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 (1996), S. 185-211.
- Yermack, D. (2004): Remuneration, Retention and Reputation Incentives for Outside Directors. In: *The Journal of Finance*, Vol. 59 (2004), No. 5, S. 2281-2308.
- Yermack, D. (2006): Flights of Fancy - Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns. In: *Journal of Financial Economics*, Vol. 80 (2006), No. 1, S. 211-242.
- Zeckhouser, R. / Pound, J. (1990): Are large shareholders effective monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance. In: Hubbard, G.R. (Hrsg.) (1990): *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. Chicago: University of Chicago Press. S. 149-180.

Zhang, R. (Januar 2005): The Effects of Firm- and Country-Level Governance Mechanisms on Dividend Policy, Cash Holdings, and Firm Value - A Cross-Country Study. University of Tennessee Department of Finance Working Paper.

Zimmermann, J. / Goncharov, I. / Werner, J.R. (2004): Does Compliance with the German Corporate Governance Code have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis. In: Corporate Governance - An international review. University of Bremen Working Paper 14.