

Der Deutsche Corporate Governance Kodex und die
Unternehmensentwicklung

Universität Hamburg

Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Dissertation

Zur Erlangung der Würde einer Doktorin/eines Doktors der

Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

„Dr. rer. pol.“

(gemäß der PromO vom 24. August 2010)

vorgelegt von

Michael Langer

aus Hadamar

Hamburg, Februar 2017

Prüfer der Dissertation:

Vorsitzender der Prüfungskommission: Prof. Dr. Thomas Straubhaar

Erstgutachter: Prof. Dr. Hans-Jörg Schmidt-Trenz

Zweitgutachter: Prof. Dr. Alexander Bassen

Datum der Disputation: 17. Februar 2017

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	1
1.1	Einführung in die Problemstellung.....	1
1.2	Ziele der Arbeit.....	3
1.3	Wissenschaftlicher Ansatz und Aufbau der Arbeit.....	6
2	Corporate Governance und der Deutsche Corporate Governance Kodex.....	8
2.1	Definitionen von Corporate Governance.....	8
2.2	Corporate Governance-Mechanismen	10
2.2.1	Marktmechanismen der Corporate Governance	11
2.2.2	Einschränkungen der Kontrolle durch Markmechanismen	12
2.2.3	Institutionelle und regulatorische Corporate Governance-Mechanismen.....	15
2.3	Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK).....	18
2.3.1	Die Entstehung des Deutsche Corporate Governance Kodex	18
2.3.2	Inhalt und Funktion des Deutschen Corporate Governance Kodex.....	19
2.3.3	Kritik am Deutschen Corporate Governance Kodex	21
3	Theoretische Grundlagen der Hypothesen	23
3.1	Neue Institutionenökonomik.....	23
3.1.1	Theorie der Verfügungsrechte	24
3.1.2	Transaktionskostentheorie	27
3.1.3	Prinzipal-Agenten-Theorie	32
3.2	Stewardship-Theorie	39
3.3	Kollektives Handeln.....	42
4	Entwicklung der forschungsleitenden Hypothesen	47
4.1	Die deklarierte Befolgung des DCGK und Unternehmenserfolg.....	47
4.2	Die Bedeutung einzelner DCGK-Empfehlungen.....	48
4.3	Die Auswirkung von Gruppengrößen, -struktur und kollektivem Handeln.....	50
5	Ausgewählte vorangegangene Studien	52
5.1	Studien ohne deutschen Bezug.....	52
5.2	Deutsche Studien.....	63
5.3	Erkenntnisse und mögliche Erweiterungen für die empirische Untersuchung	75
6	Datenbasis und empirisches Forschungsdesign.....	79
6.1	Stichprobe	79
6.2	Daten zur Corporate Governance und der Unternehmensentwicklung	83

6.2.1	Der DCGK und seine Empfehlungen.....	83
6.2.2	Endogene Variablen für den Unternehmenserfolg.....	93
6.2.3	Exogene Kontrollvariablen	98
6.3	Beschreibung der statistischen Methoden.....	104
7	Ergebnisse der Datenauswertung	107
7.1	Deskriptive Statistiken	107
7.1.1	Endogene Variable: Messwert zur Berechnung der Corporate Governance.....	107
7.1.2	Endogene Variablen: Kennziffern für die Entwicklung des Unternehmenswerts..	115
7.1.3	Exogene (Kontroll-)Variablen: Kennziffern zu Unternehmenseigenschaften.....	120
7.2	Empirische Überprüfung: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg.....	124
7.3	Empirische Überprüfung: Auf Zusammenarbeit zwischen Unternehmensleitung und dem Kontrollorgan ausgelegte Empfehlungen des DCGK steigern den Unternehmenserfolg.....	127
7.4	Empirische Überprüfung: Die Erfüllungsquote des DCGK ist eine Funktion aus der Gruppengröße und -struktur, wobei große Gruppen stärker von der Erfüllung des DCGK profitieren	138
7.5	Empirische Überprüfung: Die Erfüllungsquote des DCGK steigert dann den Unternehmenserfolg, wenn eine bestimmte Adoptionsquote erreicht wurde ...	147
8	Diskussion und Bewertung der Ergebnisse	150
8.1	Bewertung der Hypothesen.....	150
8.2	Interpretation der Ergebnisse und weitere Erkenntnisse.....	156
8.3	Einschränkung der Aussagefähigkeit.....	161
8.4	Ansatzpunkte für weitere Forschungsprojekte.....	162
9	Schlussbetrachtung	165
	Literatur	IV
	Anhang	XV
1.	Übersicht aller Empfehlungen mit Text	XV
2.	Kodierregeln zur Erstellung der Erfüllungsquoten	XXI
3.	Zusammensetzung der adjustierten Erfüllungsquote.....	XXVII
4.	Erstellung des Kooperationsindex.....	XXX
5.	Zusammenfassung.....	XXXIII

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Informationsasymmetrieprobleme.....	34
Tabelle 2: Unterschiede zwischen Prinzipal-Agenten- und Stewardship-Theorie	40
Tabelle 3: Übersicht internationaler Studien und deren wichtigste Erkenntnisse.....	62
Tabelle 4: Übersicht deutscher Studien und deren wichtigste Erkenntnisse	74
Tabelle 5: Übersicht der Ansatzpunkte und Erkenntnisse	78
Tabelle 6: Stichprobe* der empirischen Untersuchung.....	81
Tabelle 7: Übersicht aller einzelnen Empfehlungen der Jahre 2003 bis 2010·	84
Tabelle 8: Ergebnisse des Hausman-Tests	106
Tabelle 9: Erfüllungsquote einzelner Empfehlungen nach Jahren.....	110
Tabelle 10: Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 1.....	124
Tabelle 11: Statistisch signifikante Ergebnisse – Eigenkapitalrendite	127
Tabelle 12: Statistisch signifikante Ergebnisse – Gesamtkapitalrendite.....	128
Tabelle 13: Statistisch signifikante Ergebnisse – Tobins Q	129
Tabelle 14: Statistisch signifikante Ergebnisse – Markt-Buchwert-Verhältnis	130
Tabelle 15: Statistisch signifikante Ergebnisse – Total Investment Return.....	131
Tabelle 16: Übersicht aller statistisch signifikanten Einzelempfehlungen	132
Tabelle 17: 1. Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 2	135
Tabelle 18: 2. Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 2	136
Tabelle 19: Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 3.....	139
Tabelle 20: Übersicht und Bezeichnung der einzelnen Sektoren	140
Tabelle 21: Ergebnisse des Hausman-Tests für einzelne Sektoren	141
Tabelle 22: Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 4.....	142
Tabelle 23: Ergebnisse mit Sektorengroße als zusätzliche Variable.....	144
Tabelle 24: Durchschnittlichen Erfüllungsquoten der einzelnen Sektoren	147
Tabelle 25: Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 5.....	148
Tabelle 26: Überblick des Anteils „nicht-CG-Empfehlungen“ beim DCGK.....	154
Tabelle 27: Übersicht der bewerteten Hypothesen.....	156
Tabelle 28: Zusammenfassung aus der Überprüfung der Hypothese 4.....	160
Tabelle 29: Zusammenfassung aus der Überprüfung der Hypothese 5.....	160
Tabelle 30: Ansatzpunkte für weitere Forschungsprojekte.....	164
Tabelle 31: Aller Empfehlungen mit Text	XV
Tabelle 32: Alle interdependente Empfehlungen nach Thema	XXVII

Tabelle 33: Einzelnen Empfehlungen im Kooperations- und Kontrollindex.....	XXXI
--	------

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Welche Investoren beeinflussen Managemententscheidungen?	14
Abbildung 2: Zwei Dimensionen der Verdünnung von Property Rights	25
Abbildung 3: Governance-Mechanismen	29
Abbildung 4: Wahl zwischen Prinzipal und Manager	41
Abbildung 5: Aufteilung der Stichprobe in Sektoren und Industriegruppen	82
Abbildung 6: Verteilung der Stichprobe über den Untersuchungszeitraum	83
Abbildung 7: Erfüllungsquoten nach Sektoren	108
Abbildung 8: Varianz der Erfüllungsquoten nach Sektoren	109
Abbildung 9: Vergleich der Anzahl der Empfehlungen zum Kodex Report	114
Abbildung 10: Vergleich der Erfüllungsquoten zum Kodex Report	114
Abbildung 11: Übersicht der durchschnittlichen Eigenkapitalrendite der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	116
Abbildung 12: Übersicht der durchschnittlichen Gesamtkapitalrendite der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	117
Abbildung 13: Übersicht des durchschnittlichen Markt-Buchwert-Verhältnisses der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	118
Abbildung 14: Übersicht des durchschnittlichen Tobins Q der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	119
Abbildung 15: Übersicht des durchschnittlichen Total Investment Returns der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	120
Abbildung 16: Übersicht der durchschnittlichen Marktkapitalisierung der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	121
Abbildung 17: Übersicht der durchschnittlichen Volatilität der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	121
Abbildung 18: Übersicht des durchschnittlichen Umsatzwachstums der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	122
Abbildung 19: Übersicht der durchschnittlichen Anteile an Großaktionären der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	123
Abbildung 20: Übersicht der durchschnittlichen Anteile an Großaktionären aus der Unternehmensleitung der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010	123
Abbildung 21: Abgrenzung der Kriterien zur Erstellung des Kooperationsindex	134
Abbildung 22: Verteilung der einzelnen Empfehlungen	152

Abbildung 23: Verteilung der einzelnen, statistisch signifikanten Empfehlungen.....	152
---	-----

1 Einleitung

1.1 Einführung in die Problemstellung

„Von den Direktoren einer Gesellschaft, die ja bei weitem eher das Geld anderer Leute als ihr eigenes verwalten, kann man [...] nicht gut erwarten, dass sie es mit der gleichen Sorgfalt einsetzen und überwachen werden, wie es die Partner in einer privaten Handelsgesellschaft mit dem eigenen zu tun pflegen.“

(Smith und Recktenwald, 1999, S. 629f.)

Nicht zuletzt die Finanzmarktkrise hat noch einmal das Bewusstsein der Öffentlichkeit für die Bedeutung eines Ordnungsrahmens für die Leitung und Überwachung von Unternehmen, also einer guten Corporate Governance, geschärft. Indem Brown und Caylor (2006) eine Korrelation zwischen verschiedenen Messwerten für Corporate Governance und der Unternehmensentwicklung fanden, haben sie empirisch bestätigt, dass der Schutz der Investoren die Entwicklung eines Unternehmens nachhaltig beeinflussen kann.¹ Gleichzeitig kann Corporate Governance ein wichtiger Faktor sein, den Marktwert von Unternehmen zu bestimmen (vgl. Black et al., 2006). Darüber hinaus beeinflusst die Qualität der Corporate Governance nicht nur den Marktwert von Unternehmen, sondern auch die Größe und Breite der Kapitalmärkte in verschiedenen Ländern (vgl. La Porta et al., 1997) und fördert gleichzeitig das Wirtschaftswachstum der gesamten Volkswirtschaft (vgl. Levine, 1999).

Diese Erkenntnisse haben dazu geführt, dass das Interesse an der Weiterentwicklung der Corporate Governance-Forschung im Bereich von Unternehmen und Ländern immens gestiegen ist (vgl. Gillan, 2006), was die Frage nach einer verlässlichen Corporate Governance-Metrik, also ein Maß zur Planung, Steuerung und Kontrolle von Corporate Governance, immer wichtiger werden ließ. Im Zentrum der Forschung stehen dabei die Trennung von Eigentum und Kontrolle bei börsennotierten Gesellschaften, die daraus resultierenden Informationsasymmetrien sowie die Rolle von Mehr- und Minderheitsaktionären. (Vgl. Jensen und Meckling, 1976)

¹ Schon vorher haben Forscher einen möglichen empirischen Zusammenhang zwischen Corporate Governance und der Unternehmensentwicklung aufgezeigt. Dennoch stellt die Studie von Brown und Caylor (2006) einen besonderen Meilenstein für die folgende Untersuchung dar. Weitere bedeutende Studien werden in Kapitel 5 ausführlich beschrieben.

In Deutschland entstand aus der öffentlichen Diskussion der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK), den es nun seit 2002 gibt. „Der Kodex besitzt über die Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG [eingefügt durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz, in Kraft getreten am 26. Juli 2002] eine gesetzliche Grundlage.“ (DCGK, 2015) Er stellt wesentliche gesetzliche Vorschriften zur Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften dar. Neben den Bestimmungen („Muss“-Bestimmungen), die als geltendes Gesetzrecht von Unternehmen zu beachten sind, enthält der DCGK auch Empfehlungen („Soll“-Bestimmungen). Unternehmen können von diesen abweichen, sind dann aber gesetzlich dazu verpflichtet, dies jährlich in einer sogenannte Entsprechenserklärung offen zu legen. Zusätzlich gibt der DCGK Anregungen („Kann“-Bestimmungen), von denen auch ohne (öffentliche) Begründung abgewichen werden kann.

Ziel des DCGK ist es, „das deutsche Corporate Governance-System transparent und nachvollziehbar zu machen. Er will das Vertrauen der internationalen und nationalen Anleger, der Kunden, der Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften fördern.“ (DCGK, 2005, S. 1) Die ökonomische Legitimation für das gestiegene Interesse und die Ansätze zur gesetzlichen Fixierung der Corporate Governance liefert zunächst die Prinzipal-Agenten-Theorie. Hier geht es um die Frage, wie sichergestellt werden kann, dass ein Auftragnehmer (Agent) mögliche Informationsvorsprünge nicht ausnutzt und in seinem Handeln den Interessen des Auftraggebers (Prinzipal) entspricht. Im Fall der Corporate Governance liegt eine Prinzipal-Agenten-Beziehung dann vor, wenn ein als Agent zu bezeichnender Akteur (Unternehmensleitung) im Auftrag oder stellvertretend für einen anderen Akteur, den Prinzipal (Eigentümer des Unternehmens), tätig wird und durch sein Handeln die Auszahlung des Prinzipalen beeinflusst. (Vgl. Ross, 1973, S. 134)

Hierdurch entstehen sogenannte Agency-Kosten. Zum einen müssen Kosten aufgewandt werden, den Agenten zu beschäftigen.² Da Prinzipal und Agent unter Umständen mit unterschiedlichen Zielen und Zielhorizonten ausgestattet sind, muss der Prinzipal zum

² Diese müssen der erhaltenen Arbeitskapazität gegengerechnet werden.

anderen Kosten aufwenden, um die Handlungsweise des Agenten zu ermitteln³ und die dem Agenten verfügbaren Informationen über den eingetretenen Naturzustand kennenzulernen⁴. (Vgl. Schmidt-Trenz, 1996, S. 46f.) Gleichzeitig kann auch der Agent vertrauensbildend agieren, indem er sich an das Unternehmen bindet.⁵ Gute Corporate Governance soll durch sinkende Agency-Kosten den Unternehmenserfolg positiv beeinflussen und das Vertrauen (zukünftiger) Investoren (Prinzipale) in die Unternehmen(-sführung) steigern. (Vgl. u. a. Witt, 2003)

Wie bei jeder Regulierung sollten daher auch beim DCGK Nutzen und Kosten gegenübergestellt werden – sowohl die Einführung und der Erhalt einer guten Corporate Governance, aber auch die Prinzipal-Agenten-Beziehung verursachen Kosten. Es gilt daher herauszufinden, welche Kosten überwiegen bzw. unter welchen Kosten der Unternehmenserfolg⁶ durch die Befolgung des DCGK optimiert werden kann. Bislang scheint Plausibilität die Basis für die Einzelregelungen des DCGK zu sein. Über eine empirische Überprüfung getroffener Empfehlungen seitens der DCGK-Kommission ist nichts bekannt. Wünschenswert und auch möglich wäre daher die Evidenzbasierung des DCGK, um die ökonomische ‚Sinnhaftigkeit‘ zu untermauern.

1.2 Ziele der Arbeit

Während es der internationalen Forschung zum Teil gelungen ist, eindeutige und statistisch signifikante Ergebnisse über einen Zusammenhang zwischen Corporate Governance und dem Unternehmenserfolg zu finden, scheinen diese für den DCGK fast gänzlich zu fehlen.⁷ Das kann verschiedene Ursachen haben:

³ Sogenannte ‚hidden action‘ (vgl. Arrow, 1985) – eine genauere Beschreibung folgt in Kapitel 3.1.

⁴ Sogenannte ‚hidden information‘ (vgl. Ross, 1973) – eine genauere Beschreibung folgt in Kapitel 3.1.

⁵ Sogenannte ‚bonding costs‘, Kosten der Selbstbindung, die vom Agenten getragen werden, um den Unternehmenseigentümern zu versichern, in deren Interesse zu handeln. (Vgl. Jensen und Meckling, 1976, S. 5)

⁶ Unternehmenserfolg wird in der folgenden empirischen Untersuchung mit verschiedensten Kennziffern (Bilanzsumme, Aktienkursentwicklung, Marktkapitalisierung, ...) gemessen und in Kapitel 6.2.2 entsprechend erläutert.

⁷ Eine detaillierte Auflistung vorangegangener Studien mit deutschem Bezug befindet sich in Kapitel 5.2.

1. Wegen fehlender Abstimmung der Einzelbestimmungen untereinander oder diffusen Zielsetzungen ist es nicht möglich, einen klaren Zusammenhang zwischen der Erfüllung des DCGK und dem Unternehmenserfolg herzustellen (Bestimmungsdefizit);
2. In den bisherigen Untersuchungen wurden wichtige Fragestellungen vernachlässigt, die es ermöglicht hätten, einen statistisch signifikanten Zusammenhang empirisch nachzuweisen (Theoriedefizit);
3. Die undurchsichtige und oftmals nicht eindeutige Datenlage macht es schwierig, die Plausibilität als Basis für die Einzelempfehlungen des DCGK empirisch zu bestätigen (Datendefizit);
4. Die bisher verwendeten Regressionsmethoden weisen eine mangelnde Qualität auf und verbergen daher empirisch vorhandene Zusammenhänge (Methodendefizit).⁸

Der Fokus dieser Untersuchung liegt auf dem Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) und der statistischen Auswirkung seiner Erfüllung auf den Unternehmenserfolg. Ziel ist es dabei, die ökonomische Legitimation durch die Prinzipal-Agenten-Theorie um eine weitere, die Stewardship-Theorie⁹, zu ergänzen und damit einen ersten Versuch zu wagen, fehlende Abstimmungen der Einzelempfehlungen oder diffuse Zielsetzungen des DCGK aufzudecken (Bestimmungsdefizit). Gleichzeitig soll durch die Veränderung der Datenbasis mit dem Fokus auf nicht-indexierte Unternehmen (Datendefizit) und die Implementierung neuer Erkenntnisse in die Hypothesenbildung (Theoriedefizit) die in den letzten Jahren vermehrt wachsende Fülle an Literatur über die empirische Verbindung zwischen der Corporate Governance und dem Unternehmenserfolg entscheidend ergänzt werden.

⁸ Ein Kernproblem bei den Methoden ist das sogenannte Endogenitätsproblem, also die Frage, in wie weit die unabhängigen Variablen in der Untersuchung sich nicht gegenseitig beeinflussen. (Vgl. Beaver et al., 1997, S. 79)

⁹ Die Stewardship-Theorie fungiert mit ihrem soziologisch und psychologisch geprägtem Erklärungsansatz zur Organisation der Unternehmensverwaltung als Gegenreaktion (vgl. Grundei, 2008) auf das „einseitig negative Managerbild“ (Nippa, 2002, S. 1) der Prinzipal-Agenten-Theorie. Hierbei verfolgen die Agenten („Stewards“) nicht mehr Individual- und Finanzziele zu lasten der Prinzipale, vielmehr begründen primär nicht-finanzielle (intrinsische) Motivationsmomente die Handlungen. (Vgl. hierzu Kapitel 3.2)

Bestimmungsdefizit

Mit der Prinzipal-Agenten-Theorie als ökonomische Legitimation der Corporate Governance und ihrer deutschen Umsetzung in Form des DCGK liegt die ökonomische Zielsetzung der Einzelempfehlungen und des DCGK im Gesamten darin, den Unternehmenserfolg zu optimieren. Hierbei sollte der Nutzen der Befolgung des DCGK die Kosten, die durch die Prinzipal-Agenten-Beziehung entstehen, übersteigen. Dementsprechend sollten alle Empfehlungen auf dieses Ziel ausgerichtet sein. Nimmt man jedoch die Stewardship-Theorie (vgl. u. a. Donaldson, 1990) als ökonomische Grundlage, sollten die einzelnen Empfehlungen eine andere Ausrichtung (Zusammenarbeit zwischen Unternehmenseigentümer und -leitung) haben als im Sinne der Prinzipal-Agenten-Theorie (Kontrolle der Unternehmensleitung durch die Eigentümer). Welche Ausrichtung die einzelnen Empfehlungen haben und ob die Empfehlungen, die auf Zusammenarbeit ausgerichtet sind, einen größeren Einfluss auf die Unternehmensentwicklung haben, als die Empfehlungen, die der Kontrolle dienen, stellt einen bisher noch unberücksichtigten Untersuchungsgegenstand dar.

Theoriedefizit

Das Ziel des DCGK, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern, stellt in gewisser Weise ein öffentliches Gut dar. Von diesem können auch Unternehmen eines Sektors profitieren, die den Empfehlungen des DCGK nicht folgen. Daher sollen die bisherigen Untersuchungen um folgende Fragestellungen ergänzt werden: In wie weit hängt die Wirkung des DCGK (und damit die Bereitstellung des öffentlichen Gutes) von der Gruppengröße ab? Wirkt sich die Adoptionsquote innerhalb der untersuchten Unternehmen messbar auf den Einfluss, den Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg hat, aus? Hängt die Erfolgsauswirkung des DCGK von der Adoptionsquote der untersuchten Unternehmen ab, sollten empirische Untersuchungen unter Berücksichtigung dieser statistisch signifikante Ergebnisse zeigen. Für die entsprechende Hypothesenbildung bei der empirischen Untersuchung ist es notwendig, die Kontributionsproblematik bei der Bereitstellung öffentlicher Güter (vgl. Olson, 1992) auf die Thematik der Corporate Governance anzuwenden, um anschließend die Idee der Adoptionsquote mithilfe sogenannter ‚threshold models of collective behavior‘ (vgl. Schelling, 1978) zu begründen.

Datendefizit

Als erstes soll jedoch der Untersuchungsgegenstand geändert werden: Während sich die meisten Arbeiten auf die Untersuchung sogenannter Blue Chips beschränken, sollen in dieser Untersuchung kleine börsennotierte Gesellschaften im Mittelpunkt stehen. Dadurch, dass diese Unternehmen nicht allzu sehr im Fokus der Investorenöffentlichkeit stehen, befolgen sie im Schnitt weniger Empfehlungen aus dem DCGK als zum Beispiel DAX-30-Unternehmen, deren Erfüllungsquote nahe 100% liegt. Gleichzeitig sollen diese entgegen vorheriger Untersuchungen über einen längeren Zeitraum betrachtet werden, um auch im Zeitverlauf mögliche Erkenntnisse einzubeziehen. Hierdurch werden Panel-daten untersucht. Nach Short (1994) und Himmelberg et al. (1999) kann dem Endogenitätsproblem (vgl. Beiner et al., 2005) durch die Verwendung von Panel- anstelle von Querschnittsdaten entgegengewirkt werden. Es soll eine empirische Datenbasis angelegt werden, mit der es möglich ist, die unterschiedlichen Erfüllungsquoten (auch der Einzelbestimmungen) des DCGK quantitativ zu erfassen und zu untersuchen. Zusätzlich wird die Datenbasis Unternehmenseigenschaften, wie zum Beispiel die Aktionärsstruktur, beinhalten, um diese in weitere Untersuchungen einbeziehen zu können.

1.3 Wissenschaftlicher Ansatz und Aufbau der Arbeit

Basierend auf dem aktuellen Stand der Forschung und der zuvor beschriebenen Fragestellungen ist die Arbeit wie folgt aufgebaut: Zunächst wird theoretisch in die Thematik der Corporate Governance eingeführt. Hierbei gilt es vor allem die Untersuchungsgegenstände (Corporate Governance und Unternehmenserfolg) voneinander abzugrenzen. In Kapitel 2 wird daher die dieser Arbeit zugrunde liegende Definition von Corporate Governance hergeleitet, bevor verschiedene Corporate Governance-Mechanismen und anschließend der Deutsche Corporate Governance Kodex vorgestellt werden. Basierend auf der Neuen Institutionenökonomik (Kapitel 3.1), der Stewardship-Theorie (Kapitel 3.2) und der Theorie des Kollektiven Handelns (Kapitel 3.3) werden dann in Kapitel 4 die forschungsleitenden Hypothesen entwickelt. Hier liegt der Schwerpunkt darauf, Bestimmungs- und Theoriedefizite zu verkleinern. Erst dann werden vorangegangenen Stu-

dien vorgestellt, die für die vorliegende Untersuchung relevant sind.¹⁰ Zunächst liegt der Fokus hierbei auf Studien ohne deutschen Bezug (Kapitel 5.1), bevor mögliche (Vergleichs-)Studien aus Deutschland dargestellt werden (Kapitel 5.2). Speziell aus den deutschen Studien werden entsprechend Erkenntnisse und mögliche Erweiterungen für die Untersuchung abgeleitet (Kapitel 5.3).

Anschließend werden die zu untersuchenden Unternehmen, deren Kennziffern zur Unternehmensentwicklung und die Daten zur Corporate Governance vorgestellt (Kapitel 6). Hierbei wird zunächst detaillierter auf den DCGK und seine Empfehlungen (Kapitel 6.2.1) eingegangen, bevor die endogenen Variablen für den Unternehmenserfolg (Kapitel 6.2.2) und die exogenen Kontrollvariablen (Kapitel 6.2.3) beschrieben werden. Kapitel 6.3 stellt anschließend die statistischen Methoden vor. Während zunächst die Daten deskriptiv analysiert werden (Kapitel 7.1), folgt darauf die empirische Überprüfung der Hypothese 1 (Kapitel 7.2), 2 (Kapitel 7.3), 3 und 4 (Kapitel 7.4) sowie der Hypothese 5 (Kapitel 7.5). Kapitel 8 beschäftigt sich mit der Diskussion und Bewertung der Ergebnisse. Zunächst werden die Hypothesen bewertet (Kapitel 8.1) und anschließend die Ergebnisse interpretiert (Kapitel 8.2). Aus den Einschränkungen der Aussagefähigkeit der vorliegenden Untersuchung (Kapitel 8.3) werden dann in Kapitel 8.4 Ansatzpunkte für weitere Forschungsprojekte abgeleitet. Die Auswertung aller Erkenntnisse soll dann in der Schlussbetrachtung eine konstruktive Auseinandersetzung über den Zweck und die Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex ermöglichen (Kapitel 9).

¹⁰ Aufgrund der immer größer werdenden Fülle an Literatur zu diesem Thema wurde sich auf Studien beschränkt, die eine direkte Relevanz für die vorliegende Untersuchung haben.

2 Corporate Governance und der Deutsche Corporate Governance Kodex

2.1 Definitionen von Corporate Governance

Als Denis (2001) ihren Artikel ‚Twenty-five Years of Corporate Governance Research ... and Counting‘ veröffentlichte, markierte sie das Jahr 1976 als den Beginn der Corporate Governance-Forschung. Zur gleichen Zeit veröffentlichten Jensen und Meckling (1976) ihren Artikel zur ‚Theory of the firm‘ im Journal of Financial Economics, in dem sie vor allem die Agenten-Probleme zwischen Managern und Eigentümern von Unternehmen behandelten. Zwar thematisch nicht gänzlich unabhängig voneinander war es nicht die Intension der beiden Autoren, den Grundstein für die Corporate Governance-Forschung zu legen und deren Definition nachhaltig zu prägen. Dennoch bekräftigte dieser Zusammenhang oftmals die Vorstellung, in der Corporate Governance-Forschung ginge es vornehmlich darum, Lösungen zu den von Jensen und Meckling (1976) beschriebenen Agenten-Problemen zwischen Unternehmensleitung und den Eigentümern (siehe hierzu Kapitel 3.1.3) zu finden. (Vgl. Padgett, 2012, S. 2) Passend hierzu definieren Shleifer und Vishny (1997) Corporate Governance aus Sicht der Kapitalgeber:

„Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment. [...] Our perspective on corporate governance is a straightforward agency perspective, sometime referred to as separation of ownership and control.“

(Shleifer und Vishny, 1997, S. 737)

Doch es sind zahlreiche Definitionen für Corporate Governance gebräuchlich, die sich zum Teil stark unterscheiden. So weicht Zingales (1998) bei seiner Definition von der Vorstellung ab, Corporate Governance beschäftige sich ausschließlich mit den Agenten-Problemen zwischen Unternehmensleitung und den Eigentümer und stellt dabei den allgemeinen Verteilungsaspekt von ‚erwirtschafteten‘ Renten in den Vordergrund:

„I define corporate governance as the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated by a firm.“

(Zingales, 1998, S. 4)

Auch länderspezifische Charakteristika bestimmen die Unterschiede bei konkreten Definitionen: Während Corporate Governance in den USA eher eng definiert und dabei wie bei Shleifer und Vishny (1997) das Interesse der Eigentümer in den Vordergrund gestellt wird, liefert zum Beispiel Hoshi (1998) eine weite, Japan-beeinflusste Definition, in der alle von einem Unternehmen beeinflusste Gruppen (sogenannte Stakeholder¹¹) einbezogen werden:

„Corporate governance can be defined as the way the management of a firm is influenced by many stakeholders. [...] Those aspects address the agency problems between (i) shareholder and managers, (ii) creditors and managers, (iii) workers and managers, (iv) suppliers and customers, and (v) government and firms.“

(Hoshi, 1998, S. 847)

So versucht Corporate Governance im engeren Sinn fast ausschließlich die Konflikte zwischen Unternehmensführung und den Eigentümern eines Unternehmens (Shareholder) zu lösen, während das Spektrum der Corporate Governance im weiteren Sinn alle Interessensgruppen mit ihren expliziten und impliziten Ansprüchen gegenüber dem Unternehmen (Stakeholder) umfasst. Das Ziel beider Definitionen ist jedoch immer gleich: Das Lösen konfliktärer Ziele von Vertragsbeziehungen, für die es keine effiziente Marktlösung gibt und die häufig zu komplex und zu spezifisch für den Einzelfall betreffende, gesetzliche Regeln sind (vgl. Scott, 1999).

Dieser Arbeit soll die Definition von von Werder (2009) zugrunde liegen. Der Autor fasst seine Definition von Corporate Governance weit genug, um gerade die auch in Deutschland verbreitete, weite Definition von Corporate Governance zu berücksichtigen, zeigt

¹¹ Das Gabler Wirtschaftslexikon definiert Stakeholder als alle internen und externen Personengruppen, „die von den unternehmerischen Tätigkeiten gegenwärtig oder in Zukunft direkt oder indirekt betroffen sind.“ (Thommen, 2014) Hierzu zählen u. a. Eigentümer, Management, Mitarbeiter, Fremdkapitalgeber, Lieferanten, Kunden, Konkurrenz, Staat und Gesellschaft.

aber auch auf, dass sich Corporate Governance lohnen muss (Abwägung der Einbußen durch opportunistisches Verhalten und der Aufwendungen für die Regelungen).¹²

Regelungen zur Corporate Governance „zielen darauf ab, unter Abwägung der Einbußen durch opportunistisches Verhalten (Opportunismuskosten) und der Aufwendungen für die Regelungen (Regulierungs- bzw. Governancekosten) möglichst günstige Bedingungen für eine produktive Wertschöpfung und faire Wertverteilung zu schaffen.“

(von Werder, 2009, S. 14)

Um dieses opportunistisches Verhalten einzuschränken und dabei mögliche Agenten-Probleme zu lösen, dienen Marktmechanismen sowie institutionelle und regulatorische Corporate Governance-Mechanismen.

2.2 Corporate Governance-Mechanismen

Jensen (1993) definiert mit den Kapitalmärkten (Capital Markets), den Produkt-, Arbeits- und Faktormärkten (Product, Factor, and Labor Markets), internen Kontrollsystemen (Internal Control System, Board of Directors)¹³ und dem politischen und regulatorischen System (Legal, Political or Regulatory System) vier Kräfte, die dazu geeignet sind, Agenten-Konflikte für die Gesellschaft zu lösen. Diese Mechanismen werden von Suter (2000) um die kontrollierende Wirkung des Fremdkapitals (im Bereich der Kapitalmärkte), das unter Jensen (1993) dort noch nicht berücksichtigt wurde, und die wichtige Funktion der Transparenz ergänzt.¹⁴

¹² Bei einer Überprüfung, ob Corporate Governance den Wert eines Unternehmens beeinflusst, sollten auch die (Verwaltungs-/ Organisations-)Kosten der Corporate Governance nicht unberücksichtigt bleiben.

¹³ Obwohl ein Verwaltungsrat, in Deutschland z. B. in Form des Aufsichtsrates, gesetzlich vorgeschrieben ist, zählt Jensen (1993) diesen aufgrund seiner innerorganisatorischen Gestaltung zu den Marktmechanismen. Während das grundsätzlich hinterfragt werden kann, hat diese Zuordnung jedoch keine Auswirkung auf die vorliegende Arbeit und wird daher nicht weiter diskutiert.

¹⁴ Die folgende Ausarbeitung basiert auf Suter (2000, S. 123 - 134).

2.2.1 Marktmechanismen der Corporate Governance

Zu den Marktmechanismen der Corporate Governance zählen neben dem Kapitalmarkt und dem Markt für Unternehmenskontrolle auch der Produkt- und Arbeitsmarkt. Die Kapitalmarktkräfte, die das Management von Unternehmen kontrollieren sollen, lassen sich dabei in die Überwachung durch den Aktionär, durch institutionelle Investoren und die Überwachung durch Fremdkapitalgeber oder einen Verwaltungsrat unterteilen.

*Aktionäre und institutionelle Investoren*¹⁵: Sie können das Management auf zwei Arten überwachen: Zum einen können sie ihre Aktien verkaufen und so ungenügende Managementleistung mit Kursabschlag bestrafen, zum anderen verfügen sie über residuelle Kontrollrechte und können Management-Entscheidungen auf der Generalversammlung rückgängig machen.

Fremdkapital: Da Fremdkapital durch Zins- und Kapitalrückzahlungen den verfügbaren ‚Free Cash-flow‘¹⁶ reduziert, muss zur Finanzierung neuer Projekte auf externe Quellen zurückgegriffen werden. Fremdkapitalgeber sind aber im Gegensatz zu Eigenkapitalgebern nicht an Wertsteigerungspotentialen sondern an termingerechten Zins- und Kapitalrückzahlungen, also am Ausfallrisiko, interessiert und werden daher sowohl das Projekt als auch das Unternehmen entsprechend prüfen.

Interne Kontrollsysteme (Verwaltungsrat): „Boards of directors are a crucial part of the corporate structure. They are the link between the people who provide capital (the shareholders) and the people who use that capital to create value (the managers).“ (Monks und Minow, 1996, S. 167) Eigentümer setzten Verwaltungsräte ein, um die Distanz zwischen ihnen und der Unternehmensleitung zu verringern und so eine bessere Kontrolle zu gewährleisten.

¹⁵ Der Einfluss institutioneller Investoren ist dabei natürlich wesentlich größer als der Einfluss von Kleinaktionären.

¹⁶ Der Free Cash-flow eines Unternehmens berechnet sich aus dem Operativen Cash-flow (Einzahlungsüberschuss aus den Produktions- und Absatztätigkeiten) minus der Investitionen plus der Desinvestitionen. Der Free Cash-flow verdeutlicht, wie viele finanzielle Mittel den Aktionären eines Unternehmens tatsächlich zur Verfügung stehen. (Vgl. Breuer, 2014)

Markt für Unternehmenskontrolle: Da im Anschluss an eine feindlichen Unternehmensübernahme oftmals das alte Management-Team ausgewechselt wird (vgl. Manne, 1965), hat sich mit der Gefahr einer drohenden Übernahme vor allem in den USA und in Großbritannien der Markt für Unternehmenskontrolle als ein weiterer Corporate Governance-Mechanismus fest etabliert. Sich nicht am ‚Shareholder-Value‘ zu orientieren, birgt für die Unternehmensleitung die Gefahr des möglichen Jobverlusts.

Produktmärkte: Können Unternehmen aufgrund einer ineffizienten Wertschöpfungskette ihre Produkte nicht mehr zu konkurrenzfähigen Preisen anbieten, werden sie spätestens mittelfristig vom Markt verschwinden. Die disziplinierende Wirkung von Produktmärkten auf das Management ist demnach stark.

Arbeitsmarkt: Gleichzeitig argumentiert Fama (1980), dass die Separation von Eigentum und Kontrolle zu einer effizienten Trennung der Märkte für Managertalent und für risikobehaftetes Eigentum führe. Der Arbeitsmarkt für Manager hat dabei eine ähnlich disziplinierende Wirkung auf die Qualität und den Preis für Manager wie der Produktmarkt auf die Wertschöpfung eines Unternehmens. Ungenügende Managementleistung wird dabei durch eine geringere Vergütung und schlussendlich durch den Austausch der Unternehmensleitung bestraft.

2.2.2 Einschränkungen der Kontrolle durch Markmechanismen

Die Überwachung der Unternehmensleitung durch Aktionäre vor allem in großen Publikumsgesellschaften ist durch zwei Faktoren eingeschränkt: Zum einen fehlt Aktionären die Nähe zum Tagesgeschäft des Unternehmens, um ihre Rechte qualifiziert auszuüben (vgl. Berle und Means, 1932), zum anderen kommt es schnell zu Trittbrettfahrerverhalten. Bringt nämlich ein Aktionär Ressourcen auf, den Vorstand zu kontrollieren, können alle anderen Aktionäre davon profitieren, ohne entsprechende Ressourcen aufzuwenden. So kann es schnell dazu kommen, dass kein Aktionär bereit ist, die Ressourcen für die Vorstandskontrolle aufzubringen. Dies ändert sich bei großen bzw. institutionellen Investoren: Aufgrund der Größe ihrer Anteile profitieren sie mehr von einer Kontrolle und haben daher einen Anreiz, die Unternehmensleitung zu kontrollieren. Solange aber ihr Anteil unter 100% ist, bleibt die Prinzipal-Agenten-Problematik bestehen und Tritt-

brettfahrerverhalten kann nicht ausgeschlossen werden. (Siehe Kollektives Handeln Kapitel 3.3)

Zusätzlich hat ein institutioneller Investor den Anreiz, seinen Einfluss zu seinen Gunsten und zu Lasten der Minderheitsaktionäre zu nutzen.¹⁷ Prigge und Steenbock (2002) zeigen, dass hierbei vieles von der Motivation des Vermögensverwalters abhängt, die wiederum maßgeblich von der institutionellen Struktur des Pensionsfonds bestimmt wird. So hat z. B. „Wettbewerb, der hauptsächlich über die Performance des Anlagevermögens ausgetragen wird, [...] einen ambivalenten Effekt auf Aktivismus: Hat er eine hohe Intensität, ist eher selten mit Aktivismus zu rechnen [...]. Mit sinkender Wettbewerbsintensität wird Aktivismus wahrscheinlicher [...]“. (Prigge und Steenbock, 2002, S. 790) Gleichzeitig ist laut den Autoren der Aktivismus bei hoher Intensität des Wettbewerbs dann auf eine Marktwertsteigerung beim Zielunternehmen gerichtet, während bei geringer Intensität eher eigene Interessen im Vordergrund stehen.

Die Überwachung durch Fremdkapitalgeber ist ebenfalls eingeschränkt. Da Fremdkapital meist projektbezogen akquiriert wird, sichern sich die Fremdkapitalgeber entsprechend ab und die Rückzahlung ist unabhängig von der Entwicklung des Unternehmens. Zusätzlich haben Fremdkapitalgeber im Fall einer Insolvenz Vorrang und müssen daher nicht wirklich um ihre Einlagen bangen.¹⁸ Hier gibt es zwei unterschiedliche Ansichten.

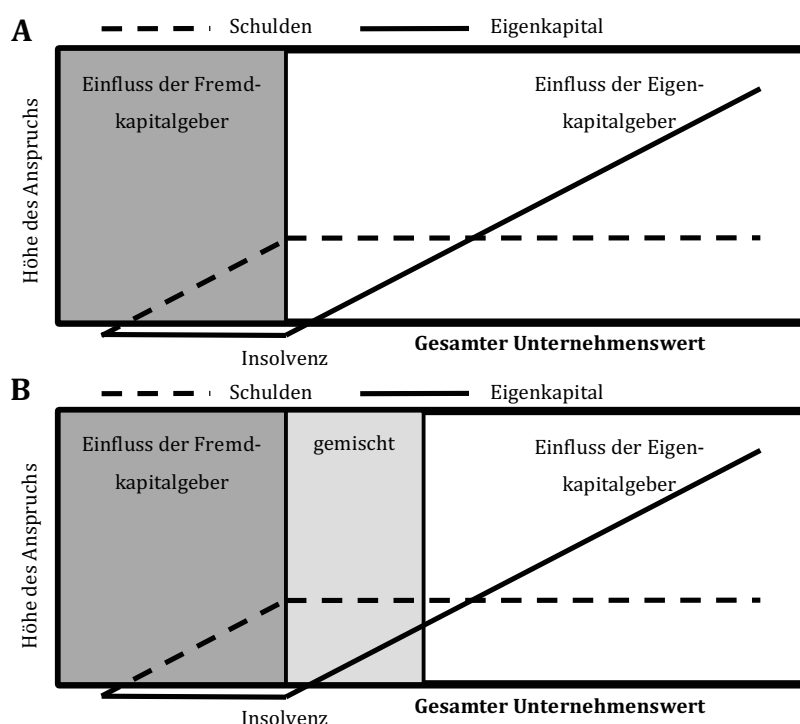
Abbildung 1 zeigt die Unterschiede zwischen der ‚alten‘ (A) und der ‚neuen‘ Ansicht der Corporate Governance-Lehre bezüglich des Einflusses von Fremdkapitalgebern. Die Horizontalachse beschreibt die Höhe des Unternehmenswerts (links niedrig, rechts hoch). Die Vertikalachse stellt ein Maß für die Höhe des Einflusses dar. In einer Phase, in der ein Unternehmen zum größten Teil fremdfinanziert ist (linker Bereich), steigt der Ein-

¹⁷ Die Tatsache, dass Großinvestoren Einfluss zu ihrem eigenen Vorteil und zu Lasten der Minderheitsaktionäre nutzen, ist in der Literatur als Prinzipal-Agenten-Problem Typ II bekannt. Hier entsteht dann die Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen den Kleinaktionären (Prinzipale) und den Großinvestoren (Agenten). (Vgl. Bebchuk und Weisbach, 2010, Chu, 2009, La Porta et al., 1999)

¹⁸ Dass Fremdkapitalgeber erst ihren Einfluss geltend machen, wenn das Eigenkapital eines Unternehmens aufgebraucht ist, repräsentiert die ‚alte‘ Ansicht der Corporate Governance-Lehre. In ihrer Studie zeigen Nini et al. (2012), dass Fremdkapitalgeber schon vor einer Insolvenz ihren Einfluss geltend machen.

fluss der Fremdkapitalgeber mit der Höhe der Schulden, ist aber auch auf die endgültige Höhe der Schulden begrenzt. Der Einfluss der Eigenkapitalgeber hingegen steigt mit dem Unternehmenswert. Während bei der alten Sicht (A) der Einfluss der Fremdkapitalgeber erst im Falle der Insolvenz geltend gemacht wird, gibt es bei der neuen Sicht (B) einen Übergangsbereich, in dem sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgeber verstärkt Einfluss auf die Entscheidungen des Unternehmens nehmen. Musste die Corporate Governance-Lehre zuvor primär die Eigenkapitalgeber berücksichtigen und konnte Fremdkapitalgeber, die erst bei einer Insolvenz ihren Einfluss geltend machten, weitestgehend ignorieren, so hat sich das Bild heute gewandelt: Fremdkapitalgeber versuchen nach der neuen Sicht schon vor der Insolvenz auf das Management einzuwirken, um eine anstehende Insolvenz möglicherweise abzuwenden. Demnach spielt auch für Fremdkapitalgeber die Corporate Governance eine zunehmend wichtigere Rolle.

Abbildung 1: Welche Investoren beeinflussen Managemententscheidungen?



Vgl. Nini et al. (2012, S. 1714)

Ein weiteres Problem stellt die Informationsbeschaffung der ‚Kontrollorgane‘ dar. Aktionäre, institutionelle Investoren, aber auch der Verwaltungsrat sind auf die Informationen der Unternehmensleitung angewiesen. Eine effiziente Überwachung wird hierdurch erschwert. Besitzen die Mitglieder des Verwaltungsrats keine Anteile am Unternehmen, kann gleichzeitig nicht gewährleistet werden, dass sie ausschließlich im Interesse der

Eigentümer agieren.¹⁹ Die Kooperation mit dem Vorstand würde ihre Arbeit immens erleichtern, daher ist eine etwas schwächere Kontrolle bei einem Verwaltungsrat ohne Unternehmensanteile wahrscheinlicher.²⁰

Zwar belegen Theorie und empirische Evidenz, dass feindlichen Übernahmen ein gutes Mittel sind, die Unternehmensleitung zu disziplinieren (vgl. Scharfstein, 1988), dennoch sind Unternehmensübernahmen meist mit hohen Transaktionskosten verbunden, so dass hier die Effizienz der Kontrolle in Frage gestellt werden kann. Gleichzeitig können feindliche Übernahmen selbst eine Auswirkung mangelnder Kontrolle sein (siehe *Empire Building* Kapitel 3.1.3).

Die disziplinierende Wirkung von Produktmärkten kann stark sein. Eine Einschränkung ist jedoch, dass der Mechanismus immer etwas verzögert einsetzt, sobald ein Unternehmen, das sich in einer Situation befindet, die stärkere Überwachung fordert, über finanzielle Reserven verfügt (vgl. u. a. Witt, 2003, S. 140). Mit diesen können Liquiditätsengpässe aufgrund von Umsatzrückgängen ausgeglichen werden. Gleichzeitig funktioniert der Arbeitsmarkt für Manager zumindest in der kurzen Frist nicht effizient (vgl. Jaschke, 1989, S. 100). So ist es zum einen schwierig, die Entwicklung eines Unternehmens auf die Leistungen des einzelnen Managers zurückzuführen (vgl. Swoboda und Walland, 1987, S. 225), zum anderen kommen auf das abwerbende Unternehmen hohe Kosten zu, da Top-Manager meistens über Optionen und Aktienpakete bei ihrem alten Unternehmen verfügen, die aufgrund des Stellenwechsels verfallen und entsprechend kompensiert werden sollen.

2.2.3 Institutionelle und regulatorische Corporate Governance-Mechanismen

Viele Gründe sprechen dafür, dass sich effiziente Corporate Governance-Mechanismen ohne staatliche Eingriffe etablieren. „A market economy can achieve efficient corporate governance without government intervention.“ (Hart, 1995b, S. 686) Auf der anderen Seite offenbaren marktwirtschaftliche Corporate Governance-Mechanismen nicht nur

¹⁹ Auch hier entsteht wieder ein klassisches Prinzipal-Agenten-Problem. Der Verwaltungsrat (Agent) wird von den Aktionären (Prinzipale) beauftragt, die Tätigkeit der Unternehmensleitung zu kontrollieren.

²⁰ Zu den möglichen Problemen bei der Überwachung der Vorstandstätigkeit durch den Aufsichtsrat vgl. Prigge (2010).

theoretisch einige Schwächen (siehe Kapitel 2.2.2), die mithilfe staatlicher Regulierung beseitigt werden könnten. Unternehmensskandale und –schieflagen wie z. B. Enron und WorldCom in den USA oder Karstadt-Quelle, Holzmann und Siemens in Deutschland zeigen, dass Corporate Governance nicht nur Aufgabe der Märkte ist. Zusätzlich bestimmt und ändert der Staat die Rahmenbedingungen, in denen Unternehmen wirtschaften. Für den Fall, dass sich die Gesetzeslage ändert, muss auch in der Anpassungsphase durch die Märkte gewährleistet sein, dass Unternehmensleiter effizient überwacht werden.

Um eine staatliche Regulierung zu beurteilen, muss überprüft werden, in wie weit sie bestehende, außerstaatliche Mechanismen ersetzt, ergänzt, unterstützt oder einschränkt. Ersetzt die staatliche Regulierung den außerstaatlichen Mechanismus, gilt es zu prüfen, welcher Mechanismus effizienter ist. Ergänzt bzw. unterstützt sie die Marktlösung, sollte man kontrollieren, in wie weit der zusätzliche Nutzen die Kosten rechtfertigt. Schränkt eine staatliche Regulierung den Marktmechanismus ein, müssen die Ziele der staatlichen Regulierung mit denen effizienter Corporate Governance verglichen und entsprechend bewertet werden.

Transparenz und Berichterstattung

Eine Unternehmensleitung hat beispielsweise wenig Interesse an einem Abbau der Informationsasymmetrien durch qualitativ hochwertige Berichterstattung. Investoren können zwar fehlende Transparenz mit einem Risikoabschlag im Aktienkurs bestrafen. Doch einschränkende Maßnahmen, die sie aufgrund der Erkenntnisse aus einer hochwertigen Berichterstattung gegenüber der Unternehmensleitung durchsetzen, wiegen laut Baiman und Verrecchia (1996) meistens schwerer. Die Marktlösung wird hier grundsätzlich nur eine schwache Lösung schaffen. So rechnen die Autoren sogar Gewinne, welche die Unternehmensleitung durch Insider-Geschäfte erzielt hat, der Kompensation des Managements zu. Eine effiziente Regulierung zur Berichterstattung kann somit die Corporate Governance von Unternehmen verbessern und schlussendlich auch die Kapitalkosten von Unternehmen senken, da Investoren aufgrund der erhöhten Transparenz niedrigere Renditen (also geringere Risikoaufschläge) fordern (vgl. Botosan, 1997).

Staatliche Regulierungen

So tauchten im Laufe der Zeit mit dem Sarbanes-Oxley Act in den USA, dem Loi de Sécurité Financière in Frankreich, dem Turnbull Report und dem Stewardship Code in Großbritannien sowie dem Swiss Code of Best Practice in der Schweiz viele staatliche Regulierungen auf, welche die Corporate Governance von Unternehmen und damit das Vertrauen nationaler und internationaler Anleger in die Unternehmen verbessern sollen. In Deutschland entstand 2002 der Deutsche Corporate Governance Kodex.

2.3 Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK)

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) war in der Vergangenheit schon häufig Bestandteil wissenschaftlicher Abhandlungen.²¹ In dieser Arbeit soll überprüft werden, in wie weit das Ziel des DCGK, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern (vgl. Regierungskommission DCGK, 2010, S. 1), in der derzeitigen Ausgestaltung erreicht wird. Um die empirischen Erkenntnisse besser einordnen zu können, werden im folgenden kurz die wesentlichen Themen bezüglich des DCGK angesprochen: Entstehung, Inhalt und Funktionen sowie Kritik.

2.3.1 Die Entstehung des Deutsche Corporate Governance Kodex

Während in den USA unter anderem aufgrund des ENRON-Skandals der Sarbanes-Oxley Act erlassen wurde (vgl. Wöhe und Döring, 2008, S. 68ff.), stellte der Insolvenzantrag 1999 mit der endgültigen Insolvenz des Bauunternehmens Philipp Holzmann AG im Jahr 2002 ein ähnlich prägendes Ereignis dar. Schon vor der ‚offiziellen‘ Insolvenz scheiterten mehrere Versuche, das Unternehmen vor der bevorstehenden Pleite zu retten. In der späteren Aufbereitung zeigte sich, dass Missmanagement im Unternehmen schlussendlich zu dem Untergang geführt hatte (vgl. Reuter, 2001, S. 96ff). Die Bundesregierung unter Bundeskanzler Gerhard Schröder reagierte schon im Mai 2001 und setzte die Regierungskommission ‚Corporate Governance – Unternehmensführung – Unternehmenskontrolle – Modernisierung des Aktienrechts‘ ein. Die sogenannte Baums-Kommission, benannt nach ihrem Vorsitzenden, dem Gesellschafts- und Kapitalmarktrechtswissenschaftler Prof. Dr. Theodor Baums, sollte Empfehlungen erarbeiten, mit denen die Stärken des deutschen Corporate Governance-Systems ausgebaut und die Schwächen behoben werden könnten (vgl. Baums, 2002, S. 14). „Die Kommission soll sich aufgrund der Erkenntnisse aus dem Fall Holzmann mit möglichen Defiziten des deutschen Systems der Unternehmensführung und –kontrolle befassen. Darüber hinaus soll sie im Hinblick auf den durch Globalisierung und Internationalisierung der Kapitalmärkte sich vollziehenden Wandel unserer Unternehmens- und Marktstrukturen Vorschläge für eine Modernisierung unseres rechtlichen Regelwerks unterbreiten.“ (Deutsche

²¹ Jüngst zum Beispiel Stiglbauer und Velte (2014) und Theisen (2014).

Regierungskommission Corporate Governance und Baums, 2001, S. 1) Zusätzlich sollten durch das Einsetzen der Baums-Kommission in der deutschen Wirtschaft ein bewusstes Auseinandersetzen mit Corporate Governance intendiert und Konfliktpotential mit der Opposition und deutschen Unternehmen durch noch zu etablierende Selbstregulierungsmechanismen frühzeitig verhindert werden (vgl. Töller, 2009, S. 207; 303).

So empfahl die Baums-Kommission, einen ‚Code of Best Practice‘ für deutsche Unternehmen zu entwickeln. Daraufhin berief das Bundesministerium der Justiz unter der damaligen Bundesjustizministerin Herta Däubler-Gmelin im September 2001 die ‚Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex‘ (Kodex-Kommission) ein. Im Gegensatz zur Baums-Kommission gehören dieser Kommission keine Vertreter der Regierung oder der Politik an und sie wird von der Wirtschaft selbst finanziert. Die Mitglieder der Kommission²² beraten und entscheiden weisungsfrei (vgl. Hoffmann Becking, 2010, S. 337). Bereits am 18. Dezember 2001 wurde der erste Entwurf des DCGK vom Vorsitzenden dieser Kommission, Dr. Gerhard Cromme, vorgestellt, die erste gültige Fassung im Februar 2002 der Bundesministerin der Justiz übergeben und am 30. August 2002 im Bundesanzeiger veröffentlicht (vgl. Cromme und Konferenz Deutscher Corporate-Governance-Kodex, 2002). Gesetzlich verankert wurde der DCGK durch das Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts (Transparenz und Publizität Gesetz, TransPuG) im § 161 AktG. Seitdem wurde der DCGK mindestens einmal jährlich überprüft und bis auf die Jahre 2004 und 2011 auch jedes Jahr den aktuellen Entwicklungen angepasst.

2.3.2 Inhalt und Funktion des Deutschen Corporate Governance Kodex

Der Deutsche Corporate Governance Kodex richtet sich in erster Linie an börsennotierte Gesellschaften, aber auch nicht börsennotierten Gesellschaften legt die Kommission Deutscher Corporate Governance Kodex die Beachtung des Kodex nahe. Innerhalb des DCGK findet sich ein System unterschiedlicher Verbindlichkeiten, das den DCGK von anderen gesetzlichen Regelungen deutlich unterscheidet. Zum einen werden deutsche Gesetze zur Corporate Governance kurz dargestellt, zum anderen gibt der DCGK einen

²² Eine Auflistung der aktuellen Mitglieder der Kodex-Kommission findet sich unter: <http://www.corporate-governance-code.de/ger/mitglieder/index.html>.

Standardkatalog für gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung vor. Der DCGK ist dabei in sieben Abschnitte gegliedert:²³

1. Präambel
2. Aktionäre und Hauptversammlung
3. Zusammenwirken Vorstand und Aufsichtsrat
4. Vorstand
5. Aufsichtsrat
6. Transparenz
7. Rechnungslegung und Abschlussprüfung

In den verschiedenen Abschnitten selbst unterscheidet man zusätzlich zwischen Empfehlungen des Kodex, die durch das Wort ‚soll‘ gekennzeichnet sind, und Anregungen, für die der DCGK Begriffe wie ‚sollte‘ und ‚kann‘ verwendet. Während Unternehmen von den Anregungen ‚problemlos‘ abweichen können, sind sie bei Abweichungen von den Empfehlungen nach dem § 161 AktG verpflichtet, diese jährlich in einer sogenannten Entsprechenserklärung offen zu legen und zu erklären (das sogenannte ‚comply or explain-Prinzip‘).²⁴

Ziel des DCGK ist es dabei, das deutsche Corporate Governance-System transparent und verständlich zu machen²⁵ sowie das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern. (Vgl. Kodex, 2010, S. 1f) So soll nicht nur die Corporate Governance-Situation durch eine Ergänzung der gesetzlichen Bestimmungen verbessert werden, sondern der DCGK auch als eine Art Benchmark-Papier dienen, um potentiellen Investoren Vergleiche mit anderen Ländern zu erlauben (vgl. Seibt, 2002, S. 250).

²³ Für weitere Details zu den einzelnen Empfehlungen des DCGK siehe Kapitel 6.2.

²⁴ Zu Beginn handelte es sich streng genommen nur um ein an die Regelung aus Großbritannien angelehntes ‚comply and disclose‘-System (also ohne Erklärung), wurde aber mit dem Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz 2008 um die Erklärungspflicht konkretisiert. (Vgl. Weber-Rey, 2008, S. 347)

²⁵ Hierzu zählt unter anderem die Erläuterung des dualen Führungssystems und der unternehmerischen Mitbestimmung.

2.3.3 Kritik am Deutschen Corporate Governance Kodex

Die Kritik am DCGK ist vielfältig. Die wichtigsten Kritiken lassen sich hierbei in drei Kategorien zusammenfassen:²⁶

1. Verfassungsrechtliche Bedenken
2. Verfehlung der Ziele
3. Unzureichende Gestaltung

Verfassungsrechtliche Bedenken

Bei den verfassungsrechtlichen Bedenken handelt es sich vor allem um die Befugnisse der Kodex-Kommission und den § 161 AktG. Zum einen hält unter anderem Kiethe (2003, S. 560) die Verlagerung von Gesetzgebungsbefugnissen an demokratisch nicht-legitimierte Gremien wie die Kodex-Kommission für verfassungswidrig, zum anderen sehen viele Kritiker das Demokratieprinzip nach Art. 20 Abs. 2 Satz 1 GG durch die Bezugnahme des § 161 AktG auf den DCGK – ebenfalls wie die Kodex-Kommission demokratisch nicht-legitimiert – verletzt (vgl. Hommelhoff und Schwab, 2009, S. 60).

Verfehlung der Ziele

Neben dem Ziel, die Corporate Governance-Situation in Deutschland zu verbessern, ist erhöhte Transparenz eines der Leitziele des DCGK. Ob dieses jedoch durch weitere Regelungen zu dem schon jetzt stark kodifizierten deutschen Rechtssystem tatsächlich erreicht werden kann, bleibt zu bezweifeln. So stellt der DCGK für einige Kritiker eher eine weitere Regulierungsebene als ein Mittel zur Deregulierung dar. (Vgl. Wiesner, 2003, S. 977) Ob sich tatsächlich durch den DCGK die Transparenz erhöht, ist bis dato ebenfalls noch nicht empirisch belegt.

Unzureichende Gestaltung

Neben den Kritiken an der Zielerfüllung und den verfassungsrechtlichen Bedenken gibt es auch viel Kritik bezüglich der Gestaltung des DCGK. So ist der DCGK vornehmlich an großen Publikumsgesellschaften ausgerichtet und vernachlässigt die Belange kleinerer,

²⁶ Die Bandbreite an Kritiken ist in diesem Kapitel nicht erschöpfend dargestellt. Es soll lediglich ein erster Überblick gegeben werden, welcher der abschließenden Einordnung der Erkenntnisse aus der Untersuchung in Kapitel 9 dienen soll.

mittelständischer Unternehmen (vgl. Dörner und Orth, 2005, S. 8). Auch ist das Ziel der erhöhten Transparenz nicht erfüllt, solange die Entsprechenserklärungen keine Möglichkeit bieten, zu prüfen, zu welchem Grad die Empfehlungen des DCGK auch wirklich umgesetzt wurden (vgl. Theisen und Raßhofer, 2007, S. 1317). Zusätzlich setzt der Gesetzgeber mit dem § 161 AktG auf die Selbstregulierungskräfte des Kapitalmarkts: Unternehmen, die nur wenigen Empfehlungen des DCGK folgen, sollen an der Börse durch einen schlechteren Kurs ‚abgestraft‘ werden. Nowak et al. (2005) finden in ihrer Untersuchung jedoch keinen Zusammenhang zwischen der Befolgung der Kodex-Empfehlungen und dem Börsenkurs.²⁷

²⁷ Eine ausführliche Untersuchung der für diese Arbeit relevanten Studien bezüglich eines Zusammenhangs zwischen dem DCGK und dem Wert eines Unternehmens findet sich in Kapitel 5.2.

3 Theoretische Grundlagen der Hypothesen

Corporate Governance ist als Prozess zu verstehen, der den Interessensausgleich verschiedener am Unternehmen und damit an den Entscheidungsprozessen beteiligter bzw. von diesen betroffenen Gruppen zum Ziel hat (vgl. Zöllner, 2007, S. 8). Sie bildet den Rahmen für die Verteilung der sogenannten Quasi-Renten²⁸, die im Laufe einer Beziehung entstanden sind. (Vgl. Williamson, 1985) Da diese Beziehungen von Unsicherheit und Informationsasymmetrien geprägt sind, findet Corporate Governance ihre theoretische Begründung in der Neuen Institutionenökonomik. (Vgl. Grothe, 2006, S. 24) Im Folgenden sollen daher zunächst mit der Theorie der Verfügungsrechte (Kapitel 3.1.1), der Transaktionskostentheorie (Kapitel 3.1.2) sowie der Prinzipal-Agenten-Theorie (Kapitel 3.1.3) kurz einige Ansätze der Neuen Institutionenökonomik vorgestellt werden, bei denen sich die meisten Ansatzpunkte in Bezug auf die Thematik der Corporate Governance finden lassen. Anschließend werden mit der Stewardship-Theorie (Kapitel 3.2) als eine Art Gegenreaktion zur Prinzipal-Agenten-Theorie und einer kurzen Einführung in die Theorie des kollektiven Handelns (Kapitel 3.3) weitere theoretische Grundlagen für die Hypothesenbildung der empirischen Untersuchung geschaffen.

3.1 Neue Institutionenökonomik

Während die Neoklassik unternehmensinterne Prozesse nicht berücksichtigt (vgl. Hart, 1995a, S. 17ff.) und in der neoklassischen Finanztheorie unterstellt wird, dass (Finanzierungs-)Entscheidungen den Unternehmenswert nicht beeinflussen (vgl. Modigliani und Miller, 1958), berücksichtigen die Ansätze der Neuen Institutionenökonomik die Wirkungsweise von Unsicherheit und Informationsasymmetrien auf Unternehmen und deren Wert. Sie gehen dabei unter anderem der Frage nach, wie Entscheidungsprozesse durch den Einsatz gesetzlicher oder vertraglicher Regelungen (Institutionen) effizient koordiniert werden können (vgl. Mikus, 1998, S. 451). Institutionen sind dabei „die Menge von Funktionsregeln, die man braucht, um festzulegen, wer für Entscheidungen

²⁸ „Assume an asset is owned by one individual and rented to another individual. The quasi-rent value of the asset is the excess of its value over its salvage value, that is, its value in its next best use to another renter. The potentially appropriable specialized portion of the quasi rent is that portion, if any, in excess of its value to the second highest-valuing user.“ (Klein et al., 1978, S. 298)

in einem bestimmten Bereich in Frage kommt, welche Handlungen statthaft oder eingeschränkt sind, welche Aggregationsregeln verwendet werden, welche Verfahren eingehalten werden müssen, welche Information geliefert oder nicht geliefert werden muss und welche Entgelte den einzelnen entsprechend ihrer Handlungen zugebilligt werden“. (Ostrom und Schöller, 1999, S. 51)

3.1.1 Theorie der Verfügungsrechte

Die Theorie der Verfügungsrechte (Property-Rights-Theorie) integriert dazu das Rechtssystem in die ökonomische Betrachtungsweise, indem sie die Zusammenhänge von durchsetzbaren Verhaltensbeziehungen (Rechten), Anreizen und ökonomischem Verhalten zwischen Akteuren betrachtet, die aus der Existenz und Nutzung von Gütern entstehen. „Güter können hierbei nicht nur greifbarer Natur sein, sondern auch abstrakte Konzepte, wie beispielsweise Arbeitsleistung, darstellen.“ (Picot et al., 2012, S. 57) Die Rechte an einem Gut werden dabei in das Recht, das Gut zu nutzen (*ius usus*), es bezüglich Form und Substanz zu verändern (*ius abusus*), die Rechte an dem Gut auf Dritte zu übertragen (*ius successionis*) und das Recht, sich entstandene Erträge anzueignen bzw. entsprechende Verluste zu tragen (*ius usus fructus*), unterteilt (vgl. Alchian und Demsetz, 1972, S. 783).

Der Wert eines Gutes hängt damit nicht nur von seinen physikalischen Eigenschaften ab, sondern wird auch durch die Übertragung der einzelnen Handlungs- und Verfügungsrechte determiniert. Sind diese eingeschränkt, spricht man von der Verdünnung von Verfügungsrechten. Nach Picot et al. (2012, S. 58) unterscheidet man bei der Verdünnung von Verfügungsrechten zwei Dimensionen: 1. den Grad der Vollständigkeit der Property-Rights-Zuordnung; und 2. die Anzahl der Property-Rights-Träger.

Abbildung 2: Zwei Dimensionen der Verdünnung von Property Rights

		Anzahl der Property-Rights-Träger	
		niedrig	hoch
Grad der Vollständigkeit der Property-Rights-Zuordnung	hoch	Konzentrierte Property-Rights-Struktur Bsp.: Einzelunternehmung	Verdünnte Property-Rights-Struktur Bsp.: Publikumsaktiengesellschaft
	niedrig	Verdünnte Property-Rights-Struktur Bsp.: Stiftung	Stark verdünnte Property-Rights-Struktur Bsp.: Großverein wie ADAC

Picot et al. (2012, S. 58)

So hat das Rechtssystem, in dem die jeweilige Übertragung der Verfügungsrechte geregelt ist, direkte wirtschaftliche Auswirkungen auf den Wert des Gutes: Ökonomische und rechtliche Fragestellungen können daher nicht mehr unabhängig voneinander beantwortet werden (vgl. Coase, 1960).

Während in der Theorie der Verfügungsrechte Verträge (das Rechtssystem) dazu dienen, Handlungs- und Verfügungsrechte zu übertragen, werden diese innerhalb von Unternehmen durch organisatorische Regelungen, wie die Unternehmensverfassung, die Handlungs- und Verfügungsrechte für die hierarchische Bildung abgeleiteter Institutionen definiert (vgl. Picot et al., 2012, S. 59), zugeordnet. Gleichzeitig unterstellt die Theorie der Verfügungsrechte einen methodologischen Individualismus: Kollektive verhalten sich demnach nicht wie Individuen. Das Verhalten von Unternehmen wird vielmehr durch das Handeln vieler Einzelpersonen mit unterschiedlichen und oft eigennützigen Präferenzen bestimmt (vgl. Richter et al., 2003, S. 201).

Räumt man nun den Wirtschaftssubjekten Freiheitsgrade im Umgang mit bzw. bei der Übertragung von Verfügungsrechten ein, ergibt sich das Problem, alternative Property-Rights-Arrangements zu beurteilen. (Vgl. Picot et al., 2012, S. 59) Sobald man von dem Status vollständiger Spezifikation und exklusiver Zuordnung abweicht (Verdünnung der Verfügungsrechte), entstehen Kosten, die in die Beurteilung von Verträgen bzw. organisatorischen Regeln einfließen müssen. So entstehen bei der Aufteilung der Eigentums-

rechte auf verschiedene Wirtschaftssubjekte externe Effekte, sobald der Nutzen eines unbeteiligten Marktteilnehmers durch die Handlungen eines Wirtschaftssubjektes unentschädigt verändert (vgl. Mankiw und Wagner, 2004, S. 221ff.) bzw. diese Interdependenz im Rahmen des vorhandenen Ordnungsrahmens nicht in die Entscheidung miteinbezogen wird (vgl. Breyer und Kolmar, 2010, S. 255ff.).

Vereint der Handelnde jedoch alle Rechte auf sich, so trägt nur er selbst die Auswirkungen seiner Handlungen und hat daher einen hohen Anreiz, Ressourcen möglichst effizient einzusetzen. In einer Welt ohne Transaktionskosten sind alle vollständigen Verteilungen von Verfügungsrechten wohlfahrtstheoretisch gleich, da ineffiziente externe Effekte durch den Marktmechanismus eliminiert werden.²⁹ Die Verwirklichung dieses Idealzustandes scheitert in der Realität jedoch an der Existenz genau dieser Transaktionskosten (vgl. Picot et al., 2012, S. 60). Unter Transaktionskosten können all die Ressourcenverbräuche summiert werden, die entstehen, „wenn ein Gut oder eine Leistung über eine technisch trennbare Schnittstelle hinweg übertragen wird“ (Williamson und Streissler, 1990, S. 1). Eine Transaktion kann hierbei sowohl unternehmensintern als auch auf Märkten stattfinden. Arrow (1969, S. 48) bezeichnet Transaktionskosten daher auch als die Betriebskosten eines Wirtschaftssystems. Bei der Übertragung von Verfügungsrechten entstehen unter anderem Kosten bei der Spezifikation, dem Austausch, der Überwachung und der Durchsetzung der Rechte (vgl. Coase, 1937), die es bei der Wahl des Property-Rights-Arrangements (bzw. der Unternehmensform) zu berücksichtigen gilt.

Die Relevanz der Theorie der Verfügungsrechte für die Corporate Governance

Grundlage der Corporate Governance-Debatte ist die Übertragung der Rechte zur Steuerung eines Unternehmens von den Eigentümern an die Unternehmensleitung, während die Rechte am erwirtschafteten Nutzen bzw. des zu tragenden Verlusts und das Recht zur Veräußerung bei den Eigenkapitalgebern bleiben (vgl. Berle und Means, 1932). Hierbei verfolgen beide Parteien ihre oft eigennützigen Präferenzen. Gute Corporate Governance zeigt sich somit in einer effizienten Verteilung von Verfügungsrechten (vgl.

²⁹ Das Coase-Theorem besagt hierbei unter der Annahme keiner nennenswerten Transaktionskosten, dass Märkte die Probleme externer Effekte durch Verhandlungen über die Allokation von Ressourcen effizient lösen. (Vgl. Coase, 1960)

Metten, 2010, S. 34). Eigentümer müssen dabei abwägen, welche Verfügungsrechte sie übertragen und wie sie diese einschränken bzw. kontrollieren. Gleichzeitig müssen sie bewerten, welche Möglichkeiten sie haben, ihre Interessen durchzusetzen, und diese gegebenenfalls institutionalisieren (vgl. Stiglbauer, 2010, S. 34).

Diese Möglichkeiten sind mit Transaktionskosten verbunden, sollten dabei jedoch nicht den Grenznutzen durch die Nutzung der Verfügungsrechte übersteigen (vgl. Coase, 1960). „Die Höhe der Transaktionskosten hängt zum einen von der Verteilung der Property-Rights und zum anderen von der Existenz transaktionskostensenkender Institutionen ab.“ (Picot und Schuller, 2001, S. 85) Unter Berücksichtigung dieser bringt das klassisch eigentümergeführte Unternehmen den höchsten Nettonutzen. Hier sind alle Verfügungsrechte in einer Person vereint. Die optimale Gestaltung der Corporate Governance sollte sich daher an das Modell des eigentümergeführten Unternehmens annähern (vgl. Welge und Eulerich, 2012, S. 8). Bei der Publikumsaktiengesellschaft auf der anderen Seite sind die Verfügungsrechte wesentlich verdünnter: Zwar können die Verfügungsrechte meist eindeutig zugeordnet werden, aufgrund der Vielfalt von ‚Property-Rights-Trägern‘ und der zu verteilenden Verfügungsrechten sind die Kosten der Spezifikation, des Austausches, der Übertragung und der Überwachung der Rechte jedoch vergleichsweise hoch. „Sowohl die Eigentümerkonflikte als auch die durch sie veranlasste Kontrolle des Managements verursachen Kosten, die sich negativ auf den Unternehmenserfolg auswirken.“ (Mustaghni, 2012, S. 30) Diese gilt es mit einer effizienten Corporate Governance-Struktur dauerhaft möglichst niedrig zu halten und so den Unternehmenserfolg nachhaltig zu erhöhen.

3.1.2 Transaktionskostentheorie

„Während in der Theorie der Property Rights die Gestaltung und Verteilung von Verfügungsrechten den zentralen Gegenstand der Institutionenanalyse bilden, stellen Verfügungsrechtsstrukturen in der Transaktionskostentheorie nicht weiter thematisierte Rahmenbedingungen dar.“ (Picot et al., 2012, S. 70) Viel mehr stehen die vielfältigen Austauschbeziehungen zwischen den Akteuren arbeitsteiliger Wirtschaftssysteme im Vordergrund. „Eine Transaktion findet statt, wenn ein Gut oder eine Leistung über eine

technische Schnittstelle hinweg übertragen wird.“ (Williamson, 1985, S. 41)³⁰ Mit der Transaktionskostentheorie wendete Williamson (1985) die Überlegungen von Ronald Coase (1937) zur Existenz hierarchisch strukturierter Unternehmen auf organisatorische und vertragliche Probleme der realen Welt an. Coase (1937) begründete die Existenz von Unternehmen damit, dass für bestimmte Austauschprozesse die Transaktionskosten so hoch seien, dass es sich lohnen würde, den Marktmechanismus durch eine Hierarchiestruktur zu ersetzen (vgl. Henne, 2011, S. 95). Die Transaktionskostentheorie versteht die Unternehmung eher im Sinne einer Governance-Struktur als einer Produktionsfunktion, um organisatorische Mechanismen und Strukturen unter Berücksichtigung positiver Transaktionskosten, unvollständiger Voraussicht und eingeschränkter Rationalität zu erklären (vgl. Richter et al., 2003, S. 194f.). Transaktionskosten sind hierbei alle Nachteile, die ein Akteur im Zuge eines Tauschprozesses zu tragen hat. Man unterscheidet ex-ante (vor Vertragsabschluss) und ex-post (nach Vertragsabschluss) Transaktionskosten. (Vgl. Schmidt-Trenz, 1996) „Kosten, die im Vorfeld zu tragen sind, entstehen etwa bei der Suche eines Vertragspartners, bei Verhandlungen über die jeweiligen Vertragsinhalte oder beim Schreiben des Vertrages.“ (Picot et al., 2012, S. 70) Während vor Vertragsschluss auf dem Markt Konkurrenz herrscht und die Akteure ihre Geschäftspartner frei wählen können, sind sie nach Vertragsschluss in eine bilaterale Monopolsituation eingeschlossen. (Vgl. Richter et al., 2003, S. 195) Diese Lock-in-Situation aufgrund transaktionsspezifischer Investitionen kann zu opportunistischem Verhalten³¹ führen. Da jegliche transaktionsspezifischen Investitionen im Falle eines Scheiterns versunkene Kosten wären, verfügen beide Parteien über ein entsprechendes Drohpotential (Hold-up).³² Hinzu kommt, dass aufgrund mangelnder kognitiver Fähigkeiten, unsicherer Zukunftereignisse und komplexer Umweltsysteme Verträge nur suboptimal ausge-

³⁰ Nach Klein et al. (1978) ist die Definition einer Transaktion mit dem Fokus auf die physische Ressourcenübertragung noch um die Übertragung der Verfügungsrechte zu ergänzen.

³¹ Obwohl die ex post-Transaktionskosten im Fokus stehen, wird grundsätzlich „zwischen dem opportunistischen Verhalten vor Vertragsschluss (Adverse Selection), bei dem der Akteur entscheidungsrelevante Informationen zurückhält, und dem opportunistischen Verhalten nach Vertragsschluss (moral hazard) unterschieden, bei dem der Akteur zu Lasten des Vertragspartners vom Vertrag abweicht.“ Richter et al. (2003, S. 592)

³² Sobald diese Kosten ungleich verteilt sind, kann die vermeintlich stärkere Partei (mit weniger hohen Investitionen) bei allen nicht vertraglich geregelten Anpassungen auf sich ändernde wirtschaftliche Gegebenheiten ihren Willen durchsetzen. Hierzu zählen auch ex ante bestehende Preis- und Qualitätsunsicherheiten, die ein potentiell Marktversagen hervorrufen können. (Vgl. Metten, 2010, S. 39)

handelt werden können (vgl. Hart, 1995a, S. 23f.).³³ „Deshalb sind Lücken in komplexen Austauschverträgen nicht nur unvermeidbar, sondern völlig am Platze.“ (Richter et al., 2003, S. 195) Um sich jedoch gegen opportunistisches Verhalten der vermeintlich stärkeren Vertragspartei zu schützen, ist es wichtig, Verträge, die transaktionsspezifische Investitionen erfordern, durch Institutionen zur Stützung des Vertrages ex post (vgl. Williamson und Streissler, 1990, S. 33) zu ergänzen. Die Wahl solcher Überwachungs- und Durchsetzungsstrukturen ist das Kernstück der Transaktionskostentheorie (vgl. Richter et al., 2003, S. 195). Hierzu gliedert Williamson Transaktionen nach folgenden Eigenschaften: Spezifität (der Investitionen) sowie Unsicherheit und Häufigkeit (von Transaktionen). „In seiner nachfolgenden Analyse nimmt er an, dass in dem System ein genügend hoher Grad von Unsicherheit herrscht, um einen sequentiellen Entscheidungsprozess der Einzelpersonen oder Unternehmen zu rechtfertigen.“ (Richter et al., 2003, S. 196) In Abhängigkeit der Transaktionsart (Spezifität und Häufigkeit) lassen sich so verschiedene Governance-Strukturen unterscheiden, mit denen die Hold-up-Problematik eingedämmt werden kann.

Abbildung 3: Governance-Mechanismen

Wirkung der Determinanten Häufigkeit und Spezifität bei gegebener mittlerer Unsicherheit auf die Wahl des Governance-Mechanismus		Investitionsmerkmale		
		unspezifisch	gemischt spezifisch	hochspezifisch
Häufigkeit der vorgenommenen Transaktionen	gelegentlich	Marktkontrolle (klassischer Vertrag)	dreiseitige Kontrolle (neoklassische Verträge)	
	wiederholt	Marktkontrolle (klassischer Vertrag)	zweiseitige Kontrolle	vereinheitliche Kontrolle (vertikale Integration)
			(Kooperation bzw. relationale Verträge)	

(Williamson und Streissler, 1990, S. 89)

Für Transaktionen, die nur unspezifische Investitionen erfordern, bildet der Markt die beste Überwachungsfunktion (Marktkontrolle) sowohl für häufige als auch seltene

³³ Sowohl der eingeschränkte Informationszugang als auch die individuell begrenzte Verarbeitungsfähigkeit von Informationen verursachen Kosten. Zum einen müssen Informationen beschafft, zum anderen auch von allen Parteien entsprechend verarbeitet werden. Akerlof (1970) weist hier besonders auf die beschränkten Datenverarbeitungsfähigkeiten von Individuen und die daraus resultierenden vereinfachten Suchverfahren und Reaktionsmuster hin. Diese ‚Abweichungen‘ des Verhaltens im Vergleich zu der Modell-Annahme des Homo Oeconomicus, dem rationalen Nutzenmaximierers, untersucht die Verhaltensökonomik (auf Englisch Behavioral Economics).

Transaktionen. „Hauptsächlich sind es die Marktalternativen, die jeden Vertragspartner vor dem Opportunismus seines Kontrahenten schützen.“ (Williamson und Streissler, 1990, S. 83f.) Bei Transaktionen, die nur gelegentlich erfolgen und gemischt- bzw. hochspezifische Investitionen erfordern, genügt es nicht, sich alleine auf Märkte zu verlassen. Wie im neoklassischen Vertrag werden hier mithilfe Dritter (dreiseitige Kontrolle) Streitigkeiten beigelegt und Leistungen beurteilt. Bei der zweiseitigen Kontrolle ermöglicht die Häufigkeit der Transaktion die Wiedereinbringung der Kosten spezialisierter Beherrschungs- und Überwachungssysteme (vgl. Williamson und Streissler, 1990, S. 85). Für die optimale Lösung verlässt man sich hier auf relationale Verträge. Sind jedoch hoch spezifische Investitionen für die Transaktion nötig, ist die vertikale Integration (vereinheitlichte Kontrolle) sinnvoll, um die Maximierung des gemeinsamen Gewinns und eine rasche Anpassung an Veränderungen der wirtschaftlichen Bedingungen wahrscheinlicher zu machen. (Vgl. Richter et al., 2003, S. 197f.)

Die Relevanz der Transaktionskostentheorie für die Corporate Governance

Nach Richter et al. (2003) kann Corporate Governance als eine Mischform aus den beiden Überwachungs- und Durchsetzungsstrukturen ‚bilateral‘ und ‚unified‘ Governance gesehen werden. Die Anteilseigner, aber auch alle übrigen Akteure (Mitarbeiter, Lieferanten, Vermieter, ...) stellen einer Kapitalgesellschaft Ressourcen zur Verfügung und sehen sich dem Problem der fundamentalen Transformation ausgesetzt. Obwohl Williamson (1985, S. 304) argumentiert, dass die Geldgeber aufgrund des Verlustrisikos ihrer Investition in einer einzigartigen Beziehung zum Unternehmen stehen und im Gegensatz zu anderen Stakeholdern ihre Ressourcen nicht anders verwerten können,³⁴ kann Corporate Governance als Institution zur Stützung von Verträgen ex post die Kosten, die durch Vertragsrisiken entstehen, für alle Stakeholder minimieren.

Für die ökonomische Analyse der Corporate Governance gibt die Transaktionskostentheorie somit zum einen Hinweise über die Grenzen gesetzlich geregelter Corporate Governance, zum anderen sind die Ansätze der Transaktionskostentheorie hinsichtlich

³⁴ Anders als das Geld der Aktionäre bleiben die Ressourcen anderer Stakeholder (z. B. die Waren der Lieferanten) bis zur endgültigen Bezahlung im Herrschaftsbereich der Ressourceneigner. Auch Simon (1957, 241 ff.) erachtet aufgrund der Außenalternativen einen besonderen Schutz für die übrigen Stakeholder als unnötig.

Corporate Governance als Überwachungs- und Durchsetzungsstruktur transaktionsspezifischer Investitionen von zentraler Bedeutung. (Vgl. Metten, 2010, S. 41f.)

Als Beispiel für **gesetzlich geregelte Corporate Governance** gilt die gesetzliche Mitbestimmung. Sie erhöht innerhalb von Unternehmen die Transaktionskosten der Koordination von Aktivitäten und Entscheidungen (vgl. Weizsäcker, 1984, S. 147). Schränkt sie die Vertragsfreiheit ein und verhindert damit die Suche nach der situationsbedingt jeweils kostengünstigsten Organisationsform, gilt sie als ineffizient (vgl. Gerum, 1992, Sp. 2490). Durch die gesetzliche Internalisierung von Arbeitnehmerinteressen in die Entscheidungsprozesse des Unternehmens werden Transaktionskosten sowohl im Bereich der ansonsten auf mehreren Ebenen periodisch wiederkehrenden Verhandlungen als auch bei der Errichtung von Mitbestimmungsinstitutionen eingespart. Aber erst wenn die Transaktionskosten des Marktes als Institution zur Generierung von Problemlösungen höher sind als die Transaktionskosten der gesetzlichen Regelung, ist diese effizient.³⁵ (Vgl. Metten, 2010, S. 42)

Zu den **transaktionsspezifischen Investitionen** zählt Williamson (1991, S. 281) neben standortspezifischen, anlagespezifischen, abnehmerspezifischen und terminspezifischen Investitionen und Investitionen in die Reputation auch Investitionen in spezifisches Humankapital. Ein Unternehmen ist grundsätzlich daran interessiert, dass Arbeitnehmer ex ante (firmen-)spezifische Investitionen tätigen und durch solch eine enge Bindung zum Unternehmen dessen Wert steigern (vgl. Schmidt und Weiß, 2003, S. 118). Hierzu zählen neben dem Erwerb spezieller (auf das Unternehmen abgestimmter) Fähigkeiten und Kenntnisse auch die Erarbeitung von Sozialkapital³⁶ unter den Kollegen, eine Wohnsitzverlagerung oder die entstehenden Lohnansprüche aus dem Prinzip der Senioritätsentlohnung³⁷ (vgl. Metten, 2010, S. 42). Nachdem der Arbeitnehmer diese Investitionen getätigt hat, besteht für den Arbeitgeber ein starker Anreiz, sich im Sinne eines Hold-up zu verhalten. Antizipieren die Arbeitnehmer dieses Verhalten, werden sie

³⁵ Für die Auswirkungen von Corporate Governance auf die Unternehmensentwicklung in der folgenden Untersuchung ist dieser Punkt nur von sekundärer Bedeutung, da die Mitbestimmung in Deutschland gesetzlich geregelt und für alle Unternehmen gleich ist.

³⁶ Individuelle Ressourcen, die aus den sozialen Beziehungen zu anderen Individuen (u. a. Arbeitskollegen) abgeleitet werden (vgl. Zingales, 1998, S. 551).

³⁷ Das Prinzip der Senioritätsentlohnung beschreibt die Tatsache, dass ein Arbeitnehmer zu Beginn seines Beschäftigungsverhältnisses weniger verdient, als seine Arbeitsproduktivität rechtfertigt, gegen Ende jedoch mehr.

die (notwendigen) spezifischen Investitionen nicht tätigen und somit den Unternehmenswert nicht steigern. Glaubhafte Corporate Governance-Regelungen können Arbeitnehmern wirksame Einflussrechte gewähren, die Hold-up-Gefahr reduzieren und schlussendlich den Unternehmenswert steigern.

Auch die **Anteilseigner einer Kapitalgesellschaft** versuchen mittels eines komplexen institutionellen Arrangements (der Corporate Governance), sicherzustellen, dass sie für ihre eingebrachten finanziellen Mittel einen entsprechenden Gegenwert erhalten (vgl. Shleifer und Vishny, 1997, S. 737). Hierbei geht es vor allem um die Verteilung von Verfügungsrechten, insbesondere um die Tatsache, dass die Anteilseigner einer Kapitalgesellschaft den Vorstandsmitgliedern für eine begrenzte Zeit das unbeschränkte Eigentumsrecht an den Aktiva der Gesellschaft erteilen (vgl. Richter et al., 2003, S. 199). Nun gilt es, die Macht, die das Management durch diese Lock-in-Situation gewinnt, entsprechend einzuschränken, und das Management zu disziplinieren, im Sinne der Anteilseigner zu handeln:

„In view of the managers' ability to pursue their own agenda, it is obviously important that there exist checks and balances on managerial behaviour. A major part of corporate governance concerns the design of such checks and balances.“
(Hart, 1995b, S. 681)

So bietet Corporate Governance Unternehmen einen Rahmen, einzelne Standardisierungsprozesse in das Beziehungsgeflecht der obersten Führungs- und Kontrollebene zu etablieren, Vertragslücken automatisch zu schließen und dadurch mögliche ex post Durchsetzungskosten zu vermindern (vgl. Stiglbauer, 2010, S. 33). Gleichzeitig kann eine transparente Corporate Governance-Berichterstattung dazu beitragen, aufwändige Such- (ex ante) und Monitoring-Kosten (ex post) der Kapitalgeber zu vermindern.

3.1.3 Prinzipal-Agenten-Theorie

Schon vor mehr als 200 Jahren hat Adam Smith den Interessenskonflikt zwischen der Unternehmensleitung und den Anteilseignern beschrieben, der auch heute noch das zentrale Thema in der Corporate Governance-Diskussion darstellt.

„Von Direktoren einer Gesellschaft, die ja bei weitem eher das Geld andere Leute als ihr eigenes verwalten, kann man daher nicht gut erwarten, dass sie es mit der

gleichen Sorgfalt einsetzen und überwachen werden, wie es die Partner in einer privaten Handelsgesellschaft mit dem eigenen zu tun pflegen.“

(Smith und Recktenwald, 1999, S. 629)

Während bei der Transaktionskostentheorie Leistungsbeziehungen zwischen ökonomischen Akteuren betrachtet wurden, beschreibt die Prinzipal-Agenten-Theorie das klassische Delegationsmodell (vgl. Berle und Means, 1932). Der Fokus liegt auf den Leistungsbeziehungen zwischen Auftraggeber (Prinzipal) und Auftragnehmer (Agent) (vgl. Picot et al., 2012, S. 89). Im Rahmen einer Prinzipal-Agenten-Beziehung wird ein Auftraggeber einen Auftragnehmer betrauen, eine Aufgabe wahrzunehmen. Ein Interessenkonflikt ist dabei immanent, da beide Parteien mit unterschiedlichen Nutzenfunktionen versuchen werden, ihre eigene Wohlstandsposition zu maximieren (vgl. Jensen und Meckling, 1976, S. 308).

Auf Grundlage des methodologischen Individualismus (vgl. Schumpeter, 1908) betrachtet die Prinzipal-Agenten-Theorie vertragstheoretische Leistungsbeziehungen zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer unter der Annahme der individuellen Nutzenmaximierung (vgl. Alchian und Demsetz, 1972), „die bekanntlich von der Transaktionskostentheorie um die Perspektive des Opportunismus erweitert wird“ (Picot et al., 2012, S. 92),³⁸ sowie unterschiedlicher Interessen und individueller Risikoneigungen der Akteure. Mit der menschlichen Risikoneigung thematisiert die Prinzipal-Agenten-Theorie dabei eine Verhaltenseigenschaft, die unter dem Aspekt einer effizienten Risikoallokation für die Institutionenwahl von großer Bedeutung sein kann. Den Tatbestand, dass die Akteure nicht in der Lage sind, vollkommenes Wissen über die Welt zu haben, bringt die Prinzipal-Agenten-Theorie durch die Annahme unvollständiger bzw. asymmetrisch verteilter Information zum Ausdruck. (Vgl. Picot et al., 2012, S. 91f.) Es werden dabei vier verschiedene Probleme unterschieden: Hidden Characteristics, Hidden Intention, Hidden Information und Hidden Action.

Hidden Characteristics: Hier sind dem Prinzipal vor Vertragsabschluss nicht alle Eigenschaften des Agenten bekannt. Diese können zwar sowohl erwünscht als auch unerwünscht sein, entscheidend ist jedoch, dass der Prinzipal über diese kein perfektes Wissen hat.

³⁸ Der Prinzipal muss demnach damit rechnen, dass der Agent Verhaltensspielräume sogar dann zu seiner eigenen Nutzenmaximierung nutzt, wenn er den Prinzipal damit bewusst schädigt.

Hidden Intention: Selbst bei beobachtbaren Aktionen des Agenten sind dem Prinzipal die dafür zugrunde liegenden Motive unbekannt. Er ist auf die Loyalität des Agenten angewiesen.

Hidden Information: Dem Prinzipal ist der Informationsstand des Agenten in der Entscheidungsfindungsphase nicht bekannt. Das macht dessen Beurteilung ineffizient.

Hidden Action: Nicht jeder Zeit ist es dem Prinzipal möglich, die Handlungen des Agenten zu beobachten/ kontrollieren. Das kann den Agenten dazu veranlassen, die Qualität seiner Handlungen unbeobachtet zu reduzieren oder gar Handlungen vorzunehmen, die ex post nicht beobachtbar sind.

Tabelle 1: Informationsasymmetrieprobleme

	Hidden Characteristics	Hidden Intention	Hidden Information	Hidden Action
Entstehungszeitpunkt	Vor Vertragsabschluss	Nach Vertragsabschluss	Zwischen Vertragsabschluss und Entscheidung	Nach Entscheidung
Entstehungsursache	Ex-ante verborgene Eigenschaften des Agenten	Ex-ante verborgene Absichten des Agenten	Nicht beobachtbarer Informationsbestand des Agenten	Nicht beobachtbare Aktivitäten des Agenten
Problem	Eingehen der Vertragsbeziehungen	Durchsetzung impliziter Ansprüche	Entscheidungsbeurteilung	Verhaltens- und Leistungsbeurteilung
Resultierende Gefahr	Adverse Selection: Auswahl unerwünschter Vertragspartner	Moral Hazard: Schädigung der Eigentümer	Moral Hazard: Suboptimale Entscheidungen	Moral Hazard: Unzureichender Arbeitseinsatz (Input); suboptimale Ergebnisse (Output)

In Anlehnung an: Funk (2008, S. 64).

Durch diese Informationsasymmetrieprobleme ergeben sich die Risiken des Moral Hazard, der Adverse Selection und des Hold-up.

Moral Hazard: Kann ein Prinzipal die Handlungen des Agenten nach Vertragsabschluss entweder nicht vollständig beobachten oder nicht vollständig beurteilen, eröffnen diese asymmetrisch verteilten Informationen den nicht ausnahmslos kontrollierbaren Agenten diskretionäre Verhaltensspielräume, die diese zu ihrem eigenen Vorteil opportunistisch ausnutzen und dabei entgegen der Interessen der Prinzipale handeln können/ werden (vgl. Picot et al., 2012, S. 90).

Adverse Selection: Besitzt ein Prinzipal nicht alle notwendigen Informationen über einen potentiellen Agenten, haben ‚schlechte‘ Agenten die Möglichkeit, ihre unterdurchschnittlichen Eigenschaften zu verheimlichen, und ‚gute‘ Agenten können ihre überdurchschnittlichen Eigenschaften nicht entsprechend offenbaren. Es besteht die Gefahr, dass sich der Prinzipal für einen unterdurchschnittlichen Agenten entscheidet. Da ein Prinzipal nicht zwischen beiden Agenten unterscheiden kann, wird er maximal bereit sein, einen Durchschnittspreis für die Dienste eines Agenten zu bezahlen. Überdurchschnittliche Agenten werden sich aufgrund der ‚Unterbezahlung‘ sukzessive aus dem Markt zurückziehen und unterdurchschnittliche Agenten aufgrund der ‚Überbezahlung‘ vermehrt um die Vertragsbeziehung bemühen. Mit der Zeit muss der Prinzipal einen neuen Durchschnittspreis über alle Agenten bilden, da die überdurchschnittlichen Agenten fast vollständig aus dem Markt verschwunden sind. Nun gibt es wieder über- und unterdurchschnittliche Agenten, nur eben auf einem niedrigeren Niveau als noch zu Beginn. Schlussendlich würde der Markt durch den sukzessiven Austritt überdurchschnittlicher Agenten zusammenbrechen. (Vgl. Akerlof, 1970)

Hold-up: In einer Hold-up-Situation können die Vertragsparteien den Opportunismus des Gegenübers zwar beobachten, befinden sich aber aufgrund spezifischer Investitionen in einem Abhängigkeitsverhältnis, sodass sie dieses nicht verhindern können. (Siehe Kapitel 3.1.2)

Um diese Probleme zu verhindern, sind Vorkehrungen zu treffen, die Kosten verursachen. Diese Kosten, also die Differenz zwischen der möglichen sogenannten First-Best-Lösung bei vollkommener Information und der tatsächlichen Second-Best-Lösung bei unvollkommener Information, bezeichnet man als *Agency-Kosten*. Jensen und Meckling (1976) unterscheiden dabei drei Komponenten der Agency-Kosten: Signalisierungskosten des Agenten, Kontrollkosten des Prinzipals und der verbleibende Wohlfahrtsverlust. Zu den Signalisierungskosten zählen alle Anstrengungen, die der Agent unternimmt, um die Informationsasymmetrie zwischen ihm und dem Prinzipal zu verringern. Kontrollkosten auf der anderen Seite sind alle Anstrengungen, die der Prinzipal unternimmt, um seinen Informationsnachteil gegenüber dem Agenten zu verkleinern. Trotz aller Anstrengungen beider Parteien, mögliche Informationsasymmetrien zu verringern, kommt

es in der Regel nicht zu der (theoretisch möglichen) optimalen Lösung. Aufgrund unvollständigen Wissens und weiterhin ungleich verteilter Informationen verbleibt immer ein Abweichen vom Zustand der vollständigen Information (Wohlfahrtsverlust). (Vgl. Picot et al., 2012, S. 90f.)

Zwischen allen drei Komponenten der Agency-Kosten bestehen Trade-off-Beziehungen: So kann man z. B. den verbleibenden Wohlfahrtsverlust senken, indem man die Kosten für Agenten und Prinzipal erhöht, oder die Kosten für den Prinzipal werden gesenkt, indem der Agent mehr in die Signalisierung investiert. „Ziel der agency-theoretischen Institutionengestaltung ist die situationsabhängige Minimierung der Agency-Kosten durch das Finden der Second-best-Lösung, die der First-best-Lösung am nächsten kommt.“ (Picot et al., 2012, S. 91)

Die Relevanz der Prinzipal-Agenten-Theorie für die Corporate Governance

Im Fokus der Corporate Governance steht die Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Eigentümern und Unternehmensleitung. Diese muss zwar nicht immer zu Interessenskonflikten führen, im Normalfall kann jedoch von einer Interessenskollision ausgegangen werden (vgl. Myers, 1977). Folgende Gründe können dafür verantwortlich sein:

- *Empire Building*: Das Wachstum eines Unternehmens kann für die Unternehmensleitung aus verschiedenen Gründen nutzenmaximierend sein. Orientiert sich die Investitionspolitik der Unternehmensleitung dabei nicht an den Interessen der Eigentümer, kann dies aus Gründen der Prestige, des Einkommens (die Bezahlung kann an die Unternehmensgröße gekoppelt sein), der Arbeitsplatzsicherheit (die Größe eines Unternehmens senkt die Übernahmewahrscheinlichkeit; siehe Einschränkungen der Kontrolle durch Markmechanismen Kapitel 2.2.2) und des geringeren Einflusses möglicher Großaktionäre (durch eine weitere Streuung der Aktien) sein. (Vgl. u. a. Baker et al., 2011)
- *Short-Termism*: Die Unternehmensleitung fokussiert oftmals durch falsche Anreize den kurzfristigen Erfolg eines Unternehmens und versucht diesen durch z. B. nicht beobachtbare Unterinvestitionen bei den Mitarbeitern einmalig zu steigern (vgl. Welge und Eulerich, 2012, S. 14).

- *Quiet Life*: Während Empire Building und Short-Termism aktives Eingreifen der Unternehmensleitung erfordern, gehen Bertrand und Mullainathan (2003) davon aus, dass Manager gelegentlich ein ‚ruhiges Leben‘ suchen und daher kritische Entscheidungen bezüglich (Des-)Investitionen unterlassen.
- *Hybris*: Die Hybris-Hypothese von Roll (1986) setzt beim Akquisitionspreis bei Unternehmensübernahmen an: Unter der Annahme, dass Kapitalmärkte effizient sind, spiegelt der aktuelle Kurs auch den tatsächlichen Wert eines Unternehmens wider. Sollte das anbietende Management eine Prämie zahlen, geht es davon aus, mehr über das Unternehmen zu wissen als der Markt. Solch ein Vorgehen kann dann auf der Selbstüberschätzung (Hybris) des Management beruhen. Diese Hypothese lässt sich auch auf andere Phänomene wie z. B. einen überhöhten Verschuldungsgrad übertragen.
- *Herding*: Da Management-Leistung häufig relativ (zu anderen Unternehmen) und nicht absolut bewertet wird (vgl. Morck et al., 1989), kopieren Unternehmensführer lieber die Handlungen anderer Manager als auf Basis eigener Informationen vermeintlich riskante Entscheidungen zu treffen (vgl. Zwiebel, 1995).
- *Risikoarme Investitionspolitik*: Manager können ihr Humankapital nicht auf verschiedene Unternehmen aufteilen, um so dem Risiko einer Insolvenz zu entgehen. Deshalb versuchen sie oftmals, durch eine risikoarme Investitionspolitik das Risiko einer Insolvenz zu vermeiden. Nach Hommel und Pritsch (2001) verstärkt gewinnabhängige Bezahlung dieses Problem.
- *Consumption on the job*: Die Unternehmensleitung verschafft sich einen zusätzlichen Verdienst, indem sie privaten Nutzen aus dem Konsum von Unternehmensressourcen ziehen (vgl. Welge und Eulerich, 2012, S. 15).

All diese Probleme können zu Agency-Kosten führen und sich negativ auf die Unternehmensbewertung bzw. den Unternehmenserfolg auswirken (vgl. Welge und Eulerich, 2012, S. 14f.). Hierzu gibt es verschiedene marktseitige Kontroll-Mechanismen, die jedoch alle zu eigenen Ineffizienzen führen.

Bei der Kontrolle des Vorstands durch die Aktionäre kommt es schnell zu Trittbrettfahrer-Verhalten (siehe Kapitel Transaktionskostentheorie 3.1.2). Bringt ein Aktionär Ressourcen auf, den Vorstand zu kontrollieren, können alle anderen Aktionäre davon profitieren, ohne entsprechende Ressourcen aufzuwenden. So kann es schnell dazu kommen,

dass kein Aktionär bereit ist, die Ressourcen für die Vorstandskontrolle aufzubringen. Nach Shleifer und Vishny (1997, S. 753) ist bei einem breit gestreuten Aktienbesitz eine bessere Kontrolle durch Bündelung der Aktionärsinteressen möglich.³⁹

Gleichzeitig bildet auch der Arbeitsmarkt einen Kontrollmechanismus: So stehen Manager sowohl auf dem organisationsinternen und –externen Arbeitsmarkt immer in Konkurrenz zu anderen Managern. Eine effiziente Kontrolle setzt aber auch einen effizienten „Market for Managers“ voraus. „Da die Qualität der Leistung eines Managers in der Realität aber nur schwer zu beobachten ist, ist ein Versagen des Managermarktes eher wahrscheinlich und die Wirksamkeit der Kontrolle eher zweifelhaft.“ (Welge und Eulerich, 2012, S. 15)

Auch die Bedrohung durch eine Unternehmensübernahme auf dem Markt für Unternehmenskontrolle kann auf das Management disziplinierend wirken, da mit einer Unternehmensübernahme häufig auch das Management des übernommenen Unternehmens abgelöst wird (vgl. Jensen, 1993). Unternehmensübernahmen sind aber meist mit hohen Transaktionskosten verbunden, sodass hier die Effizienz der Wirkung in Frage gestellt werden kann.

Neben den beschriebenen Marktmechanismen kann das Management auch mit Hilfe eines Kontrollorgans (Aufsichtsrat) diszipliniert werden. (Vgl. Welge und Eulerich, 2012, S. 15) Metten (2010, S. 48f.) beschreibt hierbei, wie aufgrund einer doppelten Prinzipal-Agenten-Beziehung die Effizienz der Kontrolle durch den Aufsichtsrat von Faktoren wie seiner Zusammensetzung, der fachlichen Eignung sowie der Interessenunabhängigkeit der Mitglieder abhängt. So tritt der Aufsichtsrat auf der einen Seite als Agent der Aktionäre auf mit dem Ziel, den Vorstand zu kontrollieren. Hat der Aufsichtsrat keine eigenen Anteile an dem Unternehmen, besteht die Möglichkeit, dass er mit dem Vorstand kooperiert. Gleichzeitig tritt der Aufsichtsrat als Prinzipal gegenüber dem Vorstand auf. „Diese [Beziehung] weist erhebliche Informationsasymmetrien auf, da die Mitglieder des Aufsichtsrates ihre Informationen vom Vorstand erhalten, so dass durch Selektion und Manipulation eine wirkungsvolle Überwachung erschwert werden kann.“ (Welge und Eulerich, 2012, S. 16)

³⁹ Doch auch die Bündelung von Aktionärsinteressen und der Einfluss institutioneller Investoren birgt Ineffizienzen durch das Prinzipal-Agenten-Problem Typ II (siehe Kapitel 2.2.2).

Corporate Governance setzt nun an diesen Problemen an, um die Agency-Kosten zu reduzieren. So können zum Beispiel durch eine transparente Corporate Governance-Berichterstattung das Problem der Adverse Selection für (potentielle) Investoren reduziert (vgl. Stiglbauer, 2010, S. 29f.) oder die Handlungsspielräume der Unternehmensleitung besser strukturiert und so besser den Interessenskonflikten entgegengewirkt werden (vgl. von Werder, 2008, S. 15). Gleichzeitig kann ein Rahmen für die Aufsichtsratsarbeit die Ineffizienzen aufgrund der doppelten Prinzipal-Agenten-Beziehung verringern.

3.2 Stewardship-Theorie

Die Stewardship-Theorie⁴⁰ fungiert mit ihrem soziologisch und psychologisch geprägtem Erklärungsansatz zur Organisation der Unternehmensverwaltung als Gegenreaktion (vgl. Grunkei, 2008) auf das „einseitig negative Managerbild“ (Nippa, 2002, S. 1) der Prinzipal-Agenten-Theorie (siehe Kapitel Prinzipal-Agenten-Theorie 3.1.3). Hierbei verfolgen die Agenten („Stewards“) nicht mehr Individual- und Finanzziele zulasten der Prinzipale, vielmehr begründen primär nicht-finanzielle (intrinsische) Motivationsmomente die Handlungen. „Als Motivationsfaktoren lassen sich u. a. die Übernahme von Verantwortung und herausfordernden Tätigkeiten, die Bildung bzw. Steigerung der Unternehmensreputation und die Schaffung von Handlungsflexibilitäten zur Steigerung des eigenen Engagements anführen.“ (Velte, 2010, S. 285f.) Demnach bestehen weder Zielkonflikte zwischen Prinzipal und Agenten noch werden Informationsasymmetrien besondere Bedeutung geschenkt. Es folgt, dass weder Monitoring noch Signalling nötig sind und somit auch keine Agency-Kosten verursachen. Vielmehr führen Überwachungshandlungen, zum Beispiel durch einen Aufsichtsrat, zu einem Misstrauensverhältnis gegenüber dem Vorstand, das dann wiederum die Motivation und damit auch die Qualität der Unternehmensführung belasten kann (vgl. Dutzi, 2005, S. 153). Eine Übersicht der Unterschiede zwischen der Prinzipal-Agenten- und der Stewardship-Theorie bietet Tabelle 2.

⁴⁰ Die Stewardship-Theorie geht auf die Ausführungen von Donaldson (1990), Donaldson und Davis (1991) und Davis et al. (1997) zurück.

Tabelle 2: Unterschiede zwischen Prinzipal-Agenten- und Stewardship-Theorie

	Prinzipal-Agenten-Theorie	Stewardship-Theorie
Motive der Unternehmensverwaltung	Überwiegend finanziell (materialistisch; extrinsisch)	überwiegend nicht-finanziell (idealistisch; intrinsisch)
Messbarkeit der Motive	unmittelbar quantifizierbar	nur mittelbar quantifizierbar
Hauptziel der Unternehmensverwaltung	primär Erhöhung des persönlichen Einkommens, aber auch Minimierung des Arbeitsleids	Erhöhung von Reputation, Vertrauen, Verantwortung und des Engagements
Verhältnis der Managementziele zu den Interessen der Eigentümer	Zielkonflikt	Zielkonformität
Form der Zusammenarbeit	methodologischer Individualismus	Kollektivgedanke („Teamorientierung“)
Philosophie der Verwaltungsorgane	kontroll-orientiert; abgrenzend	beratungsorientiert; integrierend
Ausgestaltung der Corporate Governance	Institutionelle Überwachungsmaßnahmen (z. B. Aufsichtsrat) im Vordergrund	vertrauensbildende Maßnahmen gegenüber den Stakeholdern im Vordergrund
Machtausübung	institutionalisiert (offizielle Legitimation, basiert auf normativen Vorgaben)	personalisiert (Expertise, Charakter, soziale Integrationsfähigkeit)
Werte und Berufsethik	geringe Bedeutung	hohe Bedeutung
Zeithorizont	kurzfristig	langfristig

Quelle: Velte (2010, S. 287)

Die Relevanz der Stewardship-Theorie für die Corporate Governance

Während unter Berufung auf die Theorien der Neuen Institutionenökonomik durch Corporate Governance Transaktions- bzw. Agency-Kosten reduziert werden sollen, können nach der Stewardship-Theorie zu strenge Kontrollmechanismen die Motivation der Unternehmensleitung senken und somit zu einer niedrigeren Leistung führen. Trotzdem sollte ein Corporate Governance-System nicht ausschließlich auf blindem Vertrauen beruhen (vgl. Grundei, 2008, S. 149), da dies dazu führen kann, dass Management-Entscheidungen nicht mehr kritisch hinterfragt und vom Management zur Verfügung gestellte Informationen stets als korrekt angenommen werden (vgl. McEvily et al., 2003, S. 99). Begleitende Maßnahmen zum Abbau von Informationsasymmetrien müssen also nicht immer ein Zeichen von Misstrauen sein, sie können auch helfen, fehlerhafte Entscheidungen, die aufgrund begrenzt rational handelnder Akteure getroffen wurden, aufzudecken (vgl. Grundei, 2008, S. 149). Die Wirkung von Corporate Governance hängt demnach stark von dem gegenseitigen Verständnis der Beziehung zwischen den Eigentümern (Prinzipale) und der Leitung des Unternehmens (Agenten) ab.

Abbildung 4: Wahl zwischen Prinzipal und Manager

		Wahl der Unternehmenseigentümer (Prinzipal)	
		Prinzipal/ Agent	Steward
Wahl der Unternehmensleitung (Agent)	Prinzipal/ Agent	Minimierung der möglichen Kosten ,Agenten-Beziehung' 1	Agent verhält sich opportunistisch Prinzipal fühlt sich betrogen 2
	Steward	3 Prinzipal verhält sich opportunistisch Agent fühlt sich betrogen	4 Maximierung der möglichen Leistung Gegenseitige ,Stewardship- Beziehung'

In Anlehnung an: Davis et al. (1997, S. 38)

Entscheiden sich dabei Unternehmensleitung und Eigentümer für eine ,Agenten-Beziehung' (Quadrant 1), ist eine klassische Prinzipal-Agenten-Beziehung gegeben. Hier kann Corporate Governance Agency-Kosten reduzieren (siehe Kapitel: 3.1.3). Sehen sich beide Parteien in einer ,Stewardship-Beziehung', kann eine unterstützende (und weniger kontrollierende) Corporate Governance die Leistung der Unternehmensleitung maximieren (Quadrant 4). Beide Beziehungen beruhen dabei auf Gegenseitigkeit und sind deshalb stabil. Schaffen die Eigentümer hingegen die situativen Bedingungen einer ,Stewardship-Beziehung', die Unternehmensleitung geht aber von einer Agenten-Beziehung aus, wird sich die Unternehmensleitung als Agent opportunistisch verhalten und ihren persönlichen Nutzen auf Kosten des Stewards/ Prinzipals maximieren (Quadrant 2). Sieht sich die Unternehmensleitung als Steward, können die Eigentümer auf der anderen Seite nicht nur die intrinsische Motivation der Unternehmensleitung ausnutzen, sie können diese auch durch zu scharfe Kontrollen zerstören (Quadrant 3). Beide Situationen sind instabil und werden schlussendlich zu einer Auflösung der Beziehung führen. (Vgl. Welge und Eulerich, 2012, S. 19f.)

3.3 Kollektives Handeln

Das Ziel der Corporate Governance im Allgemeinen und des DCGK im Speziellen, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern (vgl. Regierungskommission DCGK, 2010, S. 1), stellt in gewisser Weise ein Kollektivgut dar. Zu dieser Art von Gütern führt Olson (1992, S. 14) aus: „[D]enjenigen, die von dem [...] kollektiven Gute weder etwas kaufen noch etwas bezahlen, kann man es weder vorenthalten noch kann man ihnen seinen Konsum verwehren, wie man das bei nicht-kollektiven Gütern kann.“ Übertragen auf die Corporate Governance bedeutet das: Steigt das Vertrauen z. B. internationaler Anleger in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften aufgrund der Institution des DCGK, können auch Unternehmen von diesem Vertrauen profitieren, deren Corporate Governance schwächer ausgeprägt ist.

Olsons Logik des kollektiven Handelns⁴¹

Angesichts der Nicht-Ausschließbarkeit vom Konsum eines Kollektivgutes besteht für ein rational handelndes Individuum kein Anreiz, sich an der Erstellung zu beteiligen, solange die Bereitstellung des Gutes nicht kritisch vom individuellen Finanzierungsbeitrag des Einzelnen abhängt. Neben dem sogenannten ‚Trittbrettfahren‘ kann es zusätzlich von Vorteil sein, sich strategisch zu verhalten und seine Präferenzen zu verhüllen, sollte der Finanzierungsbeitrag an die offenbarten Präferenzen gekoppelt sein. Unter der Annahme, dass sich alle Akteure entsprechend der oben beschriebenen Überlegungen verhalten, wird das Kollektivgut daher nicht bzw. nicht im optimalen Umfang produziert. Solange also niemand von der Nutzung des Gutes ausgeschlossen werden kann, wird auch keiner bereit sein, freiwillig seinen Beitrag zur Bereitstellung des Gutes zu leisten oder seine Präferenzen dazu bekannt geben. Es liegt die Struktur eines Gefangenendilemmas vor: Nicht-kooperatives Verhalten wird gegenüber kooperativem Verhalten belohnt. Bei der Produktion von Kollektivgütern kann also unter bestimmten Annahmen ein solches Gefangenendilemma auftreten (Dilemma-Hypothese).

⁴¹ Die folgende Komprimierung von Olsons Werk auf drei bedeutende Thesen geht auf Schmidt-Trenz (1996, S. 63ff.) zurück.

Die Wahrscheinlichkeit des Auftretens des Dilemmas ist dabei eine Funktion der Gruppengröße (Größen-Hypothese). Olson (1992, S. 48f.) unterscheidet dabei drei Arten von Gruppen:

- Privilegierte Gruppen: Jedes Mitglied dieser Gruppe ist grundsätzlich bereit, das Kollektivgut auch auf eigene Kosten bereitzustellen.
- Mittelgroße Gruppen: In dieser Gruppe erhält kein einzelner einen genügend großen Anteil am Gewinn, um das Kollektivgut auf eigene Kosten bereitzustellen. Gleichzeitig bleibt es jedoch nicht unbemerkt, ob ein Mitglied zur Bereitstellung des Kollektivguts beiträgt oder nicht.
- Latente Gruppen: Im Gegensatz zur mittelgroßen Gruppe ist hier kein Mitglied fühlbar betroffen, wenn irgendein Mitglied zur Bereitstellung eines Kollektivgutes beiträgt oder nicht.

Während in privilegierten Gruppen das Kollektivgut eigentlich immer bereitgestellt wird, ist dies bei mittelgroßen Gruppen nur durch geeignete Gruppenorganisation zu erwarten. In latenten Gruppen fehlen die Anreize, das Kollektivgut bereitzustellen.

Daher ist in gesellschaftlichen Situationen, wo große auf kleine Gruppen treffen, zu erwarten, dass kleine Gruppen große ausbeuten. Die kleinen Gruppen nutzen dabei aus, dass sie sich schnell organisieren und ihre Interessen bündeln können, während mittelgroße Gruppen zunächst eine geeignete Gruppenorganisation bereitstellen müssen. Da in großen, also latenten Gruppen, die Anreize fehlen, ein Kollektivgut bereitzustellen, können diese sich nicht gegenüber privilegierten Gruppen durchsetzen. Das Kollektivgut wird nicht bereitgestellt – und sei es nur die Durchsetzung gegenüber der kleinen Gruppe. Somit wird ‚das Feld der kleinen Gruppe überlassen‘, da den einzelnen Mitgliedern der Anreiz fehlt, sich für die Gruppe ‚zu opfern‘. (Vgl. Olson, 1992, S. 3, 28 und 34).

Mittelgroße und latente Gruppen können dabei nur durch selektive Anreize in Form von Zwang oder Belohnung mobilisiert werden (Zwang-Hypothese). Zwang weist dabei Vorteile auf und wird „als Strafe definiert, die eine Person auf eine niedrigere Indifferenzkurve als die versetzt, auf der sie sich befinden würde, wenn sie ihren Anteil an den Kosten des Kollektivgutes ohne Zwang bezahlt hätte.“ (Olson, 1992, S. 50)

Die Relevanz von Olsons Logik für kollektives Handeln für die Corporate Governance

Es zeigt sich, dass eine mögliche Wirkung der Corporate Governance – und damit die Bereitstellung des Kollektivgutes – sowohl von der Größe der Gruppe als auch ihrer Struktur abhängen kann.

Betrachten wir zunächst einmal die Dilemma-Hypothese: Hierbei spielt es zunächst keine Rolle, ob eine gute Corporate Governance für Unternehmen von Vorteil ist oder nicht. Das Ziel des DCGK ist nämlich etwas enger gefasst. Es besagt, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern (vgl. Regierungskommission DCGK, 2010, S. 1). Damit ist das Kollektivgut eindeutig benannt: gesteigertes Vertrauen der Anleger in deutsche börsennotierte Gesellschaften. Je kleiner die jeweilige Gruppe der deutschen börsennotierten Gesellschaften ist, desto höher die Chance, dass das Kollektivgut bereitgestellt wird (Größen-Hypothese). So könnten zum Beispiel die Unternehmen, die im DAX 30 notiert sind, eine Gruppe darstellen. Hierbei handelt es sich um die 30 größten⁴² und umsatzstärksten⁴³ Unternehmen – eine Gruppe, bei der jedes Unternehmen allein schon aufgrund seiner Größe bereit wäre, das Kollektivgut bereitzustellen und die klein genug ist, sodass es auffällt, wenn ein Unternehmen nicht dazu beiträgt. Da das Kollektivgut aber alle deutschen börsennotierten Gesellschaften betreffen soll, handelt es sich hierbei um eine latente Gruppe. Eine Möglichkeit, ein Kollektivgut auch in einer latenten Gruppe bereitzustellen, ist durch einen selektiven Anreiz, unter anderem in Form von Zwang. Einen solchen Zwang stellt zum Beispiel ein Gesetz zur besseren Corporate Governance dar.

Kritische Masse des kollektiven Handelns

Damit die Befolgung der freiwilligen Corporate Governance-Verpflichtungen zu einem Reputationsgewinn in den Augen nationaler und internationaler Anleger führt und somit ein Kollektivgut wird, muss eine ‚kritische Masse‘ an Unternehmen den DCGK ent-

⁴² Free Float-Marktkapitalisierung zu einem bestimmten Stichtag (letzter Handelstag im Monat)

⁴³ Orderbuchumsatz in Xetra und am Parkett Frankfurt (in den vorangegangenen zwölf Monaten)

sprechend befolgen. Der Begriff der ‚kritischen Masse‘⁴⁴ kommt dabei ursprünglich aus dem Gebiet der Kernphysik und bezeichnet dort die Menge eines spaltbaren Materials, ab der eine Kettenreaktion einsetzt und sich der Prozess der Kernspaltung aus sich selbst heraus erhält (vgl. Handbuch Naturwissenschaften, 2005, S. 145f). Übertragen auf kollektives Handeln bedeutet dies nach Schelling (1978, S. 91ff.), dass das Verhalten von Akteuren davon abhängen kann, wie viele andere sich auf eine bestimmte Art verhalten bzw. wie stark sie dies tun. Dabei kann der Auslöser die tatsächliche Anzahl z. B. von Teilnehmern sein, der Effekt einer bestimmten Anzahl (z. B. wenn eine genügend große Gruppe sich auf eine bestimmte Art verhält, fällt das eigene Handeln in der gleichen Art nicht mehr auf) oder die Häufigkeit der Interaktion (so kann z. B. fehlende Größe einer Gruppe durch häufige Interaktion mit anderen Akteuren ausgeglichen werden) sein. Oftmals reicht auch schon die Erwartung über die zuvor genannten Auslöser aus, eine entsprechende Reaktion hervorzurufen.

Im Gegensatz zur Kernphysik kann dabei der Schwellenwert bei ‚sozialen Reaktionen‘ von Mensch zu Mensch unterschiedlich sein. Auch können die ‚sozialen Reaktionen‘ unterschiedlicher Natur sein: Sie können regelmäßig und umkehrbar sein, irreversibel, die Intensität und Frequenz einer Handlung beeinflussen oder eine Auswahl verschiedener Alternativen bzw. Binärentscheidungen sein. Dabei sagen die Beobachtungen zur kritischen Masse zunächst nichts darüber aus, welches Resultat wünschenswert ist. Es wird zunächst nur festgestellt, ob es einen Grenzwert gibt und wo dieser liegen kann.

Auch muss eine Reaktion nicht erfolgreich sein, nur weil sie ausgelöst wurde. So kann z. B. das Vertrauen der Investoren in eine bestimmte Branche zwar aus sich selbst heraus ansteigen, sobald genügend Unternehmen sich guter Corporate Governance verschreiben. Ob sich dadurch z. B. auch die Nachfrage nach Aktien dieser Branche erhöht, ist nicht automatisch gewährleistet.

⁴⁴ ‚Kritische Masse‘ ist sowohl in der Kernphysik als auch im weiteren Verlauf dieses Kapitel exemplarisch für ‚kritische Masse‘, ‚kritische Dichte‘, kritisches Verhältnis‘ usw. zu verstehen. Grundsätzlich geht es darum, dass ein bestimmter Schwellenwert überschritten wird.

Die Relevanz des Modells der kritischen Masse von Schelling für die Corporate Governance

Unter Berücksichtigung der Theorie der kritischen Masse kann also der Außeneffekt von Corporate Governance im Allgemeinen und des DCGK im Speziellen, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern, und damit auch die Bereitstellung dieses Kollektivgutes davon abhängen, wie viele Unternehmen einer Gruppe sich einer guten Corporate Governance verschreiben und es entsprechend kommunizieren. Hat sich eine gewisse Anzahl an Unternehmen einer Gruppe (privilegierte, mittelgroße oder latent) dazu entschieden, sich guter Corporate Governance zu verschreiben und dies auch entsprechend zu kommunizieren, steigert sich das Vertrauen der Anleger in diese Gruppe und alle profitieren davon. Gleiches gilt aber auch umgekehrt: So kann es sein, dass schlechtere Corporate Governance nicht unbedingt seitens der Anleger abgestraft wird, solange die durchschnittliche Corporate Governance der entsprechenden Gruppe keine bestimmte Güte erreicht. Erst wenn das Corporate Governance-Niveau der Gruppe entsprechend hoch ist, fällt die schlechtere Corporate Governance einzelner Unternehmen ins Gewicht und wird entsprechend bestraft.

4 Entwicklung der forschungsleitenden Hypothesen

4.1 Die deklarierte Befolgung des DCGK und Unternehmenserfolg

Corporate Governance ist ein Prozess, der den Interessenausgleich verschiedener am Unternehmen beteiligter bzw. von diesem betroffenen Gruppen zum Ziel hat (vgl. Zöllner, 2007, S. 8). Sie bildet den Rahmen für den Umgang innerhalb dieser Beziehungen, die von Unsicherheit und Informationsasymmetrien geprägt sind. Grundlage einer jeden Corporate Governance-Debatte ist dabei die Frage nach der effizienten Verteilung von **Verfügungsrechten** (siehe Kapitel 3.1.1). Eigentümer von Unternehmen müssen abwägen, welche Verfügungsrechte sie abtreten wollen und wie sie ihre Einflussnahme institutionalisieren. Eine effiziente Corporate Governance-Struktur in einem Unternehmen sollte die Überwachungskosten aus den Eigentümerkonflikten möglichst niedrig halten. Die **Prinzipal-Agenten-Theorie** (siehe Kapitel 3.1.3) analysiert hierbei weitere Gründe für eine mögliche Interessenskollision zwischen Eigentümern und der Unternehmensleitung. Diese Probleme können zu Agency-Kosten führen und sich negativ auf den Unternehmenserfolg auswirken. Zusätzlich zu den verschiedenen marktseitigen Kontrollmechanismen, die jedoch zu eigenen Ineffizienzen führen können, setzt Corporate Governance an diesen Problemen an, um die Agency-Kosten zu reduzieren. Auf Ebene der gesetzlich geregelten Corporate Governance kann sie als Institution Verträge stützen und so ex post die Kosten für alle Stakeholder minimieren. Die **Transaktionskostentheorie** (siehe Kapitel 3.1.2) dient hierbei zur ökonomischen Analyse gesetzlich geregelter Corporate Governance: Erst wenn die Transaktionskosten einer Marktlösung höher sind als die Kosten einer gesetzlichen Regelung, ist diese effizient.

Der DCGK, mit dem Ziel, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern, und seiner gesetzlichen Grundlage über die Entsprechenserklärungen gemäß §161 AktG (eingefügt durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz), stellt solch eine gesetzlich geregelte Corporate Governance dar.⁴⁵ Deren Effizienz gilt es zu prüfen. Sowohl die Einführung und der Erhalt einer hohen Erfüllungsquote

⁴⁵ Durch sein ‚comply or explain-Prinzip‘ (siehe Kapitel 2.3.2) stellt der DCGK eine besondere Form gesetzlich geregelter Corporate Governance dar. Während einer gesetzlichen Regelung immer Folge zu leisten ist, bietet der DCGK die Möglichkeit, den Empfehlungen nicht zu folgen, verpflichtet im Gegenzug aber Unternehmen, dies in einer sogenannten Entsprechenserklärung darzulegen.

der DCGK-Empfehlungen verursachen genauso Kosten wie unter anderem die Konflikte aus den Prinzipal-Agenten-Beziehungen. Es gilt daher herauszufinden, welche Kosten überwiegen bzw. unter welchen Kosten der Unternehmenserfolg durch die Befolgung des DCGK optimiert werden kann. Die erste Hypothese lautet daher:

H1: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg.

4.2 Die Bedeutung einzelner DCGK-Empfehlungen

Während die Prinzipal-Agenten-Theorie grundsätzlich von einem einseitig negativen Managerbild ausgeht (vgl. Nippa, 2002, S. 1), können nach der Stewardship-Theorie (siehe Kapitel 3.2) mit ihrem soziologisch und psychologisch geprägten Erklärungsansatz zu strenge Kontrollmechanismen die Motivation der Unternehmensleitung senken. Begleitende Maßnahmen zum Abbau von Informationsasymmetrien müssen dabei aber nicht immer ein Zeichen von Misstrauen sein, sondern können helfen, fehlerhafte Entscheidungen begrenzt rational handelnder Akteure aufzudecken (vgl. Grundei, 2008, S. 149). Obwohl die Wirkung von Corporate Governance demnach von dem gegenseitigen Verständnis der Beziehung zwischen den Eigentümern und der Unternehmensleitung abhängt, legt die Stewardship-Theorie nahe, dass sich bestimmte Corporate Governance-Strukturen (auf Zusammenarbeit zwischen Unternehmenseigentümer und -leitung ausgelegt) positiv, während sich andere (mit Kontrollcharakter) negativ auf den Unternehmenserfolg auswirken. Die zweite Hypothese lautet daher:

H2 a: Auf Zusammenarbeit ausgelegte Empfehlungen des DCGK steigern den Unternehmenserfolg.

H2 b: Auf Kontrolle ausgelegte Empfehlungen des DCGK senken den Unternehmenserfolg.

Betrachten wir noch einmal die dieser Arbeit zugrunde liegende Definition von Corporate Governance. Hierbei zielen Regelungen zur Corporate Governance „darauf ab, unter Abwägung der Einbußen durch opportunistisches Verhalten (Opportunistuskosten) und der Aufwendungen für die Regelungen (Regulierungs- bzw. Governancekosten) möglichst günstige Bedingungen für eine produktive Wertschöpfung und faire Wertverteilung zu schaffen.“ (von Werder, 2009, S. 14) Sollte sich die Hypothese 2 bestätigen

lassen, könnte eine völlig neue Diskussion zur Corporate Governance entstehen – weg von Regelungen, die darauf abzielen, opportunistisches Verhalten einzuschränken, hin zu Mechanismen, welche die Agenten (bzw. Stewards) dazu befähigen, noch stärker im Sinne der Prinzipale zu handeln.

Auch die Sinnhaftigkeit des DCGK müsste neu hinterfragt werden: Mit dem Ziel, das deutsche Corporate Governance-System transparent und verständlich zu machen⁴⁶ sowie das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern (vgl. Kodex, 2010, S. 1f), ist zwar nicht festgelegt, welche Theorie (Prinzipal-Agenten oder Stewardship) die Basis für die einzelnen Empfehlungen darstellt, doch eine Bestätigung oder Ablehnung der Hypothese 2 würde genau das erwarten lassen. Der DCGK kann nicht beides sein: Eine Regelung, die Unternehmenseigentümer vor dem Missbrauch der Unternehmensleitung schützt, und gleichzeitig ein Mechanismus, der basierend auf einem positivem Menschenbild die Zusammenarbeit zwischen beiden fördert. Zwar kann der DCGK auch Empfehlungen enthalten, die dem Abbau der Informationsasymmetrien dienen. Um jedoch nicht die Motivation der Unternehmensleitung, im Sinne des Unternehmens zu handeln, zu senken, bedarf es hier entsprechender Formulierungen: Der Stewardship-Theorie folgend sollten die Empfehlungen nicht dazu dienen, die Handlungen der Unternehmensleitung zu kontrollieren, sondern Anreize setzen, Informationen freiwillig auszutauschen. Nach Chen et al. (2015) könnte der DCGK auch ‚Zuckerbrot und Peitsche‘ kombinieren: Erst Anreize setzen, die Kooperation und den Austausch zwischen Unternehmensleitung und -eigentümer zu fördern, und anschließend Mechanismen etablieren, die ein Abweichen von diesem Verhalten bestrafen.

Entscheidend wäre hierbei, dass der DCGK ein gemeinsames Grundverständnis zwischen Prinzipalen und Agenten schafft. Denn ein positives Menschenbild, das auf die Zusammenarbeit beider Parteien ausgelegt ist, kann gleichermaßen vom optimalen Zustand abweichen wie ein negatives. Genauso, wie bei der Prinzipal-Agenten-Beziehung nur dann eine Minimierung der Kosten möglich ist, ohne dass sich eine Partei betrogen fühlt, wenn beide von einer Prinzipal-Agenten-Beziehung ausgehen, gilt das gleiche bei einer Stewardship-Beziehung: Geht der Prinzipal (Agent) von einer Prinzipal-Agenten-

⁴⁶ Hierzu zählt unter anderem die Erläuterung des dualen Führungssystems und der unternehmerischen Mitbestimmung.

Beziehung aus, der Agent (Prinzipal) aber von einer Stewardship-Beziehung, verhält sich der Prinzipal (Agent) opportunistisch und der Agent (Prinzipal) fühlt sich betrogen (siehe hierzu Abbildung 4 auf Seite 41).⁴⁷

4.3 Die Auswirkung von Gruppengrößen, -struktur und kollektivem Handeln

Corporate Governance im Allgemeinen und der DCGK im Speziellen haben unter anderem zum Ziel, das Vertrauen potentieller Anleger in das Unternehmen zu erhöhen und somit die Finanzierung zu erleichtern. Das erhöhte Vertrauen in Unternehmen aus einem Land, einer Industrie oder einer Branche (als kleinerer Einheit) stellt in gewisser Weise ein Kollektivgut dar, das heißt, auch Unternehmen, deren Corporate Governance schwächer ist, können hiervon profitieren. Nach Olsons **Logik des kollektiven Handelns** (siehe Kapitel 3.3) hängt dabei die Wahrscheinlichkeit des Auftretens des sogenannten Gefangenendilemmas von der jeweiligen Gruppengröße ab. Während kleinere, privilegierte Gruppen ein Kollektivgut immer bereitstellen, können mittelgroße bis große (latente) Gruppen nur durch selektive Anreize in Form von Zwang oder Belohnung mobilisiert werden. Es zeigt sich, dass eine mögliche Wirkung guter Corporate Governance und damit die Bereitstellung des Kollektivgutes sowohl von der Gruppengröße als auch ihrer Struktur abhängen können. So sollten Gruppen, die von wenigen großen Unternehmen dominiert werden (sogenannte Branchenführer), die einen hohen ‚Branchenstandard‘, also Regelungen bereits etabliert haben, die unter Abwägung der Einbußen durch opportunistischen Verhaltens und der Aufwendungen für die Regelungen möglichst günstige Bedingungen für eine produktive Wertschöpfung und faire Wertverteilung geschaffen haben, weniger von dem ‚Zwang DCGK‘ profitieren. Wenn bereits ein ‚hoher Corporate Governance-Standard‘ durch die Branchenführer vorgegeben wird, ist der Aufwand durch die Befolgung des DCGK größer als der durch die Befolgung vermeintlich erreichte höhere Corporate Governance-Standard. Ist die Gruppe recht homogen und der Standard niedrig, gibt es eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass die (vermeintlich) positive Wirkung des DCGK den Aufwand durch die Einhaltung übertrifft. Gleichzeitig sollten mittelgroße bis große Gruppen mehr von der Erfüllung des DCGK profitieren als kleine. Kleine Gruppen sollten in der Lage sein, das Kollektivgut ‚erhöhtes Vertrauen der Anleger in die Unternehmen der Gruppe‘ ohne Zwang bereitstellen zu

⁴⁷ Siehe Kapitel 8.2 für die Interpretation der Ergebnisse aus der empirischen Überprüfung der Hypothese. Mögliche Ungleichgewichte bei der ‚Wahl der Beziehung‘ spielen hier eine Rolle.

können. Da die Erfüllung des DCGK und die entsprechende Kommunikation dieser mit Kosten verbunden sind, stellt der DCGK möglicherweise eine unnötige Belastung für Unternehmen privilegierter Gruppen dar. Die dritte und vierte Hypothese lauten daher:

H3: Die deklarierte Befolgung des DCGK wächst mit der Gruppengröße bzw. dem Nicht-Auftreten dominanter Unternehmen.

H4: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg stärker bei großen Gruppen.

Nach Schelling (1978, S. 91ff.) kann das Verhalten von Akteuren davon abhängen, wie viele andere sich auf eine bestimmte Art verhalten bzw. wie stark sie dies tun. Übertragen auf die Corporate Governance, den DCGK und dessen Einfluss auf den Unternehmenserfolg bedeutet das: Damit die Erfüllungsquote des DCGK grundsätzlich zu einem Reputationsgewinn bei potentiellen Anlegern führt und somit das Kollektivgut bereitgestellt wird, muss eine ‚**kritische Masse**‘ an Unternehmen innerhalb der Gruppe eine bestimmte Erfüllungsquote erreichen. Die Bereitstellung des Kollektivgutes hängt also davon ab, wie viele Unternehmen einer Gruppe sich der Erfüllung des DCGK verschreiben und diese entsprechend kommunizieren. Die fünfte Hypothese lautet daher:

H5: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg, wenn eine bestimmte Adoptionsquote innerhalb der untersuchten Gruppe erreicht wurde.

5 Ausgewählte vorangegangene Studien

5.1 Studien ohne deutschen Bezug⁴⁸

Noch vor 35 Jahren hatten große Unternehmen wenig Anlass, die Rechte ihrer Aktionäre in irgendeiner Weise zu beschränken. Sogenannte Proxy-Fights⁴⁹ und feindliche Übernahmen waren nicht an der Tagesordnung und das Ausüben von Aktionärsrechten noch nicht ausgeprägt. Somit verfügten die Aktionäre auf dem Papier teils uneingeschränkt über alle Rechte im Unternehmen, praktisch jedoch hatte die Unternehmensführung viel mehr Freiheiten als in der heutigen Zeit. Seit Mitte der 1980er Jahre hatten hunderte von Unternehmen daher Beschlussanträge von Aktionären zu Corporate Governance-Angelegenheiten, wie z. B. Regelungen zur Überwachung der Unternehmensführung, geheimen Wahlen, Regelungen mit dem Umgang beim sogenannten Greenmailing⁵⁰ und viele mehr, vorliegen. Karpoff et al. (1996) sahen diesen Umbruch und untersuchten in ihrer Studie ‚Corporate governance and shareholder initiatives‘, welche Unternehmen verstärkt solche Beschlussanträge anziehen und wie sich solche Beschlussanträge auf den Unternehmenswert und die Betriebsleistung schlussendlich auswirken. Hierzu untersuchten sie mit Hilfe der Daten des Investor Responsibility Research Center (IRRC) 866 Anträge bei 317 Unternehmen zwischen März 1986 und Oktober 1990. Sie zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit, einen Beschlussantrag zum Thema Corporate Governance gestellt zu bekommen, negativ mit dem Markt-Buchwert-Verhältnis, der Umsatzrendite und dem Umsatzwachstum korreliert. Unternehmen, die sich schwächer entwickelten,

⁴⁸ Studien ohne deutschen Bezug, vor allem Studien, die sich auf das US-amerikanische Wirtschaftssystem beziehen, sind grundsätzlich mit Vorsicht zu genießen. Deren Ergebnisse sind nur schwer auf das deutsche Wirtschaftssystem übertragbar. So steht bei den amerikanischen Studien der sogenannte ‚Shareholder Value‘ (also der reine Kapitalmarktwert eines Unternehmens) als das entscheidende Maß für Unternehmenserfolg, während das deutsche Wirtschaftssystem viele weitere Interessensgruppen (sogenannte ‚Stakeholder‘) berücksichtigt. Auch gibt es im US-amerikanischen Wirtschaftssystem das Organ des Aufsichtsrats in der Form nicht. Da sich aber sehr viele der Empfehlungen des DCGK auf die Funktion des Aufsichtsrats beziehen, ist eine unangepasste Übertragung der Ergebnisse dieser Studien auf das deutsche Wirtschaftssystem nicht möglich. Da die Corporate Governance-Forschung in den USA stärker vertreten ist und die Anzahl der US-amerikanischen Studien die der Studien mit deutschem Bezug bei weitem übersteigt, darf ein kurzer Überblick jedoch nicht fehlen. Dennoch kann nicht erwartet werden, dass die Ergebnisse der US-amerikanischen Studien ohne Anpassungen im deutschen Wirtschaftssystem replizierbar sind.

⁴⁹ Kämpfe um Aktionärsstimmen, bei denen mittels Stimmrechtsvollmachten oder dem Anwerben von Aktionärsstimmen Kontrolle über ein Unternehmen erlangt wird, ohne tatsächlich Mittel für den Kauf von Aktien aufzuwenden.

⁵⁰ Beim Greenmailing kauft ein Unternehmen A so viele Aktien eines anderen Unternehmens B, dass die Drohung einer feindlichen Übernahme glaubwürdig erscheint. Um diese zu verhindern, zwingt Unternehmen A Unternehmen B, die Aktien zu einem überhöhten Preis zurückzukaufen.

erhielten demnach vermehrt Beschlussanträge zum Thema Corporate Governance. Gleichzeitig können sie aber keinen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen Beschlussanträge und der Entwicklung eines Unternehmens finden. Zum Großteil begründen sie das mit der geringen Wirkung von Beschlussanträgen und weniger mit einem schwachen Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmensentwicklung: „We find little evidence that shareholder proposals engender firm policy changes.“ (Karpoff et al., 1996, S. 392). Die Tatsache, dass Beschlussanträge zum Thema Corporate Governance besonders in schwächeren Phasen gestellt wurden, deutet aber zumindest darauf hin, dass die Breite der Aktionäre von Corporate Governance als ein Mittel, den Unternehmenswert zu steigern, überzeugt ist. Die Autoren gehören demnach zu den ersten, die den Zusammenhang zwischen Corporate Governance (wenn auch in diesem Fall nur der Beschlussanträge zu einer verbesserten Corporate Governance) und dem Unternehmenswert untersuchten.

Mit der Einführung des Junk-Bond-Marktes in den 1980er Jahren standen nun auch vermehrt feindliche Übernahmen auf der Tagesordnung, was bei den Unternehmen, aber auch den Regierungen der einzelnen Länder dazu führte, verstärkt Maßnahmen zur Verhinderung dieser einzuführen. Die Maßnahmen beschränkten die Rechte der Aktionäre und hinterließen in den 1990er Jahren Unternehmen mit den unterschiedlichsten Graden an Aktionärsrechten. Dies nahmen Gompers et al. (2003) zum Anlass, den Zusammenhang zwischen dem Unternehmenserfolg und Corporate Governance empirisch zu überprüfen. Hierzu entwickelten sie einen „Governance-Index“, bestehend aus 24 Governance-Regeln des IRRC, der den Einfluss der Aktionäre widerspiegeln soll, und untersuchten empirisch den Zusammenhang zwischen ihrem Index und der Unternehmensleistung von 1500 Unternehmen. Die Konstruktion des Index hielten sie hierbei recht einfach: Jedes Unternehmen erhielt für jede Maßnahme, die Aktionärsrechte verringert, einen Punkt. Unternehmen mit der höchsten Punktzahl kamen hierbei in ein sogenanntes ‚Diktatur-Portfolio‘ (die größte Macht beim Management), die Unternehmen mit der geringsten Punktzahl in das sogenannte ‚Demokratie-Portfolio‘ (die stärksten Aktionärsrechte). Anschließend wurden mithilfe einer ‚performance-attribution‘⁵¹

⁵¹ Eine ‚Performance Attributionsanalyse‘ vergleicht die Entwicklung eines Portfolios mit einer Benchmark und unterteilt hierbei die Überschussrendite in einzelne Untergruppen, um herauszufinden, welche Investitionsentscheidungen genau welchen Einfluss hatten. (Vgl. Morningstar, 2013, S. 4)

Zeitreihen-Analyse zwischen September 1990 und Dezember 1999 empirisch die Zusammenhänge zwischen Corporate Governance und der jeweiligen Unternehmensentwicklung überprüft. Das ‚Demokratie-Portfolio‘, also die Unternehmen mit den meisten Aktionärsrechten, entwickelte sich dabei um jährlich 8,5% besser als das ‚Diktatur-Portfolio‘. Diese Unterschiede gingen mit einer starken Veränderung des Unternehmenswerts einher: Eine Ein-Punkt-Steigerung im Index bedeutete ein um 11,4%-Punkte geringeres Tobins Q.⁵² Gleichzeitig waren Unternehmen mit schwächeren Aktionärsrechten weniger profitabel und wiesen ein geringeres Umsatzwachstum auf als die dazugehörige Industrie. Zur Erklärung bieten die Autoren drei Hypothesen:

- I. Schwache Aktionärsrechte verursachen zusätzliche Agency-Kosten;
- II. Die Einschränkung der Aktionärsrechte war eine Reaktion darauf, dass Unternehmensführer für die 1990er Jahre ein schlechteres Wachstum vorhersahen und somit ihre Positionen sichern wollten. Die Einschränkung der Aktionärsrechte wäre daher eine vorgezogene Reaktion auf eine schlechtere Unternehmensentwicklung gewesen und nicht umgekehrt.
- III. Nicht die Einschränkung der Aktionärsrechte war der Grund für die schlechte Unternehmensentwicklung, sie war vielmehr mit anderen Eigenschaften der Unternehmen korreliert, die zu einer schlechteren Entwicklung geführt haben.

Während die Autoren für die Hypothese II keine Beweise finden konnten, können sie mit Hypothese III ein Drittel der beobachteten Leistungsunterschiede erklären. Hypothese I unterstützt der Befund einer positiven Korrelation zwischen dem Index und den Kapitalkosten. Höhere Kapitalkosten bedeuten hierbei nichts anderes, als dass potentielle Investoren zu erwartende Agency-Kosten schon vorab kompensiert haben wollen (siehe Kapitel 3.1.3). Sie liefern damit einen ersten empirischen Beweis, dass gute Corporate Governance den Unternehmenswert steigern kann.

⁵² Tobins Q, im deutschen häufig auch als Synonym für Markt-Buchwert-Verhältnis verwandt, wird errechnet, indem man den Marktwert eines Unternehmens (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten) durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände (Aktiva) teilt. Liegt der Wert unter 1, so wird das Unternehmen ‚unter Wert‘ gehandelt, da man an der Börse theoretisch alle Anteile aufkaufen und anschließend die Summe der einzelnen Vermögensgegenstände teurer verkaufen könnte. Einem Wert über 1 liegen dabei positive Erwartungen über künftige Erträge des Unternehmens zugrunde.

Zwar unterstützen die Ergebnisse von Gompers et al. (2003) die grundsätzliche Auffassung von Bebchuk et al. (2009)⁵³ zum Einfluss der Corporate Governance auf Aktionäre: „There is now widespread recognition, as well as growing empirical evidence, that corporate governance arrangements can substantially affect shareholders.“ (Bebchuk et al., 2009, S. 783) Für die Autoren gab es allerdings a priori keinen Grund anzunehmen, dass allen 24 Governance-Bestimmungen des IRRC die gleiche Bedeutung zukommen sollte. Ein Index, der dabei alle 24 Governance-Bestimmungen des IRRC vereint, wird wahrscheinlich auch Bestimmungen integrieren, die gar keine oder sogar eine negative Auswirkung auf den Unternehmenswert haben.

Sie gehen bei ihrer Untersuchung sogar so weit, dass sie die Hypothese aufstellten, nur sechs der 24 Governance-Bestimmungen des IRRC spielten eine entscheidende Rolle bei den dokumentierten Korrelationen. Hierbei entschieden sie sich für die sechs Bestimmungen, die bei Abstimmungen die größte Gegenwehr auf Seiten der Aktionäre hervorriefen.⁵⁴ Ihre Auswahl haben sie dann in späteren Experten-Interviews bestätigen lassen. Von den sechs Bestimmungen beschränken vier die Stimmrechte der Aktionäre und zwei sind bekannte Maßnahmen, um feindliche Übernahmen abzuwehren, d. h. die Kontrolle durch den Markt einzuschränken. Es handelt sich um: ‚staggered boards‘, ‚limits to shareholder amendments of the bylaws‘, ‚supermajority requirements for mergers‘ und ‚supermajority requirements for charter amendments‘ sowie ‚poison pills‘ und ‚golden parachute arrangements‘.⁵⁵

⁵³ Zuerst veröffentlicht schon 2004 als Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 491.

⁵⁴ Zur Erinnerung: Die IRRC-Bestimmungen sind negativ assoziiert, d. h. ein hoher Index-Wert bedeutet schlechte Corporate Governance, sodass die Bestimmungen, die eine starke Ablehnung bei den Investoren hervorrufen, solche sind, welche die Rechte der Aktionäre einschränken.

⁵⁵ ‚Staggered boards‘: Maximal ein Drittel der Mitglieder werden gleichzeitig gewählt, sodass bei einer Übernahme niemals der gesamte ‚Board of Directors‘ ausgetauscht werden kann.

‚Limits to shareholder amendments of the bylaws‘/ ‚supermajority requirements for charter amendments‘: Hierunter fällt zum Beispiel eine Regelung zur Zwei-Drittel-Mehrheit bei Änderungen der Geschäftsordnung (bylaw), aber eben auch bei der Satzung (charter). So fällt es dem Käufer bei einer feindlichen Übernahme schwerer, das Unternehmen nach seinen Wünschen zu verändern.

‚Supermajority requirements for mergers‘: Zwei-Drittel-Mehrheit bei Unternehmenszusammenschlüssen. Hierdurch wird eine Eingliederung eines feindlich übernommenen Unternehmens in das eigene Unternehmen erschwert.

‚Poison pills‘: So können besonders attraktive Unternehmensteile kurzfristig derart umgestaltet werden, dass sie nicht mehr veräußert werden können (zum Beispiel durch die Überführung in eine Stiftung). Aber auch einseitige Willenserklärungen gegenüber Stakeholdern für den Fall

Aus diesen sechs Bestimmungen entwickelten sie einen Index, der die Höhe der ‚Abwehrschance‘ gegen verbesserte Kontrolle und damit gegen eine verbesserte Corporate Governance des jeweiligen Unternehmens widerspiegelt. Anschließend überprüften sie, ob sich eine höhere ‚Abwehrschance‘ negativ auf den Unternehmenswert, gemessen am Tobins Q und der Aktienrendite, auswirkt. Grundlage ihrer Berechnungen sind sechs IRRC-Veröffentlichungen (September 1990, Juli 1993, Juli 1995, Februar 1998, November 1999 und Februar 2002) mit Informationen zu jeweils 1400 bis 1800 Unternehmen zwischen 1990 und 2003. Mit ihrer Untersuchung sind sie in der Lage, eine negative Korrelation zwischen den sechs einzelnen Bestimmungen sowie dem Gesamt-Index und dem Unternehmenswert aufzuzeigen. Gleichzeitig können sie eine solche Korrelation für die übrigen 18 Bestimmungen nicht nachweisen.

Bezüglich der Richtung der Korrelation stellen sie fest, dass auf den ersten Blick nicht eindeutig zu bestimmen ist, ob sich ein hoher Index-Wert negativ auf den Unternehmenswert auswirkt, oder ob schwächere Unternehmen einen höheren Index-Wert haben. Schwächere Unternehmen errichten nämlich oftmals eine höhere ‚Abwehrschance‘, um sich vor Veränderungen und Übernahmen zu schützen, die zwar den Unternehmenswert steigern, aber gleichzeitig den Einfluss der Unternehmensführung einschränken würden. Selbst wenn die Korrelation darauf zurückzuführen ist, dass Unternehmen mit einem geringen Unternehmenswert eine höhere ‚Abwehrschance‘ errichten, so ist es dennoch möglich, dass die höhere ‚Abwehrschance‘ eine entscheidende Rolle spielt, dass der Wert des Unternehmens anschließend auch nicht steigt. „A high entrenchment level might protect low-*Q* firms from being taken over or forced to make changes that would raise their Tobin’s *Q*. Indeed, such an effect is presumably why low-*Q* firms might wish to adopt and retain a high level of entrenchment. Thus, a mere serial correlation in firms’ Tobin’s *Q*s does not indicate that causality runs primarily from low *Q* to high entrenchment, rather than in the opposite direction.“ (Bebchuk et al., 2009, S. 3)

einer Übernahme gehören zu dieser Art des Abwehrverhaltens. Eine sogenannte Giftpille macht ein Unternehmen dementsprechend weniger attraktiv für eine Übernahme.

„Golden parachute arrangements“: Hier werden in den Vorstandsverträgen sehr hohe Abfindungszahlungen für den Fall einer Unternehmensübernahme festgelegt. So wird der Austausch der Unternehmensführung für das übernehmende Unternehmen sehr teuer.

Während Gompers et al. (2003) und auch Bebchuk et al. (2009) bei ihren Untersuchungen, ob sich gute Corporate Governance positiv auf den Unternehmenswert auswirken kann, Governance-Indizes verwenden, die hauptsächlich ‚externe‘ Corporate Governance repräsentieren, versuchten Cremers und Nair (2005) das Zusammenspiel ‚interner‘ und ‚externer‘ Corporate Governance im Zusammenhang mit dem Unternehmenswert zu erklären. Großaktionäre und das ‚Board of Directors‘⁵⁶ bilden dabei den internen Überwachungsmechanismus (vgl. Kaplan und Minton, 1994), der Markt für Unternehmenskontrolle überwacht bzw. kontrolliert Unternehmen von außen (vgl. Easterbrook und Fischel, 1991). In ihrer Untersuchung gehen die Autoren dabei drei Fragestellungen nach:

1. Wie beeinflusst das Zusammenspiel der beiden Governance-Bereiche den Aktienkurs?
2. In wie weit spielen dabei Unternehmenseigenschaften, wie z. B. Größe und Verschuldungsgrad, eine Rolle?
3. Was bedeuten die Ergebnisse der Untersuchung für die Gestaltung von Corporate Governance?

Um die externe Governance zu bewerten, nutzten die Autoren den entsprechenden Index von Gompers et al. (2003), untermauern ihre Ergebnisse aber mit einem eigens konstruierten Index, der nur drei Anti-Übernahme-Maßnahmen (‚staggered board of directors‘, ‚poison pill‘ und ‚shareholder restrictions on written consent‘)⁵⁷ widerspiegelt. Interne Governance bewerteten sie anhand des Anteils institutioneller Investoren mit einem Aktienanteil größer 5% und des Aktienanteils staatlicher Pensionsfonds. Anschließend testeten sie den Einfluss beider Governance-Bereiche auf Aktienkurse von 1990 bis 2001. Sie sind so in der Lage, zu zeigen, dass sich interne und externe Governance in Bezug auf eine langfristige Überrendite aus Aktienbesitz ergänzen, am besten, wenn die Unternehmen einen geringen Verschuldungsgrad aufweisen. Zusätzlich spielen staatliche Pensionsfonds nur dann eine Rolle, wenn Unternehmen grundsätzlich ‚verletzlicher‘ gegenüber feindlichen Übernahmen sind (hier ist dann eine Überrendite

⁵⁶ Der ‚Board of Directors‘ ist das Leitungs- und Kontrollgremium eines anglo-amerikanischen Unternehmens und besetzt in etwa die gleichen Positionen und Aufgaben wie Vorstand und Aufsichtsrat in einer deutschen Aktiengesellschaft.

⁵⁷ ‚Restrictions on written consent‘: Mit der Einschränkung der Einberufung kurzfristiger Aktionärsversammlungen oder der schriftlichen Abstimmung werden Übernahmeangebote verzögert.

von bis zu 15% möglich). Externe Governance hingegen bringt die beste Überrendite bei Unternehmen mit aktiven und einflussreichen Aktionären.

Basierend auf diesen Ergebnissen entwickelten Brown und Caylor (2006) eine ‚Gov-Score‘, die sie aus 51 unternehmensspezifischen Bestimmungen errechnen, die sowohl interne wie externe Corporate Governance repräsentieren. Hierzu nahmen sie die Daten der Institutional Shareholder Services (ISS), da diese den Autoren zufolge eben nicht nur externe, sondern auch interne Corporate Governance-Faktoren berücksichtigen. Anschließend überprüften sie den statistischen Zusammenhang zwischen ihrer Gov-Score (aus Februar 2003) und dem Tobins Q (Ende des Fiskaljahres 2002) von 1.868 Unternehmen. Ähnlich der Ergebnisse der Autoren, welche die Daten der IRRC nutzten (vgl. Gompers et al. (2003); Bebchuk et al. (2009); Cremers und Nair (2005)), konnten auch Brown und Caylor (2006) einen positiven Zusammenhang zwischen ihrer Gov-Score und dem Unternehmenswert feststellen.

Doch wie für Bebchuk et al. (2009) gab es eben auch für diese Autoren keinen Grund, davon auszugehen, alle 51 unternehmensspezifischen Bestimmungen beeinflussten den Unternehmenswert gleichermaßen. So fanden die Autoren sieben Bestimmungen, die sie als Haupttreiber des Zusammenhangs zwischen der Gov-Score und dem Unternehmenswert identifizierten: „(1) board members are elected annually; (2) company either has no poison pill or one approved by shareholders; (3) option re-pricing did not occur within the last three years; (4) average options granted in the past three years as a percentage of basic shares outstanding did not exceed 3%; (5) all directors attended at least 75% of board meetings or had a valid excuse for non-attendance; (6) board guidelines are in each [published] proxy statement; and (7) directors are subject to stock ownership guidelines.“ (Brown und Caylor, 2006, S. 411) Interessant bei diesen sieben Bestimmungen ist, dass nur (1) und (2) externe Corporate Governance repräsentieren und die anderen fünf Bestimmungen demnach in den vorangegangenen Studien nicht berücksichtigt wurden. Mit ihrer Studie erweitern die Autoren die Forschung zur Corporate Governance und dem Unternehmenswert um viele Aspekte:

1. Sie bestätigen und erweitern die Erkenntnisse von Cremers und Nair (2005) über die Bedeutung von interner und externer Corporate Governance. Vor allem die Bedeutung der internen Corporate Governance – zuvor meist nur durch eine Va-

riable repräsentiert, die den aktiven Einfluss von Aktionären misst – wird durch fünf ‚interne Corporate Governance-Bestimmungen‘ hervorgehoben und detaillierter aufgeschlüsselt.

2. Trotz eines anderen Datensatzes bestätigen sie die Ergebnisse von Bebchuk et al. (2009), insbesondere die Bedeutung einzelner Bestimmungen bzw. Sub-Indizes.
3. Mit der Gov-Score entwickeln die Autoren einen Index, der sowohl interne wie auch externe Corporate Governance-Bestimmungen berücksichtigt und gleichzeitig statistisch eine noch nähere Beziehung zwischen Corporate Governance und dem Unternehmenswert aufzeigt.

In Brown und Caylor (2009) erweitern die Autoren ihre Studie um zusätzliche Erfolgsmaße zur Berechnung des Unternehmenswerts (z. B. Gesamt- und Eigenkapitalrendite) und finden vier weitere Corporate Governance-Bestimmungen, die zuvor noch nicht als Einflussgrößen auf den Unternehmenswert identifiziert wurden: „(1) no former CEO serves on board; (2) non-employees do not participate in company pension plans; (3) CEO serves on no more than two boards of other public companies; and (4) auditors were ratified at the most recent annual meeting.“ (Brown und Caylor, 2009, S. 130) Zusätzlich finden sie heraus, dass, ähnlich wie bei Brown und Caylor (2006) und Bebchuk et al. (2009), tatsächlich nur ein kleiner Teil aller 51 Corporate Governance-Bestimmungen der ‚Institutional Shareholder Services‘ (ISS) die gesamte positive Korrelation treibt. Gleichzeitig zeigen sie, dass neun der 51 Corporate Governance-Bestimmungen der ISS, die von den drei größten US-Börsen vorgeschrieben sind, nicht mit den ‚neuen‘ Erfolgsmaßen statistisch signifikant und positiv korrelieren. Sechs Corporate Governance-Bestimmungen aus den verbleibenden 42 auf der anderen Seite zeigen eine statistisch signifikante und positive Korrelation.

Bhagat et al. (2007) unterstützen zwar ebenfalls die Bedeutung von Corporate Governance und verneinen auch nicht deren Einfluss auf den Unternehmenswert, dennoch hinterfragen sie in ihrer Studie die Aussagekraft von Corporate Governance-Indices und deren angenommene Korrelation zum Unternehmenswert. Zuerst sehen sie die Problematik in der statistischen Berechnung, da Corporate Governance und die Unternehmensentwicklung endogen sind, das heißt, sich gegenseitig bedingen. Dabei geht es vor allem darum, dass zwar nicht auszuschließen ist, dass eine verbesserte Corporate Governance den Unternehmenswert steigert, man gleichzeitig aber auch nicht verneinen

kann, dass Unternehmen, die erfolgreicher und nicht im täglichen Kampf ums Überleben eingebunden sind, grundsätzlich mehr Ressourcen für eine verbesserte Corporate Governance aufwenden können.

Zusätzlich basieren die Studien, die den Zusammenhang zwischen dem Unternehmenswert und einem Corporate Governance-Index berechnen, unter anderem auf zwei, nach Bhagat et al. (2007) fehlerhaften, Annahmen: dass Bestandteile ‚guter‘ Corporate Governance nicht zwischen unterschiedlichen Unternehmen variieren und dass sich diese Bestandteile immer ergänzen und nicht austauschbar sind. Für sie existiert keine einzigartige ‚Best Practice‘, vielmehr hängt eine erfolgreiche Corporate Governance sowohl am Umfeld als auch den einzelnen Besonderheiten von Unternehmen. Mit ihrer Untersuchung widerlegen sie zwar nicht die Erkenntnisse der vorherigen Studien, sie adressierten aber wichtige Anknüpfungspunkte für zukünftige Studien.

Hier setzten Bebchuk und Hamdani (2009) an und fokussierten sich in ihrer Untersuchung auf die Rolle eines ‚controlling shareholders‘. Ziel dieser Studie ist es aber nicht, das grundsätzliche Design bisheriger Studien in Frage zu stellen. Auch stellen sie weder den Einfluss von Corporate Governance auf die Unternehmensentwicklung (vgl. u. a. Bhagat und Bolton, 2008) noch auf die Entwicklung von Kapitalmärkten und damit anschließend ganzer Volkswirtschaften (vgl. La Porta et al., 1997) in Frage. Für sie ist vielmehr die Suche nach einem einzigen Corporate Governance-Einheitsstandard fehlgeleitet. Unter anderem hatten schon Enriques und Volpin (2007) die fundamentalen Unterschiede in der Prinzipal-Agenten-Problematik (siehe Kapitel 3.1.3) zwischen stark von einem Aktionär kontrollierten Unternehmen und solchen, deren Aktionärsstruktur sehr stark ‚verwässert‘ ist, dargestellt. Corporate Governance-Richtlinien, die Investoren in Unternehmen, die einen Mehrheitsaktionär haben, schützen können, sind nach ihrer Auffassung in Unternehmen mit vielen kleinen Aktionären oftmals inkonsequent, vielleicht manchmal sogar nachteilig.⁵⁸ Gleiches gilt natürlich auch umgekehrt für Corporate

⁵⁸ So gibt es viele Regelungen, die den Einfluss der Aktionäre stärken – so kann die Unternehmensleitung zum Beispiel ohne die entsprechende Zustimmung der Aktionäre nicht die Satzung ändern –, die aber bei einem Unternehmen mit Mehrheitsaktionär, der seinen Einfluss sowieso jederzeit geltend machen kann, unnötig sind. Gleichzeitig verlangen viele Corporate Governance-Standards eine aufwändige und kostenintensive Regelung der Aktionärsbeteiligung, zum Beispiel durch Briefwahl, online-Abstimmung etc., um die Vielzahl der Kleinaktionäre dazu zu bewegen, ihren Kontrolleinfluss auf die Unternehmensleitung geltend zu machen. Auch solchen

Governance-Richtlinien, die Investoren in einem Unternehmen mit vielen kleinen Aktionären und ohne einen Mehrheitsaktionär schützen sollen. Sie zeigen anhand der wichtigsten globalen Corporate Governance-Einheitsstandards, dass solche Corporate Governance-Einheitsstandards, die dazu ausgelegt sind, weltweit gute Corporate Governance zu bestimmen, ungenaue, manchmal sogar verzerrte Ergebnisse liefern. Für sie ist die logische Konsequenz, dass sowohl Forscher als auch Investoren die Suche nach einer einzigen globalen Corporate Governance-Einheitsstandard einstellen und vielmehr die Unterscheidung nach Unternehmen mit und ohne Mehrheitsaktionär berücksichtigen sollen.

Es gibt noch viele weitere internationale Studien auf dem Forschungsgebiet der Corporate Governance (vgl. u. a. Love, 2011, Farinha, 2003). Doch dieser Ausschnitt an Studien fasst die wichtigsten Erkenntnisse zusammen, die im Anschluss auch für die Ergebnisse dieser Arbeit von Bedeutung sein könnten. Tabelle 3 stellt die Studien noch einmal in einem Überblick dar und benennt die wichtigsten Erkenntnisse.

Tabelle 3: Übersicht internationaler Studien und deren wichtigste Erkenntnisse

Jahr	Author(en)	Erkenntnisse
1996	Karpoff et al.	Unternehmen, die sich aktuell schwächer entwickeln, erhalten vermehrt Beschlussanträge zum Thema Corporate Governance.
2003	Gompers et al.	Schwache Aktionärsrechte verursachen zusätzliche Agency-Kosten. Ein Drittel der beobachteten Leistungsunterschiede hingen allerdings mit anderen Eigenschaften der Unternehmen zusammen und nicht mit deren Grad an Corporate Governance-Einsatz.
2004 (2009)	Bebchuk et al.	Nur sechs der 24 Corporate Governance-Bestimmungen aus Gompers et al. (2003) korrelieren tatsächlich mit dem Unternehmenswert. Gleichzeitig argumentieren sie, dass die Richtung der Korrelation von verbesserter Corporate Governance zu höherem Unternehmenswert geht und nicht umgekehrt.
2005	Cremers und Nair	Interne und externe Governance ergänzen sich in Bezug auf eine langfristige Überrendite aus Aktienbesitz am besten, wenn die Unternehmen einen geringen Verschuldungsgrad aufweisen. Externe Governance hingegen bringt die beste Überrendite bei Unternehmen mit aktiven und einflussreichen Aktionären
2006 und 2009	Brown und Caylor	Mit einer ‚Gov-Score‘ aus 51 unternehmensspezifischen Bestimmungen, die sowohl interne als auch externe Corporate Governance repräsentieren, bestätigen und erweitern sie die Erkenntnisse von Cremers und Nair (2005) über die Bedeutung von interner und externer Corporate Governance. Trotz eines anderen Datensatzes bestätigen sie die Ergebnisse von Bebchuk et al. (2009), insbesondere die Bedeutung einzelner Bestimmungen/ Sub-Indizes. In 2009 erweitern die Autoren ihre Studie um zusätzliche Erfolgsmaße zur Berechnung des Unternehmenswert (z. B. Gesamt- und Eigenkapitalrendite) und finden neben der Bestätigung ihrer Ergebnisse aus 2006 vier weitere Corporate Governance-Bestimmungen, die zuvor noch nicht in Zusammenhang mit dem Unternehmenswert gebracht wurden. Gleichzeitig zeigen sie, dass die neun Corporate Governance-Bestimmungen, die von den drei größten US-Börsen angeordnet wurden, keinen Einfluss auf den Unternehmenswert haben.
2007	Bhagat et al.	Die Autoren untersuchen drei Probleme, die ihrer Meinung nach mit Studien zum Thema Corporate Governance und Unternehmenswert auftreten: 1. Statistisch sei die Richtung der Korrelation nicht wirklich eindeutig zu bestimmen; 2. Gute Corporate Governance unterscheide sich zwischen Unternehmen und einzelne Corporate Governance-Bestimmungen würden sich gegenseitig beeinflussen; und 3. Erfolgreiche Corporate Governance hänge sowohl vom Umfeld als auch den Besonderheiten der einzelnen Unternehmen ab.
2009	Bebchuk und Hamdani	Forscher als auch Investoren sollen nach Meinung der Autoren die Suche nach einem einzigen globalen Corporate Governance-Einheitsstandard einstellen und vielmehr die Unterscheidung nach Unternehmen mit und ohne Mehrheitsaktionär berücksichtigen.

Die Studien sind bewusst nach Themenbereich und nicht nach Jahren geordnet.

5.2 Deutsche Studien

Während Corporate Governance in der angelsächsischen Literatur schon länger ein bedeutendes Forschungsgebiet ist, entwickelte sie sich in Deutschland erst Anfang des Jahres 2000 von einem wissenschaftlichen Spezialgebiet zu einem Thema von breitem wissenschaftlichen, wirtschaftlichen und politischen Interesse. Dazu passend wurde im Jahr 2002 zum ersten Mal der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) veröffentlicht. Der DCGK bildet auch die Grundlage für die Studie von Drobetz et al. (2004), in der die Autoren untersuchten, ob in Deutschland die erwartete Aktienrendite mit der Corporate Governance der jeweiligen Unternehmen zusammenhängt. Hierzu entwickelten die Autoren einen Corporate Governance-Index mit 30 Kriterien in fünf Kategorien:

- (1) Corporate Governance-Commitment
- (2) Aktionärsrechte
- (3) Transparenz
- (4) Vorstands- und Aufsichtsratsregelungen
- (5) Prüfungswesen.

Neben dem DCGK diente auch die Deutsche Corporate Governance Scorecard der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management als weitere Quelle für einen Fragebogen, der an alle 253 Unternehmen aus DAX 30, MDAX, NEMAX 50 und SDAX geschickt wurde (Antwortquote: 36%). Um die Unternehmensentwicklung zu überprüfen, nutzten die Autoren Finanzkennziffern (Durchschnittswerte der Unternehmen aus den Jahren 1998 bis 2002 bei Umsatz- und Aktivawachstum) erwarteter Aktien-⁵⁹ und Dividendenrendite, Kurs-Gewinn- sowie dem Markt-Buchwert-Verhältnis.

Gompers et al. (2003) folgend schenken auch Drobetz et al. (2004) zwei unterschiedlichen Unternehmensportfolios besondere Aufmerksamkeit: dem ‚principal portfolio‘ bestehend aus Unternehmen mit hoher Corporate Governance-Qualität (Corporate Governance-Index größer 21) und dem ‚agent portfolio‘, in dem sie Unternehmen sammelten, deren Corporate Governance-Qualität nach der Berechnung der Autoren weniger hoch

⁵⁹ „[...], we face the fundamental problem that expectations are not directly observable. To proxy for the return on equity, we rely on three different measures: (1) historical stock returns (RI) and fundamental valuation measures, such as (2) dividend yields (DY) and (3) price-earnings ratios (PE).“ (Drobetz et al., 2004, S. 12)

war (Corporate Governance-Index kleiner 18). Das Portfolio mit Unternehmen, die eine hohe Corporate Governance-Qualität aufweisen, entwickelte sich dabei im Beobachtungszeitraum um 12 Prozent besser. Gleichzeitig stellten die Autoren eine starke Verbindung zwischen ihrem Corporate Governance-Index und dem Unternehmenswert fest, die positiv miteinander korrelieren, fanden eine negative Korrelation zwischen dem Index und der Dividendenrendite sowie eine positive Korrelation zwischen dem Corporate Governance-Index und der erwarteten Aktienrendite. Dementsprechend folgern sie, dass

- (1) Corporate Governance für die Bewertung auf dem Kapitalmarkt eine wichtige Rolle spielt. Unternehmen können demnach die erwartete Aktienrendite durch eine verbesserte Corporate Governance senken.

Da der Corporate Governance-Index aus 30 ‚freiwilligen‘ Corporate Governance-Verpflichtungen besteht und eine hohe Corporate Governance-Qualität auch entsprechend von den Kapitalmärkten belohnt würde, sehen sich die Autoren bestätigt, dass

- (2) eine weitere gesetzliche Regulierung der Corporate Governance in Deutschland nicht unbedingt notwendig sei. Sie verstehen Corporate Governance in diesem Kontext vielmehr als Chance und nicht als Verpflichtung für ein Unternehmen.

Des Weiteren stellen die Autoren die These auf, dass

- (3) je aktiver institutionelle und Großaktionäre in Deutschland bei der Unternehmensüberwachung würden, desto stärker können sich die zuvor gezeigten positiven Effekte von Corporate Governance ausprägen.

Diese These ist jedoch ausschließlich qualitativ abgeleitet und nicht empirisch belegt. Zusätzlich gehen die Autoren nicht darauf ein, ob dieser Zusammenhang substitutiv (Einfluss aktiver Großaktionäre kann die Kontrolle durch Corporate Governance ersetzen) oder komplementär (Einfluss aktiver Großaktionäre verstärkt die Wirkung der Corporate Governance) ist.

Während Drobetz et al. (2004) den DCGK als Grundlage für die Erstellung eines eigenen Corporate Governance-Index nutzten, mit dem sie überprüften, ob sich die Erkenntnisse der Studien aus Kapitel 5.1 auch auf Deutschland übertragen lassen, stand für Nowak et al. (2005) der DCGK selbst im Mittelpunkt der Untersuchung. Mit dessen Einführung wurde nämlich den Unternehmen die Entscheidung über den Grad der Kodex-Befolgung überlassen – eine in Deutschland bis dahin wenig bekannte Form der freiwilligen Selbstregulierung durch den Kapitalmarkt. Ziel der Autoren war es, zu überprüfen, ob die kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen auf eine überdurchschnittliche Befolgung (Kurszuschläge) bzw. Nicht-Befolgung (Kursabschläge) der Kodex-Empfehlungen, die seit der Einführung des DCGK postuliert wurden, auch tatsächlich erfolgte.

Mit einer Ereignisstudie wollten die Autoren anhand von Aktienkursreaktionen messen, ob sich der Unternehmenswert bei der erstmaligen Veröffentlichung der Entsprechenserklärung statistisch signifikant verändert. Hierzu untersuchten sie die Entsprechenserklärungen 2002 und Aktienkursrenditen von 317 Gesellschaften, deren Wertpapiere per 31. Oktober 2003 im Prime Standard der Deutschen Börse AG notiert waren. Die Autoren stellten fest, dass die Abgabe der Entsprechenserklärung keine erhebliche Kursbeeinflussung verursacht, und schlossen daraus, dass die angenommene Selbstregulierung und damit die Durchsetzung des DCGK durch den Kapitalmarkt nicht stattfinden. Zumindest kurzfristig sehen sie daher die Zielsetzung des DCGK, nämlich das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger in die Leitung und Überwachung der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften zu fördern, als nicht erreicht an. Für die Autoren zeigt sich, dass eine Befolgung der Empfehlungen aus dem DCGK für den Börsenkurs irrelevant sei.

In Nowak et al. (2006) erweiterten die Autoren ihre Studie. Sie untersuchten die 317 Gesellschaften erneut, um herauszufinden, ob die bessere Befolgung des DCGK bzw. eine Verbesserung der Erfüllungsquote langfristig zu höheren Aktienkursen in den Jahren 2002 bis 2005 führte. Da sie auch hier keine statistisch signifikanten Effekte finden konnten, sehen die Autoren ihre Ergebnisse aus Nowak et al. (2005), dass eine freiwillige Befolgung des DCGK ineffektiv sei, bestätigt.

Auch Bassen et al. (2006) überprüften in ihrer Studie, in wie weit die Ziele des gesteigerten Investorenvertrauens und der besseren Unternehmensentwicklung erreicht wür-

den. Für sie hängt das an verschiedenen Faktoren: Zum einen muss der DCGK auch das abbilden, was die Anleger unter guter Corporate Governance verstehen; zum anderen müssen die Unternehmen den DCGK auch umsetzen. Gleichzeitig ist es natürlich wichtig, dass die Umsetzung für Marktteilnehmer entsprechend erkennbar ist. Um zu überprüfen, in wie weit sich Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg auswirkt, untersuchten die Autoren 96 deutsche Unternehmen des HDAX (30 DAX-, 43 MDAX- und 23 TecDAX-Unternehmen) aus dem Jahr 2003. Sie werteten dabei die Entsprechenserklärungen der Unternehmen aus und untersuchten den Zusammenhang der jeweiligen Erfüllungsquote der 67 Soll-Empfehlungen und 16 Sollte-Anregungen mit dem Unternehmenserfolg, gemessen am Gesamtkapitalrentabilität, Tobins Q und Aktienrendite der Unternehmen.

Hierbei fanden die Autoren keinen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen den ermittelten Erfüllungsquoten des DCGK und dem Unternehmenserfolg für das Jahr 2003. Die wenigen signifikanten Ergebnisse (10%-Niveau) deuteten sogar eher auf einen negativen Zusammenhang. Auch sie sind daher nicht in der Lage, die „sowohl von der theoretischen Analyse abgeleitete als auch in internationalen empirischen Untersuchungen nachgewiesene überwiegend positive Wirkung guter Corporate Governance [...] auf die deutsche Regulierung durch den DCGK [zu] übertragen.“ (Bassen et al., 2006, S. 393)

In Bassen et al. (2009) wiederholten die Autoren ihre Studie, diesmal mit 100 deutschen Unternehmen aus dem HDAX und dem Referenzjahr 2005. Wieder fanden sie keine positiven, statistisch signifikanten Zusammenhänge zwischen der Erfüllungsquote und dem Unternehmenswert. Wird der Unternehmenswert anhand des Tobins Q gemessen, finden die Autoren sogar einen statistisch signifikanten, negativen Zusammenhang. Auch bei der Betrachtung elf einzelner, sogenannter kritischer Empfehlungen, deren Erfüllungsquote bei 90% oder weniger lag, zeigte sich ein gemischtes Bild: drei Empfehlungen wiesen keinen statistisch signifikanten Zusammenhang auf, vier hingen positiv, vier negativ mit dem Unternehmenswert zusammen. Die Autoren sehen hier eine mögliche Erklärung, warum bis zu diesem Zeitpunkt keine statistisch signifikanten Ergebnisse zwischen dem DCGK, der nur ein Aggregat aus den einzelnen Empfehlungen ist, und dem Unternehmenswert gefunden wurden.

Auch Goncharov et al. (2006) fanden keine konsistente Antwort auf die Frage, ob die Berücksichtigung der Erfüllungsquote abgeleitet aus dem DCGK tatsächlich eine Rolle in der Bewertung von Unternehmen spielt. Sie untersuchten 61 Unternehmen aus DAX und MDAX über die Jahre 2002 und 2003. Ihre Ergebnisse begründen sie mit der Endogenität von Corporate Governance: Für die Autoren ist Corporate Governance keine exogene Variable, sondern der Grad bzw. die Qualität der Corporate Governance begründet sich vielmehr aus den Charakteristika der Unternehmen. Daher versuchten sie, das Problem der Endogenität in ihrem statistischen Modell zu berücksichtigen und konnten schlussendlich zeigen, dass der Grad der Corporate Governance-Befolgung für die Kapitalmärkte eine werttreibende Information darstellt. Es ist einer der ersten Hinweise auf eine positive Korrelation zwischen guter Corporate Governance und dem Unternehmenswert in Deutschland.⁶⁰

⁶⁰ Der Vollständigkeit wegen sei nach Goncharov et al. (2006) noch die Arbeit von Bress (2008) erwähnt. Da deren Erkenntnisse aber schon durch die anderen Studien abgedeckt sind, wird die Arbeit im folgenden nur in der Fußnote zusammengefasst: In seiner Untersuchung konstruiert der Autor ein Corporate Governance-Rating, das sich, „vereinfacht gesagt, als Verhältniszahl der nicht eingehaltenen gegenüber der Gesamtzahl im Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) enthaltenen Empfehlungen berechnet.“ (Bress, 2008, S. 191) Als Alternative entwickelt er noch ein zweites Corporate Governance-Rating, bei dem nur Empfehlungen berücksichtigt werden, die von mindestens 10% der Unternehmen abgelehnt wurden (sogenannte neuralgische Empfehlungen). Basis hierfür sind alle bis zum Mai 2004 veröffentlichten Entsprechenserklärungen für das Jahr 2003. Anschließend konstruiert er basierend auf dem Rating zwei Portfolios: ein ‚High-Governance-Portfolio‘ (HGP) und ein ‚Low-Governance-Portfolio‘ (LGP). Die Aktienrendite berechnet er mithilfe des Drei- bzw. Vierfaktorenmodells. Das Dreifaktorenmodell basiert auf Fama und French (1992), (1993) und erweitert das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) (siehe hierzu Kapitel 6.2.3) um die Berücksichtigung der Marktkapitalisierung und des Buch-Marktwert-Verhältnisses als weitere Faktoren zur Berechnung der Aktienrendite. Jegadeesh und Titman (1993) fügen dem Dreifaktoren noch den sogenannten Momentum-Effekt hinzu: Der Momentum-Effekt berücksichtigt Aktien, die im vorangegangenen Jahr hohe Renditen erzielt haben, und vernachlässigt solche, die sich vergleichbar schwach entwickelten. Den von Gompers et al. (2003) vermuteten positiven Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Aktienrendite kann der Autor in seiner Studie zunächst nicht bestätigen. Vielmehr erzielt das HGP gegenüber dem LGP eine Differenzrendite von -16%. Auch die Verwendung des alternativen Corporate Governance-Ratings brachte nur eine geringfügige ‚Verbesserung‘: -14%. Erst die Berücksichtigung der im Drei- bzw. Vierfaktorenmodell identifizierten Treiber Größe (Marktkapitalisierung), Wertigkeit (Buch-Marktwert-Verhältnis) und Momentum dreht den Effekt um. Trotz hohen Erklärungsgehaltes des Modells findet der Autor keinen nennenswerten, statistischen Zusammenhang.

In einer nächsten Untersuchung erweitert der Autor die Variablen für die Unternehmensentwicklung um das Tobins Q (siehe hierzu Kapitel 6.2.2) und löst das Endogenitätsproblem im simultanen, nichtlinearen Mehrgleichungsmodell (vgl. hierzu unter den Stichwörtern 2SLS und 3SLS die Beschreibung der Untersuchung von Stiglbauer (2010) in Kapitel 5.2). Zwar ist hier ein signifikanter, positiver Einfluss des Corporate Governance-Ratings auf Tobins Q zu erkennen und für die inverse Kausalität liegt keine Evidenz vor, dennoch bleibt die Beziehung von Corporate Governance und der Aktienrendite auch hier nicht eindeutig.

Um den Zusammenhang zwischen Corporate Governance und dem Unternehmenserfolg zu untersuchen, wertete Velte (2009) Geschäftsberichte des Jahres 2007 (bzw. 2006/07) sowie Gesellschaftssatzungen und Geschäftsordnungen von 135 deutschen Aktiengesellschaften aus DAX 30, MDAX und SDAX aus. Auch er unterschied dabei zwischen expliziten und impliziten Geboten sowie freiwilligen Angaben. Ähnlich wie beim DCGK gibt es auch in Gesellschaftssatzungen und Geschäftsordnungen Gebote, die erfüllt werden müssen (entspricht im DCGK der Wiedergabe des Aktiengesetzes), implizite Gebote, bei denen ein gewisser Interpretationsspielraum besteht (entspricht im DCGK den Empfehlungen), sowie freiwillige Angaben, von denen das Management ohne Begründung abweichen kann (entspricht den ‚sollte‘-Hinweisen). Der Autor konnte hierbei nicht feststellen, dass der Verbindlichkeitsgrad der Berichterstattung Einfluss auf die Angabenquote nimmt. Auch sah er statistisch keinen Zusammenhang zwischen der Berichterstattungsquote und dem Volumen des Orderbuchumsatzes sowie der Free-Float-Marktkapitalisierung. Dass ein Zusammenhang zwischen der Indexzugehörigkeit im deutsche Prime Standard und der Corporate Governance-Berichterstattung des Aufsichtsrats besteht, konnte der Autor nicht nachweisen. Hier wäre ein positiver Zusammenhang zu vermuten gewesen.

Für die Untersuchung des Einflusses der Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg nahm der Autor als Erfolgsmaße die Aktienrendite, das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das Tobins Q und die Gesamtkapitalrendite. Für einzelne Variablen konnte er einen (positiven) Zusammenhang empirisch bestätigen. „Die meisten Signifikanzen bezogen auf die Unternehmensperformance ließen sich in diesem Kontext bei der Berichterstattung des Aufsichtsrates zur Unabhängigkeit und Finanzexpertise seiner Mitglieder [...] feststellen.“ (Velte, 2009, S. 731) Hierbei zeigten sich die meisten Signifikanzen bei Unternehmen aus dem MDAX. Gleichzeitig konnte der Autor keinen Zusammenhang zwischen indexbezogenen Berichtsquoten und dem Auftreten von Signifikanzen finden. Über die gesamte Studie hinweg konnten die Ergebnisse von Velte (2009) trotz einiger statistischer ‚Erfolge‘ keine klare Wirkungsrichtung (positive oder negative Korrelation) zeigen. Auch „die Stärke der festgestellten Korrelationen [war] insbesondere im DAX30 eher schwach ausgeprägt“ (Velte, 2009, S. 732).

Auch bei Stiglbauer (2010) dient der DCGK nur als Grundlage zur Bewertung der Erfolgsrelevanz der Corporate Governance-Berichterstattung auf dem deutschen Aktienmarkt von 113 Unternehmen aus dem Jahr 2007 der Auswahlindizes DAX 30, TecDAX, MDAX und SDAX. Als Erfolgsvariablen verwendete er die Eigenkapitalrendite, die Gesamtkapitalrendite, das Tobins Q, das Markt-Buchwert-Verhältnis und die Aktienrendite. Neben der verpflichtenden Berichterstattung von Unternehmen zur Umsetzung der Empfehlungen des DCGK bezieht der Autor in sein Corporate Governance-Rating („Compliance Scorecard“) auch die freiwillig zu deklarierenden Anregungen des DCGK ein.⁶¹ Gleichzeitig erfasst er systematisch die Transparenz der Berichterstattung zu Corporate Governance mittels einer „Transparency & Disclosure Scorecard“.⁶²

Um die Komplexität erfolgsrelevanter Variablen und deren Zusammenhänge abzubilden, entwickelte der Autor ein simultanes Mehrgleichungsmodell, bestehend aus mehreren miteinander verbundenen Einzelgleichungen. So versucht er, unter anderem auch auf die Kritik von Bhagat und Bolton (2008) (siehe Kapitel 5.1) zu reagieren. Durch diese Form der Modellierung werden nämlich die Probleme möglicher Endogenität und reversibler Kausalität berücksichtigt. Mit seiner Studie versucht er so, fünf Fragestellungen zu beantworten:

1. Hat die Zugehörigkeit zu einem spezifischen Auswahlindex einen Einfluss auf die Höhe der deklarierten Compliance zum DCGK oder der Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung?
2. Hat die Zugehörigkeit zu einer spezifischen Branche einen Einfluss auf die Höhe der deklarierten Compliance zum DCGK oder der Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung?
3. Hat die deklarierte Compliance zum DCGK einen Einfluss auf die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung?
4. Hat die deklarierte Compliance zum DCGK einen Einfluss auf den Unternehmenserfolg oder ist die Beziehung umgekehrt?
5. Hat die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung einen Einfluss auf den Unternehmenserfolg oder ist die Beziehung umgekehrt?

⁶¹ Im Folgenden ‚deklarierte Compliance zum DCGK‘ genannt.

⁶² Im Folgenden ‚Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung‘ genannt.

In seiner Untersuchung zu Fragestellung 1 bestätigt Stiglbauer (2010) trotz unterschiedlicher Erhebungsmethodik die Ergebnisse der jährlichen DCGK-Untersuchungen des Berlin Center of Corporate Governance (BCCG) (vgl. von Werder und Talaulicar, 2007). Bei allgemein hoher, deklarerter Erfüllungsquote erwiesen sich die Unternehmen des DAX 30 mit einer deutlich höheren Erfüllungsquote statistisch signifikant als DCGK-konformer. Auch die Anzahl der kritischen Kodexempfehlungen⁶³ war bei den Unternehmen des DAX 30 mit sechs unverkennbar niedriger als bei den anderen Indizes (TecDAX 18, MDAX 13, SDAX 15). Ein ähnliches Bild lässt sich auch in Bezug auf die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung zeichnen. Zusätzlich zeigt der Autor einen hoch signifikanten positiven Einfluss von der Höhe der deklarierten Compliance zum DCGK auf die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung (Fragestellung 3). Während die Indexzugehörigkeit also Einfluss auf die Höhe der deklarierten Erfüllungsquote und der Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung hat, kann dies für die Branchenzugehörigkeit nicht bestätigt werden (Fragestellung 2).

Um die Fragestellung 4 und 5 zu beantworten, verwendete der Autor zunächst ein sogenannten ‚two-stage least-squares‘-Schätzverfahren (2SLS)⁶⁴. Hier lassen sich keine statistisch signifikanten Zusammenhänge zwischen der deklarierten Compliance zum DCGK oder der Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung auf den Unternehmenserfolg feststellen. Lediglich ein positiver Einfluss der Unternehmensgröße auf die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung fiel in diesem Modell auf. Beim 3-stufigen Modell (3SLS)⁶⁵ zeigte sich ein schwach signifikanter positiver Einfluss des Markt-Buchwert-Verhältnisses auf die Höhe der deklarierten Compliance zum DCGK und auch der positive Einfluss der Unternehmensgröße auf die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung konnte bestätigt werden. Gleichzeitig hatte die

⁶³ Kritische Kodexempfehlungen definieren sich als die Kodexempfehlungen mit Soll-Charakter mit $\leq 90\%$ Zustimmungsquote über alle Gesellschaften hinweg (vgl. von Werder und Grundel, 2003).

⁶⁴ Im ersten Schritt des 2SLS-Ansatzes wird jede endogene erklärende Variable auf alle gültigen Instrumente sowie alle exogenen Variablen regressiert, im zweiten Schritt wird die interessierende Regression wie gewohnt geschätzt, aber alle endogenen erklärenden Variablen werden durch die Näherungswerte aus Schritt 1 ersetzt.

⁶⁵ „Die simultane Durchführung der 3SLS-System-Schätzung auf das Gesamtmodell wird zeigen, wie sich die Berücksichtigung voller Information und möglicher reversibler Kausalität durch Instrumentalvariablen auf die Schätzungen in den Einzelgleichungen auswirkt.“ (Stiglbauer, 2010, S. 174f.)

Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung einen schwach signifikanten positiven Einfluss auf das Markt-Buchwert-Verhältnis. Keinen eindeutigen Einfluss der Corporate Governance auf den Unternehmenswert konnte bei der Aktienrendite festgestellt werden: Während die deklarierte Compliance zum DCGK einen negativen Einfluss hatte, waren die Ergebnisse für die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung positiv.

In einer Studie aus dem Jahr 2011 untersuchten Jahn et al. (2011) 364 Unternehmen über die Jahre 2002 bis 2007 (insgesamt 1619 Unternehmensjahrbeobachtungen). Zunächst wollten die Autoren herausfinden, „welche Unternehmen die ‚Soll-Empfehlungen‘ des DCGK streng befolgen“ (Jahn et al., 2011, S. 6) – Unternehmen mit geringer (Substitutionsperspektive) oder ab einer bestimmten Eigentümerkonzentration (Komplementaritätsperspektive). Unternehmen mit hohem Streubesitz haben hohe ‚agency costs‘ und sollten daher besonders von Corporate Governance profitieren, während ein einflussreicher Eigentümer das Management leichter zu einem Corporate Governance-konformen Verhalten drängen kann.⁶⁶ Auch sie unterscheiden bei ihrer Untersuchung zwischen der grundsätzlichen Erfüllungsquote (Compliance) und der Erfüllungsquote der Empfehlungen, die von mehr als 10% der Unternehmen nicht befolgt wurden (Neuralgic).

Sowohl die deskriptive als auch die Regressionsanalyse zeigen, dass Unternehmen mit hohem Streubesitz ihre Governancestrukturen (Compliance und Neuralgic) verstärkt am DCGK ausrichten. Im nächsten Schritt untersuchten die Autoren, ob der Kapitalmarkt die Kodexbefolgung honoriert. Hierzu unterteilten sie die Unternehmen in solche mit hoher und andere mit niedriger Compliance sowie mit hohem und mit niedrigem Streubesitz. Mithilfe eines multivariaten Regressionsmodells fanden sie heraus, dass die Befolgung des DCGK bei Unternehmen mit hohem Streubesitz einen positiven Einfluss auf die Aktienrendite hat.

⁶⁶ Die Autoren lassen dabei die Tatsache unberücksichtigt, dass ein einflussreicher Eigentümer zu neuen Problemen führen kann, sollte er eigene Interessen verfolgen. Ausgehend von einem ‚wohlwollenden Eigentümer‘ sollte die Argumentation der Autoren jedoch zutreffen. Bei der Bewertung ihrer später abgeleiteten Erkenntnisse sollte man dennoch die Problematiken, die durch einen einflussreichen Eigentümer entstehen (können) und entsprechend Kosten verursachen, berücksichtigen (siehe u. a. Kapitel 2.2.2 und die Studie von Bebchuk und Hamdani (2009) in Kapitel 5.1).

In einer Folgestudie erweiterten Rapp et al. (2011) die Untersuchungen von Jahn et al. (2011) mit dem gleichen Datensatz. Auch sie gingen der Frage nach, ob die ‚weiche‘ Regulierung durch den DCGK tatsächlich auch eine Wirkung hat. Sie zeigen, dass bei Unternehmen mit hohem Streubesitz eine hohe Kodexbefolgung auch das Markt-Buchwert-Verhältnis und das Tobins Q von Unternehmen positiv beeinflusst. Aus dem starken Einfluss, den die Eigentümerstruktur hinsichtlich der Auswirkungen einer DCGK-Befolgung hat, schließen die Autoren, dass eine ‚weiche‘ Regulierung einer ‚harten‘ überlegen sei. Unternehmen, die schon durch einen starken Eigentümer kontrolliert werden, profitieren demnach weniger von einer strengen Corporate Governance-Befolgung als jene, die aufgrund ihres hohen Streubesitzes auch entsprechend hohe ‚agency costs‘ haben. Aber auch hier lassen die Autoren die Tatsache unberücksichtigt, dass ein einflussreicher Eigentümer zu neuen Problemen führen kann, sollte er eigene Interessen verfolgen.⁶⁷

Zwar auch mit deutschen Unternehmen, aber nicht mit dem DCGK befasst sich Mustaghni (2012). In seiner Untersuchung verwendete er „unter anderem einen vom DCGK abweichenden internationalen Kodex und eine breitere Definition der Erfolgsdimension.“ (Mustaghni, 2012, S. 152) Auf Basis des ‚Corporate Governance Quotient‘, einem Corporate Governance-Index für börsennotierte Unternehmen der RiskMetrics Group⁶⁸, entwickelte der Autor einen eigenen Corporate Governance-Index mit 42 Kriterien, die bis zu acht unterschiedliche Ausprägungen haben können. Cremers und Nair (2005) folgend unterscheidet der Autor zwischen interner und externer Corporate Governance. Die interne Corporate Governance bewertet er mithilfe der 42 Kriterien, für die externe Corporate Governance nutzt er die Aktionärsstruktur als Indikator. Zur Bewertung des Unternehmenserfolgs nutzt der Autor das Konzept des Excess Values. Es basiert auf dem Grundgedanken der Marktbewertung und ist als die Abweichung zwischen dem tatsächlichen Unternehmenswert und seinem hypothetischen Wert definiert.

Hierbei geht er zwei Fragestellungen nach: 1. „Welchen Mehrwert sieht der Aktienmarkt in diesem Unternehmen? [Und 2.] Wie effizient nutzt das Unternehmen seine Ressourcen?“ (Mustaghni, 2012, S. 98) So verwendet er schließlich vier Kennziffern zur Bewertung des Unternehmenserfolgs: ‚Excess Value on Sales‘, ‚Excess Value on Assets‘, ‚Excess

⁶⁷ Vgl. hierzu Kapitel 2.2.2 und die Auseinandersetzung mit der Studie von Bebchuk und Hamdani (2009) in Kapitel 5.1.

⁶⁸ Hierbei handelt sich im Kern um die Institutional Investor Services (ISS), die bereits in Brown und Caylor (2006) in Kapitel 5.1 erwähnt wurden.

Value on Operating Income' (alle drei beziehen sich auf die erste Fragestellung)⁶⁹ und Gesamtkapitalrendite. Die Frage, ob Corporate Governance den Erfolg von Unternehmen in Deutschland beeinflusst, beantwortet der Autor in Bezug auf die interne Corporate Governance eindeutig. Die interne Corporate Governance beeinflusst sowohl den kurzfristigen als auch den langfristigen Erfolg von Unternehmen. Für die externe Corporate Governance gilt dies nur für den kurzfristigen Erfolg. In einem nächsten Schritt untersucht der Autor, welche internen Corporate Governance-Mechanismen den größten Einfluss auf den Unternehmenserfolg haben. Er zeigt, dass das Überwachungsorgan die größte, die Vergütungsstruktur die zweitgrößte und die Regelungen zur Rechnungslegung/ Transparenz die geringste Wirkung aufweisen. „Keinem der Mechanismen konnte ein signifikant negativer Einfluss nachgewiesen werden.“ (Mustaghni, 2012, S. 154)

⁶⁹ Das Konzept des ‚Excess Values‘ berechnet die Abweichung zwischen dem tatsächlichen Unternehmenswert und seinem hypothetischen Wert. Dabei versucht der Autor bei der Bewertung die Subjektivität des Bewerter durch die Objektivität des Marktes zu ersetzen, indem keine Schätzungen zukünftiger Gewinne, sondern reine Marktbewertungen genutzt werden (vgl. Aeschbacher, 2003, S. 13). Genauer: Er bewertet den tatsächlichen Wert des Unternehmens auf Basis der Marktkapitalisierung und nutzt für den hypothetischen Wert die Vergleichswertmethode (auch Multiplikatoransatz genannt). Hierbei wird der Wert mithilfe der Bewertungen vergleichbarer Unternehmen berechnet. (Vgl. Mustaghni, 2012, S. 98f.)

Tabelle 4: Übersicht deutscher Studien und deren wichtigste Erkenntnisse

Jahr	Author(en)	Erkenntnisse
2004	Drobetz et al.	Aus ihren Analysen mithilfe eines eigenen Corporate Governance-Index mit 30 Kriterien in fünf Kategorien zeigen die Autoren, dass Unternehmen die erwartete Aktienrendite durch verbesserte Corporate Governance erhöhen können.
2005 und 2006	Nowak et al.	Die Autoren stellten fest, dass die Abgabe der Entsprechenserklärung den Kurs nicht erheblich beeinflusst. Auch in ihrer Folgestudie bestätigen die Autoren ihre Ergebnisse, dass die angenommene Selbstregulierung und damit die Durchsetzung des DCGK durch den Kapitalmarkt nicht stattfinden.
2006 und 2009	Bassen et al.	Bei der Untersuchung von 96 deutschen Unternehmen sind die Autoren nicht in der Lage, die positive Wirkung guter Corporate Governance auf die deutsche Regulierung durch den DCGK zu übertragen. In ihrer Folgestudie stellten die Autoren sogar einen negativen Zusammenhang zwischen der Erfüllungsquote des DCGK und dem Tobins Q der Unternehmen fest. Eine detaillierte Analyse einzelner kritischer Empfehlungen brachte auch nur ein gemischtes Bild mit positiven, negativen oder statistisch nicht signifikanten Zusammenhängen.
2006	Goncharov et al.	Auch diese Autoren fanden keine konsistente Antwort auf die Frage nach der Rolle des DCGK bei der Unternehmensbewertung. Schlussendlich gelang es ihnen aber, zumindest zu zeigen, dass der Grad der Corporate Governance-Befolgung für die Kapitalmärkte eine werttreibende Information darstellt.
2009	Velte	Um den Einfluss der Corporate Governance auf die Unternehmensentwicklung zu untersuchen, erweiterte der Autor die Auswertung der Entsprechenserklärungen um die Analyse von Geschäftsberichten, Gesellschaftssatzungen und Geschäftsordnungen von 135 deutschen Aktiengesellschaften. Trotz einiger weniger statistisch signifikanter Zusammenhänge findet der Autor über die gesamte Studie hinweg keine Ergebnisse, die eine klare Wirkungsrichtung von Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg zeigen.
2010	Stiglbauer	Mit selbst entwickelten Messinstrumenten für Corporate Governance, der ‚Compliance Scorecard‘ und der ‚Transparency & Disclosure Scorecard‘, konnte der Autor kaum statistisch signifikante Ergebnisse erzielen. Einzig das Markt-Buchwert-Verhältnis (bzw. die Unternehmensgröße) hatte einen positiven Einfluss auf die Höhe der deklarierten Compliance zum DCGK (bzw. die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung). Gleichzeitig hatte die Transparenz der Corporate Governance-Berichterstattung einen positiven Einfluss auf das Markt-Buchwert-Verhältnis.
2011	Jahn et al. und Rapp et al.	Bei der Untersuchung von 1619 Unternehmensjahrbeobachtungen von 364 Unternehmen über die Jahre 2002 bis 2007 konnten die Autoren zeigen, dass die Befolgung des DCGK bei Unternehmen mit hohem Streubesitz einen positiven Einfluss auf die Aktienrendite hat. Mit dem gleichen Datensatz zeigten Rapp et al. (2011) in einer Folgestudie, dass dieser Zusammenhang auch für weitere Finanzkennziffern (Markt-Buchwert-Verhältnis und Tobins Q) besteht. Die Autoren schließen daraus, dass eine ‚weiche‘ einer ‚harten‘ Regulierung überlegen sei, da so die Eigentümerstruktur besser berücksichtigt würde.
2012	Mustaghni	Der Autor erweitert den Fokus (weg von der reinen Betrachtung des DCGK) mithilfe eines selbst entwickelten Corporate Governance-Index und ‚neuen‘ Finanzkennziffern zur Beurteilung des Unternehmenserfolgs. So zeigt er, dass eine Befolgung der Corporate Governance sowohl den kurzfristigen als auch den langfristigen Erfolg von Unternehmen positiv beeinflusst – für die Eigentümerstruktur gilt dies bei seinen Ergebnissen nur für den langfristigen Erfolg.

5.3 Erkenntnisse und mögliche Erweiterungen für die empirische Untersuchung

Alle elf betrachteten Studien bieten viele neue Erkenntnisse über die Verbindung von Corporate Governance und dem Unternehmenserfolg. Dennoch konnte bislang noch kein eindeutiger Zusammenhang identifiziert werden. Zwar zeigen Drobetz et al. (2004), dass Unternehmen die erwartete Aktienrendite durch verbesserte Corporate Governance anheben können, dennoch wurden deren Ergebnisse bisher noch nicht durch andere Studien mit der gleichen Corporate Governance-Metrik⁷⁰ bestätigt.⁷¹ Aktuell scheint der DCGK die einzige Corporate Governance-Metrik in Deutschland, deren Verbindung zum Unternehmenswert in unterschiedlichen Studien untersucht wurde.⁷²

Erkenntnis 1: Um eine Vergleichbarkeit mit den bisherigen Studien aus Deutschland herstellen zu können, bietet sich die Erfüllungsquote des DCGK als Messinstrument für die Corporate Governance in Unternehmen an.

Das Ziel der Corporate Governance ist nicht die kurzfristige Steigerung des Unternehmenswertes, sondern sie bietet eine Grundlage für ein dauerhaft erfolgreiches Unternehmen. Kurzfristige Effekte der Corporate Governance auf den Unternehmenswert zu untersuchen, kann daher zwar erste Hinweise über eine Verbindung liefern, um diese jedoch tatsächlich zu validieren, eignet sich eine Verlaufsanalyse besser.⁷³ Das zeigen auch Nowak et al. (2005) und Nowak et al. (2006), die mit ihrer Ereignisstudie keinen Zusammenhang zwischen der Veröffentlichung der Entsprechenserklärungen und dem Aktienkurs finden.

⁷⁰ Gemeint ist hier die gleiche Systematik, mit der die Corporate Governance in Unternehmen gemessen wird. Hierbei kann es sich um selbst erstellte Kriterien handeln, deren Umsetzung dann bei Unternehmen gesucht und gemessen wird, oder eben um die Erfüllungsquote (basierend auf den Empfehlungen) des DCGK.

⁷¹ Mustaghni (2012) ist auch in der Lage, zu zeigen, dass eine Befolgung der Corporate Governance sowohl den kurzfristigen als auch langfristigen Erfolg von Unternehmen positiv beeinflussen kann. Aber auch er verwendet hierbei einen eigens entwickelten Corporate Governance-Index und zusätzlich noch mit anderen Studien nicht vergleichbare Finanzkennziffern.

⁷² Dies liegt unter anderem daran, dass der DCGK für börsennotierte Unternehmen in Deutschland bindend ist und durch die Publikationspflicht der Entsprechenserklärungen eine leicht zugängliche Quelle darstellt.

⁷³ Wichtig ist hierbei, dass man bei den Erfolgsmaßen auch in der zeitlichen Dimension unterscheidet (vgl. Demsetz und Villalonga, 2001, S. 213f.). Während sich Erwartungen auf zukünftige Verbesserungen in Marktmaßen (z. B. der Aktienrendite) sofort niederschlagen können, bilden bilanzielle Erfolgsmaße (z. B. Gesamtkapitalrentabilität) die Wirkung hingegen nur Jahr für Jahr ab (vgl. Prigge, 2006, S. 275).

Erweiterung 1: Beobachtungen über mehrere Jahre bieten eine bessere statistische Basis zur Untersuchung eines möglichen Zusammenhangs zwischen der Corporate Governance und dem Wert eines Unternehmens.⁷⁴

Des Weiteren untersuchten Nowak et al. (2006) 317 Gesellschaften, ohne dabei deren mögliche Indexzugehörigkeit genauer zu berücksichtigen.⁷⁵ Zwar findet Velte (2009) zunächst keinen statistischen Zusammenhang zwischen der Indexzugehörigkeit und der Erfüllungsquote der einzelnen Unternehmen, dennoch sollte diese bei der Untersuchung zumindest berücksichtigt werden.⁷⁶ ‚Indexierte‘ Unternehmen, besonders die aus dem DAX30, stehen unter viel größerer Beobachtung als Unternehmen, die zwar börsennotiert sind, jedoch im unteren Feld der gehandelten Unternehmen zu finden sind. Einem führenden deutschen Unternehmen daher das gleiche Investoreninteresse – dieses ist mit der Zielsetzung des DCGK eng verknüpft (siehe Kapitel 2.3.2) – zu unterstellen wie einem sehr kleinen, börsennotiertem Unternehmen, könnte einen möglichen statistischen Zusammenhang zwischen der Erfüllung des DCGK und dem Unternehmenswert verdecken.

Erkenntnis 2: Werden sowohl Unternehmen, die in einem Index der Deutschen Börse notiert sind, als auch solche, die es nicht sind, untersucht, sollte dies auch in der statistischen Berechnung berücksichtigt werden.

Bassen et al. (2006) und die meisten der folgenden Studien untersuchen ausschließlich Unternehmen, die in einem Index oder mehreren Indizes der Deutschen Börse vertreten waren. Ähnlich wie die folgenden Studien finden sie keinen statistisch signifikanten Zusammenhang zwischen der Erfüllungsquote des DCGK und dem Unternehmenswert. Das kann unter anderem damit zusammenhängen, dass die durchschnittlichen Erfüllungsquoten ‚indexierter‘ Unternehmen sehr hoch sind. Eine Untersuchung, die sich ausschließlich mit Unternehmen beschäftigt, die nicht in einem Index der Deutschen Börse notiert sind, gibt es bislang noch nicht.

⁷⁴ Diese Erweiterung wurde auch schon in späteren Studien aufgegriffen (u. a. bei Jahn et al. (2011) und Rapp et al. (2011), nicht jedoch über einen vergleichbar großen Zeitraum wie in der vorliegenden Arbeit.

⁷⁵ Gleiches gilt im übrigen auch für die Studien von Jahn et al. (2011) und Rapp et al. (2011).

⁷⁶ Zusätzlich war die Stichprobengröße bei Velte (2009) zu klein, um hieraus ableiten zu können, man könne bei einer so umfangreichen Untersuchung wie der von Nowak et al. (2006) die Indexzugehörigkeit vernachlässigen.

Erweiterung 2: Unternehmen, die nicht in einem Index der Deutschen Börse notiert sind, bieten eine bislang noch nicht erforschte Datenbasis.

Auch bei der Betrachtung einzelner, sogenannter kritischer Empfehlungen, deren Erfüllungsquote bei 90% oder weniger lag, zeigte sich bislang ein gemischtes Bild. Bassen et al. (2006) sehen hier eine mögliche Erklärung, warum bis zu diesem Zeitpunkt keine statistisch signifikanten Ergebnisse zwischen dem DCGK und dem Unternehmenswert gefunden wurden: Ähnlich wie bei einer Datenbasis von vielen Unternehmen, bei deren Berechnung später nicht die spezifische Situation berücksichtigt wird, ist der DCGK auch nur ein Aggregat seiner einzelnen Empfehlungen.

Erweiterung 3: Die Auswirkung der Befolgung einzelner Empfehlungen bzw. Gruppen von einzelnen Empfehlungen des DCGK auf den Unternehmenswert zu untersuchen, bietet eine weitere Möglichkeit, der Corporate Governance-Forschung neue Erkenntnisse zu liefern.

Sowohl Goncharov et al. (2006) als auch Stiglbauer (2010) widmen sich dem Problem der Endogenität. Hierbei geht es darum, herauszufinden, in wie weit der Unternehmenswert die Güte der Corporate Governance bedingt (siehe Kapitel 5.1). Um die Komplexität erfolgsrelevanter Variablen und deren Zusammenhänge abzubilden, entwickelten die Autoren ein simultanes Mehrgleichungsmodell, bestehend aus mehreren miteinander verbundenen Einzelgleichungen. Durch diese Form der Modellierung werden die Probleme möglicher Endogenität und reversibler Kausalität berücksichtigt. Zusätzlich argumentieren Bebchuk et al. (2009), dass mittels einer Verlaufsstudie das Problem der Endogenität entschärft werden kann (siehe Kapitel 5.1).

Erkenntnis 3: Das Problem der Endogenität bleibt der Corporate Governance-Forschung nicht erspart, kann aber bei einer Jahresbetrachtung durch ein simultanes Mehrgleichungsmodell oder durch eine Panel-Analyse entschärft werden.

So lassen sich zusätzlich zu den forschungsleitenden Hypothesen aus Kapitel 4, die aus theoretischen Überlegungen abgeleitet wurden, auch in den vorangegangenen Studien

Ansatzpunkte und Erkenntnisse zur Durchführung einer neuen Untersuchung finden. Tabelle 5 fasst diese noch einmal zusammen.

Tabelle 5: Übersicht der Ansatzpunkte und Erkenntnisse

Erweiterungen	Erkenntnisse
1. Beobachtungen über mehrere Jahre bieten eine bessere statistische Basis zur Untersuchung eines möglichen Zusammenhangs zwischen der Corporate Governance und dem Wert eines Unternehmens. 2. Unternehmen, die nicht in einem Index der Deutschen Börse notiert sind, bieten eine bislang noch nicht erforschte Datenbasis. 3. Die Auswirkung einzelner Empfehlungen bzw. Gruppen von einzelnen Empfehlungen des DCGK zu untersuchen, bietet eine weitere Möglichkeit, der Corporate Governance-Forschung neue Erkenntnisse zu liefern.	1. Um eine Vergleichbarkeit mit den bisherigen Studien aus Deutschland herstellen zu können, bietet sich der DCGK als Corporate Governance-Metrik an. 2. Werden sowohl Unternehmen, die in einem Index der Deutschen Börse notiert sind, als auch solche, die es nicht sind, untersucht, sollte dies auch in der statistischen Berechnung berücksichtigt werden. 3. Das Problem der Endogenität bleibt der Corporate Governance-Forschung nicht erspart, kann aber bei einer Jahresbetrachtung durch ein simultanes Mehrgleichungsmodell oder durch eine Panel-Analyse entschärft werden.

6 Datenbasis und empirisches Forschungsdesign

6.1 Stichprobe

Die Basis für die Stichprobe bilden 235 deutsche Unternehmen, die im Jahr 2003 im regulierten Markt mit Haupthandelsplatz Frankfurt,⁷⁷ gleichzeitig aber nicht in einem der wichtigsten von der Deutschen Börse errechneten Auswahlindizes (DAX30, MDAX, SDAX und TechDAX) gelistet waren. Diese Unternehmen bieten eine bislang noch nicht erforschte Datenbasis (siehe Kapitel 5.3 *Erweiterung 2*). Anschließend wurden die Unternehmen nach dem Global Industry Classification Standard (GICS) von MSCI Inc. und der Standard & Poor's Corporation eingeteilt⁷⁸ und nach dem durchschnittlichen Börsenumsatz⁷⁹ 2003 sortiert.

Der Börsenumsatz wurde als repräsentativer Stellvertreter für das Investoreninteresse genutzt. Während die führenden deutschen Unternehmen aus dem DAX30 – und in absteigender Form auch aus den anderen Auswahlindizes – unter ständiger Beobachtung stehen und daher im Durchschnitt sehr hohe Erfüllungsquoten bei den Empfehlungen des DCGK vorweisen konnten (v. Werder et al., 2003), ist dies bei ‚nicht-indexierten‘ Unternehmen nicht im gleichen Maße der Fall (siehe Kapitel 7.1). Da der DCGK unter anderem zum Ziel hat, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern, sollte auch bei den untersuchten Unternehmen ein gewisses Investoreninteresse vorherrschen. Hierzu wurden die unteren 25 Prozent der Unternehmen mit dem geringsten Börsenumsatz innerhalb der Branche aus der Stichprobe entfernt. Somit kann gewährleistet werden, dass alle in der Stichprobe enthaltenen Unternehmen einen bestimmten Mindestbörsenumsatz aufweisen und die Erfüllung des Ziels des DCGK valide überprüft werden kann. Gleichzeitig handelt es sich bei den Unternehmen, die aufgrund der 25 Prozent-

⁷⁷ 2003 als Basisjahr zu nehmen vermeidet eine Stichprobenverzerrung aufgrund des sogenannten ‚Survivorship Bias‘. 2010 als Basisjahr und rückblickend die Unternehmen betrachten, hätte zur Folge gehabt, dass nur die Unternehmen in die Stichprobe kämen, die erfolgreich waren (also überlebt haben; survive = überleben). Unternehmen, die zwischen 2003 und 2010 insolvent gegangen sind, wären so nicht in die Stichprobe gekommen und man hätte diese verzerrt.

⁷⁸ Grundlage war hier die offizielle Einteilung der Unternehmen auf dem Datenmonitor Bloomberg. Da diese Informationen nur in Echtzeit und nicht historisch verfügbar waren, wurden als weitere Grundlage die Tätigkeitsbeschreibungen aus dem Hoppenstedt Aktienführer 2004 (Redaktionsschluss November 2003) verwendet.

⁷⁹ Börsenumsatz (oder auch Handelsvolumen) ist der wertmäßige Betrag der in einem bestimmten Zeitraum gehandelten Wertpapiere.

Marke nicht in die Stichprobe aufgenommen wurden, zusätzlich um Unternehmen mit mindestens einer Eigenschaft, welche die Repräsentativität gefährdet hätte (z. B. übermächtiger Investor, staatlicher Anteilseigner etc.).⁸⁰

Nicht berücksichtigt wurden weiterhin Unternehmen aus der Energie- und Finanzindustrie, weil hier der Einfluss der öffentlichen Hand zu groß ist – bei Unternehmen aus der Energieindustrie direkt durch Anteile bzw. Beteiligungen, bei Unternehmen aus der Finanzindustrie aufgrund ihrer Sonderrolle in Bezug auf Corporate Governance.⁸¹ Aufgrund unterschiedlicher Interessenslagen bei privaten Unternehmen und der öffentlichen Hand wird hier die Vergleichbarkeit mit ‚normalen‘ Unternehmen erschwert. Zusätzlich wirkt sich der große Einfluss der öffentlichen Hand oftmals negativ auf die Corporate Governance aus, da Politiker andere Ziele haben und weniger motiviert sein könnten, das Management eines Unternehmen zu kontrollieren, als Privatpersonen (vgl. Köhler, 2010, S. 1). Schlussendlich besteht die Stichprobe aus 150 Unternehmen (siehe Tabelle 6), die in sechs unterschiedliche Sektoren und 14 Industriegruppen unterteilt wurden (siehe Abbildung 5).

⁸⁰ Mit einer Stichprobe, in der 75 Prozent der in Frage kommenden Unternehmen berücksichtigt und nur die Unternehmen entfernt wurden, deren Börsenumsatz zu niedrig war, handelt es sich fast um eine Vollerhebung. Die Repräsentativität der Ergebnisse ist somit gewährleistet.

⁸¹ Da sich Banken in wesentlichen Punkten von kapitalmarktorientierten Unternehmen unterscheiden (z. B. durch ihre Systemrelevanz, die Intransparenz als unmittelbare Folge des Geschäftsmodells, Möglichkeiten der höheren Verschuldung – Stichwort: debt governance – sowie die hervorgehobene Rolle des Staats als Regulator und viele mehr), greifen die klassischen Corporate Governance-Mechanismen bei Kreditinstituten nicht oder nur unzureichend, im Extremfall können sie sich sogar negativ auf den verfolgten Steuerungseffekt auswirken. (Vgl. Wohlmannstetter, 2011, S. 67ff.)

Tabelle 6: Stichprobe* der empirischen Untersuchung

3U Telekom AG	ELMOS Semiconductor AG	OnVista AG
aap Implantate AG	ErlingKlinger AG	P&I Personal & Informatik AG
Abit AG	EM.TV AG	Pandatel AG
ADVA Optical Networking AG	EMPRISE Management Consulting AG	paragon AG
AGOR AG	Evotec OAI AG	PC Ware IT AG
Ahlens AG	freenet.de AG	Pfeiffer Vacuum Technology AG
AIXTRON AG	funkwerk AG	sportwetten.de
Aligna AG	GFT Technologies AG	Pilkington Deutschland AG
ALL FOR ONE MIDM AG	GRENKELEASING AG	Pongs & Zahn AG
ALNO AG	H&R WASAG AG	PSI AG
Alphaform AG	Hamatech AG	QSC AG
Analytik Jena AG	Harpen AG	REALTECH AG
ATOSS Software AG	Heiler Software AG	REpower Systems AG
Audi AG	Herlitz AG	Rücker AG
AUGUSTA AG	Hucke AG	Sachsenmilch AG
Axel Springer AG	i-d medien AG	AdLINK Internet Media AG
Azego AG	i:FAO AG	Sektkellerei Schloss Wachenheim AG
Balda AG	IBS AG	Senator Entertainment AG
Basler AG	IDS Scheer AG	Silicon Sensor AG
BayWa AG	IFA Hotel & Touristik AG	SIMONA AG
Bechtle AG	IM International AG	SINGULUS TECHNOLOGIES AG
Bertrand AG	init innovation in traffic systems AG	Solar-Fabrik AG
betasystems AG	Articon-Integralis AG	Stöhr & Co. AG
Bien-Zenker AG	INTERSEROH SE	STRABAG AG
Bijou Brigitte modische Accessoires AG	Intershop Communications AG	Süss Microtech AG
biolitec AG	Intertainment AG	Sunways AG
Böwe Systec AG	ISRA VISION SYSTEMS AG	PC-SPEZIALIST Franchise AG
buch.de internetstores AG	itelligence AG	syskoplan AG
Burgbad AG	IVU Traffic Technologies AG	Szygy AG
caatoosee AG	fluxx.com AG	TC Unterhaltungs AG
CANCOM IT Systeme AG	KAMPA AG	technotrans AG
Carl Zeiss	KAP Beteiligung	telegate AG
CCR Logistics System AG	Kontron AG	TELES AG
CDV Software Entertainment AG	Kulmbacher Brauerei AG	TOMORROW FOCUS AG
CENIT AG	Leica Camera AG	travel24.com
Centrotec Hochleistungskunststoffe AG	LPKF Laser & Electronics AG	TTL Information Technology AG
Computec AG	MAXDATA AG	TV-Loonland AG
Constantin Film AG	MediGene AG	UMS United Medical Systems International AG
CTS Eventim AG	Medion AG	United Internet AG
CURANUM AG	Mineralbrunnen Überkingen-Teinach AG	Utimaco Software AG
curasan AG	mobilcom AG	Uzin Utz AG
CyBio AG	A. Moksel AG	VARTA AG
Cycos AG	MorphoSys AG	Vivanco Gruppe AG
Deutsche Entertain AG	Mühlbauer Holding AG & Co. KGaA	VK Mühlen AG
Deutsche Steinzeug AG	MWG Biotech AG	Wanderer Werke AG
D. Logistics AG	Nexus AG	WASGAU AG
DEUTZ AG	NORCOM Info AG	WaveLight Laser Technologie AG
Dierig Holding AG	Nordex AG	W.E.T. AG
Dr. Höhnle AG	november AG	Winter AG
Eckert & Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG	OHB Technology AG	WMF Württembergische Metallwarenfabrik AG

* Änderungen der Unternehmensnamen im Verlauf der Untersuchung möglich

Abbildung 5: Aufteilung der Stichprobe in Sektoren und Industriegruppen

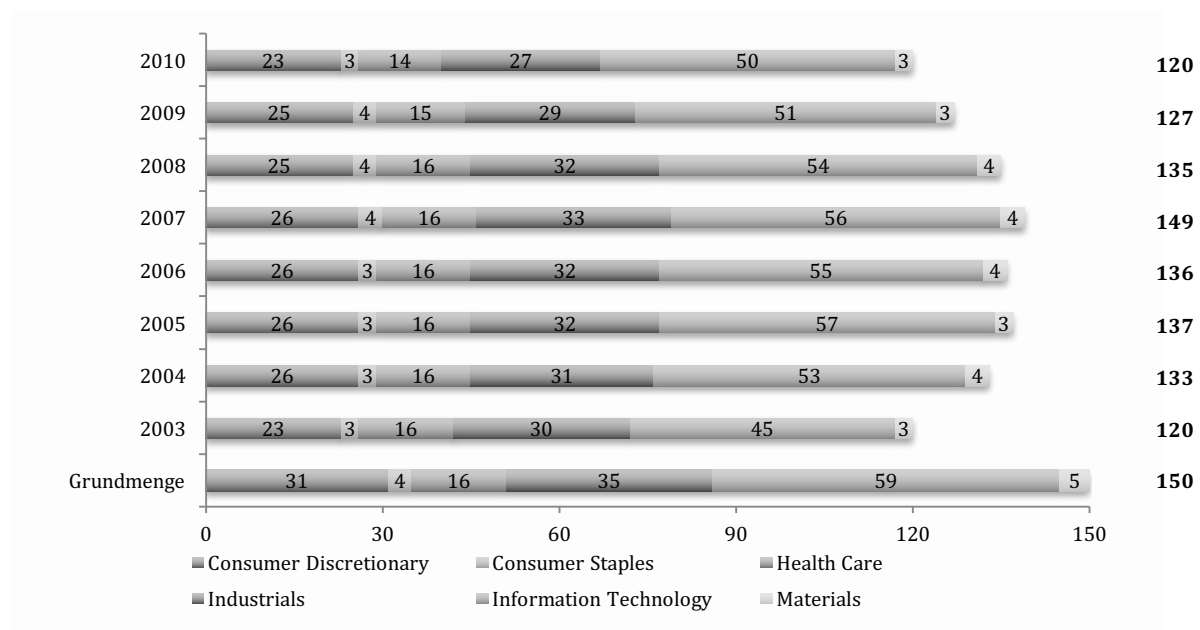
Sektor			Anzahl
1	Consumer Discretionary		31
2	Consumer Staples		4
3	Health Care		16
4	Industrials		35
5	Information Technology		59
6	Materials		5



Industriegruppe		Anzahl
1a	Automobiles & Components	3
1b	Consumer Durables & Apparel	15
1c	Media	9
1d	Retailing & Consumer Services	4
2	Food Beverage & Tobacco	4
3a	Health Care Equipment & Service	7
3b	Pharmaceuticals, Biotechnology	9
4a	Capital Goods	25
4b	Commercial & Professional Service	10
5a	Semiconductors & Semiconductor	3
5b	Software & Services	37
5c	Technology Hardware & Equipment	12
5d	Telecommunication Services	5
6	Materials	5

Da an der Börse notierten Unternehmen laut dem DCGK (Ziffer 3.10) empfohlen wird, nicht mehr aktuelle Entsprechenserklärungen zum Kodex nur fünf Jahre lang auf ihrer Internetseite zugänglich zu halten, waren bei der Erstellung der Stichprobe nicht alle Entsprechenserklärungen verfügbar. Gleichzeitig haben Unternehmen miteinander fusioniert, Insolvenz angemeldet oder die Börsennotiz eingestellt (das sogenannte ‚Delisting‘). Einen Überblick, wie sich die Stichprobe über den Untersuchungszeitraum verhält, zeigt Abbildung 6.

Abbildung 6: Verteilung der Stichprobe über den Untersuchungszeitraum



6.2 Daten zur Corporate Governance und der Unternehmensentwicklung

6.2.1 Der DCGK und seine Empfehlungen

Der DCGK gliedert sich in sieben verschiedene Abschnitte, innerhalb dieser zum einen deutsche Gesetze zur Corporate Governance kurz dargestellt werden, zum anderen ein Standardkatalog für gute und verantwortungsvolle Unternehmensführung vorgegeben wird. Innerhalb dieses Standardkatalogs wird zwischen Empfehlungen des Kodex, die durch das Wort ‚soll‘ gekennzeichnet sind, und Anregungen, für die der DCGK Begriffe wie ‚sollte‘ und ‚kann‘ verwendet, unterschieden. Während Unternehmen von den Anregungen ‚problemlos‘ abweichen können, sind sie bei Abweichungen von den Empfehlungen nach dem § 161 AktG verpflichtet, diese jährlich in einer sogenannten Entsprechenserklärung offen zu legen. Seit dem DCGK in der Fassung vom 2. Juni 2005 schreibt die Ziffer 3.10 des DCGK Unternehmen vor, nicht mehr aktuelle Entsprechenserklärungen zum Kodex fünf Jahre lang auf ihrer Internetseite zugänglich zu halten (vgl. DCGK, 2005, S. 5).

Entsprechenserklärungen bilden somit die ideale Grundlage dieser empirischen Untersuchung. Alle Unternehmen aus der Stichprobe sind verpflichtet, jährlich eine solche Entsprechenserklärung abzugeben und öffentlich zugänglich zu machen. Gleichzeitig

bietet eine Erfüllungsquote der Empfehlungen eine standardisierte Metrik zur Messung der Corporate Governance im Sinne der Regierungskommission DCGK innerhalb der Unternehmen.

Leider können die einzelnen Ziffern innerhalb des DCGK nicht eindeutig bestimmten Kodexregeln zugeordnet werden, da die meisten Ziffern aus mehreren Sätzen und diese oftmals aus mehreren Empfehlungen bestehen. Schon in früheren Beiträgen⁸² wurde daher eine unterschiedliche Anzahl von Empfehlungen des DCGK gezählt (vgl. v. Werder et al., 2003, S. 1858). Im Zuge dieser Arbeit wurden die einzelnen Empfehlungen aller DCGK der Jahre 2003 bis 2010 aufgelistet. Folgende Tabelle gibt eine Übersicht über alle einzelnen Empfehlungen.

Tabelle 7: Übersicht aller einzelnen Empfehlungen der Jahre 2003 bis 2010^{83, 84}

I. Aktionäre und Hauptversammlung

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
I.1	2.3.1	2.3.1	2.3.1	2.3.1	2.3.1	2.3.1	2.3.1	
I.2	2.3.2	2.3.2	2.3.2	2.3.2	2.3.2	2.3.2	2.3.2	2.3.2
I.3	2.3.3 1. Satz	2.3.3 1. Satz	2.3.3 1. Satz	2.3.3 1. Satz	2.3.3 1. Satz	2.3.3 1. Satz	2.3.3 1. Satz	2.3.3 1. Satz
I.4	2.3.3 2. Satz	2.3.3 2. Satz	2.3.3 2. Satz	2.3.3 2. Satz	2.3.3 2. Satz	2.3.3 2. Satz	2.3.3 2. Satz	
I.5								2.3.3 2. Satz
I.6	2.3.3 3. Satz	2.3.3 3. Satz	2.3.3 3. Satz	2.3.3 3. Satz	2.3.3 3. Satz	2.3.3 3. Satz	2.3.3 3. Satz	2.3.3 3. Satz

II. Zusammenwirken von Vorstand und Aufsichtsrat

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
II.1	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
II.2	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
II.3	3.10 1. Satz	3.10 1. Satz	3.10 1. Satz	3.10 1. Satz	3.10 1. Satz	3.10 1. Satz		3.10 1. Satz
II.4	3.10 2. Satz	3.10 2. Satz	3.10 2. Satz	3.10 2. Satz	3.10 2. Satz	3.10 2. Satz		
II.5			3.10 4. Satz	3.10 4. Satz	3.10 4. Satz	3.10 4. Satz	3.10 4. Satz	3.10 4. Satz

⁸² Vgl. unter anderem Claussen und Bröcker (2002) oder Seibt (2002).

⁸³ Die Tatsache, dass es einige Lücken gibt, liegt darin begründet, dass manche Empfehlungen zu Gesetzen oder aus dem DCGK eines bestimmten Jahres entfernt wurden. Auch kann es sein, dass die Empfehlung im Laufe der Zeit so geändert wurde, dass es sich um eine neue Empfehlung (unter gleicher Ziffer) handelt.

⁸⁴ Eine Auflistung inklusive der Inhalte befindet sich im Anhang.

III. Vorstand

	2003	2004	2005
III.1			
III.2	4.2.1 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.1 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.1 1. Satz; 1. Halbsatz
III.3	4.2.1 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.1 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.1 1. Satz; 2. Halbsatz
III.4	4.2.1 2. Satz	4.2.1 2. Satz	4.2.1 2. Satz
III.5	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz
III.6	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz
III.7			
III.8	4.2.3 2. Absatz; 2. Satz	4.2.3 2. Absatz; 2. Satz	4.2.3 2. Absatz; 2. Satz
III.9			
III.10	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz
III.11	4.2.3 3. Absatz; 3. Satz	4.2.3 3. Absatz; 3. Satz	4.2.3 3. Absatz; 3. Satz
III.12	4.2.3 3. Absatz; 4. Satz	4.2.3 3. Absatz; 4. Satz	4.2.3 3. Absatz; 4. Satz
III.13	4.2.3 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.3 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.3 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz
III.14	4.2.3 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.3 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.3 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz
III.15	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz
III.16			
III.17			
III.18			
III.19			
III.20	4.2.3 6. Absatz	4.2.3 6. Absatz	4.2.3 6. Absatz
III.21	4.2.4 1. Satz	4.2.4 1. Satz	4.2.4 1. Satz
III.22	4.2.4 2. Satz	4.2.4 2. Satz	4.2.4 2. Satz
III.23			
III.24			
III.25			
III.26			
III.27	4.3.4 1. Satz	4.3.4 1. Satz	4.3.4 1. Satz
III.28	4.3.4 3. Satz	4.3.4 3. Satz	4.3.4 3. Satz
III.29	4.3.5	4.3.5	4.3.5

	2006	2007	2008
III.1			
III.2	4.2.1 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.1 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.1 1. Satz; 1. Halbsatz
III.3	4.2.1 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.1 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.1 1. Satz; 2. Halbsatz
III.4	4.2.1 2. Satz	4.2.1 2. Satz	4.2.1 2. Satz
III.5	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz
III.6	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	4.2.2 1. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz
III.7			
III.8	4.2.3 2. Absatz; 2. Satz	4.2.3 2. Absatz; 2. Satz	4.2.3 2. Absatz; 2. Satz
III.9			
III.10	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz	4.2.3 3. Absatz; 2. Satz
III.11	4.2.3 3. Absatz; 3. Satz	4.2.3 3. Absatz; 3. Satz	4.2.3 3. Absatz; 3. Satz
III.12	4.2.3 3. Absatz; 4. Satz	4.2.3 3. Absatz; 4. Satz	4.2.3 3. Absatz; 4. Satz
III.13			

III.14			
III.15			
III.16			4.2.3 4. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz
III.17			4.2.3 4. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz
III.18			4.2.3 4. Absatz; 2. Satz
III.19			4.2.3 5. Absatz
III.20	4.2.3 6. Absatz	4.2.3 6. Absatz	4.2.3 6. Absatz
III.21			
III.22			
III.23	4.2.5 1. Absatz; 1. Satz	4.2.5 1. Absatz; 1. Satz	4.2.5 1. Absatz; 1. Satz
III.24	4.2.5 2. Absatz; 1. Satz	4.2.5 2. Absatz; 1. Satz	4.2.5 2. Absatz; 1. Satz
III.25	4.2.5 2. Absatz; 2. Satz	4.2.5 2. Absatz; 2. Satz	4.2.5 2. Absatz; 2. Satz
III.26	4.2.5 3. Absatz	4.2.5 3. Absatz	4.2.5 3. Absatz
III.27	4.3.4 1. Satz	4.3.4 1. Satz	4.3.4 1. Satz
III.28	4.3.4 3. Satz	4.3.4 3. Satz	4.3.4 3. Satz
III.29	4.3.5	4.3.5	4.3.5

	2009	2010
III.1		
III.2		
III.3		
III.4		
III.5		
III.6		
III.7		
III.8		
III.9		
III.10		
III.11		
III.12		
III.13		
III.14		
III.15		
III.16		
III.17		
III.18		
III.19		
III.20		
III.21		
III.22		
III.23		
III.24		
III.25		
III.26		
III.27		
III.28		

III.29	4.3.5	4.3.5
---------------	-------	-------

IV. Aufsichtsrat

	2003	2004
IV.1		5.1.2 1. Absatz; 2. Satz
IV.2		
IV.3	5.1.2 1. Absatz; 3. Satz	5.1.2 1. Absatz; 3. Satz
IV.4	5.1.2 2. Absatz; 2. Satz	5.1.2 2. Absatz; 2. Satz
IV.5	5.1.2 2. Absatz; 3. Satz	5.1.2 2. Absatz; 3. Satz
IV.6	5.1.3	5.1.3
IV.7	5.2 2. Absatz	5.2 2. Absatz
IV.8	5.2 3. Absatz; 1. Satz	5.2 3. Absatz; 1. Satz
IV.9	5.2 3. Absatz; 3. Satz	5.2 3. Absatz; 3. Satz
IV.10	5.3.1	5.3.1
IV.11	5.3.2 1. Satz	5.3.2 1. Satz
IV.12		
IV.13		
IV.14		
IV.15	5.4.1 1. Satz	5.4.1 1. Satz
IV.16	5.4.1 2. Halbsatz	5.4.1 2. Halbsatz
IV.17	5.4.1 2. Satz	5.4.1 2. Satz
IV.18		
IV.19		
IV.20		
IV.21		
IV.22		5.4.2 1. Satz
IV.23	5.4.2 3. Satz	
IV.24	5.4.2 4. Satz	5.4.2 4. Satz
IV.25		
IV.26		
IV.27		
IV.28		
IV.29		
IV.30		
IV.31	5.4.3	5.4.3
IV.32	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 1	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 1
IV.33	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 2	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 2
IV.34	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 1	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 1
IV.35	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 2	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 2
IV.36	5.4.7 2. Absatz	5.4.7 2. Absatz
IV.37	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz
IV.38	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz
IV.39	5.4.7 3. Absatz; 2. Satz	5.4.7 3. Absatz; 2. Satz
IV.40	5.4.8	5.4.8
IV.41	5.5.2	5.5.2
IV.42	5.5.3 1. Satz	5.5.3 1. Satz

IV.43	5.5.3 2. Satz	5.5.3 2. Satz
IV.44	5.6	5.6
	2005	2006
IV.1		
IV.2		
IV.3	5.1.2 1. Absatz; 3. Satz	5.1.2 1. Absatz; 3. Satz
IV.4	5.1.2 2. Absatz; 2. Satz	5.1.2 2. Absatz; 2. Satz
IV.5	5.1.2 2. Absatz; 3. Satz	5.1.2 2. Absatz; 3. Satz
IV.6	5.1.3	5.1.3
IV.7	5.2 2. Absatz	5.2 2. Absatz
IV.8	5.2 3. Absatz; 1. Satz	5.2 3. Absatz; 1. Satz
IV.9	5.2 3. Absatz; 3. Satz	5.2 3. Absatz; 3. Satz
IV.10	5.3.1	5.3.1
IV.11	5.3.2 1. Satz	5.3.2 1. Satz
IV.12	5.3.2 2. Satz	5.3.2 2. Satz
IV.13		
IV.14	5.4.1 2. Absatz; 1. Satz	
IV.15	5.4.1 1. Satz	5.4.1 1. Satz
IV.16		
IV.17	5.4.1 2. Satz	5.4.1 2. Satz
IV.18		
IV.19		
IV.20		
IV.21		
IV.22	5.4.2 1. Satz	5.4.2 1. Satz
IV.23	5.4.2 3. Satz	5.4.2 3. Satz
IV.24	5.4.2 4. Satz	5.4.2 4. Satz
IV.25	5.4.3 1. Satz	5.4.3 1. Satz
IV.26	5.4.3 2. Satz	5.4.3 2. Satz
IV.27	5.4.3 3. Satz	5.4.3 3. Satz
IV.28	5.4.4 1. Satz	5.4.4 1. Satz
IV.29	5.4.4 2. Satz	5.4.4 2. Satz
IV.30		
IV.31	5.4.3	5.4.3
IV.32	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 1	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 1
IV.33	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 2	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 2
IV.34	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 1	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 1
IV.35	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 2	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 2
IV.36	5.4.7 2. Absatz	5.4.7 2. Absatz
IV.37	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz
IV.38	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz
IV.39	5.4.7 3. Absatz; 2. Satz	5.4.7 3. Absatz; 2. Satz
IV.40	5.4.8	5.4.8
IV.41	5.5.2	5.5.2
IV.42	5.5.3 1. Satz	5.5.3 1. Satz
IV.43	5.5.3 2. Satz	5.5.3 2. Satz

IV.44	5.6	5.6
--------------	-----	-----

	2007	2008
IV.1		
IV.2		
IV.3	5.1.2 1. Absatz; 3. Satz	5.1.2 1. Absatz; 3. Satz
IV.4	5.1.2 2. Absatz; 2. Satz	5.1.2 2. Absatz; 2. Satz
IV.5	5.1.2 2. Absatz; 3. Satz	5.1.2 2. Absatz; 3. Satz
IV.6	5.1.3	5.1.3
IV.7	5.2 2. Absatz	5.2 2. Absatz
IV.8	5.2 3. Absatz; 1. Satz	5.2 3. Absatz; 1. Satz
IV.9	5.2 3. Absatz; 3. Satz	5.2 3. Absatz; 3. Satz
IV.10	5.3.1	5.3.1
IV.11	5.3.2 1. Satz	5.3.2 1. Satz
IV.12	5.3.2 2. Satz	5.3.2 2. Satz
IV.13	5.3.3	5.3.3
IV.14		
IV.15	5.4.1 1. Satz	5.4.1 1. Satz
IV.16		
IV.17	5.4.1 2. Satz	5.4.1 2. Satz
IV.18		
IV.19		
IV.20		
IV.21		
IV.22	5.4.2 1. Satz	5.4.2 1. Satz
IV.23	5.4.2 3. Satz	5.4.2 3. Satz
IV.24	5.4.2 4. Satz	5.4.2 4. Satz
IV.25	5.4.3 1. Satz	5.4.3 1. Satz
IV.26	5.4.3 2. Satz	5.4.3 2. Satz
IV.27	5.4.3 3. Satz	5.4.3 3. Satz
IV.28	5.4.4 1. Satz	5.4.4 1. Satz
IV.29	5.4.4 2. Satz	5.4.4 2. Satz
IV.30		
IV.31	5.4.3	5.4.3
IV.32	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 1	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 1
IV.33	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 2	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 2
IV.34	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 1	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 1
IV.35	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 2	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 2
IV.36	5.4.7 2. Absatz	5.4.7 2. Absatz
IV.37	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz
IV.38	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz
IV.39	5.4.7 3. Absatz; 2. Satz	5.4.7 3. Absatz; 2. Satz
IV.40	5.4.8	5.4.8
IV.41	5.5.2	5.5.2
IV.42	5.5.3 1. Satz	5.5.3 1. Satz
IV.43	5.5.3 2. Satz	5.5.3 2. Satz
IV.44	5.6	5.6

2009		2010
IV.1		5.1.2 1. Absatz; 2. Satz
IV.2	5.1.2 1. Absatz; 2. Satz	
IV.3	5.1.2 1. Absatz; 3. Satz	5.1.2 1. Absatz; 3. Satz
IV.4	5.1.2 2. Absatz; 2. Satz	5.1.2 2. Absatz; 2. Satz
IV.5	5.1.2 2. Absatz; 3. Satz	5.1.2 2. Absatz; 3. Satz
IV.6	5.1.3	5.1.3
IV.7	5.2 2. Absatz	5.2 2. Absatz
IV.8	5.2 3. Absatz; 1. Satz	5.2 3. Absatz; 1. Satz
IV.9	5.2 3. Absatz; 3. Satz	5.2 3. Absatz; 3. Satz
IV.10	5.3.1	5.3.1
IV.11	5.3.2 1. Satz	5.3.2 1. Satz
IV.12	5.3.2 2. Satz	5.3.2 2. Satz
IV.13	5.3.3	5.3.3
IV.14		5.4.1 2. Absatz; 1. Satz
IV.15	5.4.1 1. Satz	
IV.16		
IV.17	5.4.1 2. Satz	
IV.18		5.4.1 2. Absatz; 2. Satz
IV.19		5.4.1 3. Absatz; 1. Satz
IV.20		5.4.1 3. Absatz; 2. Satz
IV.21		5.4.1 4. Absatz
IV.22	5.4.2 1. Satz	5.4.2 1. Satz
IV.23	5.4.2 3. Satz	5.4.2 3. Satz
IV.24	5.4.2 4. Satz	5.4.2 4. Satz
IV.25	5.4.3 1. Satz	5.4.3 1. Satz
IV.26	5.4.3 2. Satz	5.4.3 2. Satz
IV.27	5.4.3 3. Satz	5.4.3 3. Satz
IV.28	5.4.4 1. Satz	5.4.4 1. Satz
IV.29	5.4.4 2. Satz	5.4.4 2. Satz
IV.30	5.4.5	5.4.5
IV.31		
IV.32	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 1	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 1
IV.33	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 2	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 1. Halbsatz; Teil 2
IV.34	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 1	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 1
IV.35	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 2	5.4.7 1. Absatz; 3. Satz; 2. Halbsatz; Teil 2
IV.36	5.4.7 2. Absatz	5.4.7 2. Absatz
IV.37	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 1. Halbsatz
IV.38	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz	5.4.7 3. Absatz; 1. Satz; 2. Halbsatz
IV.39	5.4.7 3. Absatz; 2. Satz	5.4.7 3. Absatz; 2. Satz
IV.40	5.4.8	5.4.8
IV.41	5.5.2	5.5.2
IV.42	5.5.3 1. Satz	5.5.3 1. Satz
IV.43	5.5.3 2. Satz	5.5.3 2. Satz
IV.44	5.6	5.6

V. Transparenz

	2003	2004	2005	2006
V.1	6.3	6.3	6.3	6.3
V.2	6.4	6.4	6.4	6.4
V.3	6.5	6.5	6.5	6.5
V.4	6.6 1. Absatz; 1. Satz	6.6 1. Absatz; 1. Satz	6.6 1. Absatz; 1. Satz	6.6 1. Absatz; 1. Satz
V.5	6.6 1. Absatz; 2. Satz	6.6 1. Absatz; 2. Satz	6.6 1. Absatz; 2. Satz	6.6 1. Absatz; 2. Satz
V.6	6.6 2. Absatz	6.6 2. Absatz	6.6 2. Absatz	6.6 2. Absatz
V.7	6.7	6.7	6.7	6.7
V.8	6.8 1. Satz	6.8 1. Satz	6.8 1. Satz	6.8 1. Satz
V.9	6.8 2. Satz	6.8 2. Satz	6.8 2. Satz	6.8 2. Satz

	2007	2008	2009	2010
V.1	6.3	6.3	6.3	6.3
V.2	6.4	6.4	6.4	6.4
V.3	6.5	6.5	6.5	6.5
V.4	6.6 1. Absatz; 1. Satz	6.6 1. Absatz; 1. Satz	6.6 1. Absatz; 1. Satz	6.6 1. Absatz; 1. Satz
V.5	6.6 1. Absatz; 2. Satz	6.6 1. Absatz; 2. Satz	6.6 1. Absatz; 2. Satz	6.6 1. Absatz; 2. Satz
V.6	6.6 2. Absatz	6.6 2. Absatz	6.6 2. Absatz	6.6 2. Absatz
V.7	6.7	6.7	6.7	6.7
V.8	6.8 1. Satz	6.8 1. Satz	6.8 1. Satz	6.8 1. Satz
V.9	6.8 2. Satz	6.8 2. Satz	6.8 2. Satz	6.8 2. Satz

VI. Rechnungslegung und Abschlussprüfung

	2003	2004	2005	2006
VI.1	7.1.1 2. Satz	7.1.1 2. Satz	7.1.1 2. Satz	7.1.1 2. Satz
VI.2	7.1.1 3. Satz	7.1.1 3. Satz	7.1.1 3. Satz	7.1.1 3. Satz
VI.3				
VI.4	7.1.2 4. Satz; 1. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 1. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 1. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 1. Halbsatz
VI.5	7.1.2 4. Satz; 2. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 2. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 2. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 2. Halbsatz
VI.6	7.1.3	7.1.3	7.1.3	7.1.3
VI.7	7.1.4 1. Satz	7.1.4 1. Satz	7.1.4 1. Satz	7.1.4 1. Satz
VI.8	7.1.4 3. Satz	7.1.4 3. Satz	7.1.4 3. Satz	7.1.4 3. Satz
VI.9	7.1.5	7.1.5	7.1.5	7.1.5
VI.10	7.2.1 1. Absatz; 1. Satz	7.2.1 1. Absatz; 1. Satz	7.2.1 1. Absatz; 1. Satz	7.2.1 1. Absatz; 1. Satz
VI.11	7.2.1 1. Absatz; 2. Satz	7.2.1 1. Absatz; 2. Satz	7.2.1 1. Absatz; 2. Satz	7.2.1 1. Absatz; 2. Satz
VI.12	7.2.1 2. Absatz	7.2.1 2. Absatz	7.2.1 2. Absatz	7.2.1 2. Absatz
VI.13	7.2.3 1. Absatz	7.2.3 1. Absatz	7.2.3 1. Absatz	7.2.3 1. Absatz
VI.14	7.2.3 2. Absatz	7.2.3 2. Absatz	7.2.3 2. Absatz	7.2.3 2. Absatz

	2007	2008	2009	2010
VI.1				
VI.2				
VI.3		7.1.2 2. Satz	7.1.2 2. Satz	7.1.2 2. Satz
VI.4	7.1.2 4. Satz; 1. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 1. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 1. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 1. Halbsatz

VI.5	7.1.2 4. Satz; 2. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 2. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 2. Halbsatz	7.1.2 4. Satz; 2. Halbsatz
VI.6	7.1.3	7.1.3	7.1.3	7.1.3
VI.7	7.1.4 1. Satz	7.1.4 1. Satz	7.1.4 1. Satz	7.1.4 1. Satz
VI.8	7.1.4 3. Satz	7.1.4 3. Satz	7.1.4 3. Satz	7.1.4 3. Satz
VI.9	7.1.5	7.1.5	7.1.5	7.1.5
VI.10	7.2.1 1. Absatz; 1. Satz	7.2.1 1. Absatz; 1. Satz	7.2.1 1. Absatz; 1. Satz	7.2.1 1. Absatz; 1. Satz
VI.11	7.2.1 1. Absatz; 2. Satz	7.2.1 1. Absatz; 2. Satz	7.2.1 1. Absatz; 2. Satz	7.2.1 1. Absatz; 2. Satz
VI.12	7.2.1 2. Absatz	7.2.1 2. Absatz	7.2.1 2. Absatz	7.2.1 2. Absatz
VI.13	7.2.3 1. Absatz	7.2.3 1. Absatz	7.2.3 1. Absatz	7.2.3 1. Absatz
VI.14	7.2.3 2. Absatz	7.2.3 2. Absatz	7.2.3 2. Absatz	7.2.3 2. Absatz

Hieraus können somit drei unterschiedliche, exogene Variablen abgeleitet werden:

1. Erfüllungsquote: Die Erfüllungsquote ist die prozentuale Erfüllung aller einzelnen Empfehlungen. Sie berechnet sich für jedes Jahr neu. Die Formel für jedes einzelne Unternehmen hierzu lautet:

$$\text{Erfüllungsquote} = (\text{Anzahl aller Empfehlungen} - \text{„erklärte Abweichungen“}) / \text{Anzahl aller Empfehlungen}$$
2. Adjustierte Erfüllungsquote: Viele Empfehlungen bedingen einander. So braucht ein Unternehmen, dessen Aufsichtsrat nur aus der Mindestanzahl von drei Mitgliedern besteht, keine Ausschüsse zu bilden, die ebenfalls mindestens aus drei Mitgliedern bestehen müssen. Gibt es keine Ausschüsse, entfallen die Empfehlungen hierzu. Die adjustierte Erfüllungsquote berücksichtigt diese Effekte. Die Formel für jedes einzelne Unternehmen hierzu lautet:

$$\text{Erfüllungsquote}_{\text{adjustiert}} = [\text{Anzahl aller Empfehlungen} - (\text{erklärte Abweichungen} + \text{zusammenhängende Empfehlungen}^{85})] / (\text{Anzahl aller Empfehlungen} - \text{zusammenhängende Empfehlungen})$$
3. Einzelne Empfehlungen: Zwar soll der Einfluss des gesamten DCGK auf den Unternehmenserfolg untersucht werden, dennoch ist es interessant zu erfahren, welche einzelnen Empfehlungen den größten Einfluss haben und ob dieser einheitlich positiv oder negativ ist. Daher werden alle Empfehlungen auch einzeln getestet.⁸⁶
4. Kooperationsquote: Um Hypothese 2 aus Kapitel 4.2 zu überprüfen, bedarf es einer Quote, die nur Empfehlungen berücksichtigt, die auf die Kooperation zwi-

⁸⁵ Eine Übersicht der zusammenhängenden Empfehlungen befindet sich im Anhang.

⁸⁶ Ähnlich der Studie von Bassen et al. (2009) aus Kapitel 5.2.

schen Unternehmensleitung und –eigentümern ausgerichtet sind.⁸⁷ Die Formel für jedes einzelne Unternehmen hierzu lautet:

Kooperationsquote = (Anzahl aller ‚Kooperationsempfehlungen‘ – ‚erklärte Abweichungen bei Kooperationsempfehlungen‘) / Anzahl aller ‚Kooperationsempfehlungen‘

5. Kontrollquote: Im Umkehrschluss zur Kooperationsquote wird es auch eine Quote geben, die nur aus Empfehlungen besteht, die auf Kontrolle der Unternehmensleitung durch die Eigentümer ausgelegt sind.⁸⁸ Die Formel für jedes einzelne Unternehmen hierzu lautet:

Kooperationsquote = (Anzahl aller ‚Kontrollempfehlungen‘ – ‚erklärte Abweichungen bei Kontrollempfehlungen‘) / Anzahl aller ‚Kontrollempfehlungen‘

6.2.2 Endogene Variablen für den Unternehmenserfolg

Um die Vergleichbarkeit mit den Ergebnissen vorheriger Studien zu fördern und gleichzeitig den Einfluss vorgenommener bisher nicht berücksichtigter Erkenntnisse (siehe hierzu besonders die Kapitel 3.2, 3.3 und 4.3) sichtbar zu machen, orientiert sich die Auswahl der Variablen für den Unternehmenserfolg an der bisherigen Corporate Governance-Forschung. Hierbei werden drei Arten von Erfolgsvariablen verwendet: bilanzielle (Eigen- und Gesamtkapitalrentabilität), hybride (Markt-Buchwert-Verhältnis des Eigenkapitals und Tobins Q) und kapitalmarktorientierte (Total Investment Return) Erfolgsvariablen.⁸⁹

Rentabilitätskennziffern dienen Investoren, die operative Leistungsfähigkeit eines Unternehmens besser einzuschätzen, indem sie absolute Erfolgskennziffern, wie zum Beispiel den Gewinn eines Unternehmens, durch entsprechende Einsatzfaktoren (Eigen-, Gesamtkapital oder den Umsatz) konkretisieren bzw. relativieren. Sie helfen dabei Investoren zwischen verschiedenen Unternehmen bzw. Anlageformen zu unterscheiden. (Gabler Wirtschaftslexikon, 2014f) Nach Brealey et al. (2011, S. 704ff.) sind eine höhere Eigen- und Gesamtkapitalrentabilität für Investoren im Vergleich zwischen Unterneh-

⁸⁷ Eine detaillierte Übersicht hierzu befindet sich im Anhang.

⁸⁸ Eine detaillierte Übersicht hierzu befindet sich im Anhang.

⁸⁹ Alle Werte der endogenen Variablen für den Unternehmenserfolg wurden von *Thomson Financial Datastream* bezogen.

men mit einem höheren Unternehmenserfolg verbunden.⁹⁰ Bezüglich der Auswirkung einer Änderung bestimmter Corporate Governance-Variablen haben bilanzielle Erfolgsvariablen den Nachteil, dass sie eine mögliche Wirkung nur Jahr für Jahr abbilden.

Kapitalmarktorientierte Erfolgsvariablen auf der anderen Seite spiegeln solche Änderungen an einem informationseffizienten Aktienmarkt sofort wider. Auf der anderen Seite kann hier die Kursqualität erheblich von Optimismus oder Pessimismus der Anleger geprägt sein. (Vgl. Bhagat und Jefferis, 2002, S. 18f)

Hybride Erfolgsmaße vereinen bilanzielle und kapitalmarktorientierte Erfolgsvariablen. Demzufolge sind sie von allen zuvor genannten Aspekten betroffen.

Eigenkapitalrentabilität

Die Eigenkapitalrentabilität bzw. Eigenkapitalrendite (im Englischen Return on Equity, ROE) bezeichnet die jährliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals der Eigentümer und des „durch offene Thesaurierung im Unternehmen verbliebenen Gewinn[s]“. (Coenenberg, 2001, S. 1007) Die Eigenkapitalrentabilität errechnet sich, indem der Unternehmensgewinn nach Zinsen und Steuern ins Verhältnis zum Eigenkapital gesetzt wird. Sie wird in Prozent ausgedrückt.

„Return on Equity is another profitability ratio, which gauges return on investment by measuring how effectually the company is employing stockholder money. ROE is calculated by dividing a company's net income by total equity of common shares. Unlike ROA, ROE does consider the degree to which a company uses leveraging, as interest expense paid to creditors is generally deducted from earnings to arrive at Net Income.“ (Thomson Financial Datastream, 2014d)

Die Eigenkapitalrentabilität spielt im Zusammenhang mit der Corporate Governance eine besondere Rolle. Schließlich weist sie eine Risikoprämie aus, welche die Unternehmenseigentümer gegenüber alternativen, risikolosen Investitionen bekommen. Zu be-

⁹⁰ Dennoch gibt es auch hier erhebliche Ansatz- und Bewertungsspielräume, die einen Vergleich mit anderen Unternehmen erschweren.

achten gilt bei der Interpretation der Eigenkapitalrentabilität, dass sich diese schon alleine aufgrund der Kapitalstruktur ändern kann (sogenannte Hebelwirkung der Kapitalstruktur, englisch: Leverage Effect). „Ist die erwartete Gesamtkapitalrendite größer als der Fremdkapitalzinssatz [...] und sind beide unabhängig von der Kapitalstruktur bzw. vom Verschuldungsgrad gegeben, steigt die erwartete Eigenkapitalrendite linear mit dem Verschuldungsgrad. [...] Der Leverage-Effekt gilt jedoch auch in umgekehrter Richtung: Liegt die erwartete Gesamtkapitalrendite unter dem Fremdkapitalzinssatz, sinkt die erwartete Eigenkapitalrendite linear mit dem Verschuldungsgrad.“ (Gabler Wirtschaftslexikon, 2014d)

Dennoch ist der Leverage-Effekt per se keine schlechte Sache, schließlich gehört die optimale Wahl der Kapitalstruktur zu den Aufgaben der Unternehmensleitung. Viel schwieriger ist jedoch die Interpretation einer Eigenkapitalrendite: So tragen die Anteilseigner eines Unternehmens, das nicht durch Fremdkapital finanziert ist, ausschließlich das Risiko für die unternehmerische Tätigkeit (Business Risk). Wird ein Teil der Geschäftstätigkeit jedoch durch Fremdkapital finanziert, verbessert sich zwar unter Umständen die Eigenkapitalrendite, es steigt aber auch gleichzeitig das Risiko der Anteilseigner. Diese tragen nämlich nun nicht mehr nur das Risiko für die unternehmerische Tätigkeit, sondern auch ein finanzielles Risiko (Financial Risk).⁹¹ Grundsätzlich lässt sich der Leverage-Effekt⁹² aber durch die Betrachtung der Gesamtkapitalrentabilität umgehen. (Vgl. Schmidt und Terberger, 1996, S. 238ff.)

Gesamtkapitalrentabilität

Während also die Eigenkapitalrentabilität den Erfolg eines Unternehmens im Speziellen durch die Verzinsung des durch die Eigentümer überlassenen Kapitals darstellt, entgeht die Betrachtung der Gesamtkapitalrentabilität (im Englischen Return on Assets, RoA) möglichen Effekten durch die Kapitalstruktur. Hier wird der Gewinn nach Steuern plus

⁹¹ Da eine höhere Rendite der ‚Preis‘ für mehr Risiko ist, den ein Unternehmen für das Eigenkapital zahlen muss, entspricht dieser Sachverhalt der ganz normalen ‚Kapitalmarktlogik‘.

⁹² In wie weit der Leverage-Effekt auch in der Realität zutrifft, ist umstritten. Der Leverage-Effekt basiert auf der Annahme, dass erstens eine Ausweitung des Geschäftsbetriebs mithilfe von Fremdkapital auch im gleichen Maße eine Ausweitung des Umsatzes bedeutet und zweitens, dass die Fremdkapitalzinsen trotz einer Verschiebung der Kapitalstruktur gleich bleiben. Dies ist in der Realität nicht der Fall.

Zinsen – bereinigt um den Steuereffekt⁹³ – ins Verhältnis zum Gesamtkapital gesetzt. „Zur besseren Analyse kann die Gesamtkapitalrentabilität [auch] als Produkt aus Umsatzrentabilität und Kapitalumschlag dargestellt werden.“ (Gabler Wirtschaftslexikon, 2014f)

„Return on Assets is a profitability ratio and as such gauges the return on investment of a company. Specifically, ROA measures a company's operating efficiency regardless of its financial structure (in particular, without regard to the degree of leverage a company uses) and is calculated by dividing a company's net income prior to financing costs by total assets.“ (Thomson Financial Datastream, 2014c)

Marktwert-Buchwert-Verhältnis

Das Marktwert-Buchwert-Verhältnis des Eigenkapitals (MBVEK) stellt dem Marktwert des Eigenkapitals (aktueller Kurs multipliziert mit der Anzahl der Aktien eines Unternehmens) den Buchwert des Eigenkapitals (wie zum Beispiel Maschinen, Lagerhallen, Immobilien etc.) gegenüber. Ein hohes Marktwert-Buchwert-Verhältnis bedeutet, dass ein Unternehmen mehr wert ist, als ehemalige und aktuelle Eigentümer investiert haben. Ein niedriges kann auf der anderen Seite bedeuten, dass die Aktie zum Beispiel aufgrund von schlechten Zukunftsaussichten niedrig bewertet ist.⁹⁴

„[The market-to-book value] is defined as the market value of the ordinary (common) equity divided by the balance sheet value of the ordinary (common) equity in the company.“ (Thomson Financial Datastream, 2014b)

⁹³ Fremdkapitalzinsen mindern den Jahresüberschuss und daher auch die zu zahlenden Steuern. Daher müssen die zu addierenden Zinsen bei der Berechnung der Gesamtkapitalrentabilität um diesen Steuereffekt bereinigt werden.

⁹⁴ Unternehmenswertmaße wie das MBVEK und (folgend) Tobins Q vermischen eine Markt- mit einer Bilanzkomponente und können sowohl durch eine schlechte Kursqualität (aufgrund von Optimismus oder Pessimismus der Anleger) als auch die Ansatz- und Bewertungsspielräume der Buchhalter verzerrt sein.

Tobins Q

Das Tobins Q ist ein zukunftsgerichtetes Maß für die vom Kapitalmarkt bewerteten Wachstumschancen (vgl. Morck et al., 1988, S. 305) und zählt wie das MBVEK zu den Unternehmenswertmaßen, bei denen Marktwerte ins Verhältnis zu den jeweiligen Buchwerten gesetzt werden. Diese Kennziffer geht auf den Nobelpreisträger James Tobin zurück und ergänzt das MBVEK zusätzlich um die Verbindlichkeiten (vgl. Tobin, 1969, S. 19f.). Das Tobins Q wird vor allem in internationalen Corporate Governance-Studien häufig als Erfolgsmaß verwendet: „[...] q has evolved to the point where it has become a veritable Swiss army knife for financial economics researchers.“ (DaDalt et al., 2003, S. 535). Berechnet wird Tobins Q wie folgt:

$$\text{Tobins Q} = (\text{Marktwert des Eigenkapitals} + \text{Buchwert der Verbindlichkeiten zum jeweiligen Bilanzstichtag}) / (\text{Buchwert des Eigenkapitals} + \text{Buchwert der Verbindlichkeiten zum jeweiligen Bilanzstichtag})$$

Nach Beiner et al. (2005, S. 36f.) fällt die Rendite der Investitionsprojekte eines Unternehmens mit einem Tobins Q kleiner aus als die unternehmensspezifischen Kapitalkosten. La Porta et al. (2002, S. 1152) erwarten folglich für ein Unternehmen mit guter Corporate Governance ein höheres Tobins Q als für Unternehmen mit schlechter.

Total Investment Return

Das Total Investment Return ist eine Bewertungskennziffer für Aktien, die für alle Industrien von Thomson Financial Datastream jährlich wie folgt berechnet wird:

$$\text{„}(\text{Market Price Year End} + \text{Dividends Per Share} + \text{Special Dividend in Quarter 1} + \text{Special Dividend in Quarter 2} + \text{Special Dividend in Quarter 3} + \text{Special Dividend in Quarter 4}) / (\text{Last Year's Market Price Year End} - 1) * 100\text{“ (Thomson Financial Datastream, 2014e)}$$

Hierbei wird der Aktienkurs unter Berücksichtigung aller Dividenden aus dem zu berechnenden Jahr mit dem Aktienkurs des Vorjahres verglichen. Laut Menz und Nelles

(2009, S. 129) schlägt sich gute Corporate Governance häufig in überdurchschnittlichen Aktienrenditen nieder. Gleichzeitig werden höhere Aktienrenditen oftmals mit größerem Unternehmenserfolg verbunden (vgl. unter anderem Bauer et al., 2003) (Erfolgsinterpretation).⁹⁵ Doch auch hier gilt das gleiche Argument wie bei der Eigenkapitalrendite: Eine höhere Rendite muss nicht unbedingt für eine bessere Corporate Governance stehen. Nach der Organisation for Economic Co-operation and Development (2004, S. 13) sollte Corporate Governance zu niedrigeren Kapitalkosten führen, da Aktionäre bei geringerem Risiko, bedingt durch verbesserte Corporate Governance, eine niedrigere Rendite akzeptieren (Kapitalkosteninterpretation).

6.2.3 Exogene Kontrollvariablen

Während die endogenen Variablen mithilfe der DCGK-Erfüllungsquoten der einzelnen Unternehmen erklärt werden sollen, helfen exogene Variablen, das Verhalten der endogenen zu erklären. Durch die Hinzunahme weitere erklärender (exogener) Variablen (zu der DCGK-Erfüllungsquote der Unternehmen) sollen mögliche Effekte, welche die Erfolgsvariablen beeinflussen können, aber nicht in direkter Verbindung zu den DCGK-Erfüllungsquoten stehen, ‚kontrolliert‘ werden.⁹⁶ Dennoch ist es ratsam, die Anzahl der exogenen Variablen bewusst niedrig zu halten, um so die Gefahr der Multikollinearität⁹⁷ zu minimieren (vgl. Wooldridge, 2003, S. 97ff.). Als weitere, exogene Variablen wurden daher die Unternehmensgröße, ein Risikomaß, das Umsatzwachstum, der Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs und die Branchenzugehörigkeit gewählt.⁹⁸

⁹⁵ Obwohl die Aktienrendite (oder eine entsprechende kapitalmarktorientierte Erfolgsvariable) häufig bei Corporate Governance-Studien verwendet wird, sollte sie in einem informationseffizienten Markt keinen systematischen Zusammenhang mit der im Beobachtungszeitraum konstanten Corporate Governance aufweisen, selbst wenn die Corporate Governance einen realen Einfluss auf den Unternehmenserfolg hat. (Vgl. Bhagat und Jefferis, 2002, S. 18)

⁹⁶ Oftmals werden diese Variablen daher auch Kontrollvariablen genannt, wobei dieser Begriff ursprünglich aus den experimentellen Wissenschaften kommt, wo der Versuchsleiter tatsächlich die Variablen ‚unter Kontrolle‘ hat (vgl. Wooldridge, 2003, S. 23).

⁹⁷ Die erklärenden Variablen innerhalb einer Regressionsgleichung korrelieren miteinander (vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, 2014e).

⁹⁸ Die Werte für Unternehmensgröße wurden von *Thomson Financial Datastream* und *Worldscope* bezogen, die Volatilität mithilfe der Bloomberg Datenbank berechnet. Alle anderen Werte basieren auf den Druckausgaben der *Hoppenstedt Aktienführer* (2002), (2003), (2004), (2005), (2006), (2007), (2008), (2009), (2010), (2011) und (2012).

Unternehmensgröße

Die Unternehmensgröße hat einen Einfluss auf den Unternehmenserfolg. Sortiert nach der Marktkapitalisierung erzielen Aktien kleinerer Unternehmen höhere durchschnittliche Renditen als durch das Capital Asset Pricing Model (CAPM)⁹⁹ vorhergesagt. (Vgl. Banz, 1981) Gleichzeitig sind kleinere Unternehmen signifikant effizienter beim Einsatz ihrer Ressourcen (vgl. Wu, 2006, S. 162), was sich somit auch auf die bilanziellen Erfolgskriterien auswirken kann. Auf der anderen Seite profitieren große Unternehmen von Skaleneffekten und dem Ausnutzen ihrer Marktmacht. Beides kann sich im finanziellen Erfolg von Unternehmen niederschlagen (vgl. Grant et al., 1988, S. 776). Während zwar der Einfluss der Unternehmensgröße auf den Unternehmenserfolg unbestritten ist, gibt es Uneinigkeit über die Art des Vorzeichens (positiv oder negativ). Um diesen Effekt ‚zu kontrollieren‘, griffen die Autoren der in Kapitel 5.2 vorangegangenen deutschen Studien auf unterschiedliche Variablen zurück: Marktkapitalisierung, Bilanzsumme, Anzahl der Mitarbeiter etc. Um aber die Kollinearität mehrerer Variablen für die Unternehmensgröße zu vermeiden, wurde die Marktkapitalisierung als einzige exogene Kontrollvariable für die Unternehmensgröße in dieser Untersuchung verwendet. Die Marktkapitalisierung errechnet sich hierbei durch das Produkt aus der Anzahl der Aktien und deren Kurs.

„Market value on Datastream is the share price multiplied by the number of ordinary shares in issue.“ (Thomson Financial Datastream, 2014a)

Risikomaß

„As all fund managers know, there is a trade-off between risk and return when money is invested. The greater the risks taken, the higher the return that can be realized.“ (Hull, 2012, S. 2) Dies bedeutet, dass zum Beispiel Aktionäre für ein höheres Risiko entsprechend durch eine höhere Eigenkapitalrendite entlohnt werden wollen. Das Risiko hat also einen Einfluss auf die unterschiedlichen Erfolgskennziffern für Unternehmen. Um

⁹⁹ Das CAPM von Sharpe (1964) und Lintner (1965) ist ein „theoretisch fundiertes Kapitalmarktmodell, nach dem die erwartete Rendite eines Wertpapiers eine lineare Funktion der Risikoprämie des Marktportefeuilles ist.“ (Gabler Wirtschaftslexikon, 2014c) Seine Entwicklung gilt als die Geburtsstunde der ‚Asset Pricing Theory‘ und bescherte William Sharpe 1990 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften.

diesen Effekt zu kontrollieren eignen sich zwei Risikomaße: die Volatilität und der Beta-Koeffizient.

Der **Beta-Koeffizient** spiegelt die Relation zwischen der Rendite des Marktportfolios und der Rendite einer einzelnen Aktie wider (vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, 2014b). Er steht somit für die Sensitivität der Rendite eines Wertpapiers bezogen auf die Markrendite (vgl. Fama und French, 1996a). Der Beta-Koeffizient wird berechnet, indem man die Kovarianz zwischen der Rendite des Wertpapiers und der Rendite des Marktes ins Verhältnis zur Varianz des Marktes setzt. Wertpapiere mit einem Beta-Koeffizienten von null gelten hierbei als risikolos und von eins als dem Marktrisiko gleich. Wertpapiere mit einem Beta-Koeffizienten größer eins stellen ein größeres Risiko dar, sie reagieren sowohl bei An- als auch Abstiegen des Marktes stärker.

Die **Volatilität** bei Wertpapieren gilt als Gradmesser für die Preisschwankungen während einer bestimmten Zeitperiode (Gabler Wirtschaftslexikon, 2014g). „One of the striking empirical regularities to emerge from the burgeoning literature on volatility modeling over the past two decades concerns the apparent asymmetry in the relationship between equity market returns and volatility.“ (Bollerslev et al., 2006, S. 353f.) Diese negative Korrelation zwischen Aktienrenditen und der Volatilität wird hierbei oftmals auf zwei Effekte zurückgeführt: dem Verhältnis zwischen Fremd- zu Eigenkapital (auch Leverage-Effect genannt – siehe ‚Eigenkapitalrendite‘) und der sogenannten Volatilität-Feedback-Hypothese. Der Leverage-Effect greift, wenn bei sinkenden Aktienkursen das Risiko der Eigenkapitalpositionen steigt, da der Marktwert der Verbindlichkeiten unverändert bleibt (vgl. unter anderem Christie, 1982). Nach der Volatilität-Feedback-Hypothese erhöht ein zu erwartender Anstieg des Risikos, also der Volatilität, die notwendige Risikoprämie ebenfalls, was wiederum einen sofortigen Fall der Aktienkurse bewirkt, um in Zukunft überhaupt höhere Renditen zu ermöglichen. Die Volatilität beeinflusst also die Aktienkurse und nicht, wie beim Leverage-Effect, umgekehrt. (Vgl. French et al., 1987)

Um beide Effekte zu ‚kontrollieren‘ und nicht zu viele exogene Kontrollvariablen hinzuzufügen, wurde für diese Untersuchung ausschließlich die Volatilität berücksichtigt und auf den Beta-Koeffizienten verzichtet, da die Volatilität gleichzeitig ‚unternehmensspezifischer‘ ist – sie stellt ein Risikomaß ohne direkten Marktbezug dar – und – ähnlich wie

der Beta-Koeffizient – dennoch die ‚Bewegungen der Aktienkurse‘ berücksichtigt. Die Volatilität berechnet sich hierbei aus der Standardabweichung der Kursveränderung der Unternehmensaktien. Oder genauer:

„[Die Volatilität ist] ein Risikomaßwert der Kursbewegungen eines Wertpapiers berechnet aus der Standardabweichung der täglichen logarithmischen historischen Kursänderungen. Die 30-Tage-Kursvolatilität gleicht [hierbei zum Beispiel] der annualisierten Standardabweichung der relativen Kursänderung der Schlusskurse der 30 jüngsten Handelstage, in Prozent angegeben.“ (Bloomberg, 2014)

Umsatzwachstum

Investmentmanager klassifizieren Unternehmen mit hohen Buch-/ Marktwert- (B/M), Gewinn-/ Kurs- (E/P) und Cash-Flow- /Kurs (C/P) -Verhältnissen als wertige Aktien, sogenannte ‚value stocks‘.¹ Wachstumswerte sind hingegen Aktien, die über einen langen Zeitraum hinweg ein stetiges und vor allem konjunkturunabhängiges Umsatz- und Gewinnwachstum aufweisen.

„Fama and French (1992), (1996b) and Lakonishok et al. (1994) show that for U.S. stocks there is a strong value premium in average returns. High B/M, E/P, or C/P stocks have higher average returns than low B/M, E/P, or C/P stocks. Fama and French (1995) and Lakonishok et al. (1994) also show that the value premium is associated with relative distress. High B/M, E/P, and C/P firms tend to have persistently low earnings; low B/M, E/P, and C/P stocks tend to be strong (growth) firms with persistently high earnings.“ (Fama und French, 1998, S. 1975)

Zwar ist in der Literatur der Einfluss sogenannter Wachstumsindikatoren noch nicht gänzlich geklärt, um einen möglichen Effekt auf den Unternehmenswert – vor allem bei der kapitalmarktorientierten Erfolgsvariable – auszuschließen, soll auch das Wachstum

¹⁰⁰ Zu berücksichtigen ist hier, dass man im Deutschen von Markt-/ Buchwert-, Kurs-/ Gewinn- und Kurs-/ Cash Flow-Verhältnissen spricht. Werden Zähler und Nenner der deutschen Formulierung angepasst, muss natürlich auch die Interpretation angepasst werden: Investmentmanager klassifizieren demnach Unternehmen mit niedrigen Markt-/ Buchwert-, Kurs-/ Gewinn- und Kurs-/ Cash Flow-Verhältnissen als wertige Aktien.

der Unternehmen mithilfe des Umsatzwachstums im Jahresvergleich als weitere Kontrollvariable berücksichtigt werden.

Stimmrechtsanteil des größten Aktionärs

Die Eigentümerstruktur eines Unternehmens kann dessen Entwicklung beeinflussen. Zwar ist die Richtung in der Literatur noch umstritten, dennoch sollte der **Anteil großer Mehrheitsaktionäre** und deren Einfluss ‚kontrolliert‘ werden. So steht zwar ein großer Mehrheitsaktionär für eine bessere Überwachung des Managements – je nach Größe des Anteils hat die Überwachung einen unmittelbaren Nutzen für den Mehrheitsaktionär, sodass dieser bereit ist, die Kosten der Überwachung notfalls alleine zu tragen (siehe Kapitel 3.3 Kollektives Handeln) – und möglicherweise auch für eine längere Interessenskontinuität¹⁰¹, da sein Investitionsinteresse oftmals langfristiger Natur ist (vgl. Baysinger und Butler, 1985, S. 106). Auf der anderen Seite kann ein Konflikt zwischen einem Großaktionär und dem Management die Entwicklung eines Unternehmens dauerhaft belasten (vgl. Salancik und Pfeffer, 1980, S. 655f.).¹⁰² Gleichzeitig erhöht ein hoher Streubesitzanteil zwar die Trittbrettfahrerwahrscheinlichkeit (siehe Kapitel 3.3 Kollektives Handeln) bei der Managementkontrolle, er erhöht aber auch die Liquidität der Unternehmensanteile, was das Risiko für die Investoren senkt und in niedrigeren Renditeforderungen bzw. Risikoprämien resultieren kann.

Zusätzlich muss berücksichtigt werden, ob ein **Großaktionär** auch gleichzeitig **Mitglied der Unternehmensleitung** ist. Abhängig von der Größe des Anteils kann dieser unterschiedliche Auswirkungen auf die Unternehmensentwicklung haben. Bei kleineren Anteilen spricht man von einer Konvergenz der Interessen zwischen Unternehmensleitung und –eigentümern. Das Management handelt verstärkt im Interesse der Unternehmenseigentümer mit dem Ziel, den Unternehmenswert zu erhöhen. (Vgl. Jensen und Meckling, 1976, S. 312ff.) Je größer jedoch der Anteil der Unternehmensführung am Unternehmen

¹⁰¹ Dies gilt jedoch nicht zwingend auch für institutionelle Investoren: Nach Ingley und van der Walt (2004, S. 655f.) besteht bei ihnen eine höhere Wahrscheinlichkeit für ein kurzfristiges Investitionsinteresse.

¹⁰² Auch kommt hier wieder das Prinzipal-Agenten-Problem Typ II zum tragen: Mit einem größeren Aktienanteil steigt (zunächst) der Anreiz zur Ausbeutung der anderen Aktionäre, was die Erfolgsmaße negativ beeinflussen sollte. Je größer jedoch der Aktienanteil des Großaktionär, desto geringer sein Anreiz zur Ausbeutung, da sein Erfolg unmittelbar mit dem des Unternehmens verknüpft ist. (Vgl. auch Kapitel 2.2.1)

wird, desto kleiner muss auf der anderen Seite der Anteil der übrigen Unternehmens-eigner werden. Parallel hierzu sinkt der Nutzen dieser, die Unternehmensführung durch entsprechende Mechanismen zu kontrollieren. Gleichzeitig schwächt eine so starke Ver-ankerung der Unternehmensleitung mit dem Unternehmen die Kontrollmechanismen des Marktes (siehe hierzu Kapitel 3.1.3). Somit kann ein zu großer Anteil der Unterneh-mensführung an einem Unternehmen zu einem entsprechenden Kontrollverlust zu Las-ten der Minderheitsaktionäre (vgl. Peasnell et al., 2003, S.232) und gleichzeitig einem geringeren Unternehmenswert führen (vgl. Jensen und Ruback, 1983, S. 29f.).

Branchen

Zwar könnte man annehmen, dass erfolgreiche Unternehmen grundsätzlich branchen-unabhängig zu finden sind, doch haben Thomsen und Pedersen (1998) bereits empi-risch nachgewiesen, dass die strukturellen Unterschiede einer Branche Auswirkungen auf den Erfolg einzelner Unternehmen haben können. Um daher ungewollte Branchenef-fekte auszuschließen, wurden die Unternehmen nach dem Global Industry Classification Standard (GICS) von MSCI Inc. und der Standard & Poor's Corporation eingeteilt und eine entsprechende Kontrollvariable angelegt.¹⁰³

¹⁰³ Weitere Details zur Einteilung befinden sich in Kapitel 6.1.

6.3 Beschreibung der statistischen Methoden

„Paneldaten sind Daten, in denen dieselben Untersuchungseinheiten (Befragte) zu mehreren Zeitpunkten beobachtet werden.“ (Kohler und Kreuter, 2012, S. 313) Die Paneldatenanalyse kombiniert also Querschnitts- und Zeitreihendaten. Während das deutsche Sozio-oekonomische Panel (GSOEP) – hier werden 20.000 Personen jedes Jahr befragt – wahrscheinlich das in Deutschland bekannteste Beispiel für Paneldaten ist, gelten grundsätzlich alle Daten, bei denen bestimmte Eigenschaften an den gleichen Objekten mehrmals beobachtet werden, als Paneldaten (vgl. Kohler und Kreuter, 2012, S. 313).¹⁰⁴ Paneldaten haben viele attraktive Eigenschaften, vier von denen sind für die vorliegende Untersuchung besonders interessant (vgl. im folgenden Kennedy, 2009, S. 281f.):

1. Paneldaten helfen im Umgang mit heterogenen Untersuchungseinheiten. Bei der Analyse von Querschnittsdaten gibt es eine Vielzahl von nicht gemessenen, erklärenden Variablen, die alle unterschiedliche Effekte auf die einzelnen Objekte haben und – wenn vernachlässigt – die Schätzungen verzerren können. Selbst wenn die Effekte auf die einzelnen Objekte immer gleich sind, so können diese doch zu unterschiedlichen Zeitpunkten eintreten. Mit der Paneldatenanalyse berücksichtigt man sowohl die Heterogenität zwischen den einzelnen Objekten als auch die zeitliche Komponente. „Indeed, some would claim that the ability to deal with this omitted variable problem is the main attribute of panel data.“ (Kennedy, 2009, S. 282)
2. Paneldaten bieten mehr Schwankungen, da sie Schwankungen zwischen den einzelnen Objekten mit Schwankungen über die Zeit kombinieren. So mildern sie Probleme mit der Multikollinearität.
3. Mit Paneldaten ist man in der Lage, Fragestellungen zu untersuchen, die mit Querschnitts- oder Zeitreihendaten alleine nicht zu beantworten wären.¹⁰⁵ Ein Beispiel hierzu wäre die Untersuchung von zeitweise und Langzeitarbeitslosen. Die Querschnittsdaten zeigen uns, wer in einem Jahr arbeitslos ist (Struktur des Arbeitsmarktes), die Zeitreihendaten den Verlauf der Arbeitslosenrate. Aber nur

¹⁰⁴ In der vorliegenden Untersuchung wurde die Erfüllung der Soll-Bestimmungen des DCGK von 150 Unternehmen über einen Zeitraum von acht aufeinander folgenden Jahren beobachtet. Es handelt sich demnach um Paneldaten.

¹⁰⁵ Zur Verdeutlichung: Bei Querschnittsdaten gibt es viele Untersuchungsobjekte und einen Zeitpunkt, bei Zeitreihenanalysen untersucht man ein Objekt zu mehreren Zeitpunkten. Die Paneldatenanalyse ermöglicht es, mehrere Untersuchungsobjekte zu unterschiedlichen Zeitpunkten zu betrachten.

mithilfe von Paneldaten ist man in der Lage, herauszufinden, ob immer die gleichen Objekte (geringe Fluktuationsrate) oder regelmäßig neue Objekte arbeitslos (hohe Fluktuationsrate) sind bzw. werden.

4. Während mit Querschnittsdaten keine Veränderungen (Dynamiken) festgestellt werden, braucht man bei der Zeitreihenanalyse einen langen Zeitraum, um signifikante Dynamiken schätzen zu können. Paneldaten bieten hier eine Möglichkeit, mit einem kürzeren Zeitraum zu präzisen Aussagen zu kommen, da Veränderungen bei jedem einzelnen Objekt in die Analyse einbezogen werden.

Lineare Paneldatenmodelle sind dabei statistische Modelle, die zur Analyse solcher Paneldaten genutzt werden – die beiden wichtigsten sind hierbei das Fixed-Effects-Modell und das Random-Effects-Modell. Beide Modelle unterscheiden sich durch die Eigenschaften der unbeobachteten Heterogenität: Grundsätzlich geht man davon aus, dass die individuelle, zeitkonsistente Heterogenität beim Fixed-Effects-Modell mit den erklärenden Variablen korreliert, beim Random-Effects-Modell nicht. Eine Möglichkeit, zu entscheiden, welche Art Modell vorliegt, ist der sogenannte Hausman-Test¹⁰⁶. (Vgl. Wooldridge, 2002, S. 288)

Für die zwei Hauptmodelle (Erfüllungsquote und adjustierte Erfüllungsquote als exogene Variablen plus die entsprechenden Kontrollvariablen) hat der Hausman-Test folgende Ergebnisse geliefert:

¹⁰⁶ Der Hausman-Test überprüft, ob die Fehlerterme mit den erklärenden Variablen korrelieren. Hierzu braucht man zwei Schätzungen der Koeffizienten, beide konsistent unter der Null-Hypothese, dass die Fehlerterme nicht mit der erklärenden Variablen korrelieren, aber nur eine, die auch bei Ablehnung der Null-Hypothese konsistent ist. Sowohl die Methode der kleinsten Quadrate (Ordinary Least Square - OLS) als auch die Methode der Instrumentvariablen (IV) erfüllen die erste Bedingung (konsistente Schätzungen bei wahrer Null-Hypothese), aber nur die IV verhilft auch zu konsistenten Schätzungen, wenn die Null-Hypothese falsch ist. Der Hausman-Test untersucht, ob es einen signifikanten Unterschied zwischen beiden Schätzungen gibt. Wenn ja, ist die Null-Hypothese falsch und die Fehlerterme korrelieren mit der erklärenden Variablen (Fixed-Effects-Modell); gibt es keine signifikanten Unterschiede, ist die Null-Hypothese wahr und die Fehlerterme korrelieren nicht mit der erklärenden Variablen (Random-Effects-Modell). (Vgl. Kennedy, 2009, S. 144)

Tabelle 8: Ergebnisse des Hausman-Tests

Modell 1

Abhängige Variable	Unabhängige Variable	Kontrollvariablen						Hausman (Prob>chi2)
Eigenkapitalrentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0,0365
Gesamtkapitalrentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0,7277
Tobins Q	Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0
Markt-Buchwert-Verhältnis	Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0,4112
Total Investment Return	Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0*

Modell 2

Abhängige Variable	Unabhängige Variable	Kontrollvariablen						Hausman (Prob>chi2)
Eigenkapitalrentabilität	Adjustierte Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0,0114
Gesamtkapitalrentabilität	Adjustierte Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0,7073
Tobins Q	Adjustierte Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0
Markt-Buchwert-Verhältnis	Adjustierte Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0,3930
Total Investment Return	Adjustierte Erfüllungsquote	Marktkapitalisierung	Volatilität	Umsatzwachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	Sektor	0*

* die beiden Kovarianz-Matrizen basieren in diesem Fall auf der gemeinsamen Schätzung der Störungsvarianz (σ^2); die Varianz des effizienteren Schätzers. Nur so ist eine vernünftige Schätzung der Kontrast-Varianz bezüglich Fixed- und Random-Effects möglich.

Zunächst einmal lässt sich feststellen, dass sich die Ergebnisse bezüglich der unabhängigen Variablen nicht wesentlich unterscheiden. Sowohl mit der *Erfüllungsquote* als auch der *adjustierten Erfüllungsquote* als unabhängige Variable suggeriert der Hausman-Test, dass für die abhängigen Variablen *Eigenkapitalrendite*, *Tobins Q* und *Total Investment Return* das Fixed-Effects-Modell und für die abhängigen Variablen *Gesamtkapitalrentabilität* und *Markt-Buchwert-Verhältnis* das Random-Effects-Modell besser passt.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Da der Hausman-Test nicht ohne Fehler ist – so hat er zum Beispiel nur sehr geringe Aussagekraft, wenn der FE-Schätzer sehr unpräzise ist, das heißt, selbst eine große Verzerrung des RE-Schätzers führt nicht zu einer Ablehnung der Nullhypothese – werden in den späteren Berechnungen zur Sicherheit immer beide Modelle gerechnet. Gleichzeitig ist der Hausman-Test eine rein ökonometrische Berechnung, ein Test, ob der Wahrscheinlichkeitslimes der Differenz von FE- und RE-Schätzer signifikant von Null verschieden ist, und sollte daher ökonomisch nicht gesondert interpretiert werden.

7 Ergebnisse der Datenauswertung

7.1 Deskriptive Statistiken

7.1.1 Endogene Variable: Messwert zur Berechnung der Corporate Governance

Um einen Messwert zur Corporate Governance zu berechnen, wurden die Entsprechenserklärungen aller untersuchten Unternehmen über den Messzeitraum mithilfe eines Kataloges aus Kodierregeln unter Hinzunahme entsprechender deskriptiver Daten (wie z. B. die Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder)¹⁰⁸ ausgewertet. Diese Kodierregeln wurden mithilfe der DCGK-Kommentare von Ringleb et al. (2003), (2005), (2008) und (2010) und den Erkenntnissen vorangegangener Studien (siehe unter anderen Jahn et al., 2011, Rapp et al., 2011) erstellt. Beispiele aus den Kodierregeln sind¹⁰⁹:

- Wurde eine Empfehlung erst nach dem 30. Juni erfüllt (z. B. durch eine Umstellung des Rechnungswesens), so gilt die Empfehlung dennoch für das Gesamtjahr als nicht erfüllt. Erst im Folgejahr spiegelt sich eine solche Änderung auch in der Erfüllungsquote wider.
- Führen Änderungen im Laufe des Jahres zur Nichterfüllung einer Empfehlung, so gilt diese für das Gesamtjahr als nicht erfüllt.
- Sollte nur ein Teil einer Soll-Bestimmung nicht erfüllt werden, gilt die gesamte Empfehlung als nicht erfüllt.
- ...

Abbildung 7 und Abbildung 8 zeigen die Ergebnisse der Auswertung der Entsprechenserklärungen unter Berücksichtigung der Kodierregeln und deskriptiver Daten der Unternehmen. Die Erfüllungsquote ist dabei die prozentuale Erfüllung aller einzelnen Empfehlungen. Sie berechnet sich für jedes Jahr neu. Die Formel für jedes einzelne Unternehmen hierzu lautet:

$$\text{Erfüllungsquote} = (\text{Anzahl aller Empfehlungen} - \text{,erklärte Abweichungen'}) / \text{Anzahl aller Empfehlungen}$$

¹⁰⁸ So macht zum Beispiel bei der laut § 95 AktG vorgeschriebenen Mindestanzahl von drei Aufsichtsräten die Bildung von Ausschüssen wenig Sinn. Die Empfehlung IV.10 Ziffer 5.3.1 – „Der Aufsichtsrat soll abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Anzahl seiner Mitglieder fachlich qualifizierte Ausschüsse bilden.“ (DCGK, 2003, S. 9) – dementsprechend nicht zu erfüllen, sollte nicht die Erfüllungsquote eines Unternehmens negativ beeinflussen.

¹⁰⁹ Der Gesamtkatalog befindet sich im Anhang.

Abbildung 7: Erfüllungsquoten nach Sektoren

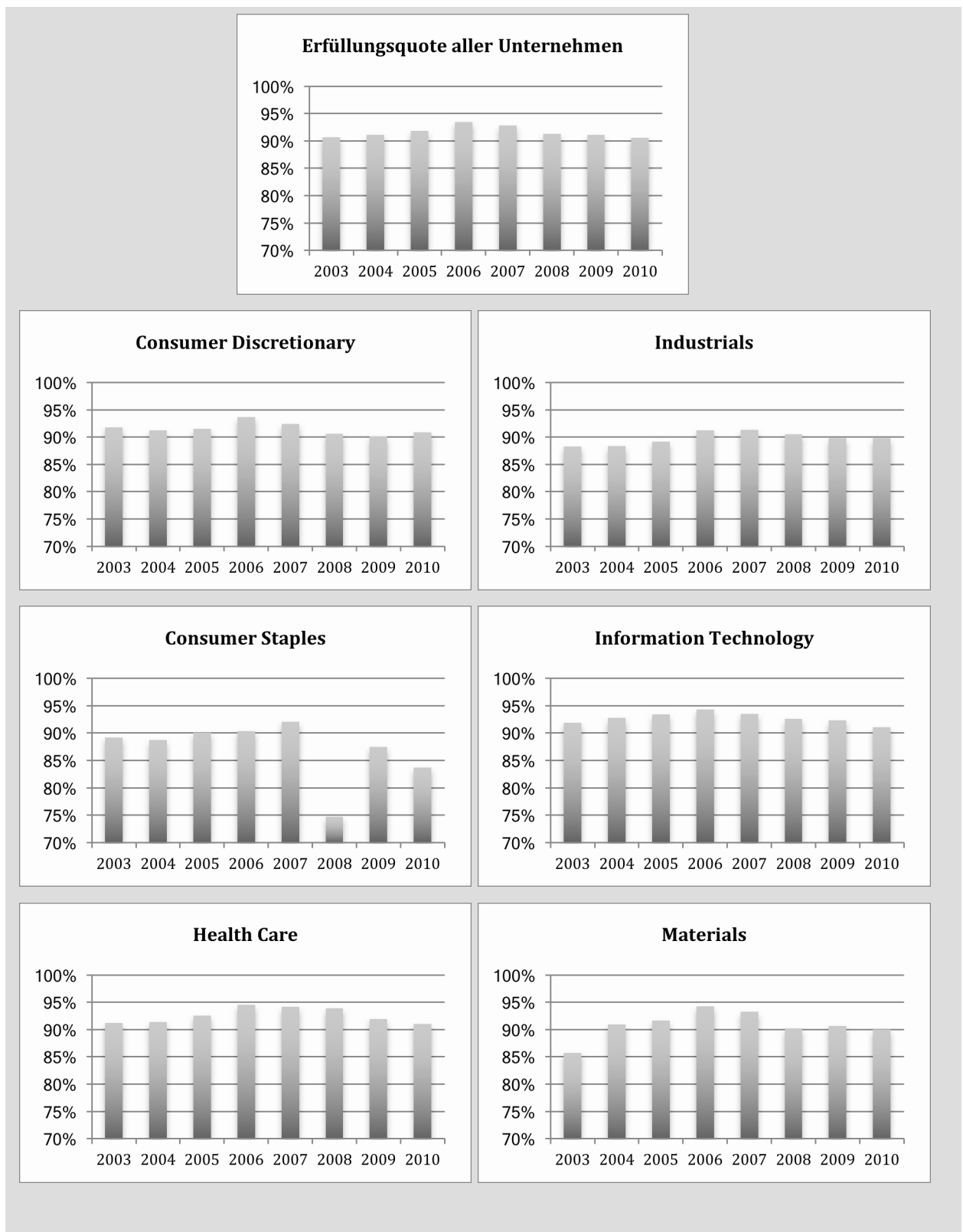
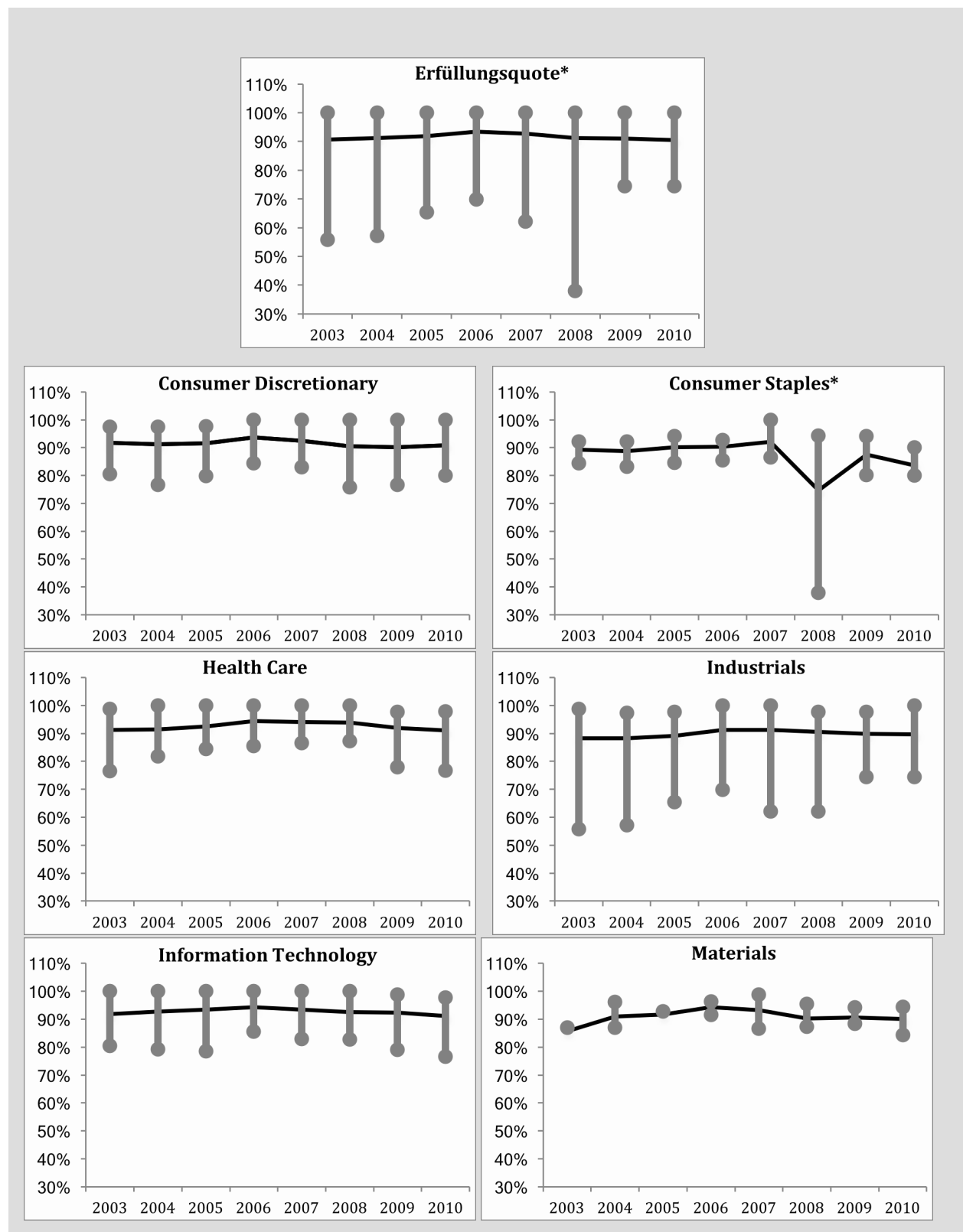


Abbildung 8: Varianz der Erfüllungsquoten nach Sektoren



* Bei dem Ausreißer in 2008 handelt es sich um einen einmaligen Ausreißer, der nur mit einer in diesem Fall unzureichenden Datenqualität zu erklären ist und daher für die späteren Berechnungen entfernt wurde.

Tabelle 9 zeigt die Erfüllungsquote jeder einzelnen Empfehlung aller Unternehmen der Stichprobe.

Tabelle 9: Erfüllungsquote einzelner Empfehlungen nach Jahren

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
2.3.1	94%	92%	93%	95%	93%	93%	96%	
2.3.2	98%	97%	97%	99%	87%	86%	83%	84%
2.3.3 1. Satz	98%	98%	97%	98%	98%	99%	98%	99%
2.3.3 2. Satz (2009)*	98%	100%	99%	100%	100%	99%	100%	67%
2.3.3 3. Satz	95%	95%	97%	97%	97%	99%	98%	100%
3.4	99%	98%	99%	99%	98%	97%	98%	98%
3.8	35%	39%	36%	38%	33%	30%	13%	30%
3.10 1. Satz	97%	97%	93%	93%	94%	93%		96%
3.10 2. Satz	95%	98%	98%	98%	98%	96%		
3.10 4. Satz			97%	97%	96%	95%	98%	99%
4.1.5								82%
4.2.1 1. Satz; 1. HS	93%	92%	89%	88%	86%	85%	83%	87%
4.2.1 1. Satz; 2. HS	96%	98%	98%	96%	97%	95%	94%	93%
4.2.1 2. Satz	97%	98%	99%	99%	96%	98%	98%	97%
4.2.2 Abs. 1; 1. Satz; 1. HS	98%	96%	97%	98%	95%	88%	91%	95%
4.2.2 Abs. 1; 1. Satz; 2. HS	97%	97%	96%	98%	97%	90%	91%	94%
4.2.2 Abs. 3							100%	100%
4.2.3 2. Abs.; 2. Satz	95%	97%	97%	95%	97%	96%	91%	93%
4.2.3 2. Abs.; 4. Satz							92%	91%
4.2.3 3. Abs.; 2. Satz	95%	95%	97%	97%	96%	98%	99%	99%
4.2.3 3. Abs.; 3. Satz	96%	95%	95%	96%	96%	96%	96%	96%
4.2.3 3. Abs.; 4. Satz	81%	79%	79%	83%	82%	83%		
4.2.3 3. Abs.; 1. Satz; 1. HS (2005)	79%	80%	77%					
4.2.3 3. Abs.; 1. Satz; 2. HS (2005)	83%	83%	85%					
4.2.3 3. Abs.; 2. Satz (2005)	87%	89%	91%					
4.2.3 4. Abs.; 1. Satz; 1. HS						73%	65%	65%
4.2.3 4. Abs.; 1. Satz; 2. HS						75%	65%	66%
4.2.3 4. Abs.; 2. Satz						74%	66%	67%
4.2.3 5. Abs.						81%	73%	81%
4.2.3 6. Abs.	83%	87%	86%	90%	94%	93%	93%	93%
4.2.4 1. Satz	80%	82%	83%					
4.2.4 2. Satz	24%	29%	34%					

4.2.5 1. Abs.; 1. Satz
4.2.5 2. Abs.; 1. Satz
4.2.5 2. Abs.; 2. Satz
4.2.5 3. Abs.
4.3.4 1. Satz
4.3.4 3. Satz
4.3.5
5.1.2 1. Abs.; 2. Satz
5.1.2 1. Abs.; 3. Satz
5.1.2 2. Abs.; 2. Satz
5.1.2 2. Abs.; 3. Satz
5.1.3
5.2 2. Abs.
5.2 3. Abs.; 1. Satz
5.2 3. Abs.; 3. Satz
5.3.1
5.3.2 1. Satz
5.3.2 2. Satz
5.3.3
5.4.1 2. Abs.; 1. Satz
5.4.1 1. Satz (2009)
5.4.1 1. Satz 2. HS (2003)
5.4.1 2. Satz (2009)
5.4.1 2. Abs.; 2. Satz
5.4.1 3. Abs.; 1. Satz
5.4.1 3. Abs.; 2. Satz
5.4.1 4. Abs.
5.4.2 1. Satz
5.4.2 3. Satz
5.4.2 4. Satz
5.4.3 1. Satz
5.4.3 2. Satz
5.4.3 3. Satz
5.4.4 1. Satz
5.4.4 2. Satz
5.4.3 (2003) 5.4.5 (2010)

			81%	78%	82%	79%	82%
			97%	97%	97%		
			97%	98%	98%		
			97%	97%	98%	100%	100%
100%	100%	100%	100%	99%	100%	100%	100%
100%	100%	100%	100%	100%	99%	100%	100%
100%	100%	100%	100%	100%	99%	98%	98%
						96%	68%
95%	95%	95%	96%	96%	93%	92%	93%
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
73%	71%	66%	66%	62%	56%	54%	56%
97%	98%	97%	96%	95%	96%	96%	96%
98%	98%	99%	99%	99%	99%	98%	98%
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
98%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
96%	96%	98%	98%	97%	99%	98%	99%
		98%	100%	98%	99%	99%	100%
				94%	96%	94%	95%
							22%
100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
99%	99%						
68%	68%	64%	63%	60%	55%	49%	
							30%
							99%
							100%
							93%
		97%	98%	96%	96%	96%	97%
98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
98%	98%	98%	96%	98%	98%	98%	97%
		93%	94%	94%	90%	89%	92%
		98%	98%	98%	94%	96%	98%
		95%	94%	94%	91%	90%	91%
		98%	99%	99%	99%	99%	99%
		98%	99%	99%	99%	99%	99%
100%	100%	99%	99%	98%	97%	97%	98%

5.4.6¹¹⁰ 1. Abs.; 3. Satz; 1. HS; Teil 1	95%	95%	97%	98%	98%	98%	98%	98%
5.4.6 1. Abs.; 3. Satz; 1. HS; Teil 2	85%	86%	90%	90%	91%	91%	88%	88%
5.4.6 1. Abs.; 3. Satz; 2. HS; Teil 1	85%	83%	88%	89%	90%	88%	92%	93%
5.4.6 1. Abs.; 3. Satz; 2. HS; Teil 2	83%	86%	88%	88%	90%	88%	91%	93%
5.4.6 2. Abs.	43%	43%	46%	51%	53%	53%	54%	53%
5.4.6 3. Abs.; 1. Satz; 1. HS	60%	57%	56%	70%	73%	71%	68%	77%
5.4.6 3. Abs.; 1. Satz; 2. HS	98%	96%	89%	88%	96%	89%	85%	90%
5.4.6 3. Abs.; 2. Satz	85%	87%	91%	90%	92%	90%	88%	91%
5.4.7	100%	100%	99%	100%	100%	99%	100%	99%
5.5.2	99%	98%	99%	99%	99%	99%	98%	99%
5.5.3 1. Satz	98%	98%	99%	99%	99%	99%	98%	99%
5.5.3 2. Satz	98%	97%	99%	99%	100%	100%	100%	99%
5.6	98%	98%	97%	97%	96%	96%	96%	98%
6.3	99%	99%	100%	100%	100%	99%	99%	99%
6.4	100%	100%	99%	100%	100%	99%	100%	100%
6.5	100%	100%	100%	100%	99%	99%	100%	100%
6.6 1. Abs.; 1. Satz	92%	93%	93%	96%	93%	92%	96%	95%
6.6 1. Abs.; 2. Satz	93%	94%	93%	96%	93%	93%	96%	95%
6.6 2. Abs.	87%	92%	88%	88%	89%	94%	90%	91%
6.7	96%	95%	97%	98%	98%	96%	95%	97%
6.8 1. Satz	100%	98%	99%	99%	99%	99%	100%	100%
6.8 2. Satz	100%	100%	100%	100%	100%	99%	100%	100%
7.1.1 2. Satz	96%	95%	95%	94%				
7.1.1 3. Satz	79%	80%	95%	100%				
7.1.2 2. Satz						85%	90%	91%
7.1.2 4. Satz; 1. HS	73%	69%	73%	70%	65%	61%	62%	68%
7.1.2 4. Satz; 2. HS	70%	67%	66%	71%	65%	63%	65%	71%
7.1.3	98%	99%	98%	97%	96%	94%	92%	97%
7.1.4 1. Satz	99%	99%	99%	99%	99%	99%	98%	98%
7.1.4 3. Satz	96%	98%	99%	98%	97%	97%	98%	99%
7.1.5	96%	96%	98%	99%	99%	99%	100%	100%
7.2.1 1. Abs.; 1. Satz	98%	99%	100%	100%	99%	100%	100%	100%
7.2.1 1. Abs.; 2. Satz	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
7.2.1 2. Abs.	99%	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
7.2.3 1. Abs.	99%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

¹¹⁰ Bis 2005 5.4.5, seit 2005 5.4.7. und seit 2008 5.4.6.

7.2.3 2. Abs.

99%	99%	100%	99%	100%	99%	100%	100%
-----	-----	------	-----	------	-----	------	------

*Die Zahl für 2010 beinhaltet die Ergänzung um die Briefwahl aus 2010.

100%	
90% - 99%	
80% - 89%	
70% - 79%	
60% - 69%	
50% - 59%	
unter 50%	

Es zeigt sich, dass trotz der Beschränkung der Datenbasis auf Unternehmen, die nicht in einem Index der Deutschen Börse notiert sind (siehe Erweiterung 2 in Kapitel 5.3), die durchschnittliche Erfüllungsquote aller untersuchten Unternehmen bei 90% oder höher liegt. Die Sektoren Health Care und Information Technology haben hierbei mit durchschnittlich 93% die höchste Erfüllungsquote. Abbildung 7 zeigt die Bandbreiten der jeweiligen Erfüllungsquoten innerhalb der einzelnen Sektoren. Während die Bandbreite über alle Sektoren hinweg von 56% bis hin zu 100% Erfüllungsquote reicht, ist der Abstand zwischen dem ‚Sektoreenchampion‘ und dem Unternehmen mit der niedrigsten Erfüllungsquote in den einzelnen Sektoren unterschiedlich. Consumer Staples und Materials weisen eine sehr geringe Bandbreite auf, was aber auch an der geringen Anzahl der dazugehörigen Unternehmen liegen kann (Consumer Staples: 4; Material: 5). Bei Consumer Discretionary, Health Care und Information Technology beträgt die Bandbreite maximal 24%-Punkte, bei Industrials hingegen zeigt sich mit Abständen von teilweise bis zu 43%-Punkte die größte Diversität innerhalb eines Sektors bei der Erfüllung des DCGK.¹¹¹

Vergleicht man die Werte aus 2003 mit von Werder et al. (2003) (62 Empfehlungen und eine durchschnittliche Erfüllungsquote bei 220 Unternehmen, die weder DAX, MDAX, NEMAX oder SDAX angehören, von 88%) ist festzustellen, dass diese Studie mit 77 Empfehlungen und einer durchschnittlichen Erfüllung von 91% etwas mehr Empfehlungen und eine höhere Erfüllungsquote hat. Leider ist 2003 das einzige Jahr, in dem die Auto-

¹¹¹ Eine große Bandbreite bei den Erfüllungsquoten der einzelnen Unternehmen erhöht die Chance, statistisch signifikante Zusammenhänge zu finden, da so die unterschiedlichen Unternehmensentwicklungen möglicherweise auch auf die unterschiedlichen Erfüllungsquoten bei der Corporate Governance zurückzuführen sind.

ren die Erfüllungsquoten durch die reine Auswertung der Entsprechenserklärungen ermittelt haben. In den Folgestudien erfolgte die Datengewinnung „mit einem Fragebogen, um auch die Akzeptanz der Anregungen systematisch erheben zu können.“ (von Werder und Talaular, 2005, S. 841) Daher ist eine direkte Vergleichbarkeit nicht gewährleistet. Abbildung 9 und Abbildung 10 wagen dennoch einen Versuch.

Abbildung 9: Vergleich der Anzahl der Empfehlungen zum Kodex Report

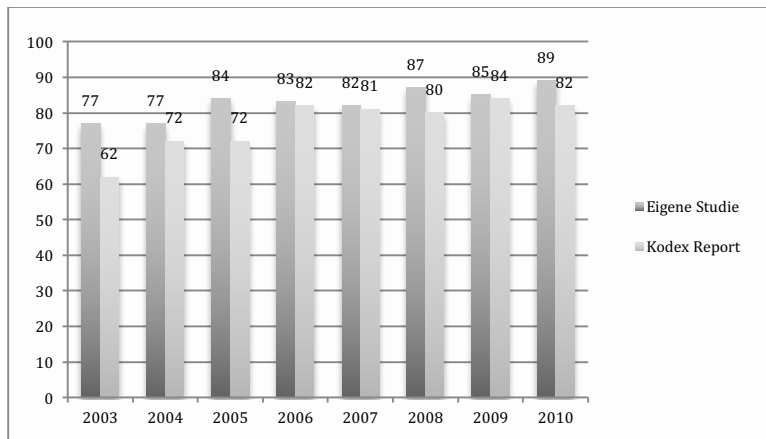
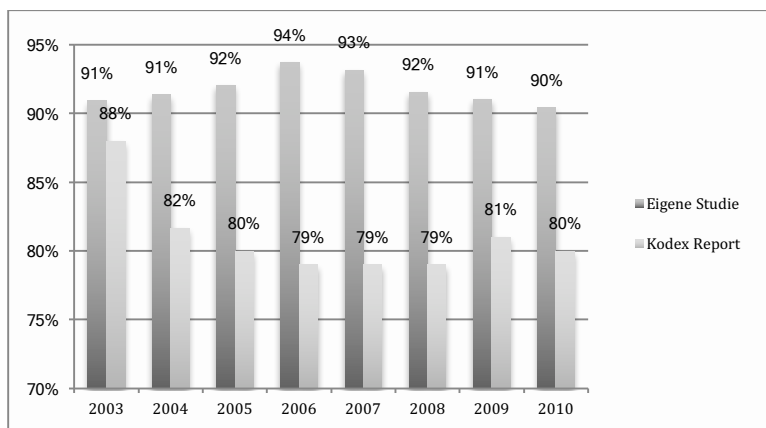


Abbildung 10: Vergleich der Erfüllungsquoten zum Kodex Report



Während der Kodex Report 2003 mit einem wesentlich geringerem Detaillierungsgrad bei der Anzahl der Empfehlungen begann, liegt die Anzahl der Empfehlungen in den Folgejahren dichter beieinander.

Bei der Auswertung der Entsprechenserklärungen (und später der Fragebögen) folgte die Kodierung in den Kodex Reports „der Leitidee einer möglichst konservativen Einschätzung erklärter Kodexentsprechungen. Sofern die Angaben (über die Nichtbefolgung von Empfehlungen) in den Erklärungen nur auf Textziffern (Tz.) des Kodex bezo-

gen und nicht weiter ausdifferenziert waren, wurden sämtliche Empfehlungen der genannten Tz. entsprechend (als nicht befolgt) gewertet.“ (von Werder et al., 2003, S. 1858) Bei der Auswertung unterscheiden sich die Studien doch deutlicher: Während die vorliegende Studie eine durchschnittliche Erfüllungsquote von 92% aufweist, liegt diese bei den Kodex Reports bei 81%. Dies ist zum Teil mit der etwas geringeren Detailtiefe zu erklären.¹¹² Dennoch scheint die unterschiedliche Erfassung der Daten – diese Studie durch die Auswertung der öffentlich zugänglichen Entsprechenserklärungen, der Kodex Report durch die Auswertung der ausgefüllten Fragebögen zur Corporate Governance – auch zu unterschiedlichen Ergebnissen zu führen.

7.1.2 Endogene Variablen: Kennziffern für die Entwicklung des Unternehmenswerts

Im Folgenden sollen nun die endogenen Variablen, im speziellen die Kennziffern für die Entwicklung des Unternehmenswerts dargestellt und kurz beschrieben werden. Die Daten wurden komplett der Finanzdatenbank Datastream von Thomson Reuters entnommen. Aufgrund der großen Datenmenge und der begrenzten Aussagemöglichkeiten bezüglich des Themas dieser Untersuchung werden hier nur die Durchschnitte der einzelnen Sektoren dargestellt. Auf eine Auflistung jeder einzelnen Kennziffer für jedes Unternehmen in den Jahren von 2003 bis 2010 wurde bewusst verzichtet.

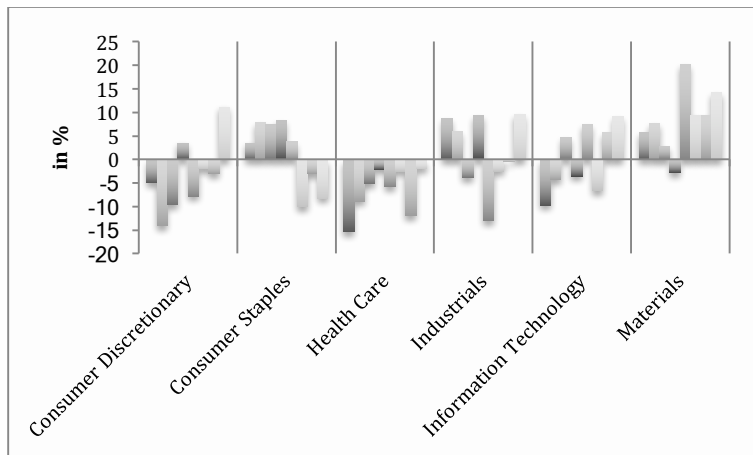
Bei der Eigenkapitalrendite¹¹³ weist die Hälfte der Sektoren im Durchschnitt mehr negative Jahre auf. Die Sektoren 1, 3 und 5 haben durchschnittlich mindestens die Hälfte der Jahre negative Eigenkapitalrenditen. Die anderen Sektoren haben mehr positive als negative Jahre. Auch sind die Ausschläge, also die absolute Höhe der Eigenkapitalrendite sehr unterschiedlich: In Sektor 1 reicht die Bandbreite von +11 bis -14 Prozent; in Sek-

¹¹² Aufgrund der konservativen Kodierung führt die Nicht-Befolgung eines Teils der Empfehlung zur Ablehnung der gesamten Empfehlungen. Ein höherer Detaillierungsgrad zeichnet hier hingegen ein etwas klareres Bild und führt daher zu höheren Erfüllungsquoten.

¹¹³ Die Daten der Eigenkapitalrendite wurden zum Zweck der besseren Übersichtlichkeit bereinigt. Die empirische Überprüfung der einzelnen Hypothesen wurde sowohl mit den bereinigten als auch nicht bereinigten Daten durchgeführt. Hierbei ergaben sich keine statistisch signifikanten Unterschiede – einzig die statistischen Signifikanzen von einigen wenigen Kontrollvariablen haben sich verändert. Die dargestellten empirischen Überprüfungen beziehen sich aber auf die nicht bereinigten Daten, schließlich gehören Unternehmensübernahmen oder Insolvenzen zum Werdegang eines Unternehmens, auch wenn diese die Übersichtlichkeit bei den deskriptiven Statistiken erschweren.

tor 2 von +8 bis -10 Prozent; in Sektor 3 von -2 bis -15 Prozent; in Sektor 4 von +10 bis -13 Prozent; in Sektor 5 von +9 bis -10 Prozent; und in Sektor 6 von +20 bis -3 Prozent. Abbildung 11 gibt einen graphischen Überblick über die durchschnittlichen Eigenkapitalrenditen der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010.

Abbildung 11: Übersicht der durchschnittlichen Eigenkapitalrendite der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010



Dass negative Ausschläge in den Sektoren meistens stärker ausfallen als positive, kann unterschiedliche Gründe haben. Einer ist auf jeden Fall der, dass Unternehmen, die einen Verlust machen und deren Eigenkapitalrendite dadurch negativ ist, öfters auf Fremdkapital zurückgreifen müssen. Hier greift dann die Hebelwirkung der Kapitalstruktur (siehe ‚Leverage-Effekt‘ im Kapitel 6.2.2). Grundsätzlich lässt sich der Leverage-Effekt¹¹⁴ aber durch die Betrachtung der Gesamtkapitalrentabilität umgehen. (Vgl. Schmidt und Terberger, 1996, S. 238ff.)

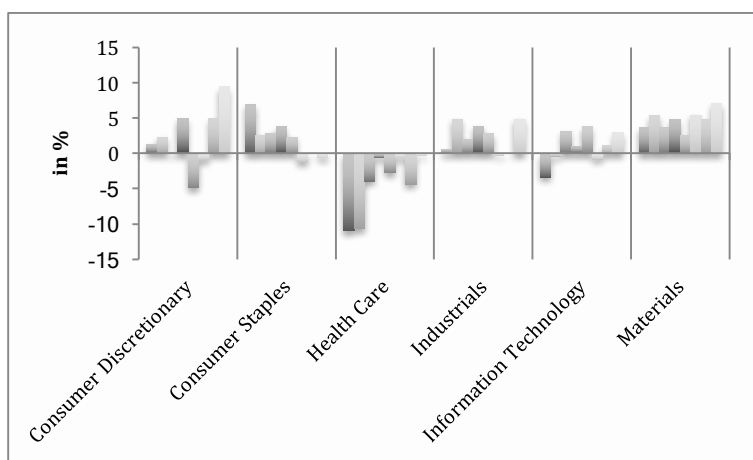
Die durchschnittlichen Gesamtkapitalrenditen¹¹⁵ der jeweiligen Sektoren, als zweite bilanzielle Erfolgskennziffer, unterscheiden sich etwas von den Durchschnitten bei der

¹¹⁴ In wie weit der Leverage-Effekt auch in der Realität zutrifft, ist umstritten. Der Leverage-Effekt basiert auf der Annahme, dass erstens eine Ausweitung des Geschäftsbetriebs mithilfe von Fremdkapital auch im gleichen Maße eine Ausweitung des Umsatzes bedeutet und zweitens, dass die Fremdkapitalzinsen trotz einer Verschiebung der Kapitalstruktur gleich bleiben. Dies ist in der Realität nicht der Fall.

¹¹⁵ Die Daten der Gesamtkapitalrendite wurden zum Zweck der besseren Übersichtlichkeit bereinigt. Die empirische Überprüfung der einzelnen Hypothesen wurde sowohl mit den bereinigten als auch nicht bereinigten Daten durchgeführt. Hierbei ergaben sich keine statistisch signifikanten Unterschiede – einzig die statistischen Signifikanzen von einigen wenigen Kontrollvariablen haben sich verändert. Die dargestellten empirischen Überprüfungen beziehen sich aber auf die nicht bereinigten Daten, schließlich gehören Unternehmensübernahmen oder Insolven-

Eigenkapitalrendite. Hier sind die Ergebnisse überwiegend positiv: Nur ein Sektor weist im Durchschnitt mehr negative als positive Jahre auf. Auch sind die Ausschläge geringer: In Sektor 1 reicht die Bandbreite von +9 bis -5 Prozent; in Sektor 2 von +7 bis -1 Prozent; in Sektor 3 von 0 bis -11 Prozent; in Sektor 4 von +5 bis 0 Prozent; in Sektor 5 von +4 bis -3 Prozent; und in Sektor 6 von +7 bis +3 Prozent. Die Daten der durchschnittlichen Gesamtkapitalrenditen bestätigen, dass die verlustreichen Unternehmen stark fremdfinanziert waren. Mit einer Kapitalstruktur, die zum großen Teil Fremdkapital aufweist, wird die Eigenkapitalrendite bei einem Verlust noch stärker negativ und beeinflusst damit den Durchschnitt eines Sektors. Fehlt der sogenannte Leverage-Effekt kann sich die durchschnittliche Gesamtkapitalrendite eines Sektors positiv darstellen, obwohl die Eigenkapitalrendite negativ war. Abbildung 12 gibt einen graphischen Überblick über die durchschnittlichen Gesamtkapitalrenditen der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010.

Abbildung 12: Übersicht der durchschnittlichen Gesamtkapitalrendite der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010



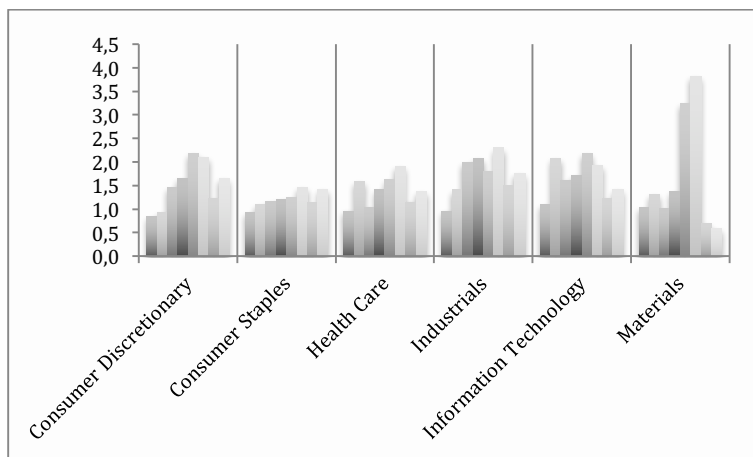
Das Markt-Buchwert-Verhältnis¹¹⁶ ist die erste hybride Kennziffer, also eine Kennziffer, die bilanzielle und kapitalmarktorientierte Kennzahlen vereint. Das durchschnittliche

zen zum Werdegang eines Unternehmens, auch wenn diese die Übersichtlichkeit bei den deskriptiven Statistiken erschweren.

¹¹⁶ Die Daten des Markt-Buchwert-Verhältnisses wurden zum Zweck der besseren Übersichtlichkeit bereinigt. Die empirische Überprüfung der einzelnen Hypothesen wurde sowohl mit den bereinigten als auch nicht bereinigten Daten durchgeführt. Hierbei ergaben sich keine statistisch signifikanten Unterschiede – einzig die statistischen Signifikanzen von einigen wenigen Kontrollvariablen haben sich verändert. Die dargestellten empirischen Überprüfungen beziehen sich aber auf die nicht bereinigten Daten, schließlich gehören Unternehmensübernahmen oder Insol-

Markt-Buchwert-Verhältnis der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010 ist positiv. Während Sektor 2 sehr ‚stabil‘ ist und wenige Schwankungen bei dem durchschnittlichen, positiven Markt-Buchwert-Verhältnis aufweist, sind die anderen Sektoren deutlich volatiler. Sektor 6 sticht hier besonders hervor – das kann aber auch an der geringen Anzahl an Unternehmen (fünf) in diesem Sektor liegen. Zusätzlich sind einige Sektorenjahre im Durchschnitt unter dem Wert eins, was bedeutet, dass die Marktbewertung geringer ausfällt als der Buchwert des Eigenkapitals. Abbildung 13 gibt einen graphischen Überblick über das durchschnittliche Markt-Buchwert-Verhältnis der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010.

Abbildung 13: Übersicht des durchschnittlichen Markt-Buchwert-Verhältnisses der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010

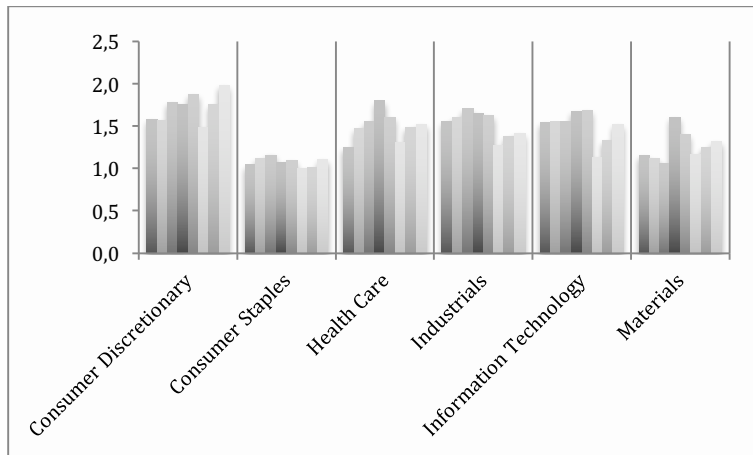


Das Tobins Q ergänzt das Markt-Buchwert-Verhältnis um den Buchwert der Verbindlichkeiten. Wie bei dem Markt-Buchwert-Verhältnis sind hier alle Sektoren im Durchschnitt in jedem Jahr positiv. Entscheidend ist bei dem Tobins Q viel mehr, ob es unter den Wert 1 (ausgeglichener Wert zwischen Markt- und Buchbewertung) fällt. Während die meisten Sektoren durchschnittlich immer über diesem Wert liegen, kommt Sektor 2 meistens nahe an den ausgeglichenen Wert zwischen Markt- und Buchbewertung heran. Da das Tobins Q ein zukunftsgerichtetes Maß ist, mit dem die Investoren auch die Zukunftsfähigkeit von Unternehmen bestimmen, spiegeln die Werte aus Sicht der Investoren schlechte Zukunftsaussichten für diesen Sektor wider. Abbildung 14 gibt einen gra-

venzen zum Werdegang eines Unternehmens, auch wenn diese die Übersichtlichkeit bei den deskriptiven Statistiken erschweren.

phischen Überblick über das durchschnittliche Tobins Q der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010.

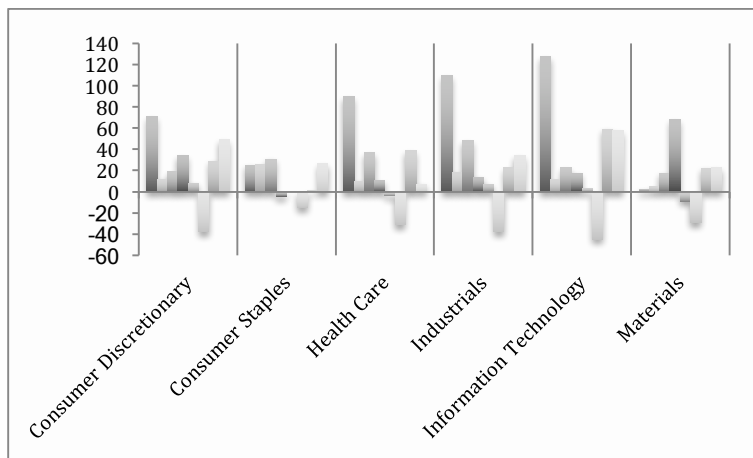
Abbildung 14: Übersicht des durchschnittlichen Tobins Q der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010



Das Total Investment Return ist eine von Thomson Financial Datastream erstellte reine Kapitalmarktkennziffer, welche die Aktienrendite um Dividendenausschüttungen ergänzt. Dementsprechend ist dies auch die volatilste Kennziffer. Zusätzlich gibt die Kennziffer einen ersten Eindruck über die mögliche Abhängigkeit der Kapitalmarktkennziffern vom gesamten Markt. Besonders die größten¹¹⁷ Sektoren 1, (3), 4 und 5 zeigen deutliche Parallelen auf: Während das Jahr 2003 bei allen im Durchschnitt stark positiv war, deutet das Jahr 2008 mit durchgehend negativen Renditen auf die Kapitalmarktkrise 2008 hin. Abbildung 15 gibt einen graphischen Überblick über das durchschnittliche Total Investment Return der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010.

¹¹⁷ Größe bezieht sich hierbei auf die Anzahl der Unternehmen im Sektor sowie die gesamte Marktkapitalisierung.

Abbildung 15: Übersicht des durchschnittlichen Total Investment Returns der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010



7.1.3 Exogene (Kontroll-)Variablen: Kennziffern zu Unternehmenseigenschaften

Während die endogenen Variablen mithilfe der DCGK-Erfüllungsquoten der einzelnen Unternehmen erklärt werden sollen, helfen weitere exogene Variablen, das Verhalten der endogenen zu erklären. Durch die Hinzunahme weiterer erklärender (exogener) Variablen (zu der DCGK-Erfüllungsquote der Unternehmen) sollen mögliche Effekte, welche die Erfolgsvariablen beeinflussen können, aber nicht in direkter Verbindung zu den DCGK-Erfüllungsquoten stehen, ‚kontrolliert‘ werden.^{118, 119}

Die Marktkapitalisierung gibt hierbei einen Überblick über die Größe der einzelnen Sektoren. Sektor 1 stellt dabei den größten Bereich gefolgt von den Sektoren 4 und 5. Der Verlauf der durchschnittlichen Marktkapitalisierung der einzelnen Sektoren ist dabei immer gleich: Ein leichter bis starker Anstieg bis zum Jahr 2008 und dann, bedingt durch die Kapitalmarktkrise 2008, ein Rückfall auf ein niedrigeres Niveau, gefolgt von einer Erholung im letzten Jahr der Untersuchung. Abbildung 16 gibt einen graphischen Überblick über die durchschnittliche Marktkapitalisierung der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010.

¹¹⁸ Oftmals werden diese Variablen daher auch Kontrollvariablen genannt, wobei dieser Begriff ursprünglich aus den experimentellen Wissenschaften kommt, wo der Versuchsleiter tatsächlich die Variablen ‚unter Kontrolle‘ hat (vgl. Wooldridge, 2003, S. 23).

¹¹⁹ Die Sektorenzugehörigkeit wurde schon in Kapitel 6.1 beschrieben.

Abbildung 16: Übersicht der durchschnittlichen Marktkapitalisierung der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010

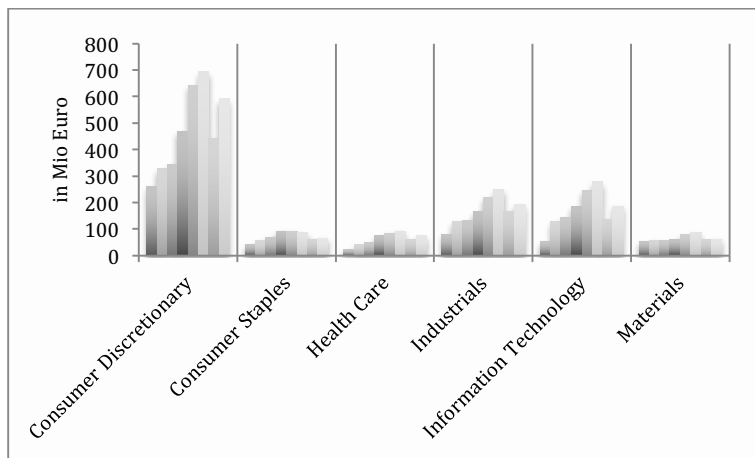
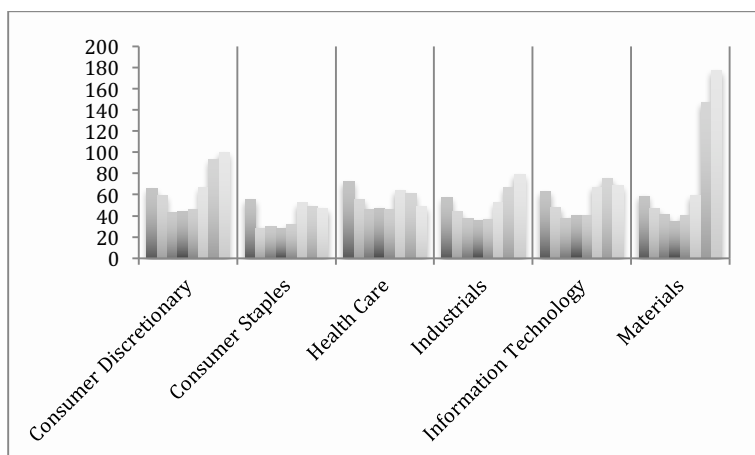


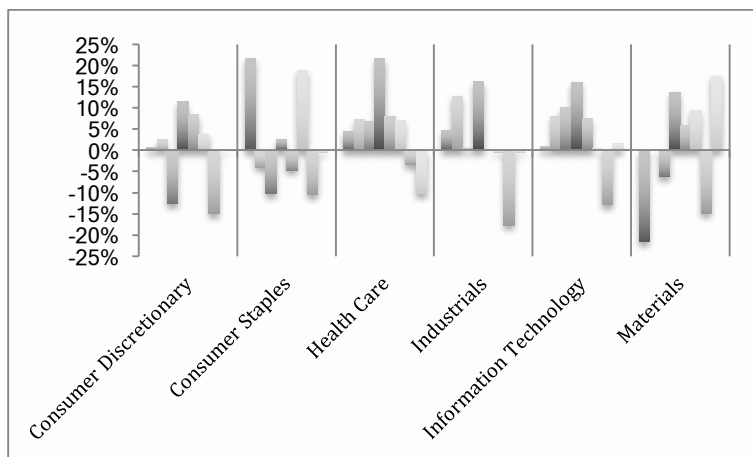
Abbildung 17 gibt einen graphischen Überblick über die durchschnittliche Volatilität der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010. Dabei errechnet sich die Volatilität aus der Standardabweichung der Kursveränderung der Unternehmensaktien. Während sich die einzelnen Sektoren vom Muster her (etwas höhere Volatilität in den Anfangsjahren, Abfall auf ein niedrigeres Niveau und dann wieder erhöhtes Niveau in den letzten Jahren der Untersuchung) kaum unterscheiden, gibt es leichte Unterschiede beim durchschnittlichen Niveau der Volatilität. Über alle Jahre hinweg weist Sektor 6 im Durchschnitt die höchste Volatilität aus gefolgt von Sektor 1. Die Sektoren 3, 4 und 5 haben durchschnittlich das gleiche Niveau, die Aktienwerte der Unternehmen aus Sektor 2 zeigen die geringsten Schwankungen.

Abbildung 17: Übersicht der durchschnittlichen Volatilität der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010



Das Umsatzwachstum¹²⁰ soll für die Größe der Unternehmen ‚kontrollieren‘. Hierbei handelt es sich um eine sehr volatile Kennziffer: In Sektor 1 reicht die Bandbreite von +11 bis -15 Prozent; in Sektor 2 von +22 bis -10 Prozent; in Sektor 3 von 22 bis -10 Prozent; in Sektor 4 von +16 bis -18 Prozent; in Sektor 5 von +16 bis -13 Prozent; und in Sektor 6 von +18 bis -22 Prozent. Das durchschnittliche Umsatzwachstum der jeweiligen Sektoren ist überwiegend positiv: Nur ein Sektor weist im Durchschnitt mehr negative als positive Jahre auf (Sektor 2). Abbildung 18 gibt einen graphischen Überblick über die durchschnittliche Volatilität der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010.

Abbildung 18: Übersicht des durchschnittlichen Umsatzwachstums der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010



Als weitere Kontrollvariable wurden die Anteile der Großaktionäre hinzugenommen. Ergänzt wurden diese dann durch die Information, ob ein Großaktionär Teil der Unternehmensleitung ist oder nicht. Abbildung 19 und Abbildung 20 geben einen graphischen Überblick über die durchschnittlichen Anteile an Großaktionären und deren Zugehörigkeit zur Unternehmensleitung der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010.

¹²⁰ Die Daten des Umsatzwachstums wurden zum Zweck der besseren Übersichtlichkeit bereinigt. Die empirische Überprüfung der einzelnen Hypothesen wurde sowohl mit den bereinigten als auch nicht bereinigten Daten durchgeführt. Hierbei ergaben sich keine statistisch signifikanten Unterschiede – einzig die statistischen Signifikanzen von einigen wenigen Kontrollvariablen haben sich verändert. Die dargestellten empirischen Überprüfungen beziehen sich aber auf die nicht bereinigten Daten, schließlich gehören Unternehmensübernahmen oder Insolvenzen zum Werdegang eines Unternehmens, auch wenn diese die Übersichtlichkeit bei den deskriptiven Statistiken erschweren.

Abbildung 19: Übersicht der durchschnittlichen Anteile an Großaktionären der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010

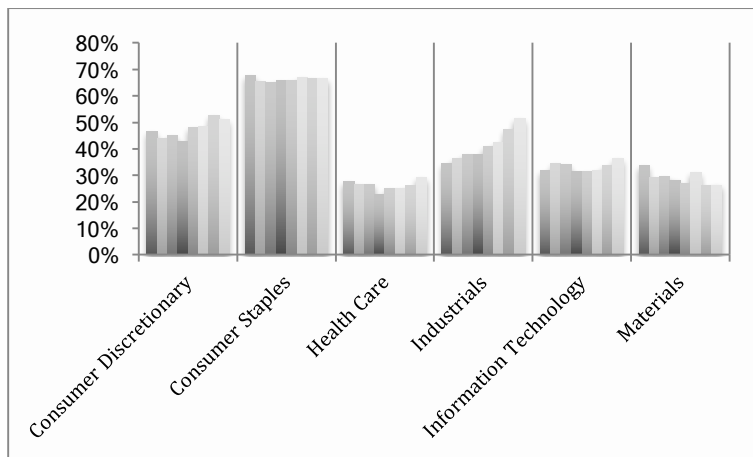
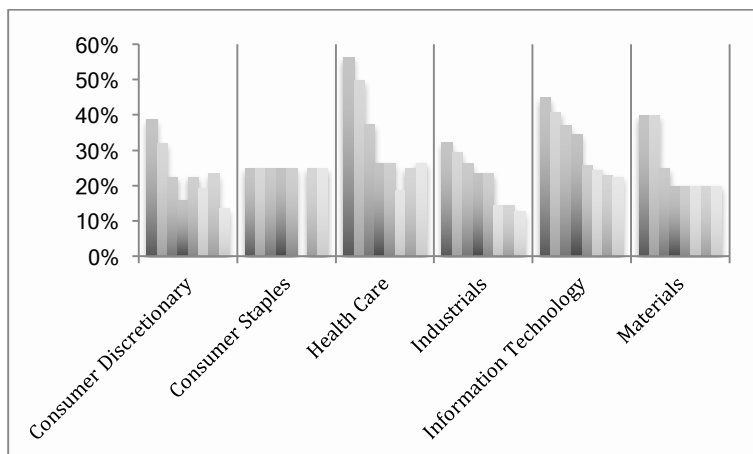


Abbildung 20: Übersicht der durchschnittlichen Anteile an Großaktionären aus der Unternehmensleitung der einzelnen Sektoren in den Jahren 2003 bis 2010



Während Sektor 2 gefolgt von Sektor 1 die größten Anteile an Großaktionären haben, ist die Verteilung der Großaktionäre, die auch gleichzeitig Mitglied der Unternehmensleitung sind, sehr gleichmäßig. Bis auf Sektor 2 lässt sich ein abnehmender Anteil der Großaktionäre aus der Unternehmensleitung über die Jahre feststellen. Die Anteile an Großaktionären bleiben wiederum über die Jahre recht stabil. Einzig Sektor 4 (und auch Sektor 1) können einen steigenden Anteil von Großaktionären aufweisen. Verglichen zu anderen Kontrollvariablen sind diese beiden sehr stabil. Die Stabilität lässt sich natürlich auch erklären: Großaktionäre wechseln ihre Engagements in Unternehmen nicht so schnell.

7.2 Empirische Überprüfung: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg

Die erste zu überprüfende Hypothese lautet, dass die deklarierte Befolgung des DCGK den Unternehmenserfolg steigert. Hierzu wurden, wie schon bei dem Hausmann-Test, erneut beide Modelle getestet. Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse.

Tabelle 10: Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 1
Modell 1

$$Y_{x,i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{z,i,t} + \beta_2 \text{Marktkap}_{i,t} + \beta_3 \text{Vola}_{i,t} + \beta_4 \text{Umsatzwachstum}_{i,t} \\ + \beta_5 \text{Blockholder}_{i,t} + \beta_6 \text{Blockholder_man}_{i,t} + \beta_7 \text{Sektor}_{i,t} + v_{i,t}$$

$x_1 = \text{roe}; x_2 = \text{roa}; x_3 = \text{mbw}; x_4 = \text{tobins_q}; x_5 = \text{tir}$
 $z_1 = \text{quote}; z_2 = \text{quote_adj}$
 $i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$

<i>Random-Effects</i>		<i>Fixed-Effects</i>	
<u>Gesamtkapitalrendite</u>	Koeffizient	<u>Eigenkapitalrendite</u>	Koeffizient
Erfüllungsquote	7,7564	Erfüllungsquote	-86,8749
Marktkapitalisierung	0,0015	Marktkapitalisierung	0,0047
Volatilität	-0,1467***	Volatilität	-1,4624***
Umsatzwachstum	0,0001	Umsatzwachstum	0,0013
Blockholder	5,1614*	Blockholder	-12,1902
Blockholder (Management)	2,544*	Blockholder (Management)	9,4972
Sektor	0,3817	Sektor	0,9749
R ²	0,039	R ²	0,0677

<u>Markt-Buchwert-Verhältnis</u>	Koeffizient	<u>Total Investment Return</u>	Koeffizient
Erfüllungsquote	4,3638**	Erfüllungsquote	38,2409
Marktkapitalisierung	0,0005***	Marktkapitalisierung	-0,001
Volatilität	-0,0046	Volatilität	0,2466**
Umsatzwachstum	-0,0003	Umsatzwachstum	0,0272
Blockholder	0,0125	Blockholder	1,9476
Blockholder (Management)	0,4929*	Blockholder (Management)	1,5385
Sektor	0,0265	Sektor	1,3507
R ²	0,0197	R ²	0,0113

	<u>Tobins Q</u>	Koeffizient
	Erfüllungsquote	-0,4203
	Marktkapitalisierung	0,0002***
	Volatilität	0,0075***
	Umsatzwachstum	-0,0003
	Blockholder	-0,1493

	Blockholder (Management)	0,0843
	Sektor	-0,0251
	R²	0,0223

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Modell 2

<i>Random-Effects</i>		<i>Fixed-Effects</i>	
<u>Gesamtkapitalrendite</u>	Koeffizient	<u>Eigenkapitalrendite</u>	Koeffizient
Erfüllungsquote adjustiert	5,8007	Erfüllungsquote adjustiert	-83,5608
Marktkapitalisierung	0,0015	Marktkapitalisierung	0,0047
Volatilität	-0,1476***	Volatilität	-1,4583***
Umsatzwachstum	0,0001	Umsatzwachstum	0,0015
Blockholder	5,0591	Blockholder	-11,7711
Blockholder (Management)	2,5264*	Blockholder (Management)	9,6102
Sektor	0,3868	Sektor	0,9684
R²	0,0388	R²	0,0674

<u>Markt-Buchwert-Verhältnis</u>	Koeffizient	<u>Total Investment Return</u>	Koeffizient
Erfüllungsquote adjustiert	4,3041*	Erfüllungsquote adjustiert	53,67528
Marktkapitalisierung	0,0004**	Marktkapitalisierung	-0,0011
Volatilität	-0,0003	Volatilität	0,251**
Umsatzwachstum	-0,0002	Umsatzwachstum	0,0272
Blockholder	0,5066	Blockholder	2,3575
Blockholder (Management)	0,478	Blockholder (Management)	1,5581
Sektor	0,0184	Sektor	1,3183
R²	0,0126	R²	0,0163

	<u>Tobins Q</u>	Koeffizient
	Erfüllungsquote adjustiert	-0,6505
	Marktkapitalisierung	0,0002***
	Volatilität	0,0074***
	Umsatzwachstum	-0,0003
	Blockholder	-0,1563
	Blockholder (Management)	0,084
	Sektor	-0,0245
	R²	0,0226

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Zunächst einmal zeigen die Ergebnisse aus Tabelle 10, dass sich keine statistisch signifikanten Unterschiede zwischen der Erfüllungsquote und der adjustierten Erfüllungsquote als exogene Variable ergeben. Des Weiteren ist ein statistisch signifikanter (5%-Signifikanzlevel), positiver Einfluss der Erfüllungsquote auf das Markt-Buchwert-Verhältnis zu sehen. Das Bestimmtheitsmaß (R^2) liegt bei ca. 2%.¹²¹

¹²¹ Das Bestimmtheitsmaß (R^2) ist „bei der Schätzung eines Regressionsmodells eine Größe zur Kennzeichnung des Ausmaßes, mit welchem die Streuung der abhängigen Variable durch die unabhängigen Variablen erklärt wird.“ (Gabler Wirtschaftslexikon, 2014a) Es ist dabei zu beachten, dass R^2 den ‚Fit‘ eines linearen Modells beschreibt. Somit kann ein niedriges R^2 auch aus der Nicht-Linearität der Beziehung resultieren (näheres zur Interpretation der Ergebnisse in Kapitel 8).

7.3 Empirische Überprüfung: Auf Zusammenarbeit zwischen Unternehmensleitung und dem Kontrollorgan ausgelegte Empfehlungen des DCGK steigern den Unternehmenserfolg

Die zweite zu überprüfende Hypothese lautet, dass auf Zusammenarbeit zwischen Unternehmensleitung und dem Kontrollorgan ausgelegte Empfehlungen des DCGK den Unternehmenserfolg steigern. Hierzu wurde zunächst der Einfluss jeder einzelnen Empfehlung auf den Unternehmenserfolg getestet, bevor anschließend ein Index aus auf Zusammenarbeit zwischen Unternehmensleitung und dem Kontrollorgan ausgelegten Empfehlungen des DCGK getestet wird. Die folgenden Tabellen zeigen die Ergebnisse.¹²²

Tabelle 11: Statistisch signifikante Ergebnisse – Eigenkapitalrendite

$$roe_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{z,i,t} + \beta_2 Marktkap_{i,t} + \beta_3 Vol_{i,t} + \beta_4 Umsatzwachstum_{i,t} + \beta_5 Blockholder_{i,t} + \beta_6 Blockholder_man_{i,t} + \beta_7 Sektor_{i,t} + v_{i,t}$$

$z_1 = 2.3.1; z_2 = 2.3.2; \dots; z_{89} = 7.2.3 \text{ 2. Abs.}$
i = Unternehmen; t = Jahre;

Eigenkapitalrendite

Empfehlung	Koeffizient	R ²	n	Empfehlung	Koeffizient	R ²	n
Abschnitt 2							
2.3.1	-48,96826***	0,0787	777	2.3.2	28,17322**	0,067	875
Abschnitt 3							
3.4	-62,43857*	0,0685	875	3.10 2. Satz	74,34568***	0,0818	673
Abschnitt 4							
4.1.5	-26,34049**	0,1108	98	4.2.3 2. Abs. 2. Satz	-28,53949*	0,0671	875
Abschnitt 5							
5.1.2 1. Abs. 2. Satz (2009)	93,8619***	0,2866	90	5.4.6 3. Abs. 2. Satz	-36,94254***	0,0747	836
5.5.2	193,3189***	0,0872	875	5.5.3 2. Satz	71,41983*	0,0674	875
5.6	-98,37313***	0,0862	875				
Abschnitt 6							
6.6 1. Abs. 1. Satz	-39,60994***	0,0722	875	6.6 1. Abs. 2. Satz	-44,60783***	0,0736	875

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

¹²² Der Übersichtlichkeit wegen werden in den folgenden Tabellen nur die statistisch signifikanten Ergebnisse der einzelnen Empfehlungen gezeigt. Hierbei handelt es sich aber nicht um univariate Berechnungen, sondern es wurden die gleichen Kontrollvariablen verwendet wie bei der Überprüfung der Hypothese 1. Die Interpretation der Kontrollvariablen ist für die Überprüfung der Hypothese 2 jedoch nicht nötig.

Tabelle 12: Statistisch signifikante Ergebnisse – Gesamtkapitalrendite

$$roa_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{z,i,t} + \beta_2 Marktkap_{i,t} + \beta_3 Vola_{i,t} + \beta_4 Umsatzwachstum_{i,t} + \beta_5 Blockholder_{i,t} + \beta_6 Blockholder_man_{i,t} + \beta_7 Sektor_{i,t} + v_{i,t}$$

$z_1 = 2.3.1; z_2 = 2.3.2; \dots; z_{89} = 7.2.3 \text{ 2. Abs.}$
 $i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$

Gesamtkapitalrendite

Empfehlung	Koeffizient	R ²	n	Empfehlung	Koeffizient	R ²	n
Abschnitt 2							
2.3.3 1. Satz	9,355242**	0,0427	907				
Abschnitt 4							
4.2.3 3. Abs. 4. Satz	6,588269***	0,0787	667				
Abschnitt 5							
5.3.1	30,17467**	0,045	907	5.4.1 1. Satz (2009)	-3,910661**	0,0543	805
5.4.2 4. Satz	19,31073***	0,0549	903	5.4.7	70,56443***	0,0742	907
Abschnitt 7							
7.1.2 4. Satz 1. HS	3,155593**	0,0427	907	7.1.3	15,32576***	0,0584	860

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Tabelle 13: Statistisch signifikante Ergebnisse – Tobins Q

$$tobins_q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{z,i,t} + \beta_2 Marktkap_{i,t} + \beta_3 Vola_{i,t} + \beta_4 Umsatzwachstum_{i,t} + \beta_5 Blockholder_{i,t} + \beta_6 Blockholder_man_{i,t} + \beta_7 Sektor_{i,t} + v_{i,t}$$

$z_1 = 2.3.1; z_2 = 2.3.2; \dots; z_{89} = 7.2.3 \text{ 2. Abs.}$
 $i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$

Tobins Q

Empfehlung	Koeffizient	R ²	n	Empfehlung	Koeffizient	R ²	n
Abschnitt 2							
2.3.1	-0,48071***	0,0421	807	2.3.3 1. Satz	-1,585254***	0,0817	910
2.3.3 3. Satz	0,4330322**	0,0262	910				
Abschnitt 3							
3.4	0,5978108**	0,0262	910	3.8	-0,1724051**	0,0264	910
3.10 2. Satz	-0,74361***	0,0381	697	3.10 4. Satz	-0,800797***	0,0486	687
Abschnitt 4							
4.2.2 1. Abs. 1. Satz 1. HS	0,413588***	0,0314	910	4.2.2 1. Abs. 1. Satz 2. HS	0,407***	0,0303	910
4.2.3 3. Abs. 4. Satz	-01805414**	0,0301	669	4.2.3 4. Abs. 1. Satz 1. HS	0,1813977*	0,2368	332
4.3.4 1. Satz	-2,334278**	0,0285	910				
Abschnitt 5							
5.1.3	0,3815805**	0,0263	910	5.4.2 4. Satz	-1,61329***	0,0755	906
5.4.3 1. Satz	-0,49089***	0,0462	688	5.4.3 3. Satz	-0,44474***	0,04	688
5.4.6 1. Abs. 3. Satz 1. HS T2	-0,2598**	0,0279	909	5.4.6 2. Abs.	-0,15198**	0,0279	910
5.4.7	-1,422007**	0,0286	910	5.5.3 1. Satz	0,7269956*	0,0242	910
Abschnitt 6							
6.6 2. Abs.	-0,59106***	0,0569	862	6.7	0,4576923**	0,0277	910
Abschnitt 7							
7.1.1 2. Satz	-0,391924**	0,2448	332	7.1.3	-0,516932***	0,03	862
7.1.4 1. Satz	-0,719371**	0,028	910				

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Tabelle 14: Statistisch signifikante Ergebnisse – Markt-Buchwert-Verhältnis

$$mbv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{z,i,t} + \beta_2 Marktkap_{i,t} + \beta_3 Vola_{i,t} + \beta_4 Umsatzwachstum_{i,t} + \beta_5 Blockholder_{i,t} + \beta_6 Blockholder_man_{i,t} + \beta_7 Sektor_{i,t} + v_{i,t}$$

$z_1 = 2.3.1; z_2 = 2.3.2; \dots; z_{89} = 7.2.3 \text{ 2. Abs.}$
 $i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$

Markt-Buchwert-Verhältnis

Empfehlung	Koeffizient	R ²	n	Empfehlung	Koeffizient	R ²	n
Abschnitt 2							
2.3.3 1. Satz	-1,77033*	0,0133	893				
Abschnitt 3							
3.10 1. Satz	1,491842**	0,016	785	3.10 2. Satz	2,280721**	0,0257	684
3.10 4. Satz	1,752292**	0,0216	673				
Abschnitt 4							
4.2.3 3. Abs. 2. Satz (2005)	-1,65779*	0,0335	319	4.2.3 4. Abs. 1. Satz 1. HS	0,847159**	0,3134	325
4.2.3 4. Abs. 1. Satz 2. HS	0,9322029**	0,3153	325	4.2.3 4. Abs. 2. Satz	0,794245**	0,3119	325
4.2.3 5. Abs.	0,795425*	0,3153	325				
Abschnitt 5							
5.4.2 1. Satz	1,760317**	0,0141	792	5.4.3 2. Satz	1,69972*	0,0202	674
5.5.2	-3,53614**	0,0140	893	5.6	1,668757*	0,0134	893
Abschnitt 7							
7.1.1 2. Satz	3,837922***	0,0529	451	7.1.2 4. Satz 1. HS	0,6623603**	0,0141	893
7.1.4 1. Satz	-2,202905*	0,0129	893				

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Tabelle 15: Statistisch signifikante Ergebnisse – Total Investment Return

$$tir_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{z,i,t} + \beta_2 Marktkap_{i,t} + \beta_3 Vola_{i,t} + \beta_4 Umsatzwachstum_{i,t} + \beta_5 Blockholder_{i,t} + \beta_6 Blockholder_man_{i,t} + \beta_7 Sektor_{i,t} + v_{i,t}$$

$z_1 = 2.3.1; z_2 = 2.3.2; \dots; z_{89} = 7.2.3 \text{ 2. Abs.}$
 $i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$

Total Investment Return

Empfehlung	Koeffizient	R ²	n	Empfehlung	Koeffizient	R ²	n
Abschnitt 2							
2.3.3 2. Satz	15,12894*	0,5155	98				
Abschnitt 4							
4.2.3 3. Abs. 2. Satz	-32,9717***	0,0191	848	4.3.4 1. Satz	-106,1509*	0,0128	890
Abschnitt 5							
5.3.2 2. Satz	-69,3726***	0,0101	669	5.4.6 1. Abs. 3. Satz 1. HS T1	-24,74161**	0,0154	890
5.4.6 3. Abs. 1. Satz 1. HS	8,716781*	0,0104	845	5.6	-40,60981***	0,0161	890
Abschnitt 6							
6.7	24,45169*	0,0147	890				
Abschnitt 7							
7.1.1 2. Satz	25,31827*	0,0746	455	7.1.2 4. Satz 1. HS	17,38149***	0,0296	890
7.1.2 4. Satz 2. HS	10,80744**	0,0212	890	7.1.4 1. Satz	-31,11354*	0,0126	890

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Zunächst einmal zeigt sich, dass aus einer über alle Jahre addierten Anzahl von 107 Empfehlungen nur wenige einzeln (53) überhaupt einen statistisch nachweisbaren Einfluss auf den Unternehmenserfolg haben. Gleichzeitig kann man feststellen, dass einige Empfehlungen einen positiven Einfluss, einige Empfehlungen einen negativen Einfluss auf die gleiche abhängige Variable haben. Das Bestimmtheitsmaß (R²) schwankt hier sehr viel deutlicher, als dies noch beim Gesamtmodell (siehe Kapitel 7.2) der Fall war. Im Durchschnitt finden wir Bestimmtheitsmaße zwischen 2% und 10%.¹²³

¹²³ Sehr hohe Bestimmtheitsmaße, z. B. von über 20% lassen sich meistens nur bei Ausnahmeempfehlungen finden, die z. B. nur in einem Jahr vorkamen und bei denen daher die Anzahl der Beobachtungen vergleichsweise gering ist.

Tabelle 16: Übersicht aller statistisch signifikanten Einzelempfehlungen

Empfehlung	RoE	RoA	Tobins Q	MBV	TIR
Abschnitt 2					
2.3.1	---	0	---	0	0
2.3.2	+++	0	0	0	0
2.3.3 1. Satz	0	++	---	-	0
2.3.3 2. Satz	0	0	0	0	+
2.3.3 3. Satz	0	0	++	0	0
Abschnitt 3					
3.4	-	0	++	0	0
3.8	0	0	--	0	0
3.10 1. Satz	0	0	0	++	0
3.10 2. Satz	+++	0	---	++	0
3.10 4. Satz	0	0	---	++	0
Abschnitt 4					
4.1.5	--	0	0	0	0
4.2.2 1. Abs. 1. Satz 1. HS	0	0	+++	0	0
4.2.2 1. Abs. 1. Satz 2. HS	0	0	+++	0	0
4.2.3 2. Abs. 2. Satz	-	0	0	0	0
4.2.3 3. Abs. 1. Satz 1. HS	0	0	0	0	0
4.2.3 3. Abs. 2. Satz	0	0	0	0	---
4.2.3 3. Abs. 2. Satz (2005)	0	0	0	-	0
4.2.3 3. Abs. 4. Satz	0	+++	--	0	0
4.2.3 4. Abs. 1. Satz 1 HS	0	0	+	++	0
4.2.3 4. Abs. 1. Satz 2 HS	0	0	0	++	0
4.2.3 4. Abs. 2. Satz	0	0	0	++	0
4.2.3 5. Abs.	0	0	0	+	0
4.3.4 1. Satz	0	0	--	0	-
Abschnitt 5					
5.1.2 1. Abs. 2. Satz (2009)	+++	0	0	0	0
5.1.2 2. Abs. 2. Satz	0	0	0	0	0
5.1.3	0	0	++	0	0
5.3.1	0	++	0	0	0
5.3.2 2. Satz	0	0	0	0	---
5.4.1 1. Satz (2009)	0	--	0	0	0
5.4.2 1. Satz	0	0	0	++	0
5.4.2 4. Satz	0	+++	---	0	0
5.4.3 1. Satz	0	0	---	0	0
5.4.3 2. Satz	0	0	0	+	0
5.4.3 3. Satz	0	0	---	0	0
5.4.6 1. Abs. 3. Satz 1. HS T1	0	0	0	0	--
5.4.6 1. Abs. 3. Satz 1. HS T2	0	0	--	0	0
5.4.6 2. Abs.	0	0	--	0	0
5.4.6 3. Abs. 1. Satz 1. HS	0	0	0	0	+
5.4.6 3. Abs. 2. Satz	---	0	0	0	0

5.4.7	0	+++	--	0	0
5.5.2	+++	0	0	--	0
5.5.3 1. Satz	0	0	+	0	0
5.5.3 2. Satz	+	0	0	0	0
5.6	---	0	0	+	---
Abschnitt 6					
6.6 1. Abs. 1. Satz	---	0	0	0	0
6.6 1. Abs. 2. Satz	---	0	0	0	0
6.6 2. Abs.	0	0	---	0	0
6.7	0	0	++	0	+
Abschnitt 7					
7.1.1 2. Satz	0	0	--	+++	++
7.1.2 4. Satz 1. HS	0	++	0	0	+++
7.1.2 4. Satz 2. HS	0	0	0	0	++
7.1.3	0	+++	---	0	0
7.1.4 1. Satz	0	0	--	-	-

0 = kein statistisch signifikanter Zusammenhang

+ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (10%)

++ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (5%)

+++ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (1%)

- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (10%)

-- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (5%)

--- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (1%)

Die folgende Tabelle zeigt die Ergebnisse aus einer weiteren Überprüfung der Hypothese 2. Hierzu wurde ein Index erstellt, dessen Empfehlungen auf Zusammenarbeit zwischen den Eigentümern und der Unternehmensleitung ausgelegt sind. Gleichzeitig wurde ein ‚Kontrollindex‘ angelegt, der entsprechend nur Empfehlungen beinhaltet, die auf die Kontrolle der Unternehmensleitung durch die Eigentümer abzielt. Folgende Kriterien wurden dabei angewendet, die in Abbildung 21 noch einmal graphisch verdeutlicht werden:

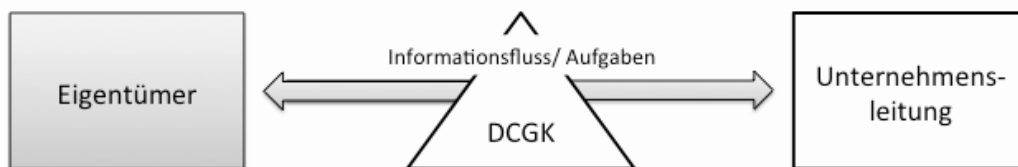
- Auf *Zusammenarbeit* ausgerichtete Empfehlungen dienen dazu, die Zusammenarbeit zwischen den Eigentümern und der Unternehmensleitung zu verbessern – vertrauensbildende Maßnahmen gegenüber Stakeholdern stehen im Vordergrund. Sie unterscheiden sich unter anderem dadurch von den auf Kontrolle ausgerichteten Empfehlungen, dass die Informationen in beide Richtungen fließen. Hierunter fallen Empfehlungen, die nur mittelbar quantifizierbar sind. Gleichzeitig gehören hierzu Empfehlungen, die im Schwerpunkt die Eigentümer betreffen

und diese bzw. deren Vertreter darin unterstützen, beratungsorientiert und integrierend zu agieren.

- Auf *Kontrolle* ausgerichtete Empfehlungen dienen den Eigentümern dazu, die Unternehmensleitung zu kontrollieren. Sie unterscheiden sich von den auf Zusammenarbeit ausgerichteten Empfehlungen dadurch, dass der Informationsfluss nur in eine Richtung geht (von der Unternehmensleitung hin zu den Eigentümern).

Abbildung 21: Abgrenzung der Kriterien zur Erstellung des Kooperationsindex

Kooperationsempfehlungen



Kontrollempfehlungen

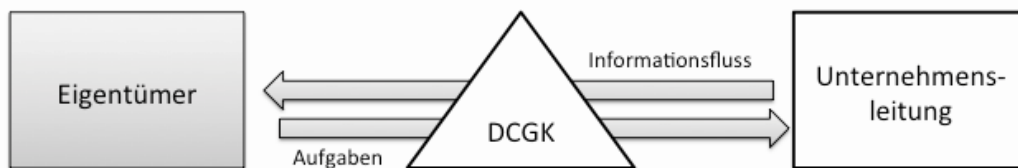


Tabelle 17: 1. Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 2¹²⁴

$$Y_{x,i,t} = \beta_0 + \beta_1 Index_{z,i,t} + \beta_2 Marktkap_{i,t} + \beta_3 Vola_{i,t} + \beta_4 Umsatzwachstum_{i,t} + \beta_5 Blockholder_{i,t} + \beta_6 Blockholder_man_{i,t} + \beta_7 Sektor_{i,t} + v_{i,t}$$

$x_1 = roe$; $x_2 = roa$; $x_3 = mbw$; $x_4 = tobins_q$; $x_5 = tir$
 $z_1 = kooperation$; $z_2 = kontroll$
 $i = Unternehmen$; $t = Jahre$;

Kooperationsindex

<i>Random-Effects</i>		<i>Fixed-Effects</i>	
<u>Gesamtkapitalrendite</u>	Koeffizient	<u>Eigenkapitalrendite</u>	Koeffizient
Kooperationsindex	-4,028453	Kooperationsindex	2,416202
Marktkapitalisierung	0,0016447*	Marktkapitalisierung	0,00139716
Volatilität	-0,1508392***	Volatilität	-1,42339***
Umsatzwachstum	0,0003077	Umsatzwachstum	0,001862
Blockholder	4,966711	Blockholder	-7,718094
Blockholder (Management)	2,564328*	Blockholder (Management)	9,814022
Sektor	0,3958516	Sektor	0,8226012
R²	0,0391	R²	0,0642

<u>Markt-Buchwert-Verhältnis</u>	Koeffizient	<u>Total Investment Return</u>	Koeffizient
Kooperationsindex	-0,3487008	Kooperationsindex	12,65868
Marktkapitalisierung	0,0004576**	Marktkapitalisierung	-0,001042
Volatilität	-0,0024228	Volatilität	0,2409826**
Umsatzwachstum	-0,0001267	Umsatzwachstum	0,0262309
Blockholder	0,3141575	Blockholder	0,5062932
Blockholder (Management)	0,4685839	Blockholder (Management)	1,099921
Sektor	0,0296588	Sektor	1,431741
R²	0,0097	R²	0,0127

	<u>Tobins Q</u>	Koeffizient
	Kooperationsindex	-0,1989157
	Marktkapitalisierung	0,000165***
	Volatilität	0,0074079***
	Umsatzwachstum	-0,0002994
	Blockholder	-0,1377837
	Blockholder (Management)	0,0907191
	Sektor	-0,0260478
	R²	0,0218

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

¹²⁴ Die genaue Zusammenstellung des Index aus auf Zusammenarbeit zwischen Unternehmensleitung und Kontrollorgan ausgelegten Empfehlungen befindet sich im Anhang.

Auch hier wurde der Hausmann-Test durchgeführt, es ergaben sich jedoch keine Unterschiede zu den Hauptmodellen. Des weiteren brachten zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen keine statistisch signifikanten Unterschiede.

Tabelle 18: 2. Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 2¹²⁵

$$Y_{x,i,t} = \beta_0 + \beta_1 Index_{z,i,t} + \beta_2 Marktkap_{i,t} + \beta_3 Vola_{i,t} + \beta_4 Umsatzwachstum_{i,t} + \beta_5 Blockholder_{i,t} + \beta_6 Blockholder_man_{i,t} + \beta_7 Sektor_{i,t} + v_{i,t}$$

$x_1 = roe; x_2 = roa; x_3 = mbw; x_4 = tobins_q; x_5 = tir$
 $z_1 = kooperation; z_2 = kontroll$
 $i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$

Kontrollindex

<i>Random-Effects</i>		<i>Fixed-Effects</i>	
<u>Gesamtkapitalrendite</u>	Koeffizient	<u>Eigenkapitalrendite</u>	Koeffizient
Kontrollindex	12,896	Kontrollindex	-73,12045
Marktkapitalisierung	0,0014462	Marktkapitalisierung	0,0046318
Volatilität	-0,1423162***	Volatilität	-1,444033***
Umsatzwachstum	-0,0000664	Umsatzwachstum	0,001999
Blockholder	5,57608*	Blockholder	-11,20783
Blockholder (Management)	2,514426*	Blockholder (Management)	9,652071
Sektor	0,3539524	Sektor	0,9844993
R²	0,0401	R²	0,0663

<u>Markt-Buchwert-Verhältnis</u>	Koeffizient	<u>Total Investment Return</u>	Koeffizient
Kontrollindex	4,304105*	Kontrollindex	49,72301
Marktkapitalisierung	0,0004176**	Marktkapitalisierung	-0,001208
Volatilität	-0,0002609	Volatilität	0,2580205**
Umsatzwachstum	-0,0001628	Umsatzwachstum	0,0268083
Blockholder	0,5066409	Blockholder	3,129054
Blockholder (Management)	0,4779705	Blockholder (Management)	1,37989
Sektor	0,0183749	Sektor	1,281429
R²	0,0126	R²	0,0124

	<u>Tobins Q</u>	Koeffizient
Kontrollindex	-0,1350656	
Marktkapitalisierung	0,0001621***	
Volatilität	0,0074099***	
Umsatzwachstum	-0,0003098	
Blockholder	-0,1486909	
Blockholder (Management)	0,0874632	
Sektor	-0,0255499	
R²	0,0214	

¹²⁵ Die genaue Zusammenstellung des Index aus auf Zusammenarbeit zwischen Unternehmensleitung und Kontrollorgan ausgelegten Empfehlungen befindet sich im Anhang.

- * 10%-Signifikanzlevel
- ** 5%-Signifikanzlevel
- *** 1%-Signifikanzlevel

Auch hier wurde der Hausmann-Test durchgeführt, es ergaben sich jedoch keine Unterschiede zu den Hauptmodellen. Des weiteren brachten zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen keine statistisch signifikanten Unterschiede.

Bei dem Kooperationsindex war für keine der Variablen für die Unternehmensentwicklung ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Corporate Governance (repräsentiert durch einen Index aus kooperationsfördernden Empfehlungen des DCGK) zu finden. Nur der Kontrollindex kann eine Varianz im Markt-Buchwert-Verhältnis der Unternehmen schwach statistisch signifikant erklären. Für alle anderen Variablen für die Unternehmensentwicklung war auch hier kein Zusammenhang zu finden. Das R^2 für beide Indizes schwankt, abhängig von der exogenen Variable, zwischen 1% und 6%.

7.4 Empirische Überprüfung: Die Erfüllungsquote des DCGK ist eine Funktion aus der Gruppengröße und –struktur, wobei große Gruppen stärker von der Erfüllung des DCGK profitieren

Die dritte zu überprüfende Hypothese lautet, dass die Erfüllungsquote des DCGK eine Funktion aus der Gruppengröße und –struktur ist. Hierzu übernimmt die Erfüllungsquote nun die Rolle der abhängigen Variablen. Es soll überprüft werden, ob die Unterschiede in der Erfüllungsquote mithilfe der Größe der Sektoren und deren Struktur erklärt werden kann. Als neue, unabhängige Variablen kommen nun die Sektorengröße und –struktur (Konzentrationsmaß) hinzu. Die Sektorengröße stellt dabei die Anzahl der Unternehmen aus dem jeweiligen Sektor dar,¹²⁶ das Konzentrationsmaß wird wie folgt berechnet:

$$\text{Konzentrationsmaß} = \frac{\text{Anzahl der Unternehmen mit überdurchschnittlicher Marktkapitalisierung}}{\text{Anzahl aller Unternehmen aus dem Sektor}}^{127}$$

Während die Sektorengröße direkt auf die in Kapitel 3.3 vorgestellte Theorie des kollektiven Handelns verweist, soll mithilfe der Konzentrationsmaße gezeigt werden, ob die Präsenz besonders hervorstechender Unternehmen (aufgrund der jeweiligen Unternehmensgröße) einen Einfluss auf die Erfüllungsquote innerhalb des Sektors hat.¹²⁸

¹²⁶ Da die Auswahl der zu untersuchenden Unternehmen sektorenspezifisch und relativ zur Gesamtgröße des jeweiligen Sektors erfolgte, repräsentieren die relativen Größen der Sektoren der untersuchten Unternehmen die relativen Gesamtgrößen der Sektoren.

¹²⁷ Der Durchschnitt bezieht sich immer nur auf den jeweiligen Sektor.

¹²⁸ Aufgrund des durchgeführten Hausman-Tests wurden für die folgenden Berechnungen Random-Effects-Modelle verwendet.

Tabelle 19: Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 3

$$Q_{x,i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sektorengr}_{i,t} + \beta_2 \text{Konzentration}_{i,t} + v_{i,t}$$

$$Q_{x,i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sektorengr}_{i,t} + v_{i,t}$$

$$Q_{x,i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Konzentration}_{i,t} + v_{i,t}$$

x₁ = quote; x₂ = quote_adj
i = Unternehmen; t = Jahre;

<u>Erfüllungsquote</u>	Koeffizient		<u>Adjustierte Erfüllungsquote</u>	Koeffizient
Sektorengröße	0,0003177***		Sektorengröße	0,0002997***
Konzentrationsmaß	-0,0325535		Konzentrationsmaß	-0,0303109
R2	0,0131		R2	0,0126

<u>Erfüllungsquote</u>	Koeffizient		<u>Adjustierte Erfüllungsquote</u>	Koeffizient
Konzentrationsmaß	-0,0621801***		Konzentrationsmaß	-0,0582955***
R2	0,0054		R2	0,0047

<u>Erfüllungsquote</u>	Koeffizient		<u>Adjustierte Erfüllungsquote</u>	Koeffizient
Sektorengröße	0,0003825***		Sektorengröße	0,0036***
R2	0,0677		R2	0,0123

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Tauchen beide unabhängige Variablen (Sektorengröße und –struktur) im Modell auf, so hat nur die Sektorengröße einen statistisch signifikanten, positiven Einfluss auf die Erfüllungquote. Einzeln betrachtet hat aber auch die Konzentrationsmaß einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Erfüllungquote, wobei dieser negativ ist. Gleiches gilt im Übrigen auch bei der adjustierte Erfüllungquote.

Nachdem nun Hypothese 3 überprüft wurde, sollen noch einmal die Modelle zur Überprüfung der Hypothese 1 gerechnet werden, diesmal aber nur sektorenspezifisch. Ziel ist es, zu überprüfen, ob große (bzw. dominierte) Gruppen tatsächlich mehr von der Erfüllung des DCGK profitieren als kleine (Hypothese 4). Hierzu werden die Modelle für jeden einzelnen Sektor gerechnet¹²⁹ und anschließend noch einmal gesamt, nur mit der Gruppengröße als weitere Kontrollvariable. Da sich nun die Grundgesamtheit auf die

¹²⁹ Berechnet man die Modelle für jeden Sektor einzeln, entfällt die Sektorenzugehörigkeit als Kontrollvariable.

einzelnen Sektoren verkleinert, ist es angebracht, noch einmal den Hausman-Test durchzuführen, um bei der Spezifikation der Modelle (Random- oder Fixed-Effekt) keine Fehler zu machen.

Zunächst listet jedoch Tabelle 20 die einzelnen Sektoren und deren Bezeichnung zur besseren Übersicht auf.

Tabelle 20: Übersicht und Bezeichnung der einzelnen Sektoren

Sektorennummer	Bezeichnung
1	Consumer Discretionary (zyklische Konsumgüter)
2	Consumer Staples (Basiskonsumgüter)
3	Health Care (Gesundheitsprodukte)
4	Industrials (Industrie)
5	Information Technology (Internet und Telekommunikation)
6	Materials (Werkstoffe)

Tabelle 21: Ergebnisse des Hausman-Tests für einzelne Sektoren

Modell 1¹³⁰

Abhängige Variable	Unabhängige Variable	Kontrollvariablen					Sektor	Hausman (Prob>chi2)
Eigenkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	1	0,9918
Gesamtkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	1	0,9954
Tobins Q	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	1	0,1835
Markt-Buchwert-Verhältnis	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	1	0,0079
Total Investment Return	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	1	0,9621
Eigenkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	2	0,6749
Gesamtkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	2	0
Tobins Q	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	2	0
Markt-Buchwert-Verhältnis	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	2	0,0810
Total Investment Return	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	2	0,9961
Eigenkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	3	0,9268
Gesamtkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	3	0,0867
Tobins Q	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	3	0,0009
Markt-Buchwert-Verhältnis	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	3	0,8441
Total Investment Return	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	3	0
Eigenkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	4	0,5834
Gesamtkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	4	0,9770
Tobins Q	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	4	0
Markt-Buchwert-Verhältnis	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	4	0,0442
Total Investment Return	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	4	0*
Eigenkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	5	0,0797
Gesamtkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	5	0,8424
Tobins Q	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	5	0,3346
Markt-Buchwert-Verhältnis	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	5	0,9299
Total Investment Return	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	5	0,6809
Eigenkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	6	0,0150
Gesamtkapital-rentabilität	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	6	0,9706
Preis-Buchwert-Verhältnis	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	6	0,4557
Markt-Buchwert-Verhältnis	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	6	0,7162
Total Investment Return	Erfüllungsquote	Marktkapi-talisierung	Volatilität	Umsatz-wachstum	Blockholder	Blockholder (Management)	6	0

* die beiden Kovarianz-Matrizen basieren in diesem Fall auf der gemeinsamen Schätzung der Störungsvarianz (σ^2); die Varianz des effizienteren Schätzers. Nur so ist eine vernünftige Schätzung der Kontrast-Varianz bezüglich Fixed-Effects- und Random-Effects möglich.

¹³⁰ Die Ergebnisse des Hausman-Tests für das Modell 2 unterscheiden sich nicht statistisch signifikant von den Ergebnissen für das Modell 1 und wurden daher nicht explizit aufgelistet.

Tabelle 22: Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 4
Modell 1

$$Y_{x,iS,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{z,iS,t} + \beta_2 \text{Marktkap}_{iS,t} + \beta_3 \text{Vola}_{iS,t} + \beta_4 \text{Umsatzwachstum}_{iS,t} \\ + \beta_5 \text{Blockholder}_{iS,t} + \beta_6 \text{Blockholder_man}_{iS,t} + v_{iS,t}$$

$x_1 = \text{roe}; x_2 = \text{roa}; x_3 = \text{mbw}; x_4 = \text{tobins_q}; x_5 = \text{tir}$
 $z_1 = \text{kooperation}; z_2 = \text{kontroll}$
 $i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$
 $S_1 = \text{Sektor 1}; S_2 = \text{Sektor 2}; \dots; S_6 = \text{Sektor 6}$

Random-Effects		Sektor	Fixed-Effects		Sektor
Total Investment Return	Koeffizient	1	Markt-Buchwert-Verhältnis	Koeffizient	4
Erfüllungsquote	221,5513*		Erfüllungsquote	8,446714*	
R2	0,0303		R2	0,0187	

Tobins Q	Koeffizient	1	Tobins Q	Koeffizient	4
Erfüllungsquote	-8,605803***		Erfüllungsquote	1,131757*	
R2	0,182		R2	0,0454	

Gesamtkapitalrendite	Koeffizient	5			
Erfüllungsquote	33,98805*				
R2	0,1303				

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Modell 2

Random-Effects		Sektor	Fixed-Effects		Sektor
Total Investment Return	Koeffizient	1	Markt-Buchwert-Verhältnis	Koeffizient	4
Erfüllungsquote adjustiert	237,953**		Erfüllungsquote adjustiert	8,446714*	
R2	0,0325		R2	0,0187	

Tobins Q	Koeffizient	1	Tobins Q	Koeffizient	4
Erfüllungsquote adjustiert	-9,092249***		Erfüllungsquote adjustiert	1,253563*	
R2	0,1872		R2	0,0453	

Eigenkapitalrendite	Koeffizient	4			
Erfüllungsquote adjustiert	-202,9034*				
R2	0,0425				

Gesamtkapitalrendite	Koeffizient	5			
Erfüllungsquote adjustiert	33,14304*				

R ²	0,1299		
----------------	--------	--	--

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Tatsächlich lassen sich nur bei den ‚großen‘ Sektoren statistisch signifikante Effekte finden.¹³¹ Während die Erfüllungsquote in den Sektoren 1, 4 und 5 positive Einflüsse auf den Total Investment Return, das Tobins Q und die Gesamtkapitalrendite hat, lässt sich im Sektor 4 im zweiten Modell (mit der adjustierten Erfüllungsquote) ein statistisch signifikanter, negativer Einfluss auf die Eigenkapitalrendite feststellen. Zusätzlich hat die Erfüllungsquote einen negativen Einfluss auf das Tobins Q der Unternehmen aus Sektor 1 und einen positiven Einfluss auf das Tobins Q der Unternehmen aus Sektor 4. Das Bestimmtheitsmaß (R^2) schwankt zwischen 2% und 19%.

Tabelle 23 zeigt die Ergebnisse der Berechnung des Anfangsmodells aus Hypothese 1, um die Größe der Sektoren als zusätzliche Variable ergänzt.

¹³¹ Bei dem Konzentrationsmaß lässt sich, ähnlich wie bei der statistischen Überprüfung, kein klares Muster erkennen. Bei Sektor 1 reicht die Variable von 12,9% bis 20% (wenige Unternehmen mit überdurchschnittlicher Marktkapitalisierung), bei Sektor 4 von 22,8% bis 34,3% (ausgeglichener als Sektor 1) und bei Sektor 5 von 20,3% bis 28,8%. Dennoch muss festgestellt werden, dass der am wenigsten dominierte Sektor (Sektor 4) die meisten statistisch signifikanten Effekte aufweist. Auch das entspricht bzw. bestätigt die Hypothese 4.

Tabelle 23: Ergebnisse mit Sektorengröße als zusätzliche Variable
Modell 1

$$Y_{x,i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{z,i,t} + \beta_2 \text{Marktkap}_{i,t} + \beta_3 \text{Vola}_{i,t} + \beta_4 \text{Umsatzwachstum}_{i,t} + \beta_5 \text{Blockholder}_{i,t} \\ + \beta_6 \text{Blockholder_man}_{i,t} + \beta_7 \text{Sektorgr}_{i,t} + \beta_8 \text{Sektor}_{i,t} + v_{i,t}$$

$x_1 = \text{roe}; x_2 = \text{roa}; x_3 = \text{mbw}; x_4 = \text{tobins_q}; x_5 = \text{tir}$
 $z_1 = \text{quote}; z_2 = \text{quote_adj}$
 $i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$

Random-Effects		Fixed-Effects	
<u>Gesamtkapitalrendite</u>	Koeffizient	<u>Eigenkapitalrendite</u>	Koeffizient
Erfüllungsquote	6,577971	Erfüllungsquote	-83,59416
Sektorengröße	0,0581626	Sektorengröße	-0,1316318
Marktkapitalisierung	0,001395	Marktkapitalisierung	0,0050052
Volatilität	-0,148959***	Volatilität	-1,456398***
Umsatzwachstum	0,0002363	Umsatzwachstum	0,0009711
Blockholder	4,993822	Blockholder	-11,75501
Blockholder (Management)	2,569167*	Blockholder (Management)	9,428569
Sektor	-0,0285969	Sektor	1,931482
R ²	0,0404	R ²	0,0681

<u>Markt-Buchwert-Verhältnis</u>	Koeffizient	<u>Total Investment Return</u>	Koeffizient
Erfüllungsquote	4,430539*	Erfüllungsquote	32,66177
Sektorengröße	0,0316964***	Sektorengröße	0,2653517*
Marktkapitalisierung	0,0003466*	Marktkapitalisierung	-0,0015659
Volatilität	-0,0010268	Volatilität	0,2348669**
Umsatzwachstum	-0,0000633	Umsatzwachstum	0,0279236
Blockholder	0,4671355	Blockholder	1,191551
Blockholder (Management)	0,5019242	Blockholder (Management)	1,657751
Sektor	-0,202681*	Sektor	-0,5187742
R ²	0,0242	R ²	0,0140

	<u>Tobins Q</u>	Koeffizient
	Erfüllungsquote	-0,5630896
	Sektorengröße	0,0071047***
	Marktkapitalisierung	0,0001492***
	Volatilität	0,0071257***
	Umsatzwachstum	-0,0002939
	Blockholder	-0,1703184
	Blockholder (Management)	0,0877135
	Sektor	-0,0751031***
	R ²	0,0320

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Modell 2

<i>Random-Effects</i>		<i>Fixed-Effects</i>	
<u>Gesamtkapitalrendite</u>	Koeffizient	<u>Eigenkapitalrendite</u>	Koeffizient
Erfüllungsquote adjustiert	4,556119	Erfüllungsquote adjustiert	-79,96441
Sektorengröße	0,0590782	Sektorengröße	-0,1361077
Marktkapitalisierung	0,0014113	Marktkapitalisierung	0,0049525
Volatilität	-0,1499238***	Volatilität	-1,452233***
Umsatzwachstum	0,0002174	Umsatzwachstum	0,0011688
Blockholder	4,890692	Blockholder	-11,32543
Blockholder (Management)	2,552928*	Blockholder (Management)	9,536397
Sektor	-0,0298931	Sektor	1,957279
R²	0,0402	R²	0,0678

<u>Markt-Buchwert-Verhältnis</u>	Koeffizient	<u>Total Investment Return</u>	Koeffizient
Erfüllungsquote adjustiert	3,647519	Erfüllungsquote adjustiert	47,97098
Sektorengröße	0,0320819***	Sektorengröße	0,2610619*
Marktkapitalisierung	0,0003543*	Marktkapitalisierung	-0,0016446
Volatilität	-0,0014155	Volatilität	0,2395141**
Umsatzwachstum	-0,0000782	Umsatzwachstum	0,0278994
Blockholder	0,4199914	Blockholder	1,627087
Blockholder (Management)	0,4925776	Blockholder (Management)	1,680926
Sektor	-0,2031982*	Sektor	-0,5202697
R²	0,0227	R²	0,0140

	<u>Tobins Q</u>	Koeffizient
	Erfüllungsquote adjustiert	-0,8005794
	Sektorengröße	0,0071674***
	Marktkapitalisierung	0,0001505***
	Volatilität	0,0070565***
	Umsatzwachstum	-0,0002936
	Blockholder	-0,1771662
	Blockholder (Management)	0,0875225
	Sektor	-0,0749312***
	R²	0,0325

* 10%-Signifikanzlevel

** 5%-Signifikanzlevel

*** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Durch die Hinzunahme der Sektorengröße als zusätzliche Variable konnte kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der Erfüllungsquote (Erfüllungsquote adjustiert) und den abhängigen Variablen gefunden werden. Die Ausnahme bildet hierbei, wie auch bei der Berechnung ohne die Sektorengröße als zusätzliche Variable, das Markt-Buchwert-Verhältnis. Hier konnte ein statistisch signifikanter, positiver Einfluss der Erfüllungsquote auf die abhängige Variable gefunden werden. Dieser ist jedoch auf einem schlechteren (10%) Signifikanzniveau als in dem Modell aus Hypothese 1 (5%).

7.5 Empirische Überprüfung: Die Erfüllungsquote des DCGK steigert dann den Unternehmenserfolg, wenn eine bestimmte Adoptionsquote erreicht wurde

Die letzte Hypothese dieser Untersuchung, die fünfte, besagt, dass die Erfüllungsquote des DCGK den Unternehmenserfolg dann steigert, wenn eine bestimmte Adoptionsquote innerhalb der untersuchten Gruppen erreicht wurde. Hierzu brauchen wir zunächst einmal die durchschnittlichen Erfüllungsquoten des DCGK der Unternehmen innerhalb der einzelnen Sektoren in den jeweiligen Jahren der Untersuchung. Tabelle 24 gibt einen entsprechenden Überblick.

Tabelle 24: Durchschnittlichen Erfüllungsquoten der einzelnen Sektoren

Sektor	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	0,91756	0,91209	0,91471	0,93652	0,92402	0,90575	0,90186	0,90870
2	0,89177	0,88745	0,90079	0,90361	0,92073	0,86973	0,87500	0,83704
3	0,91234	0,91396	0,92573	0,94503	0,94131	0,93894	0,91938	0,91032
4	0,88225	0,88312	0,89130	0,91265	0,91279	0,90517	0,89816	0,89753
5	0,91889	0,92796	0,93400	0,94348	0,93489	0,92593	0,92316	0,91111
6	0,85714	0,90909	0,91667	0,94277	0,93293	0,90230	0,90698	0,90000

Die durchschnittlichen Erfüllungsquoten der einzelnen Sektoren stellen trotz ihrer geringen Bandbreite einen idealen Stellvertreter für die Berechnung des entsprechenden Schwellenwerts dar. So kann die Stichprobe aus dem Modell zur empirischen Überprüfung der ersten Hypothese mithilfe der durchschnittlichen Erfüllungsquoten auf die Sektoren beschränkt werden, deren Erfüllungsquote in einem Jahr einen bestimmten Schwellenwert erreicht hat. Ein schrittweises Anheben des Schwellenwerts beschränkt die Beobachtungen dabei auf Sektorenjahre¹³² mit einer gewissen (hohen) Erfüllungsquote. So kann gezeigt werden, dass die Erfüllungsquote dann einen statistisch signifikanten Einfluss auf die exogenen Variablen hat, wenn ein gewisser Schwellenwert innerhalb einer Gruppe überschritten ist. Tabelle 25 zeigt die Ergebnisse.

¹³² Sektorenjahre sind einzelne Jahre bestimmter Sektoren aus der Stichprobe.

Tabelle 25: Übersicht der Ergebnisse zur Überprüfung der Hypothese 5

$$Y_{x,i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{z,i,t} + \beta_2 \text{Marktkap}_{i,t} + \beta_3 \text{Vola}_{i,t} + \beta_4 \text{Umsatzwachstum}_{i,t} + \beta_5 \text{Blockholder}_{i,t} + \beta_6 \text{Blockholder_man}_{i,t} + \beta_7 \text{Sektor}_{i,t} + v_{i,t}$$

$x_1 = \text{roe}; x_2 = \text{roa}; x_3 = \text{mbw}; x_4 = \text{tobins_q}; x_5 = \text{tir}$

$z_1 = \text{quote}; z_2 = \text{quote_adj}$

$i = \text{Unternehmen}; t = \text{Jahre};$

Einschränkung: Es werden nur Unternehmen berücksichtigt, deren Sektoren in dem jeweiligen Jahr eine durchschnittliche Erfüllungsquote größer oder gleich dem **Schwellenwert** hatten!

Random-Effects		Fixed-Effects	
Gesamtkapitalrendite	Koeffizient	Eigenkapitalrendite	Koeffizient
Erfüllungsquote	-71,10892**	Erfüllungsquote	358,0151**
Marktkapitalisierung	0,0017	Marktkapitalisierung	0,0083
Volatilität	-0,206***	Volatilität	-2,9078***
Umsatzwachstum	0,008	Umsatzwachstum	-0,0113
Blockholder	9,9528**	Blockholder	-24,6901
Blockholder (Management)	1,2025	Blockholder (Management)	-0,2834
Sektor	0,108	Sektor	2,9422
Schwellenwert	0,9329268	Schwellenwert	0,92795883
Beobachtungen (original)	215 (906)	Beobachtungen (original)	258 (874)
R ²	0,1050	R ²	0,1436

Tobins Q	Koeffizient	Total Investment Return	Koeffizient
Erfüllungsquote	-1,048593*	Erfüllungsquote	90,192**
Marktkapitalisierung	0,0001657***	Marktkapitalisierung	-0,0013
Volatilität	0,0080566***	Volatilität	0,1648
Umsatzwachstum	-0,0003206	Umsatzwachstum	0,0279
Blockholder	-0,139664	Blockholder	1,5397
Blockholder (Management)	0,0870546	Blockholder (Management)	-2,2462
Sektor	-0,0244208	Sektor	1,2293
Schwellenwert	0,887445887	Schwellenwert	0,8913014
Beobachtungen (original)	849 (893)	Beobachtungen (original)	801 (889)
R ²	0,0265	R ²	0,0113

Markt-Buchwert-Verhältnis	Koeffizient	
Erfüllungsquote	4,3638**	
Marktkapitalisierung	0,0005***	
Volatilität	-0,0046	
Umsatzwachstum	-0,0003	
Blockholder	0,0125	
Blockholder (Management)	0,4929*	
Sektor	0,0265	
Schwellenwert	keiner	
Beobachtungen (original)	892 (892)	
R ²	0,0197	

- * 10%-Signifikanzlevel
- ** 5%-Signifikanzlevel
- *** 1%-Signifikanzlevel

Zusätzliche Tests bezüglich der Festlegung zwischen Fixed- und Random-Effects-Modellen haben keine statistisch signifikanten Unterschiede ergeben.

Während sich im Gesamtmodell bereits ein statistisch signifikanter, positiver Einfluss der Erfüllungsquote auf das Markt-Buchwert-Verhältnis gezeigt hat, ergeben sich nun auch für die Eigen- (positiv) und Gesamtkapitalrendite (negativ), das Tobins Q (negativ) sowie den Total Investment Return (positiv) statistisch signifikante Ergebnisse, wenn man die Stichprobe auf Sektorenjahre beschränkt, in denen ein gewisser Schwellenwert überschritten wurde.

8 Diskussion und Bewertung der Ergebnisse

8.1 Bewertung der Hypothesen

H1: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg.

Anknüpfend an die Ergebnisse vorangegangener deutscher Studien konnte auch in dieser Untersuchung kein über verschiedene Kennziffern statistisch signifikanter Einfluss der deklarierten Befolgung des DCGK auf den Unternehmenserfolg festgestellt werden – einzig ein positiver, statistisch signifikanter Einfluss auf das Markt-Buchwert-Verhältnis. Auch hier unterscheiden sich die Ergebnisse dieser Studie kaum von vorangegangenen: Schon Rapp et al. (2011) konnten einen positiven Einfluss der deklarierten Befolgung des DCGK auf das Markt-Buchwert-Verhältnis feststellen. Während die Autoren ihre Erkenntnisse jedoch auf Unternehmen mit großem ‚Freefloat-Anteil‘, also eine breit gefächerten Anteilseignerstruktur, beschränkten, treffen die Ergebnisse in dieser Studie ohne diese Einschränkung zu.¹³³ So kann diese Studie trotz des großen Zeitraums und der expliziten Auswahl von Daten mit dem Fokus auf nicht-indexierte Unternehmen keine zusätzlichen, neuen Erkenntnisse bieten. Die Hypothese 1 kann damit, zumindest in ihrer allgemeinen Gültigkeit, nicht bestätigt werden.

H2: Auf Zusammenarbeit ausgelegte Empfehlungen des DCGK steigern den Unternehmenserfolg.

Im ersten Schritt zur Überprüfung der zweiten Hypothese wurde der Einfluss einzelner Empfehlungen auf die verschiedenen Stellvertreter für den Unternehmenserfolg untersucht. Es lässt sich feststellen, dass von den insgesamt über alle Jahre verteilten 107 Empfehlungen 53 auf mindestens ein Unternehmenswertmaß einen Einfluss haben. Gleichzeitig zeigt sich auch, dass der Einfluss sowohl positiv als auch negativ und bei den verschiedenen Unternehmenswertmaßen unterschiedlich sein kann. Ein klares Muster ist hierbei nicht zu erkennen.

Im nächsten Schritt wurde deshalb eine inhaltsanalytische Auswertung des DCGK vorgenommen und die Empfehlungen in drei Kategorien unterteilt: Zusammenarbeit, Kontrolle und nicht zuzuordnen. Ein entsprechender Index aus Empfehlungen, die dazu dienen, die Zusammenarbeit zwischen den Eigentümern und der Unternehmensleitung zu

¹³³ Auch wenn der Erklärungsgrad bei einem R^2 von unter 2% recht gering ist.

verbessern, wurde erstellt und anstelle der aus Hypothese 1 bekannten Erfüllungsquote im Modell eingesetzt. Hier ließ sich kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem ‚Kooperationsindex‘ und dem Unternehmenserfolg feststellen. Gleichzeitig wurde ein ‚Kontrollindex‘, bestehend aus den Empfehlungen, die den Unternehmenseigentümern dazu dienen, die Unternehmensleitung zu kontrollieren, ebenfalls im Modell untersucht. Hier ergab sich, wie auch schon in den Berechnungen aus Hypothese 1, ein statistisch signifikanter, positiver Einfluss des ‚Kontrollindex‘ auf das Markt-Buchwert-Verhältnis.¹³⁴

Während weder die Einzelbetrachtung der Empfehlungen noch das Zusammenstellen der neuen Indizes großartige, neue Erkenntnisse brachten, birgt die Betrachtung der einzelnen Empfehlungen im Zusammenhang mit der Einteilung in ‚Kontroll- bzw. Kooperationsempfehlungen‘ interessante Ansatzpunkte. Zunächst einmal zeigt Abbildung 22 die Verteilung der einzelnen Empfehlungen nach den Abschnitten. Man erkennt deutlich, dass es sich bei den Abschnitten 2, 3 und 4 um sogenannte ‚Kontroll-Abschnitte‘ handelt, das heißt, um Abschnitte, die überwiegend aus Empfehlungen bestehen, die den Eigentümern eines Unternehmens zur Kontrolle der Unternehmensleitung dienen. Die Abschnitte 6 und 7 haben zwar auch mehr ‚Kontroll-Empfehlungen‘, hier ist das Verhältnis aber nicht so eindeutig. Bei Abschnitt 5 gibt es überwiegend Empfehlungen, die weder dem Kooperations- noch dem Kontrollindex zugeordnet werden konnten.

¹³⁴ Auch hier ist der Erklärungsgrad mit einem R^2 von unter 2% recht gering. Gleichzeitig war es zumindest zu erwarten, dass der ‚Kontrollindex‘, der viel mehr Empfehlungen als der ‚Kooperationsindex‘ beinhaltet und damit die Erfüllungsquote aus Hypothese 1 deutlicher spiegelt, ähnliche Ergebnisse wie in den Berechnungen zur Hypothese 1 liefert.

Abbildung 22: Verteilung der einzelnen Empfehlungen

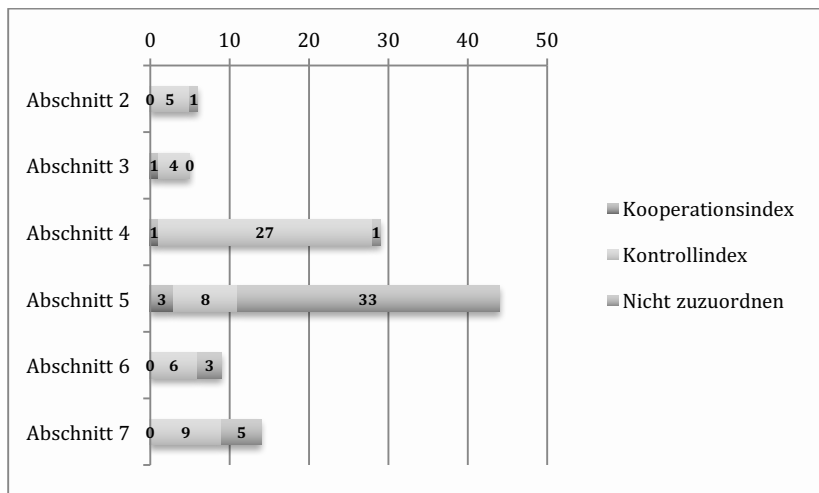
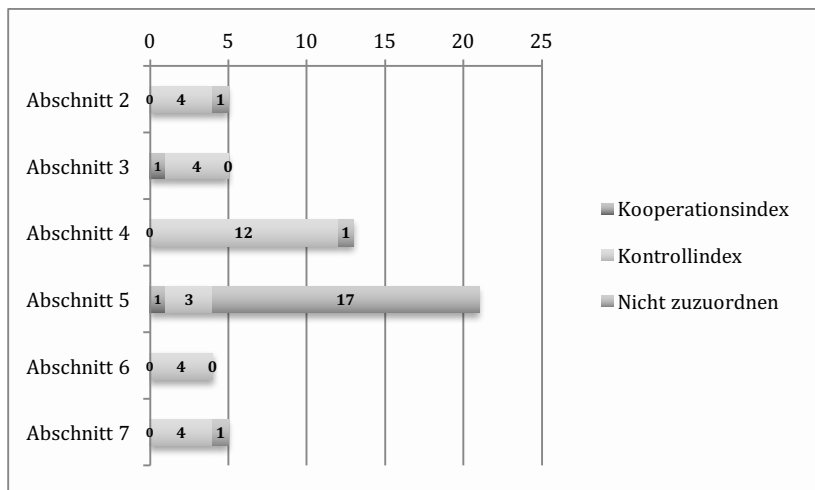


Abbildung 23: Verteilung der einzelnen, statistisch signifikanten Empfehlungen



Es zeigt sich, dass sogenannte ‚Kooperationsempfehlungen‘ so gut wie keinen statistisch signifikanten Zusammenhang mit der Unternehmensentwicklung aufweisen. Bis auf Abschnitt 5, der überwiegend aus Empfehlungen besteht, die weder der Zusammenarbeit noch der Kontrolle zugeordnet werden konnten, zeigt sich ein klares Bild: Wenn Einzelempfehlungen einen Einfluss auf die Unternehmensentwicklung haben, dann sind es die, welche zur Kontrolle der Unternehmensleitung durch die Eigentümer dienen – da der Einfluss teilweise positiv, teilweise negativ war, lässt sich hier kein klares Muster erkennen.¹³⁵ Gleichzeitig scheinen auch die Empfehlungen, die einem anderen Zweck („nicht

¹³⁵ Das geht sogar so weit, dass die Richtungen des Einflusses sich sogar innerhalb der einzelnen Empfehlungen bei den unterschiedlichen Kennziffern für die Unternehmensentwicklung unterscheiden. Auch hier ist dann kein eindeutiges Muster (z. B. eine Richtung bei bilanziellen Kenn-

zuzuordnen') und gar nicht unbedingt einer verbesserten Corporate Governance im Sinne dieser Arbeit dienen, statistisch signifikant Schwankungen in der Unternehmensentwicklung erklären zu können.¹³⁶

Aufgrund der geringen Zahl an auf Zusammenarbeit ausgelegten Empfehlungen innerhalb des gesamten DCGK¹³⁷ ist es unmöglich, eine statistisch verifizierte Aussage über die Hypothese 2 zu treffen.

Was bedeutet nun diese nicht eindeutige Verteilung? Beim Herleiten der Hypothese 2 in Kapitel 4.2 wurde angenommen, dass durch ein Bestätigen dieser Hypothese eine völlig neue Diskussion zur Corporate Governance entstehen könnte. Das gaben die Ergebnisse zwar nicht her, aber eine Diskussion über die Sinnhaftigkeit des DCGK, zumindest in den hier vorliegenden Versionen bzw. deren Ausführungen, muss aufgrund der vorliegenden Ergebnisse geführt werden.¹³⁸

Es zeigt sich nämlich, dass der Anteil der Empfehlungen, die in keinem näheren Corporate Governance-Zusammenhang stehen (also weder auf Kontrolle noch auf Zusammenarbeit ausgelegt sind), zwar über die Jahre ähnlich geblieben, mit im Durchschnitt 39% aber dennoch sehr hoch ist.¹³⁹ Tabelle 26 gibt einen Überblick über die Anzahl der jeweiligen Empfehlungen.

ziffern, eine andere bei hybriden und dann wieder eine bei reinen Marktkennziffern) zu erkennen.

¹³⁶ Ein Hinweis, dass Corporate Governance möglicherweise mehr sein kann, als ‚nur‘ Regelungen, die Agency-Kosten niedrig zu halten, oder Mechanismen, die Kooperation zwischen Prinzipalen und Stewards zu verbessern.

¹³⁷ Da die ökonomische Fundierung des DCGK die Prinzipal-Agenten-Theorie ist, wie bereits einleitend in Kapitel 1 beschrieben, ist es nicht verwunderlich, dass es wenige bis gar keine auf Zusammenarbeit ausgelegte Empfehlungen gibt.

¹³⁸ Und wird auch in dieser Arbeit in Kapitel 8.2 geführt. Hier geht es dann besonders um das Zusammenspiel der einzelnen Empfehlungen mit unterschiedlichem Fokus, die Bedeutung von Kontroll- und Kooperationsabschnitten und die Frage danach, warum einige Empfehlungen nicht eindeutig einem Menschenbild bzw. einer fundierten Theorie (Prinzipal-Agenten oder Stewardship) zuzuordnen sind.

¹³⁹ Eine Überprüfung des statistischen Zusammenhangs zwischen einem Index bestehend nur aus Empfehlungen mit direktem Corporate Governance-Zusammenhang und dem Unternehmenserfolg brachte keine zusätzlichen statistisch signifikanten Ergebnisse.

Tabelle 26: Überblick des Anteils „nicht-CG-Empfehlungen“ beim DCGK

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
CG-Empfehlungen	49	47	52	51	50	55	52	52
Alle Empfehlungen	77	77	84	83	82	87	85	89
Anteil "nicht CG-Empfehlungen"	36%	39%	38%	39%	39%	37%	39%	42%

H3: Die deklarierte Befolgung des DCGK wächst mit der Gruppengröße bzw. dem Nicht-Auftreten dominanter Unternehmen.

Um die Hypothese 3 zu überprüfen, wurde zunächst die Sektorengröße der untersuchten Unternehmen bestimmt und anschließend das Konzentrationsmaß berechnet. Das Konzentrationsmaß ist hierbei das Verhältnis aus der Anzahl der Unternehmen mit überdurchschnittlicher¹⁴⁰ Marktkapitalisierung gegenüber der Gesamtzahl der Unternehmen aus dem jeweiligen Sektor. Es zeigt sich, dass sowohl die Sektorengröße als auch das Konzentrationsmaß Schwankungen in der Erfüllungsquote statistisch hoch signifikant (1%-Signifikanzlevel) erklären können.¹⁴¹ Mit der Sektorengröße und der (normalen) Erfüllungsquote kann das Modell sieben Prozent der Schwankungen erklären. Dafür, dass vor dieser Untersuchung hier noch kein Zusammenhang vermutet wurde, ist ein R^2 von knapp sieben Prozent hoch. Auch die Richtungen bestätigen die in Kapitel 3.3 herausgearbeitete Theorie: Während die Sektorengröße einen positiven Einfluss auf die Erfüllungsquote hat, ist der Effekt des Konzentrationsmaßes negativ. Die Hypothese 3 kann somit bestätigt werden.

H4: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg stärker bei großen Gruppen.

Um herauszufinden, ob die deklarierte Befolgung des DCGK den Unternehmenserfolg stärker bei großen Gruppen steigert, wurden die einzelnen Sektoren untersucht. Tatsächlich lassen sich nur in den großen Sektoren statistisch signifikante Effekte finden. Beim Konzentrationsmaß konnten hingegen keine klaren Muster erkannt werden. Einzig Sektor 4 (Industrials – Industrie) bildet hier eine Ausnahme: Als der am wenigsten dominierte Sektor konnten mit der Erfüllungsquote Schwankungen bei der Eigenkapitalrendite, dem Tobins Q und dem Markt-Buchwert-Verhältnis erklärt werden. Die Hy-

¹⁴⁰ Der Durchschnitt bezieht sich immer nur auf den jeweiligen Sektor.

¹⁴¹ Das R^2 schwankt hierbei zwischen 0,5 % und 7 %.

pothese 4 konnte also nicht widerlegt werden, vieles spricht dafür, dass die Gruppengröße und auch das Konzentrationsmaß entscheidende Hinweise über den Einfluss des DCGK auf die Unternehmensentwicklung geben.¹⁴²

H5: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg, wenn eine bestimmte Adoptionsquote innerhalb der untersuchten Gruppe erreicht wurde.

Um zu überprüfen, ob der DCGK den Unternehmenserfolg dann steigert, wenn innerhalb der untersuchten Gruppe eine bestimmte Adoptionsquote erreicht wurde, war es nötig, die Beobachtungen auf die Sektoren und Jahre (genau: Sektorenjahre¹⁴³) zu beschränken, bei denen ein gewisser Schwellenwert überschritten wurde. Schnell war es so möglich, für alle Repräsentanten der Unternehmensentwicklung statistisch signifikante Einflüsse der Erfüllungsquote zu finden. Während bei dem Tobins Q (-5%), dem Total Investment Return (-10%) und dem Markt-Buchwert-Verhältnis (-0%) nur wenige Sektorenjahre ausgeschlossen wurden, ergaben sich bei der Eigen- (-71%) und bei der Gesamtkapitalrendite (-76%) wesentlich größere Einschnitte. Entsprechend hoch ist bei beiden Repräsentanten der Erklärungsgehalt (R^2) des Modells (Eigenkapitalrendite: 14%; Gesamtkapitalrendite: 11%). Dennoch zeigt die Untersuchung, dass die Adoptionsquote innerhalb eines Sektors eine valide Methode ist, die Beobachtungen zielgerichtet einzuschränken.

¹⁴² Es ist dabei aber nicht damit getan, die Sektorengöße als zusätzliche Variable in das Modell einzufügen, vielmehr helfen die Erkenntnisse bei der Zusammenstellung passender Datenquellen.

¹⁴³ Aufgrund des Schwellenwertes wurden manche Sektoren in bestimmten Jahren ausgeschlossen, in denen sie diesen Schwellenwert nicht erreicht hatten.

8.2 Interpretation der Ergebnisse und weitere Erkenntnisse

Um die Interpretation der Ergebnisse zu erleichtern, gibt Tabelle 27 zunächst einen Überblick über die bewerteten Hypothesen.

Tabelle 27: Übersicht der bewerteten Hypothesen

Hypothese	Bestätigt	Details
H1: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg.	Nein (mit Einschränkungen)	Es konnte nur ein positiver Effekt der Erfüllungsquote auf das Markt-Buchwert-Verhältnis festgestellt werden.
H2: Auf Zusammenarbeit ausgelegte Empfehlungen des DCGK steigern den Unternehmenserfolg.	Nicht möglich	Zu viele Empfehlungen ließen sich nicht eindeutig der Kategorie Zusammenarbeit oder Kontrolle zuordnen.
H3: Die deklarierte Befolgung des DCGK wächst mit der Gruppengröße bzw. dem Nicht-Auftreten dominanter Unternehmen.	Ja	Sowohl mithilfe der Sektorengröße (+) als auch dem Konzentrationsmaß (-) ließ sich die Erfüllungsquote statistisch signifikant erklären.
H4: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg stärker bei großen Gruppen.	Ja (mit Einschränkungen)	Bei großen bzw. wenig dominierten Gruppen konnten mehr statistisch signifikante Ergebnisse gefunden werden. Die Richtung war jedoch nicht immer eindeutig.
H5: Die deklarierte Befolgung des DCGK steigert den Unternehmenserfolg, wenn eine bestimmte Adoptionsquote innerhalb der untersuchten Gruppe erreicht wurde.	Ja (mit Einschränkungen)	Beschränkt man die Untersuchung auf Gruppen (Sektoren) mit einer bestimmten (erhöhten) Adoptionsquote, erhöht man die Chance, statistisch signifikante Ergebnisse zu finden. Die Richtung war jedoch nicht immer eindeutig.

Ähnlich wie die Vorgängerstudien zeigt auch diese Untersuchung, dass trotz der speziellen Datenquelle¹⁴⁴ und des großen Zeitraums kein allgemein gültiger, positiver Einfluss der deklarierten Befolgung des DCGK auf den Unternehmenserfolg zu finden ist (Hypothese 1). Einzig das Markt-Buchwert-Verhältnis sticht bei allen Untersuchungen hervor: Hier ist, ähnlich wie bei den Vorgängerstudien, ein positiver Einfluss der Erfüllungsquote auf den Repräsentant für den Unternehmenserfolg zu finden. Das Markt-Buchwert-Verhältnis gehört zu den sogenannten hybriden Erfolgsvariablen und bildet eine Kombination aus markt- und bilanziellen Kennziffern. Und genau hier liegt der entscheidenden Punkt: Während rein bilanzielle Kennziffern keinerlei Bewertungen von Investoren widerspiegeln, berücksichtigt das Total Investment Return, als reine kapitalmarktorientierte Erfolgsvariable, keine bilanziellen Veränderungen. Da der DCGK wesentlich breiter angelegt ist und nicht ausschließlich kapitalmarktorientierte Empfehlungen beinhaltet, liegt es nahe, dass gerade die Schwankungen hybrider Erfolgsvariablen statistisch signifikant durch die Erfüllungsquote erklärt werden können. Obwohl das Tobins Q, als wei-

¹⁴⁴ Ausschließlich Unternehmen, die zum Startzeitpunkt der Untersuchung in keinem der großen Indizes der Deutschen Börse gelistet waren.

tere hybride Erfolgsvariable, das Markt-Buchwert-Verhältnis nur um den Buchwert der Verbindlichkeiten erweitert, finden sich zunächst keine statistisch signifikanten Ergebnisse. Auch hier deckt sich das Ergebnis mit den Vorgängerstudien.¹⁴⁵ Dass es keinen statistisch signifikanten Unterschied macht, ob man die Erfüllungsquote adjustiert, d. h. die sich bedingenden Empfehlungen zusammenfasst, zeigt, dass diese Empfehlungen einzeln keinen statistisch nachweisbaren Effekt auf die Unternehmensentwicklung haben. Eine durchschnittlich höhere Erfüllungsquote weist also nicht automatisch auf ein besseres Markt-Buchwert-Verhältnis hin, es ist entscheidend, welche Empfehlungen erfüllt werden und die höhere Erfüllungsquote bedingen.¹⁴⁶

Einen ganz neuen Aspekt beleuchtete die Hinzunahme der Stewardship-Theorie (Hypothese 2): Aus der Stewardship wurde abgeleitet, dass ein möglicher Grund für die wenigen, statistisch signifikanten Zusammenhänge der Vorgängerstudien zwischen dem DCGK und dem Unternehmenserfolg der Fokus auf ‚kontrollierende‘ Empfehlungen sei. Daher wurden die Empfehlungen des DCGK inhaltsanalytisch untersucht. Die Tatsache, dass 59 Empfehlungen der Kontrolle dienen, fünf Empfehlungen der Zusammenarbeit und 43 Empfehlungen nicht zuzuordnen waren, zeigt eindeutig, dass dem DCGK eine klare Richtung fehlt. So war es auch nicht möglich, empirisch zu überprüfen, ob die auf Kooperation ausgelegten Empfehlungen die Schwankungen in der Unternehmensentwicklung besser erklären als andere. Dennoch ergab die inhaltsanalytische Auswertung ein klares Bild: Solange die Summe der einzelnen Empfehlungen des DCGK keine klare Richtung ergibt, wird es schwer sein, statistisch signifikante Zusammenhänge zu erkennen. Dem DCGK liegt keine eindeutige Definition, was genau Corporate Governance ist, zugrunde und bietet daher auch nicht die klare Orientierung, die nötig wäre, um einen starken Einfluss auf die Unternehmensentwicklung zu haben.

Es geht sogar noch weiter: Dem DCGK fehlt nicht nur eine klare Richtung. Dadurch, dass unterschiedliche Menschenbilder in den einzelnen Empfehlungen vermischt werden, neutralisieren sich einige der Empfehlungen gegenseitig. Außerdem beinhaltet der

¹⁴⁵ Eine mögliche Erklärung ist, dass der DCGK Anteilseigner und nicht Fremdkapitalgeber schützen möchte und daher die Hinzunahme der Verbindlichkeiten das Ergebnis ‚verwässert‘. Diese Interpretation ist wissenschaftlich nicht abgesichert, soll aber trotzdem nicht unerwähnt bleiben. Sie bildet einen Ansatz für weitere Untersuchungen (siehe Kapitel 8.4).

¹⁴⁶ Das bestätigt auch das Ergebnis der Untersuchung einzelner Empfehlungen zur Überprüfung der Hypothese 2. Nur 53 von 107 Empfehlungen hatten einzeln betrachtet einen statistisch signifikanten Effekt auf die Unternehmensentwicklung.

DCGK Empfehlungen, die weder der Prinzipal-Agenten noch der Stewardship-Theorie zugeordnet werden können. Ob der DCGK damit eine Vorlage gegeben hat, vielleicht sogar über eine dritte theoretische Begründung für Corporate Governance nachzudenken, kann in dieser Arbeit nicht beantwortet werden.¹⁴⁷ Auch kann keine Aussage darüber getroffen werden, welche theoretische Begründung nun die richtige ist. Was die statistische Auswertung aber eindeutig zeigt, ist die Unwirksamkeit einer Institution wie der DCGK, wenn eine klare Richtung fehlt.

Hier greifen dann auch zwei Kategorien der in Kapitel 2.3.3 zusammengefassten Kritiken: Verfehlung der Ziele und unzureichende Gestaltung. Während unter anderem Wiesner (2003) die erhöhte Transparenz als eines der Leitziele des DCGK durch die Einführung einer weiteren Regulierungsebene anzweifelt, unterstreicht das Fehlen einer klaren Richtung diese Kritik. Zwar wird bei der Kritik bezüglich der unzureichenden Gestaltung vornehmlich auf die Ausrichtung an großen Publikumsgesellschaften und die mangelnde Kontrolle der tatsächlichen Umsetzung eingegangen, dennoch sollte auch bei der Gestaltung klar definiert sein, auf welcher theoretischen Basis der DCGK steht. Es ist nicht ausgeschlossen, dass sowohl Empfehlungen, die auf Kontrolle ausgerichtet sind, oder Empfehlungen, welche die Zusammenarbeit zwischen Unternehmensleitung und den Besitzern fördert, beide den Unternehmenswert steigern. Entscheidend ist hierbei eine klare Rollenverteilung: Geht das Management von einer Prinzipal-Agenten-Beziehung aus und agiert entsprechend, die Unternehmenseigner hingegen agieren unter der Prämisse einer Stewardship-Beziehung, wird das Management immer die Unternehmenseigner ausnutzen. Gleiches gilt natürlich auch in umgekehrter Richtung: Etablieren die Unternehmenseigner Richtlinien und Mechanismen zur Kontrolle der Geschäftsführung, können diese die intrinsische Motivation einer Geschäftsführung, die von einer Stewardship-Beziehung ausgeht, zerstören. Da nicht davon auszugehen ist, dass die ‚Beziehung‘ zwischen Unternehmensleitung und –besitzern immer geklärt ist, verpasst der DCGK hier eine große Chance, für mehr Klarheit zu sorgen.

Ein weiterer Effekt, der bisher in den Vorgängerstudien unberücksichtigt gelassen wurde, ist der Einfluss der Gruppengröße (bzw. der Einfluss dominierender Unternehmen) auf die Erfüllungsquote (Hypothese 3). Hier konnte ein eindeutiger Zusammenhang

¹⁴⁷ Diese interessante Fragestellung wird aber in Kapitel 8.4 noch einmal aufgegriffen.

festgestellt werden: Je größer die Gruppe (bzw. niedriger die Anzahl dominierender Unternehmen) ist, desto höher ist die Erfüllungsquote bei den Empfehlungen des DCGK. Während in kleinen Gruppen (bzw. in Gruppen, die von einigen großen Unternehmen dominiert werden) die Nicht-Befolgung einer guten Corporate Governance leichter erkannt und damit eine mögliche ‚Beschmutzung‘ der Gruppe als Ganzes bestraft werden kann, sind in großen (bzw. nicht dominierten) Gruppen Institutionen, wie der DCGK, wesentlich effektiver, da sich die Gruppe nicht von selbst regulieren kann. Während zum Beispiel Bebchuk und Hamdani (2009) fordern, dass Forscher als auch Investoren die Suche nach einem einzigen globalen Corporate Governance-Einheitsstandard einstellen und vielmehr die Unterscheidung nach Unternehmen mit und ohne Mehrheitsaktionär berücksichtigen sollen, bietet dieses Ergebnis eine ganz neue Sichtweise: Es geht nicht nur darum, dass die Unterschiede von Industrien und Eigentümerstrukturen der Unternehmen die Wirkung eines Corporate Governance-Standards beeinflussen, auch die Größe der einzelnen Industrien (bzw. Sektoren) und deren Struktur sind hier von entscheidender Bedeutung.

Somit kann auch hier die Kritik, der DCGK sei zu stark an großen Publikumsgesellschaften ausgerichtet, erneut aufgegriffen und ergänzt werden: Nicht nur die Unterschiede der einzelnen Unternehmen, sondern auch die Beschaffenheit der zugehörigen Sektoren sollte berücksichtigt werden. Allen börsennotierten Unternehmen mit einem Kodex zu begegnen, verfehlt auf jeden Fall die Zielsetzung des DCGK.

Das bestätigte sich dann auch, als der Einfluss der Erfüllungsquote auf die Unternehmensentwicklung innerhalb der einzelnen Sektoren untersucht wurde (Hypothese 4). Bei großen bzw. wenig dominierten Gruppen konnten mehr statistisch signifikante Ergebnisse gefunden werden. Die Richtung war jedoch nicht immer eindeutig. Dies gilt auch für die Ergebnisse aus der letzten Untersuchung (Hypothese 5). Die folgenden Tabellen fassen die Ergebnisse kurz zusammen.

Tabelle 28: Zusammenfassung aus der Überprüfung der Hypothese 4

Sektor	Unternehmenskennziffer	Modell	Erklärungsgrad (R ²)	Richtung
1	Total Investment Return	1 (re)	3,03%	+
1	Tobins Q	1 (re)	18,2%	---
1	Total Investment Return	2 (re)	3,25%	++
1	Tobins Q	2 (re)	18,72%	---
4	Markt-Buchwert-Verhältnis	1 (fe)	1,87%	+
4	Tobins Q	1 (fe)	4,54%	+
4	Markt-Buchwert-Verhältnis	1 (fe)	1,87%	+
4	Tobins Q	1 (fe)	4,53%	+
4	Eigenkapitalrendite	2 (re)	4,25%	-
5	Gesamtkapitalrendite	1 (re)	13,03%	+
5	Gesamtkapitalrendite	2 (re)	12,99%	+

Modell: 1 = Erfüllungsquote; 2 = Erfüllungsquote adjustiert; re = random effects; fe = fixed effects
 0 = kein statistisch signifikanter Zusammenhang

+ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (10%)

++ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (5%)

+++ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (1%)

- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (10%)

-- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (5%)

--- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (1%)

Tabelle 29: Zusammenfassung aus der Überprüfung der Hypothese 5

Unternehmenskennziffer	Beobachtungen	Schwellenwert	Erklärungsgrad (R ²)	Richtung
Eigenkapitalrendite	258	0,92795883	14,36%	++
Gesamtkapitalrendite	215	0,9329268	10,5%	--
Tobins Q	849	0,887445887	2,65%	-
Markt-Buchwert-Verhältnis	892	keiner	1,97%	++
Total Investment Return	801	0,8913014	1,13%	++

0 = kein statistisch signifikanter Zusammenhang

+ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (10%)

++ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (5%)

+++ = positiver, statistisch signifikanter Zusammenhang (1%)

- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (10%)

-- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (5%)

--- =negativer, statistisch signifikanter Zusammenhang (1%)

Es zeigt sich, dass der Einfluss der Erfüllungsquote auf das Total Investment Return, eine reine kapitalmarktorientierte Erfolgsvariable, in jeder Untersuchung positiv ist. Das bedeutet, dass Unternehmen, welche die Empfehlungen des DCGK erfüllen, am Kapital-

markt höhere Aktienrenditen erzielen. Der geringe Erklärungsgrad (R^2) spiegelt jedoch die Erkenntnisse von Bhagat und Jefferis (2002) wider, wonach es schwierig ist, in einem informationseffizienten Markt einen systematischen Zusammenhang zwischen der Aktienrendite und der im Beobachtungszeitraum (zumindest auf Jahresbasis) konstanten Erfüllung des DCGK zu finden. Dennoch zeigt dieses Ergebnis, dass das Ziel des DCGK, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern, erreicht wird. Das bestätigen die Ergebnisse mit dem Markt-Buchwertverhältnis als hybride Erfolgsvariable. Auch hier zeigen sich ausschließlich positive Zusammenhänge in den Untersuchungen. Schwieriger wird es jedoch bei der zweiten hybriden Erfolgsvariablen, dem Tobins Q. Während in dem Gesamtmodell mit der Einschränkung durch den Schwellenwert (Hypothese 5) der Einfluss der Erfüllungsquote negativ ist, unterscheidet sich der Einfluss bei den verschiedenen Sektoren. Die Ergebnisse aus dem Sektor 1 bestätigen den negativen Einfluss, im Sektor 4 zeigt sich hingegen ein positiver Zusammenhang. Eine eindeutige Aussage ist hierüber also nicht zu treffen. Gleiches gilt auch für die rein bilanziellen Erfolgsvariablen: Während die Eigenkapitalrendite im Sektor 4 (Gesamtkapitalrendite im Sektor 5) negativ (positiv) durch die Erfüllungsquote beeinflusst wird, ist der Zusammenhang über alle Sektoren hinweg positiv (negativ).

8.3 Einschränkung der Aussagefähigkeit

Einschränkungen durch selektive Erfolgsvariablen

Das Ziel des DCGK ist es, das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern. Ziel dieser Untersuchung war es, den bisherigen Forschungsstand um einige Aspekte zu erweitern (Auswahl der Datenbasis, längerer Beobachtungszeitraum, Unterscheidung von auf Kontrolle und Zusammenarbeit ausgelegten Empfehlungen sowie der Einfluss von Gruppendynamiken). Daher wurden auch die gleichen Erfolgsvariablen wie in den vorangegangenen Studien verwendet. Zwar konnte ein positiver Einfluss der Erfüllungsquote auf das Total Investment Return (unter bestimmten Einschränkungen) und das Markt-Buchwert-Verhältnis gefunden werden, doch der Einfluss auf die anderen drei Erfolgsvariablen ist nicht eindeutig. Um eine Aussage über die Effektivität des DCGK im Allgemeinen treffen zu können, ist es daher nötig,

verschiedene Erfolgsvariablen zu definieren, welche die Ziele des DCGK im Einzelnen widerspiegeln.

Einschränkungen durch selektive Auswahl der statistischen Methoden

Während in dieser Untersuchung der Vergleichbarkeit wegen auf die klassische OLS-Regression zurückgegriffen wurde, zeigte schon Stiglbauer (2010) in seinen Two und Three Stage Least Squares (2SLS und 3SLS)-Untersuchungen, dass noch viel Potential bei der Auswahl der statistischen Methoden liegt. Hier können Lücken der aktuellen Untersuchung geschlossen werden.

Einschränkungen aufgrund der Datenqualität

Ein weiterer Punkt, der die Aussagefähigkeit dieser Untersuchung einschränkt, ist die schlechte Qualität der Daten. Die Erfüllungsquote wurde anhand der durch die Unternehmen veröffentlichten Entsprechenserklärungen bestimmt. Leider war hier oftmals leicht zu erkennen, dass die Entsprechenserklärung nicht neu und explizit für ein bestimmtes Jahr erstellt wurde. Es zeigte sich, dass einige Entsprechenserklärungen sogar offensichtlich fehlerhaft sind, so zum Beispiel bei der Bezeichnung der einzelnen Kennziffern oder einer Erklärung zu alten Empfehlungen. Während dies vielleicht Rückschlüsse auf eine nicht effiziente Durchsetzung des DCGK vermuten lässt, schränkt es die Aussagekraft dieser Untersuchung zur Effektivität des DCGK auf jeden Fall ein.

8.4 Ansatzpunkte für weitere Forschungsprojekte

Die ersten und offensichtlichen Ansatzpunkte für weitere Forschungsprojekte stellt der Umgang mit den Einschränkungen aus Kapitel 8.3 dar. Die Einschränkung durch die selektive Auswahl der Erfolgsvariablen erhält zwar in dieser Untersuchung die Vergleichbarkeit mit vorangegangenen Untersuchungen, kann aber leicht behoben werden. Vorangestellt werden sollte jedoch eine theoretische Auseinandersetzung mit der Fragestellung, welche Erfolgsvariablen gute Corporate Governance widerspiegeln und in wie weit diese Auswahl für eine Untersuchung mit dem DCGK und seinen eigenen Zielen ergänzt oder eingeschränkt werden muss. Die Auseinandersetzung mit Fremdkapitalgebern und den entsprechenden Erfolgsmaßen eröffnet hierbei ein ganz eigenes Forschungsfeld.

Ein schon oft in der Literatur genannter Ansatzpunkt ist die theoretische Auseinandersetzung mit den passenden, statistischen Methoden für solch eine Untersuchung. Während Stiglbauer (2010) einen ersten Schritt in diese Richtung gegangen ist, bietet die Statistik noch viele weitere Möglichkeiten, herauszufinden, wie man am besten den Einfluss guter Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg messen kann.

Das wohl größte Defizit stellt die Qualität der Daten dar. Wie bereits beschrieben, ist die Qualität der Entsprechenserklärungen nicht optimal. Zunächst einmal könnte die mangelnde Qualität ein Hinweis auf die unzureichende Kontrolle der Einhaltung des DCGK sein. Um dies jedoch genau zu bestimmen, sind weitere Untersuchungen nötig. So könnte man zum Beispiel überprüfen, ob es sich tatsächlich um eine Nicht-Erfüllung des DCGK handelt oder einfach nur um eine mangelhafte Dokumentation in Form der Entsprechenserklärungen. Ein weiterer Schritt zur besseren Bestimmung der Umsetzung des DCGK in deutschen Unternehmen ist eine Untersuchung, die überprüft, in wie weit das ‚Gesagte‘ (bzw. in Form der Entsprechenserklärungen ‚Geschriebene‘) tatsächlich auch getan wird.

Neben den Einschränkungen der Untersuchung bieten aber auch einige Erkenntnisse Ansätze für weitere Untersuchungen. So zeigte sich bei der Überprüfung der Hypothese 2, dass es dem DCGK an einer eindeutigen Richtung (Kontrolle oder Zusammenarbeit) fehlt. Eine detaillierte, inhaltsanalytische Auseinandersetzung mit dem DCGK könnte helfen, diesen auf seine Effizienz zu überprüfen – also zu hinterfragen, ob die Maßnahmen, die im DCGK angeregt werden, auch tatsächlich zielführend sind. Gleichzeitig konnte die Hypothese 2 weder bestätigt noch widerlegt werden. Das ändert natürlich nichts daran, dass es sich weiterhin um ein interessantes Forschungsthema handelt, das auch in Zukunft von Bedeutung sein wird. Zusätzlich wurde gezeigt, dass der DCGK neben Empfehlungen, die auf der Prinzipal-Agenten- und der Stewardship-Theorie basieren, auch solche besitzt, die beiden Theorien nur schwer zuzuordnen sind. Hier könnte ein Ansatz liegen, einmal über eine völlig neue theoretische Begründung (vielleicht sogar fachübergreifend – also aus zum Beispiel Fachbereichen wie der Medizin, Pädagogik oder Philosophie) von Corporate Governance nachzudenken.

Gleichzeitig eröffneten die Hypothesen 3-5 ein ganz neues Untersuchungsfeld, das bisher nur sehr wenig bis keine Aufmerksamkeit bekam. Bebchuk und Hamdani (2009)

postulierten bereits, dass man unterschiedliche Unternehmen nicht mit gleichen Corporate Governance-Standards begegnen könne. Sie bezogen sich bei ihrer Kritik jedoch im Schwerpunkt auf die Eigentümerstruktur der Unternehmen. Industriespezifika wie die Größe, die Struktur und die durchschnittliche Befolgung guter Corporate Governance bleiben bisher unberücksichtigt. Hier eröffnet sich ein komplett neues Feld an Möglichkeiten, die Erkenntnisse aus Gruppentheorien mit den Untersuchungen zur Corporate Governance zu kombinieren. Tabelle 30 gibt einen abschließenden Überblick über die Ansatzpunkte für weitere Forschungsprojekte.

Tabelle 30: Ansatzpunkte für weitere Forschungsprojekte

Ansatzpunkte	Beschreibung
1. Erweiterung der Erfolgsvariablen	Nachdem eindeutig bestimmt wurde, was Erfolg im Sinne der Corporate Governance ist und in wie weit sich dies beim DCGK unterscheidet, kann die Auswirkung guter Corporate Governance auf weitere Erfolgsvariablen untersucht werden.
2. Neue statistische Methoden	Die meisten vorangegangenen Studien nutzen die klassische OLS-Regression, um den Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmenserfolg zu überprüfen. Ob es sich hierbei jedoch statistisch um die beste Methode handelt, wurde bisher im Detail noch nicht untersucht.
3. Evaluierung der Datenqualität	Da bei der Auswertung der Entsprechenserklärungen deutlich wurde, dass die Qualität der Dokumentation der Corporate Governance der Unternehmen nicht optimal ist, leiten sich hieraus verschiedene weitere Fragestellungen, unter anderem nach der Ursache der schlechten Qualität, ab.
4. Umsetzung der deklarierten Corporate Governance	In dieser und vorangegangenen Studien wird bewusst immer von der deklarierten Corporate Governance gesprochen. In wie weit sich diese von der tatsächlichen unterscheidet, ist eine schwierige, jedoch für die Forschung sehr wertvolle Fragestellung.
5. Inhaltsanalytische Überprüfung des DCGK	Der DCGK ist Schwerpunkt vieler wissenschaftlichen Untersuchungen. Eine detaillierte, inhaltsanalytische Auseinandersetzung mit dem DCGK würde überprüfen, in wie weit die empfohlenen Maßnahmen tatsächlich zielführend im Sinne des DCGK sind oder nach einer neuen theoretischen Fundierung verlangen.
6. Ergänzen der Untersuchungen um gruppenspezifische Theorien	Gruppendynamische Prozesse, wie sie erstmals in dieser Untersuchung betrachtet wurden, stellen eine Verbindung aus Institutionenökonomik und Corporate Governance-Forschung dar, wie sie bisher noch nicht stattgefunden hat. Hier eröffnen sich viele Möglichkeiten, die Corporate Governance-Forschung weiter voranzutreiben.

9 Schlussbetrachtung

Ziel dieser Untersuchung war es zunächst, herauszufinden, ob die Erfüllung des DCGK einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Entwicklung von Unternehmen hat. Während dieser Zusammenhang schon mehrmals zuvor in anderen Studien untersucht wurde, galt es diesmal, den Datensatz etwas zu verändern: Während sich die meisten vorangegangenen Studien mit sogenannten Blue Chips, also Unternehmen, die im DAX 30 oder einem anderen Index der Deutschen Börse notiert sind, oder ausschließlich mit Jahresbetrachtungen befassten, wurde in dieser Untersuchung der Fokus auf nicht-indexierte Unternehmen und einen Zeitraum von acht Jahren gelegt.

Die Auswahl und das Erstellen einer völlig neuen Datenbasis standen unter der Annahme, nicht-indexierte Unternehmen hätten größere Abweichungen in den Soll-Empfehlungen des DCGK als dies bei indexierten Unternehmen, deren Erfüllungsquote nahe 100% liegt, der Fall ist. Zwar zeigte sich tatsächlich eine größere Bandbreite in den Erfüllungsquoten, diese lag jedoch immer noch nahe 90%. Mit einer größeren Varianz in der Erfüllungsquote sollte dann auch eher ein Zusammenhang zwischen der Erfüllungsquote und der Unternehmensentwicklung zu finden sein. Dies konnte die vorliegende Untersuchung jedoch nicht bestätigen. Die Ergebnisse unterscheiden sich nicht von denen vorangegangener Studien. Auch hier konnte nur ein positiver Einfluss der deklarierten Erfüllung des DCGK auf das Markt-Buchwert-Verhältnis gefunden werden. Dieser spiegelt aber nicht unbedingt das Investoreninteresse wider und kann daher nicht als Beweis dafür interpretiert werden, dass der DCGK das Vertrauen der Investoren in deutsche Unternehmen nachhaltig steigert.

Erst eine Aufteilung der Empfehlungen des DCGK in Empfehlungen, die der Kontrolle der Unternehmensleitung dienen, und solchen, welche die Kooperation zwischen Eigentümern und Management fördern, brachte wirklich neue Erkenntnisse: So zeigte sich zunächst, dass ein großer Anteil der Empfehlungen (ca. 40%) gar nicht der einen oder anderen Kategorie zuzuordnen war. Zwar hat der Großteil der Empfehlungen (ca. 55%) seine ökonomische Fundierung in der Prinzipal-Agenten-Theorie und nur ein minimaler Anteil (unter 5%) der Empfehlungen lässt sich mit der Stewardship-Theorie erklären,

dennoch fehlt dem DCGK eine eindeutige Abstimmung der einzelnen Empfehlungen. Dies kann in einer diffusen Zielsetzung oder einer mangelnden Umsetzung gründen.¹⁴⁸

Gleichzeitig konnte die Untersuchung zwar zeigen, dass ein erstellter Kontrollindex ähnliche Ergebnisse bei der Analyse ergab wie der Gesamtindex. Eine Bestätigung dafür, dass auf Zusammenarbeit ausgelegte Empfehlungen einen statistisch signifikanten, starken Einfluss auf die Entwicklung von Unternehmen haben, konnte aufgrund der geringen Anzahl an Empfehlungen nicht gefunden werden. Eine Auswertung der einzelnen Empfehlungen brachte hier auch keine eindeutigen Ergebnisse. So verfehlt der DCGK auch unter dem Aspekt der Transparenz und Klarheit sein Ziel. Ein Kodex, der selbst keine eindeutige Richtung vorgibt, kann unmöglich den Stakeholdern ein klares Bild über das jeweilige Unternehmen geben.

Obwohl Bebchuk und Hamdani (2009) bereits vor sechs Jahren forderten, die Suche nach einem globalen Corporate Governance-Standard aufzugeben und die individuellen Besonderheiten einzelner Unternehmen stärker zu berücksichtigen, blieb bis heute das Feld der Besonderheiten einzelner Industrien und Sektoren vernachlässigt. Dabei zeigt diese Untersuchung ganz eindeutig, dass die Gruppengröße (Gruppenstruktur) einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Erfüllungsquote innerhalb des Sektors hat. Auch konnte gezeigt werden, dass die Adoptionsquote innerhalb eines Sektors ein ideales Auswahlkriterium darstellt, um statistisch signifikante Ergebnisse zu erzielen.

Beide Hypothesen, einmal die, dass die Gruppengröße/ -struktur die Erfüllungsquote beeinflusst, und die, dass die Adoptionsquote innerhalb eines Sektors ein entscheidender Faktor ist, ob die Erfüllungsquote einen statistisch signifikanten Einfluss auf die Unternehmensentwicklung hat, konnten bestätigt werden. Hier eröffnen sich ganz neue Möglichkeiten für die Corporate Governance-Forschung, die sich nicht nur in einer Berücksichtigung der Unterschiede zwischen den Unternehmen, sondern eben auch der Sektoren widerspiegelt. Auch hier schafft es der DCGK nicht, dies zu berücksichtigen. Um die Effektivität des DCGK zu erhöhen, scheint eine Auseinandersetzung mit den Unterschieden innerhalb der Unternehmen und eine Berücksichtigung der ‚Gruppendynamiken‘ unumgänglich.

¹⁴⁸ Um hier ein abschließendes Urteil fällen zu können, müsste die Arbeit der DCGK-Kommission der letzten Jahre detailliert analysiert werden.

Ein weiterer Kritikpunkt am DCGK wurde in dieser Untersuchung bestätigt: So ist das Ziel der erhöhten Transparenz nicht erfüllt, solange die Entsprechenserklärungen keine Möglichkeit bieten, zu prüfen, zu welchem Grad die Empfehlungen des DCGK auch wirklich umgesetzt wurden (vgl. Theisen und Raßhofer, 2007, S. 1317). Zwar wurde der Zusammenhang zwischen Entsprechenserklärung und der tatsächlichen Umsetzung des DCGK innerhalb der Unternehmen nicht explizit untersucht, die teilweise sehr schlechte Qualität der Entsprechenserklärungen deutet jedoch darauf hin, dass die Publikation der Entsprechenserklärung nicht immer das wahre Bild der Umsetzung des DCGK innerhalb des Unternehmens zeigt.

Abschließend kann festgestellt werden, dass die Untersuchung viele neue Erkenntnisse für die Corporate Governance-Forschung gebracht hat. So konnte zum einen gezeigt werden, dass eine neue Datenbasis und ein größerer Zeitraum zunächst alleine nicht der Grund sind, warum bisher kaum statistisch signifikante Ergebnisse gefunden werden konnten. Gleichzeitig wurde ein klares Bestimmungsdefizit des DCGK erkannt – es fehlt eine eindeutige Richtung der einzelnen Empfehlungen des DCGK. Und obwohl sich die Corporate Governance-Forschung in den letzten Jahren drastisch vermehrt hat, konnte diese Untersuchung weitere Felder im Bereich der Gruppendynamiken aufzeigen, die bisher unberücksichtigt blieben und viele neue Erkenntnisse versprechen.

Diese Untersuchung soll daher mit einigen Empfehlungen, wie der DCGK optimiert werden kann, schließen. Zunächst einmal sollte die **Zielsetzung**, nämlich das Vertrauen internationaler und nationaler Anleger, Kunden, Mitarbeiter und der Öffentlichkeit in die Leitung und Überwachung deutscher börsennotierter Gesellschaften zu fördern, überdacht werden. Zwar handelt es sich hierbei um ein ‚nobles‘ Ziel, die Formulierung ist aber schon zum Scheitern verurteilt, da der DCGK andere Menschen bzw. deren Vertrauen nicht direkt beeinflussen kann – außerdem hängt gerade das Investorenvertrauen von sehr vielen Faktoren ab. Die Corporate Governance-Situation in Deutschland zu verbessern und eine erhöhte Transparenz am deutschen Kapitalmarkt zu schaffen, stellt dabei eine viel realistischere Zielsetzung dar, die auch von einer Institution wie dem DCGK geleistet werden kann. Die Formulierung sollte jedoch überarbeitet werden.

Der nächste Punkt, der im DCGK optimiert werden kann, ist die **theoretische Fundierung**. Ohne eine klare Idee von Unternehmen und ihren Akteuren kann der DCGK keine einzige Empfehlung geben, die tatsächlich das Ziel einer erhöhten Transparenz erreicht. Das heißt nicht, dass die einzelne Empfehlung nicht auch positive Wirkung auf die Corporate Governance-Situation von Unternehmen haben kann und damit möglicherweise den Unternehmenswert steigert. Als Institution sollte der DCGK aber eine eindeutige Richtung vorgeben. Dies kann ohne klare theoretische Fundierung nicht geschehen. Der DCGK sollte kein allumfassendes Werk an Empfehlungen sein, die in irgendeiner Form positive Impulse setzen. Vielmehr sollte er ein zielgerichtetes Instrument darstellen, dass so viele Empfehlung gibt, wie nötig, aber nicht so viele, wie möglich.

Neben der theoretischen Fundierung kann der DCGK auch Unternehmen die Möglichkeit bieten, sich mit ihrem ‚Menschenbild‘ auseinanderzusetzen, um Klarheit zu schaffen. Nicht jedes Unternehmen hat seine Richtlinien auf dem (negativen) Menschenbild der Prinzipal-Agenten-Theorie basiert. Auch hier wird es Richtlinien mit weniger klarer Ausrichtung geben. Was passiert, wenn Geschäftsführung und Unternehmenseigner von unterschiedlichen Beziehungen (Prinzipal-Agenten oder Stewardship) ausgehen, wurde in den vorherigen Kapiteln schon ausführlich diskutiert.

Vorstellbar wären zum Beispiel mehrere DCGKs, die Unternehmen vielmehr zur Orientierung dienen, anstatt auf die Selbstregulierungskräfte der Märkte in Kombination mit der rechtlichen Durchsetzung des § 161 AktG zu setzen. Hier könnte der DCGK dann auf die **sektoren- und unternehmensspezifischen Eigenschaften** eingehen, ohne das Ziel der Transparenz und Klarheit durch eine Fülle an Empfehlungen ‚aus unterschiedlichen Richtungen‘ zu vernachlässigen.

Der letzte Punkt ist die quasi-rechtliche Fundierung des DCGK. Die Qualität der Entsprechenserklärungen ließ nur den Schluss zu, dass die erwünschte Selbstregulierung der Märkte hier trotz der rechtlichen Fundierung im § 161 AktG nicht funktioniert. Kombiniert mit den verfassungsrechtlichen Bedenken über die Verlagerung von Gesetzgebungsbefugnissen an demokratisch nicht-legitimierte Gremien wie die Kodex-Kommission könnte die Gestaltung und Überwachung an die regionalen Verbände wie die Industrie- und Handelskammer übergeben werden. Diese sollten in der Lage sein,

die Sektorenspezifika entsprechend zu berücksichtigen und haben auch genügend Macht über ihre Mitglieder, diese durchzusetzen.

Literatur

- AESCHBACHER, S. 2003. *Unternehmensbewertung mittels Multiplikatoren. Theoretische Überlegungen und empirische Evidenz*. Lizentiatsarbeit, Universität Bern.
- AKERLOF, G. A. 1970. The market for "lemons" : quality uncertainty and the market mechanism. 84, 488-500.
- ALCHIAN, A. A. & DEMSETZ, H. 1972. *Production, information costs, and economic organization*.
- ARROW, K. J. 1969. *The organization of economic activity : issues pertinent to the choice of market versus nonmarket allocation*.
- ARROW, K. J. (ed.) 1985. *The Economics of Agency*, Boston, Mass.
- BAIMAN, S. & VERRECCHIA, R. E. 1996. The Relation among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading. *Journal of Accounting Research*, 34, 1-22.
- BAKER, H. K., KIYMAZ, H. & EBRARY INC 2011. *The art of capital restructuring creating shareholder value through mergers and acquisitions*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- BANZ, R. W. 1981. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of financial economics*, 9, 3-18.
- BASSEN, A., KLEINSCHMIDT, M., PRIGGE, S. & ZÖLLNER, C. 2006. Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg : empirische Befunde. *Die Betriebswirtschaft*, 66, 375-401.
- BASSEN, A., PRIGGE, S. & ZÖLLNER, C. 2009. Behind broad corporate governance aggregates : a first look at single provisions of the German corporate governance code. *Corporate Ownership & Control*, 6, 388-406.
- BAUER, R., GUENSTER, N. & OTTEN, R. 2003. Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*.
- BAUMS, T. 2002. Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte - Generalbericht. In: HOMMELHOFF, P., HOPT, K., WERDER, A. VON (ed.) *Corporate Governance*. Heidelberg: Verlag Recht und Wirtschaft.
- BAYSINGER, B. D. & BUTLER, H. N. 1985. Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, 1, 101-124.
- BEAVER, W. H., MACANALLY, M. L. & STINSON, C. H. 1997. The information content of earnings and prices a simultaneous equations approach. *Journal of accounting & economics*, 23, S. 53-81.
- BEBCHUK, L., COHEN, A. & FERRELL, A. 2009. What Matters in Corporate Governance. *Review of Financial Studies*, 22, 783-827.
- BEBCHUK, L. A. & HAMDANI, A. 2009. The elusive quest for global governance standards. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, No. 663.
- BEBCHUK, L. A. & WEISBACH, M. S. 2010. The state of corporate governance research. *The review of financial studies*, 23, 939-961.
- BEINER, S., DROBETZ, W., SCHMID, M. & ZIMMERMANN, H. (eds.) 2005. *Corporate Governance, Unternehmensbewertung und Wettbewerb. Eine Untersuchung für die Schweiz*, Tübingen.

- BERLE, A. A. & MEANS, G. C. 1932. *The modern Corporation and private property*, New York [usw.], Commerce Clearing House.
- BERTRAND, M. & MULLAINATHAN, S. 2003. Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of Political Economy*, 111, 1043-1075.
- BHAGAT, S. & BOLTON, B. 2008. Corporate governance and firm performance. *The Journal of Corporate Finance*, 14, 264-269.
- BHAGAT, S., BOLTON, B. J. & ROMANO, R. 2007. The Promise and Peril of Corporate Governance Indices. *Yale Law & Economics Research Paper*, No. 367.
- BHAGAT, S. & JEFFERIS, R. H. 2002. *The econometrics of corporate governance studies*, Cambridge, Mass. [u.a.], MIT Press.
- BLACK, B. S., JANG, H. & KIM, W. 2006. Does corporate governance predict firms' market values? evidence from Korea. *Journal of law, economics, & organization*, 22, 366-413.
- BLOOMBERG 2014. Definitionen Bloomberg Help - Stichwort: Volatilität 30 Tage.
- BOLLERSLEV, T., LITVINOVA, J. & TAUCHEN, G. 2006. Leverage and volatility feedback effects in high-frequency data. *Journal of Financial Econometrics*, 4, 353-384.
- BOTOSAN, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72, 323-349.
- BREALEY, R. A., MYERS, S. C. & ALLEN, F. 2011. *Principles of corporate finance*, New York, NY, McGraw-Hill Irwin.
- BRESS, S. 2008. *Corporate Governance in Deutschland : der Einfluß des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die finanzielle Unternehmensperformance*, Lohmar [u.a.], Eul.
- BREUER, W. 2014. Stichwort: Cashflow. In: VERLAG, S. G. (ed.) *Gabler Wirtschaftslexikon*. online im Internet: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/3604/cashflow-v8.html>.
- BREYER, F. & KOLMAR, M. 2010. *Grundlagen der Wirtschaftspolitik*, Tübingen, Mohr Siebeck.
- BROWN, L. D. & CAYLOR, M. L. 2006. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409-434.
- BROWN, L. D. & CAYLOR, M. L. 2009. Corporate governance and firm operating performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32, 129-144.
- CHEN, X., SASAKI, T., BRÄNNSTRÖM, Å. & DIECKMANN, U. 2015. First carrot, then stick: how the adaptive hybridization of incentives promotes cooperation. *Journal of The Royal Society Interface*, 12.
- CHRISTIE, A. A. 1982. The stochastic behavior of common stock variances value, leverage and interest rate effects. *Journal of Financial Economics*, 10, 407-432.
- CHU, W. 2009. The influence of family ownership on SME performance evidence from public firms in Taiwan. *Small business economics*, 33, 353-373.
- CLAUSSEN, C. P. & BRÖCKER, N. 2002. Der Corporate-Governance-Kodex aus der Perspektive der kleinen und mittleren Börsen-AG. *Der Betrieb : Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht*, 55, 1199-1206.
- COASE, R. H. 1937. *The nature of the firm*.
- COASE, R. H. 1960. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, 3, 1-40.
- COENENBERG, A. G. 2001. *Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse : Grundfragen der Bilanzierung nach betriebswirtschaftlichen, handelsrechtlichen, steuerrechtlichen und internationalen Grundsätzen [Hauptbd.] [...]*, Landsberg/Lech, Verl. Moderne Industrie.

- CREMERS, K. J. M. & NAIR, V. B. 2005. Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60, 2859-2894.
- CROMME, G. & KONFERENZ DEUTSCHER CORPORATE-GOVERNANCE-KODEX 2002. *Corporate Governance Report 2002 : Vorträge und Diskussionen der 1. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex*, Stuttgart, Schäffer-Poeschel.
- DADALT, P. J., DONALDSON, J. & GARNER, J. 2003. Will any q Do? Firm Characteristics and Divergences in Estimates of Tobin's q. *Journal of Financial Research*, 26, S. 535-51.
- DAVIS, J. H., SHOORMAN, F. D. & DONALDSON, L. 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- DCGK 2003. Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 21. Mai 2003. Düsseldorf.
- DCGK 2005. Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 2. Juni 2005. Düsseldorf.
- DCGK, R. 2015. *Kodex* [Online]. Available: <http://www.dcgk.de/de/kodex.html> [Accessed 31.10.2015 2015].
- DEMSETZ, H. & VILLALONGA, B. 2001. Ownership structure and corporate performance. *The journal of corporate finance : contracting, governance and organization*, 7, 209-233.
- DENIS, D. K. 2001. Twenty-five years of corporate governance research ... and counting. *Review of Financial Economics*, 10, 191-212.
- DEUTSCHE REGIERUNGSKOMMISSION CORPORATE GOVERNANCE & BAUMS, T. 2001. *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts*, Köln, O. Schmidt.
- DONALDSON, L. 1990. The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory. *Academy of Management Review*, 22, 369-381.
- DONALDSON, L. & DAVIS, J. H. 1991. Stewardship theory or agency theory : CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.
- DÖRNER, D. & ORTH, C. 2005. Bedeutung der Corporate Governance für Unternehmen und Kapitalmärkte. In: PFITZER, N., OSER, P. & ORTH, C. (eds.) *Deutscher Corporate Governance Kodex : ein Handbuch für Entscheidungsträger*. 2. überarbeitete und aktualisierte Auflage ed. Stuttgart.
- DROBETZ, W., SCHILLHOFER, A. & ZIMMERMANN, H. 2004. Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10, 267-293.
- DUTZI, A. 2005. *Der Aufsichtsrat als Instrument der Corporate Governance : ökonomische Analyse der Veränderungen im Corporate-Governance-System börsennotierter Aktiengesellschaften*, Wiesbaden, Dt. Univ.-Verl.
- EASTERBROOK, F. H. & FISCHER, D. R. 1991. *The economic structure of corporate law*, Cambridge, Mass. u.a., Harvard Univ. Press.
- ENRIQUES, L. & VOLPIN, P. 2007. Corporate governance reforms in continental Europe. *The Journal of Economic Perspectives*, 21, 117-140.
- FAMA, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47, 427-465.
- FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of financial economics*, 33, S. 3-56.

- FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. 1995. Size and book-to-market factors in earnings and returns. *The Journal of Finance*, 50, 131-155.
- FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. 1996a. The CAPM is wanted, dead or alive. *The Journal of Finance*, 51, S. 1947-1958.
- FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. 1996b. Multifactor explanations of asset pricing anomalies. *The Journal of Finance*, 51, 55-84.
- FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. 1998. Value versus growth the international evidence. *The journal of finance : the journal of the American Finance Association*, 53, S. 1975-1999.
- FARINHA, J. 2003. Corporate Governance: A Survey of the Literature. *Universidade do Porto Economia Discussion Paper* [Online].
- FRENCH, K. R., SCHWERT, G. W. & STAMBAUGH, R. F. 1987. Expected stock returns and volatility. *Journal of Financial Economics*, 19, S. 3-29.
- FUNK, C. 2008. *Gestaltung effizienter interner Kapitalmärkte in Konglomeraten*, Frankfurt am Main u.a., Lang.
- GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON. 2014a. *Stichwort: Bestimmtheitsmaß* [Online]. Available: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/57754/bestimmtheitsmass-v11.html> [Accessed 5. Dezember 2014].
- GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON. 2014b. *Stichwort: Beta-Koeffizient* [Online]. Available: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/817/beta-koeffizient-v7.html> [Accessed 14. Juni 2014].
- GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON. 2014c. *Stichwort: Capital Asset Pricing Model (CAPM)* [Online]. Available: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/119/capital-asset-pricing-model-capm-v8.html> [Accessed 14. Juni 2014].
- GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON. 2014d. *Stichwort: Leverage-Effekt* [Online]. Available: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/8064/leverage-effekt-v6.html> [Accessed 14. Juni 2014].
- GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON. 2014e. *Stichwort: Multikollinearität* [Online]. Available: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/89692/multikollinearitaet-v11.html> [Accessed 14. Juni 2014].
- GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON. 2014f. *Stichwort: Rentabilität* [Online]. Available: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/798/rentabilitaet-v12.html> [Accessed 14. Juni 2014].
- GABLER WIRTSCHAFTSLEXIKON. 2014g. *Stichwort: Volatilität* [Online]. Available: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/13869/volatilitaet-v10.html> [Accessed 14. Juni 2014].
- GERUM, E. 1992. Unternehmensverfassung. In: FRESE, E. (ed.) *Handwörterbuch der Organisation, Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre*. 3 ed. Stuttgart: Poeschel.
- GILLAN, S. L. 2006. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- GOMPERS, P., ISHII, J. & METRICK, A. 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- GONCHAROV, I., WERNER, J. R. & ZIMMERMANN, J. 2006. Does Compliance with the German Corporate Governance Code have an Impact on Stock Valuation? *Corporate Governance: An International Review*, 14, 430-443.
- GRANT, R. M., JAMMINE, A. P. & THOMAS, H. 1988. Diversity, Diversification, and Profitability among British Manufacturing Companies, 1972-84. *The Academy of Management Journal*, 31, 771-801.

- GROTHER, P. 2006. *Unternehmensüberwachung durch den Aufsichtsrat : ein Beitrag zur Corporate-Governance-Diskussion in Deutschland*, Frankfurt am Main [u.a.], Lang.
- GRUNDEL, J. 2008. Are managers agents or stewards of their principals? : logic, critique, and reconciliation of two conflicting theories of corporate governance. *Journal für Betriebswirtschaft*, 58, 141-166.
- HANDBUCH NATURWISSENSCHAFTEN 2005. *Handbuch Naturwissenschaften*. Köln: Naumann und Göbel.
- HART, O. 1995a. *Firms, contracts, and financial structure*, Oxford [u.a.], Clarendon Press.
- HART, O. S. D. A. 1995b. Corporate governance : some theory and implications. *Economic Journal*, 105, 678-689.
- HENNE, A. 2011. *Information und Corporate Governance : das Informationsmodell im Börsengesellschaftsrecht*, Baden-Baden, Nomos.
- HIMMELBERG, C. P., HUBBARD, R. G. & PALIA, D. 1999. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of financial economics*, 53, S. 353-384.
- HOFFMANN BECKING, M. 2010. Deutscher Corporate Governance Kodex - Anmerkungen zu Zulässigkeit, Inhalt und Verfahren. In: KINDLER, P. (ed.) *Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag*. München.
- HOMMEL, U. & PRITSCH, G. 2001. Anreizprobleme zwischen Management und Unternehmenseigner - Implikationen für Investoren und Shareholder-Value. In: ACHLEITNER, A. K. & THOMA, G. F. (eds.) *Handbuch Corporate Finance*. 2 ed. Köln: Deutscher Wirtschaftsdienst.
- HOMMELHOFF, P. & SCHWAB, M. 2009. Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance Gesetz, Satzung, Codices, unternehmensinterne Grundsätze. In: HOMMELHOFF, P., HOPT, K. J. & V. WERDER, A. (eds.) *Handbuch Corporate Governance : Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*. 2. Auflage ed. Stuttgart.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2002. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2003. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2004. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2005. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2006. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2007. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2008. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2009. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2010. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2011. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOPPENSTEDT AKTIENFÜHRER 2012. Darmstadt, Hoppenstedt Financial Information.
- HOSHI, T. 1998. Japanese Corporate Governance as a System. In: HOPT, K. J., HIDEKI KANDA, M. J. R., WYMEERSCH, E. & PRIGGE, S. (eds.) *Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research*. Oxford.
- HULL, J. C. 2012. *Risk management and financial institutions*, Hoboken, NJ, Wiley.
- INGLEY, C. B. & VAN DER WALT, N. T. 2004. Corporate Governance, Institutional Investors and Conflicts of Interest. *Corporate Governance: An International Review*, 12, 534-551.
- JAHN, D. F., RAPP, M. S., STRENGER, C. & WOLFF, M. 2011. Die Wirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex aus Investorenperspektive : Ergebnisse einer Studie ; inwieweit besteht ein Zusammenhang zwischen der Kodex-Befolgung deutscher Prime-Standard-Unternehmen und deren Kapitalperformance? *Zeitschrift für Corporate Governance*, 6, 64-68.

- JASCHKE, T. 1989. *Die betriebswirtschaftliche Überwachungsfunktion aktienrechtlicher Aufsichtsräte*, Köln, Müller Botermann.
- JEGADEESH, N. & TITMAN, S. 1993. Returns to buying winners and selling losers implications for stock market efficiency. *The journal of finance : the journal of the American Finance Association*, 48, S. 65-91.
- JENSEN, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48, 831-880.
- JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H. 1976. Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*.
- JENSEN, M. C. & RUBACK, R. S. 1983. The market for corporate control the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- KAPLAN, S. N. & MINTON, B. A. 1994. Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.
- KARPOFF, J. M., MALATESTA, P. H. & WALKLING, R. A. 1996. Corporate governance and shareholder initiatives : empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 42, 365-395.
- KENNEDY, P. 2009. *A guide to econometrics*, Malden, Mass. [u.a.], Blackwell.
- KIETHE, K. M. 2003. Falsche Erklärung nach § 161 AktG - Haftungsverschärfung für Vorstand und Aufsichtsrat? *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 6, S. 559-567.
- KLEIN, B., CRAWFORD, R. G. & ALCHIAN, A. A. 1978. Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. *The journal of law & economics*, 21, 297-326.
- KODEX, R. D. C. G. 2010. Deutscher Corporate Governance-Kodex.
- KÖHLER, M. 2010. Corporate Governance and Current Regulation in the German Banking Sector: An Overview and Assessment. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.
- KOHLER, U. & KREUTER, F. 2012. *Datenanalyse mit Stata - Allgemeine Konzepte der Datenanalyse und ihre praktische Anwendung*, München, Oldenbourg.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. & SHLEIFER, A. 1999. Corporate ownership around the world. *The journal of finance : the journal of the American Finance Association*, 54, 471-517.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. 1997. Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- LA PORTA, R. L., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. & VISHNY, R. 2002. Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57, S. 1147-1170.
- LAKONISHOK, J., SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*, 49, 1541-1578.
- LEVINE, R. 1999. *Law, finance and economic growth*, [s.l.], Academic Press.
- LINTNER, J. 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The review of economics and statistics*, 47, 13-37.
- LOVE, I. 2011. Corporate governance and performance around the world what we know and what we don't. *The World Bank research observer*, 26, 42-70.
- MANKIW, N. G. & WAGNER, A. 2004. *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*, Stuttgart, Schäffer-Poeschel.
- MANNE, H. G. 1965. Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy*, 73, 110-120.
- MAYRING, P. 1991. Qualitative Inhaltsanalyse. In: FLICK, U., V. KARDOFF, E., KEUPP, H., V. ROSENSTIEL, L. & WOLFF, S. (eds.) *Handbuch qualitative Forschung*:

- Grundlagen, Konzepte und Anwendungen*. München: Beltz - Psychologie Verl. Union.
- MAYRING, P. 2010. Qualitative Inhaltsanalyse Grundlagen und Techniken. 11., aktualisierte und überarb. Aufl. ed. Weinheim [u.a.]: Beltz.
- MCEVILY, B., PERRONE, V. & ZAHEER, A. 2003. Trust as an organizing principle. *Organization Science*, 14, 91-103.
- MENZ, K.-M. & NELLES, M. 2009. Corporate Governance und Credit Spreads Korrelation, Kausalität oder weder noch? *Finanz-Betrieb*, 11, 128-136.
- METTEN, M. 2010. *Corporate Governance : eine aktienrechtliche und institutionenökonomische Analyse der Leitungsmaxime von Aktiengesellschaften*, Wiesbaden, Gabler.
- MIKUS, B. 1998. *ZP-Stichwort : Principal-Agent-Theorie*.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48, 261-297.
- MONKS, R. A. G. & MINOW, N. 1996. *Watching the watchers : corporate governance for the 21st century*, Cambridge [u.a.], Blackwell Business.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, S. 293-315.
- MORCK, R., SHLEIFER, A. & VISHNY, R. W. 1989. Alternative mechanisms for corporate control. *The American Economic Review*, 79, 842-852.
- MORNINGSTAR. 2013. *Total Portfolio Performance Attribution Methodology* [Online]. Available: <http://corporate.morningstar.com/US/documents/MethodologyDocuments/MethodologyPapers/TotalPortfolioPerformanceAttributionMethodology.pdf> [Accessed 17. Februar 2015].
- MUSTAGHNI, B. 2012. *Einfluss von Corporate Governance auf den Erfolg von Unternehmen : eine Untersuchung börsennotierter Unternehmen in Deutschland*, Frankfurt am Main u.a., Lang.
- MYERS, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- NINI, G., SMITH, D. C. & SUFI, A. 2012. Creditor control rights, corporate governance, and firm value. *The review of financial studies*, 25, 1713-1761.
- NIPPA, M. 2002. Alternative Konzepte für eine effiziente Corporate Governance. Von Trugbildern, Machtansprüchen und vernachlässigten Ideen. In: NIPPA, M., PETZOLD, K. & KÜRSTEN, W. (eds.) *Corporate Governance. Herausforderungen und Lösungsansätze*. Heidelberg: Physica-Verl.
- NOWAK, E., ROTT, R. & MAHR, T. G. 2005. Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? : Eine empirische Analyse der Selbstregulierung und Kapitalmarktrelevanz des Deutschen Corporate Governance Kodex. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 34, 252-279.
- NOWAK, E., ROTT, R. & MAHR, T. G. 2006. The (ir)relevance of disclosure of compliance with corporate governance codes : evidence from the German stock market. *Research Paper Series Nr. 06-11*, Swiss Finance Institute.
- OLSON, M. 1992. *Die Logik des kollektiven Handelns: Kollektivgüter und die Theorie der Gruppen*, Tübingen, Mohr.
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT 2004. *OECD-Grundsätze der Corporate Governance 2004*. Paris: OECD Publishing.
- OSTROM, E. & SCHÖLLER, E. 1999. *Die Verfassung der Allmende : jenseits von Staat und Markt*, Tübingen, Mohr Siebeck.

- PADGETT, C. 2012. *Corporate governance : theory and practice*, Basingstoke, Hampshire [u.a.], Palgrave Macmillan.
- PEASNELL, K. V., POPE, P. F. & YOUNG, S. 2003. Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors. *European Financial Management*, 9, 231-250.
- PICOT, A., DIETL, H. & FRANCK, E. 2012. *Organisation : Theorie und Praxis aus ökonomischer Sicht*, Stuttgart, Schäffer-Poeschel.
- PICOT, A. & SCHULLER, S. 2001. Corporate Governance. In: JOST, P.-J. (ed.) *Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- PRIGGE, S. 2006. *Corporate-Governance-Strukturen deutscher Unternehmen als System eine empirische Untersuchung*, Hamburg.
- PRIGGE, S. 2010. Die Überwachung der Vorstandstätigkeit durch den Aufsichtsrat. In: GRUNDEI, J. & ZAUMSEIL, P. (eds.) *Der Aufsichtsrat im System der Corporate Governance: Betriebswirtschaftliche und juristische Perspektiven*. Wiesbaden.
- PRIGGE, S. & STEENBOCK, A. 2002. Pensionsfondsaktivismus Chancen und Risiken einer Reform der Alterssicherung für die Corporate Governance in Deutschland. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft : ZfB*, 72, 777-795.
- RAPP, M. S., SCHMID, T. & WOLFF, M. 2011. Hard or Soft Regulation of Corporate Governance. *HHL Research Paper Series in Corporate Governance No. 6*.
- REGIERUNGSKOMMISSION DCGK. 2010. Deutscher Corporate Governance-Kodex. Available: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/kodex_2010/D_CorGov_Endfassung_Mai_2010.pdf [Accessed 21. November 2012].
- REUTER, W. 2001. Retter im Zwielficht. *Der Spiegel*.
- RICHTER, R., FURUBOTN, E. G. & STREISSLER, M. 2003. *Neue Institutionenökonomik : eine Einführung und kritische Würdigung*, Tübingen, Mohr Siebeck.
- RINGLEB, H.-M., KREMER, T., LUTTER, M. & V. WERDER, A. 2005. *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex. Kodex-Kommentar*, München, Beck.
- RINGLEB, H.-M., KREMER, T., LUTTER, M. & V. WERDER, A. 2008. *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex. Kodex-Kommentar*, München, Beck.
- RINGLEB, H.-M., KREMER, T., LUTTER, M. & V. WERDER, A. 2010. *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex. Kodex-Kommentar*, München, Beck.
- RINGLEB, H.-M., KREMER, T., LUTTER, M. & VON WERDER, A. 2003. *Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex. Kodex-Kommentar*, München, Beck.
- ROLL, R. 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers.
- ROSS, S. A. 1973. The economic theory of agency: The principal's problem. *The American economic review*, 63, 134-139.
- SALANCIK, G. R. & PFEFFER, J. 1980. Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in U.S. Corporations. *Academy of Management Journal*, 23, 653-664.
- SCHARFSTEIN, D. S. 1988. The disciplinary role of takeovers. *The Review of Economic Studies*, 55, 185-199.
- SCHELLING, T. C. 1978. *Micromotives and macrobehavior*, New York u.a., Norton.
- SCHMIDT, R. H. & TERBERGER, E. 1996. Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie. 3., vollständig neu bearbeitete und wesentlich erweiterte Auflage ed. Wiesbaden ;s.l.: Gabler Verlag.
- SCHMIDT, R. H. & WEIS, M. 2003. *Shareholder vs. Stakeholder : ökonomische Fragestellungen*, Frankfurt am Main, Johann-Wolfgang-Goethe-Univ. Fachbereich Wirtschaftswiss.

- SCHMIDT-TRENZ, H.-J. 1996. *Die Logik kollektiven Handelns bei Delegation : Das Organisationsdilemma der Verbände am Beispiel des Beitragszwangs bei den Industrie- und Handelskammern*, Tübingen, Mohr.
- SCHUMPETER, J. 1908. *Das Wesen und der Hauptinhalt der theoretischen Nationalökonomie*, Leipzig, Duncker & Humblot.
- SCOTT, K. 1999. Institutions of corporate governance. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)*, 155, 3-13.
- SEIBT, C. H. 2002. Deutscher corporate governance Kodex und Entsprechungs-Erklärung (§ 161 AktG-E). *Die Aktiengesellschaft : AG Zeitschr. für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 47, 249-259.
- SHARPE, W. F. 1964. Capital asset prices a theory of market equilibrium under condition of risk. *The journal of finance : the journal of the American Finance Association*, 19, 425-442.
- SHLEIFER, A. & VISHNY, R. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.
- SHORT, H. 1994. Ownership, control, financial structure and the performance of firms. *Journal of economic surveys*, 8, S. 203-249.
- SIMON, H. A. 1957. *Models of man : social and rational ; mathematical essays on rational human behavior in a social setting*, New York, NY [u.a.], Wiley.
- SMITH, A. & RECKTENWALD, H. C. 1999. *Der Wohlstand der Nationen : eine Untersuchung seiner Natur und seiner Ursachen*, München, Dt. Taschenbuch-Verl.
- STIGLBAUER, M. 2010. *Corporate Governance Berichterstattung und Unternehmenserfolg : eine empirische Untersuchung für den deutschen Aktienmarkt*, Wiesbaden, Gabler.
- STIGLBAUER, M. & VELTE, P. 2014. Impact of soft law regulation by corporate governance codes on firm valuation the case of Germany. 14, 395-406.
- SUTER, R. 2000. *Corporate governance & management compensation : Wertsteigerung durch Lösung des Manager-Investoren-Konflikts*, Zürich, Versus.
- SWOBODA, P. & WALLAND, G. 1987. Zur Erfolgsabhängigkeit der Managerentlohnung in Österreich und zur Transparenz des österreichischen Managermarktes. *Journal für Betriebswirtschaft : JfB state-of-the-art-reviews der internationalen betriebswirtschaftlichen Forschung*, 37, 210-226.
- THEISEN, M. R. 2014. Aufstieg und Fall der Idee vom Deutschen Corporate Governance Kodex. 67, 2057-2064.
- THEISEN, M. R. & RASSHOFE, M. 2007. Wie gut ist "gute Corporate Governance"? ein aktueller Praxistest. *Der Betrieb : Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht*, 60, 1317-1321.
- THOMMEN, J.-P. 2014. Stichwort: Anspruchsgruppen. In: VERLAG, S. G. (ed.) *Gabler Wirtschaftslexikon*. online im Internet: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/1202/anspruchsgruppen-v6.html>.
- THOMSEN, S. & PEDERSEN, T. 1998. Industry and ownership structure. *International review of law and economics*, 18, 385-402.
- THOMSON FINANCIAL DATASTREAM. 2014a. *Market value / market capitalisation – datatype (MV)* [Online]. Available: <http://product.datastream.com/Navigator/HelpFiles/DatatypeDefinitions/en/0/MV.htm> [Accessed 14. Juni 2014].
- THOMSON FINANCIAL DATASTREAM. 2014b. *Market value to book value - datatype (MTBV)* [Online]. Available: <http://product.datastream.com/Navigator/HelpFiles/DatatypeDefinitions/en/0/MTBV.htm> [Accessed 14. Juni 2014].

- THOMSON FINANCIAL DATASTREAM. 2014c. *Return on Assets - datatype (ROA)* [Online]. Available:
http://product.datastream.com/Navigator/HelpFiles/DatatypeDefinitions/en/0/return_on_assets_roa_1.htm [Accessed 14. Juni 2014].
- THOMSON FINANCIAL DATASTREAM. 2014d. *Return on Equity - datatype (ROE)* [Online]. Available:
http://product.datastream.com/Navigator/HelpFiles/DatatypeDefinitions/en/0/return_on_equity_roe_1.htm [Accessed 14. Juni 2014].
- THOMSON FINANCIAL DATASTREAM. 2014e. *Total Investment Return* [Online]. Available:
<http://product.datastream.com/Navigator/HelpFiles/DatatypeDefinitions/en/0/WC08801.htm> [Accessed 14. Juni 2014].
- TOBIN, J. 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Wachstum und Entwicklung der Wirtschaft*, 1, 15-29.
- TÖLLER, A. E. 2009. Freiwillige Regulierung zwischen Staat und Markt der Deutsche Corporate Governance-Kodex (DCGK). *Der moderne Staat : dms Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management*, 2, 293-313.
- V. WERDER, A., TALAULICAR, T. & KOLAT, G. L. 2003. Kodex-Report 2003 die Akzeptanz der Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. 56, 1857-1863.
- VELTE, P. 2009. Die Corporate Governance-Berichterstattung des Aufsichtsrats : eine empirische Untersuchung im deutschen Prime Standard zum Einfluss auf die Unternehmensperformance. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 61, 702-737.
- VELTE, P. 2010. Stewardship-Theorie. *Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung*, 20, 285-293.
- VON WERDER, A. 2008. *Führungsorganisation : Grundlagen der Corporate Governance, Spitzen- und Leitungsorganisation*, Wiesbaden, Gabler.
- VON WERDER, A. 2009. Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance. In: HOMMELHOFF, P., HOPT, K. J. & WERDER, A. V. (eds.) *Handbuch Corporate Governance*. 2. ed. Stuttgart [u.a.]: Schäffer-Poeschel [u.a.].
- VON WERDER, A. & GRUNDEI, J. 2003. Evaluation der Corporate Governance. In: HOMMELHOFF, P., HOPT, K., WERDER, A. VON (ed.) *Handbuch Corporate Governance : Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*. Köln, Stuttgart: Schmidt.
- VON WERDER, A. & TALAULICAR, T. 2005. Kodex Report 2005: die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. *Der Betrieb : Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht*, 58, 841-846.
- VON WERDER, A. & TALAULICAR, T. 2007. Kodex Report 2007 : die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex. *Der Betrieb: Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht*, 60, 869-875.
- VON WERDER, A., TALAULICAR, T. & KOLAT, G. L. 2003. Kodex-Report 2003 die Akzeptanz der Empfehlungen des deutschen corporate governance Kodex. *Der Betrieb : Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht*, 56, 1857-1863.
- WEBER-REY, D. 2008. Gesellschafts- und aufsichtsrechtliche Herausforderungen an die Unternehmensorganisation aktuelle Entwicklungen im Bereich Corporate Governance, Compliance und Risikomanagement. *Die Aktiengesellschaft : AG*

- Zeitschr. für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 53, 345-359.
- WEIZSÄCKER, C. C. V. 1984. Was leistet die Property Rights Theorie für aktuelle wirtschaftspolitische Fragestellungen? In: NEUMANN, M. (ed.) *Ansprüche, Eigentums- und Verfügungsrechte : Arbeitstagung des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften in Basel 1983*. Berlin: Duncker & Humblot.
- WELGE, M. K. & EULERICH, M. 2012. *Corporate-Governance-Management : Theorie und Praxis der guten Unternehmensführung*, Wiesbaden, Gabler.
- WIESNER, P. M. 2003. Corporate Governance und kein Ende. Zum Aktionsplan der EU-Kommission über die Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance. *ZIB - Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 24, S. 977-980.
- WILLIAMSON, O. E. 1985. *The economic institutions of capitalism : firms, markets, relational contracting*, New York, NY [u.a.], Free Press [u.a.].
- WILLIAMSON, O. E. 1991. Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. *Administrative Science Quarterly*, 36, S. 269-296.
- WILLIAMSON, O. E. & STREISSLER, M. 1990. *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus : Unternehmen, Märkte, Kooperationen*, Tübingen, Mohr.
- WITT, P. 2003. *Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb*, Wiesbaden, Dt. Univ.-Verl.
- WÖHE, G. & DÖRING, U. 2008. *Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, München, Vahlen.
- WOHLMANNSTETTER, G. 2011. Corporate Governance von Banken. In: HOPT, K. J. & WOHLMANNSTETTER, G. (eds.) *Handbuch Corporate Governance von Banken*. 1. Auflage ed. München: Vahlen.
- WOOLDRIDGE, J. M. 2002. *Econometric analysis of cross section and panel data*, Cambridge, Mass. [u.a.], MIT Press.
- WOOLDRIDGE, J. M. 2003. *Introductory econometrics a modern approach*, Mason, Ohio [u.a.], Thomson South-Western.
- WU, M.-L. 2006. Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta-Analysis. *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, 8, 163-171.
- ZINGALES, L. 1998. *Corporate governance*, London, Centre for Economic Policy Research.
- ZÖLLNER, C. 2007. *Interne Corporate Governance : Entwicklung einer Typologie*, Wiesbaden, Dt. Univ.-Verl.
- ZWIEBEL, J. 1995. Corporate conservatism and relative compensation. *Journal of Political Economy*, 103, 1-25.

Anhang

1. Übersicht aller Empfehlungen mit Text

Die Inhalte der einzelnen Empfehlungen wurden jeweils der neuesten Fassung des Kodex (bis 2010) entnommen. Gleichzeitig wurden einzelne Wörter ergänzt, um die Empfehlungen auch einzeln betrachtet verständlich zu machen.

Tabelle 31: Aller Empfehlungen mit Text

Empfehlung	Inhalt
2.3.1	Der Vorstand soll die vom Gesetz für die Hauptversammlung verlangten Berichte und Unterlagen einschließlich des Geschäftsberichts leicht zugänglich auf der Internetseite der Gesellschaft zusammen mit der Tagesordnung veröffentlichen.
2.3.2	Die Gesellschaft soll allen in- und ausländischen Finanzdienstleistern, Aktionären und Aktionärsvereinigungen die Einberufung der Hauptversammlung mitsamt den Einberufungsunterlagen auf elektronischem Wege übermitteln, wenn die Zustimmungserfordernisse erfüllt sind.
2.3.3 1. Satz	Die Gesellschaft soll den Aktionären die persönliche Wahrnehmung ihrer Rechte erleichtern.
2.3.3 2. Satz (bis 2009)	Auch bei der Stimmrechtsvertretung soll die Gesellschaft die Aktionäre unterstützen.
2.3.3 2. Satz	Auch bei der Briefwahl und der Stimmrechtsvertretung soll die Gesellschaft die Aktionäre unterstützen.
2.3.3 3. Satz	Der Vorstand soll für die Bestellung eines Vertreters für die weisungsgebundene Ausübung des Stimmrechts der Aktionäre sorgen;
3.4	Der Aufsichtsrat soll die Informations- und Berichtspflichten des Vorstands näher festlegen.
3.8	Schließt die Gesellschaft für Vorstand und Aufsichtsrat eine D&O-Versicherung ab, so soll ein angemessener Selbstbehalt vereinbart werden.
3.8 (seit 2009)	In einer D&O-Versicherung für den Aufsichtsrat soll ein entsprechender Selbstbehalt vereinbart werden.
3.10 1. Satz	Vorstand und Aufsichtsrat sollen jährlich im Geschäftsbericht über die Corporate Governance des Unternehmens berichten (Corporate Governance Bericht).
3.10 2. Satz	Hierzu gehört auch die Erläuterung eventueller Abweichungen von den Empfehlungen dieses Kodex.
3.10 4. Satz	Die Gesellschaft soll nicht mehr aktuelle Entsprechenserklärungen zum Kodex fünf Jahre lang auf ihrer Internetseite zugänglich halten.
4.1.5	Der Vorstand soll bei der Besetzung von Führungsfunktionen im Unternehmen auf Vielfalt (Diversity) achten und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen anstreben.
4.2.1 1. Satz; 1. HS	Der Vorstand soll aus mehreren Personen bestehen...
4.2.1 1. Satz; 2. HS	...und einen Vorsitzenden oder Sprecher haben.
4.2.1 2. Satz	Eine Geschäftsordnung soll die Arbeit des Vorstands, insbesondere die Ressortzuständigkeiten einzelner Vorstandsmitglieder, die dem Gesamtvorstand vorbehaltenen Angelegenheiten sowie die erforderliche Beschlussmehrheit bei Vorstandsbeschlüssen (Einstimmigkeit oder Mehrheitsbeschluss) regeln.
4.2.2 Abs. 1; 1. Satz; 1. HS	Das Aufsichtsratsplenum setzt auf Vorschlag des Gremiums, das die Vorstandsverträge behandelt, die Gesamtvergütung der einzelnen Vorstandsmitglieder fest und soll

	das Vergütungssystem für den Vorstand beschließen...
4.2.2 Abs. 1; 1. Satz; 2. HS	...und regelmäßig überprüfen.
4.2.2 Abs. 3	Soweit vom Aufsichtsrat zur Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung ein externer Vergütungsexperte hinzugezogen wird, soll auf dessen Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. vom Unternehmen geachtet werden.
4.2.3 Abs. 2; 2. Satz	Die monetären Vergütungsteile sollen fixe und variable Bestandteile umfassen.
4.2.3 Abs. 2; 4. Satz	Sowohl positiven als auch negativen Entwicklungen soll bei der Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile Rechnung getragen werden.
4.2.3 Abs. 3; 2. Satz	[Aktienoptionen und vergleichbare Gestaltungen] sollen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sein.
4.2.3 Abs. 3; 3. Satz	Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter soll ausgeschlossen sein.
4.2.3 Abs. 3; 4. Satz (bis 2008)	Für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbaren.
4.2.3 Abs. 3; 1. Satz; 1. HS (bis 2006)	Die Grundzüge des Vergütungssystems
4.2.3 Abs. 3; 1. Satz; 2. HS (bis 2006)	sowie die konkrete Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter sollen auf der Internetseite der Gesellschaft in allgemein verständlicher Form bekannt gemacht und im Geschäftsbericht erläutert werden.
4.2.3 Abs. 3; 2. Satz (bis 2006)	Hierzu sollen auch Angaben zum Wert von Aktienoptionen gehören.
4.2.3 Abs. 4; 1. Satz; 1. HS	Bei Abschluss von Vorstandsverträgen soll darauf geachtet werden, dass Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit ohne wichtigen Grund einschließlich Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap)...
4.2.3 Abs. 4; 1. Satz; 2. HS	... und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrages vergüten.
4.2.3 Abs. 4; 2. Satz	Für die Berechnung des Abfindungs-Caps soll auf die Gesamtvergütung des abgelaufenen Geschäftsjahres und gegebenenfalls auch auf die voraussichtliche Gesamtvergütung für das laufende Geschäftsjahr abgestellt werden.
4.2.3 Abs. 5	Eine Zusage für Leistungen aus Anlass der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit infolge eines Kontrollwechsels (Change of Control) soll 150 % des Abfindungs-Caps nicht übersteigen.
4.2.3 Abs. 6	Der Vorsitzende des Aufsichtsrats soll die Hauptversammlung über die Grundzüge des Vergütungssystems und deren Veränderung informieren.
4.2.4 1. Satz (bis 2006)	Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden.
4.2.4 2. Satz (bis 2006)	Die Angaben sollen individualisiert erfolgen.
4.2.5 Abs. 1; 1. Satz	Die Offenlegung soll in einem Vergütungsbericht erfolgen, der als Teil des Corporate Governance Berichts auch das Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form erläutert.
4.2.5 Abs. 2 ¹⁴⁹	Der Vergütungsbericht soll auch Angaben zur Art der von der Gesellschaft erbrachten Nebenleistungen enthalten.
4.2.5 Abs. 2; 1. Satz (bis 2009)	Die Darstellung der konkreten Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter soll deren Wert umfassen.
4.2.5 Abs. 2; 2. Satz (bis 2009)	Bei Versorgungszusagen soll jährlich die Zuführung zu den Pensionsrückstellungen oder Pensionsfonds angegeben werden.
4.3.4 1. Satz	Jedes Vorstandsmitglied soll Interessenkonflikte dem Aufsichtsrat gegenüber unver-

¹⁴⁹ Bis 2009 Abs. 3.

	züglich offen legen und die anderen Vorstandsmitglieder hierüber informieren.
4.3.4 3. Satz	Wesentliche Geschäfte sollen der Zustimmung des Aufsichtsrats bedürfen.
4.3.5	Vorstandsmitglieder sollen Nebentätigkeiten, insbesondere Aufsichtsratsmandate außerhalb des Unternehmens, nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats übernehmen.
5.1.2 Abs. 1; 2. Satz	Bei der Zusammensetzung des Vorstands soll der Aufsichtsrat auch auf Vielfalt (Diversity) achten und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen anstreben.
5.1.2 Abs. 1; 3. Satz ¹⁵⁰	Er soll gemeinsam mit dem Vorstand für eine langfristige Nachfolgeplanung sorgen.
5.1.2 Abs. 2; 2. Satz	Eine Wiederbestellung vor Ablauf eines Jahres vor dem Ende der Bestelldauer bei gleichzeitiger Aufhebung der laufenden Bestellung soll nur bei Vorliegen besonderer Umstände erfolgen.
5.1.2 Abs. 2; 3. Satz	Eine Altersgrenze für Vorstandsmitglieder soll festgelegt werden.
5.1.3	Der Aufsichtsrat soll sich eine Geschäftsordnung geben.
5.2 Abs. 2	Der Aufsichtsratsvorsitzende soll zugleich Vorsitzender der Ausschüsse sein, die die Vorstandsverträge behandeln und die Aufsichtsratssitzungen vorbereiten.
5.2 Abs. 3; 1. Satz	Der Aufsichtsratsvorsitzende soll mit dem Vorstand, insbesondere mit dem Vorsitzenden bzw. Sprecher des Vorstands, regelmäßig Kontakt halten und mit ihm die Strategie, die Geschäftsentwicklung und das Risikomanagement des Unternehmens beraten.
5.2 Abs. 3; 3. Satz	Der Aufsichtsratsvorsitzende soll sodann den Aufsichtsrat unterrichten und erforderlichenfalls eine außerordentliche Aufsichtsratssitzung einberufen.
5.3.1	Der Aufsichtsrat soll abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Anzahl seiner Mitglieder fachlich qualifizierte Ausschüsse bilden.
5.3.2 1. Satz	Der Aufsichtsrat soll einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) einrichten, der sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung, des Risikomanagements und der Compliance, der erforderlichen Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, der Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer, der Bestimmung von Prüfungsschwerpunkten und der Honorarvereinbarung befasst.
5.3.2 2. Satz	Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses soll über besondere Kenntnisse und Erfahrungen in der Anwendung von Rechnungslegungsgrundsätzen und internen Kontrollverfahren verfügen.
5.3.3	Der Aufsichtsrat soll einen Nominierungsausschuss bilden, der ausschließlich mit Vertretern der Anteilseigner besetzt ist und dem Aufsichtsrat für dessen Wahlvorschläge an die Hauptversammlung geeignete Kandidaten vorschlägt.
5.4.1 Abs. 2; 1. Satz	Der Aufsichtsrat soll für seine Zusammensetzung konkrete Ziele benennen, die unter Beachtung der unternehmensspezifischen Situation die internationale Tätigkeit des Unternehmens, potentielle Interessenskonflikte, eine festzulegende Altersgrenze für Aufsichtsratsmitglieder und Vielfalt (Diversity) berücksichtigen.
5.4.1 1. Satz (bis 2009)	Bei Vorschlägen zur Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern soll darauf geachtet werden, dass dem Aufsichtsrat jederzeit Mitglieder angehören, die über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen.
5.4.1 1. Satz; 2. HS (bis 2005)	... und hinreichend unabhängig sind.
5.4.1 2. Satz (bis 2009)	Dabei soll auch auf die internationale Tätigkeit des Unternehmens, auf potenzielle Interessenskonflikte und eine festzulegende Altersgrenze für Aufsichtsratsmitglieder sowie auf Vielfalt (Diversity) geachtet werden.
5.4.1 Abs. 2; 2. Satz	Diese konkreten Ziele sollen insbesondere eine angemessene Beteiligung von Frauen vorsehen.

¹⁵⁰ Bis 2009 2. Satz.

5.4.1 Abs. 3; 1. Satz	Vorschläge des Aufsichtsrats an die zuständigen Wahlgremien sollen diese Ziele berücksichtigen.
5.4.1 Abs. 3; 2. Satz	Die Zielsetzung des Aufsichtsrats und der Stand der Umsetzung sollen im Corporate Governance Bericht veröffentlicht werden.
5.4.1 Abs. 4	[Bei Fort- und Ausbildungsmaßnahmen] sollen [die Mitglieder des Aufsichtsrats] von der Gesellschaft angemessen unterstützt werden.
5.4.2 1. Satz	Um eine unabhängige Beratung und Überwachung des Vorstands durch den Aufsichtsrat zu ermöglichen, soll dem Aufsichtsrat eine nach seiner Einschätzung ausreichende Anzahl unabhängiger Mitglieder angehören.
5.4.2 3. Satz	Dem Aufsichtsrat sollen nicht mehr als zwei ehemalige Mitglieder des Vorstands angehören.
5.4.2 4. Satz	Aufsichtsratsmitglieder sollen keine Organfunktion oder Beratungsaufgaben bei wesentlichen Wettbewerbern des Unternehmens ausüben.
5.4.3 1. Satz	Wahlen zum Aufsichtsrat sollen als Einzelwahl durchgeführt werden.
5.4.3 2. Satz	Ein Antrag auf gerichtliche Bestellung eines Aufsichtsratsmitglieds soll bis zur nächsten Hauptversammlung befristet sein.
5.4.3 3. Satz	Kandidatenvorschläge für den Aufsichtsratsvorsitz sollen den Aktionären bekannt gegeben werden.
5.4.4 1. Satz	Der Wechsel des bisherigen Vorstandsvorsitzenden oder eines Vorstandsmitglieds in den Aufsichtsratsvorsitz oder den Vorsitz eines Aufsichtsratsausschusses soll nicht die Regel sein.
5.4.4 2. Satz	In letzterem Fall soll der Wechsel in den Aufsichtsratsvorsitz eine der Hauptversammlung zu begründende Ausnahme sein.
5.4.5 ¹⁵¹	Jedes Aufsichtsratsmitglied achtet darauf, dass ihm für die Wahrnehmung seiner Mandate genügend Zeit zur Verfügung steht. Wer dem Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft angehört, soll insgesamt nicht mehr als drei Aufsichtsratsmandate in konzernexternen börsennotierten Gesellschaften oder in Aufsichtsgremien von Gesellschaften mit vergleichbaren Anforderungen wahrnehmen.
5.4.6 Abs. 1; 3. Satz; 1. HS; Teil 1	Dabei sollen der Vorsitz...
5.4.6 Abs.1; 3. Satz; 1. HS; Teil 2	...und der stellvertretende Vorsitz im Aufsichtsrat...
5.4.6 Abs. 1; 3. Satz; 2. HS; Teil 1	...sowie der Vorsitz...
5.4.6 Abs.1; 3. Satz; 2. HS; Teil 2	...und die Mitgliedschaft in den Ausschüssen berücksichtigt werden.
5.4.6 Abs. 2	Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen neben einer festen eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten.
5.4.6 Abs. 3; 1. Satz; 1. HS	Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder soll im Corporate Governance Bericht individualisiert, ...
5.4.6 Abs. 3; 1. Satz; 2. HS	...aufgegliedert nach Bestandteilen ausgewiesen werden.
5.4.6 Abs. 3; 2. Satz	Auch die vom Unternehmen an die Mitglieder des Aufsichtsrats gezahlten Vergütungen oder gewährten Vorteile für persönlich erbrachte Leistungen, insbesondere Beratungs- und Vermittlungsleistungen, sollen individualisiert im Corporate Governance Bericht gesondert angegeben werden.
5.4.7	Falls ein Mitglied des Aufsichtsrats in einem Geschäftsjahr an weniger als der Hälfte der Sitzungen des Aufsichtsrats teilgenommen hat, soll dies im Bericht des Aufsichtsrats vermerkt werden.
5.5.2	Jedes Aufsichtsratsmitglied soll Interessenkonflikte, insbesondere solche, die auf Grund einer Beratung oder Organfunktion bei Kunden, Lieferanten, Kreditgebern oder sonstigen Geschäftspartnern entstehen können, dem Aufsichtsrat gegenüber offen legen.

¹⁵¹ Bis 2005 5.4.3.

5.5.3 1. Satz	Der Aufsichtsrat soll in seinem Bericht an die Hauptversammlung über aufgetretene Interessenkonflikte und deren Behandlung informieren.
5.5.3 2. Satz	Wesentliche und nicht nur vorübergehende Interessenkonflikte in der Person eines Aufsichtsratsmitglieds sollen zur Beendigung des Mandats führen.
5.6	Der Aufsichtsrat soll regelmäßig die Effizienz seiner Tätigkeit überprüfen.
6.3	[Die Gesellschaft] soll ihnen unverzüglich sämtliche neuen Tatsachen, die Finanzanalysten und vergleichbaren Adressaten mitgeteilt worden sind, zur Verfügung stellen.
6.4	Zur zeitnahen und gleichmäßigen Information der Aktionäre und Anleger soll die Gesellschaft geeignete Kommunikationsmedien, wie etwa das Internet, nutzen.
6.5	Informationen, die die Gesellschaft im Ausland aufgrund der jeweiligen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften veröffentlicht, sollen auch im Inland unverzüglich bekannt gegeben werden.
6.6 Abs. 1; 1. Satz	Über die gesetzliche Pflicht zur unverzüglichen Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften in Aktien der Gesellschaft hinaus, soll der Besitz von Aktien der Gesellschaft oder sich darauf beziehender Finanzinstrumente, von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern angegeben werden, wenn er direkt oder indirekt größer als 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien ist.
6.6 Abs. 1; 2. Satz	Übersteigt der Gesamtbesitz aller Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien, soll der Gesamtbesitz getrennt nach Vorstand und Aufsichtsrat angegeben werden.
6.6 Abs. 2	Die vorgenannten Angaben sollen im Corporate Governance Bericht enthalten sein.
6.7	Im Rahmen der laufenden Öffentlichkeitsarbeit sollen die Termine der wesentlichen wiederkehrenden Veröffentlichungen (u. a. Geschäftsbericht, Zwischenfinanzberichte) und der Termin der Hauptversammlung in einem "Finanzkalender" mit ausreichendem Zeitvorlauf publiziert werden.
6.8 1. Satz	Von der Gesellschaft veröffentlichte Informationen über das Unternehmen sollen auch über die Internetseite der Gesellschaft zugänglich sein.
6.8 2. Satz	Die Internetseite soll übersichtlich gegliedert sein. Veröffentlichungen sollten auch in englischer Sprache erfolgen.
7.1.1 2. Satz (bis 2007)	Sie sollen während des Geschäftsjahres durch Zwischenberichte unterrichtet werden.
7.1.1 3. Satz (bis 2007)	Der Konzernabschluss und die Zwischenberichte sollen unter Beachtung international anerkannter Rechnungslegungsgrundsätze aufgestellt werden.
7.1.2 2. Satz	Halbjahres- und etwaige Quartalsfinanzberichte sollen vom Aufsichtsrat oder seinem Prüfungsausschuss vor der Veröffentlichung mit dem Vorstand erörtert werden.
7.1.2 4. Satz; 1. HS	Der Konzernabschluss soll binnen 90 Tagen nach Geschäftsjahresende,...
7.1.2 4. Satz; 2. HS	...die Zwischenberichte sollen binnen 45 Tagen nach Ende des Berichtszeitraums, öffentlich zugänglich sein.
7.1.3	Der Corporate Governance Bericht soll konkrete Angaben über Aktienoptionsprogramme und ähnliche wertpapierorientierte Anreizsysteme der Gesellschaft enthalten.
7.1.4 1. Satz	Die Gesellschaft soll eine Liste von Drittunternehmen veröffentlichen, an denen sie eine Beteiligung von für das Unternehmen nicht untergeordneter Bedeutung hält.
7.1.4 3. Satz	Es sollen angegeben werden: Name und Sitz der Gesellschaft, Höhe des Anteils, Höhe des Eigenkapitals und Ergebnis des letzten Geschäftsjahres.
7.1.5	Im Konzernabschluss sollen Beziehungen zu Aktionären erläutert werden, die im Sinne der anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften als nahe stehende Personen zu qualifizieren sind.
7.2.1 Abs. 1; 1. Satz	Vor Unterbreitung des Wahlvorschlags soll der Aufsichtsrat bzw. der Prüfungsausschuss eine Erklärung des vorgesehenen Prüfers einholen, ob und ggf. welche geschäftlichen, finanziellen, persönlichen oder sonstigen Beziehungen zwischen dem

	Prüfer und seinen Organen und Prüfungsleitern einerseits und dem Unternehmen und seinen Organmitgliedern andererseits bestehen, die Zweifel an seiner Unabhängigkeit begründen können.
7.2.1 Abs. 1; 2. Satz	Die Erklärung soll sich auch darauf erstrecken, in welchem Umfang im vorausgegangenen Geschäftsjahr andere Leistungen für das Unternehmen, insbesondere auf dem Beratungssektor, erbracht wurden bzw. für das folgende Jahr vertraglich vereinbart sind.
7.2.1 Abs. 2	Der Aufsichtsrat soll mit dem Abschlussprüfer vereinbaren, dass der Vorsitzende des Aufsichtsrats bzw. des Prüfungsausschusses über während der Prüfung auftretende mögliche Ausschluss- oder Befangenheitsgründe unverzüglich unterrichtet wird, soweit diese nicht unverzüglich beseitigt werden.
7.2.3 Abs. 1	Der Aufsichtsrat soll vereinbaren, dass der Abschlussprüfer über alle für die Aufgaben des Aufsichtsrats wesentlichen Feststellungen und Vorkommnisse unverzüglich berichtet, die sich bei der Durchführung der Abschlussprüfung ergeben.
7.2.3 Abs. 2	Der Aufsichtsrat soll vereinbaren, dass der Abschlussprüfer ihn informiert bzw. im Prüfungsbericht vermerkt, wenn er bei Durchführung der Abschlussprüfung Tatsachen feststellt, die eine Unrichtigkeit der von Vorstand und Aufsichtsrat abgegebenen Erklärung zum Kodex ergeben.

2. Kodierregeln zur Erstellung der Erfüllungsquoten

Während es oftmals eindeutig ist, ob eine Empfehlung erfüllt oder nicht erfüllt wurde, gilt es dennoch Regeln zu formulieren, die dort, wo Abgrenzungsprobleme zwischen Kategorien bestehen, eindeutige Zuordnungen ermöglichen. (Vgl. Mayring, 2010)

Unterjährige Einführung:

- Wurde eine Änderung nach dem 30. Juni eingeführt, so gilt der Punkt für das jeweilige Jahr als nicht erfüllt. Gleichzeitig werden Änderungen hin zur Nichterfüllung immer als nicht erfüllt für das ganze Jahr gewertet. Beispiele:
- 3U Telekom AG bei der Empfehlung „Variable Vergütung des Vorstands“: Aktienoptionsplan erst im August 2003 eingeführt, daher für 2003 die Empfehlung noch nicht erfüllt.
- aap Implantate hat seit Oktober 2005 keinen Vorstandsprecher mehr. Deshalb gilt für 2005 die Empfehlung als nicht erfüllt.

Bezug der Entsprechenserklärungen:

- Entsprechenserklärungen beziehen sich nur auf die aktuellste Version des Kodex für das entsprechende Jahr.

Strenge Handhabung:

- Sollte nur ein Teil einer Empfehlung nicht erfüllt werden, ist der ganze Punkt auszuschließen (vgl. Bress (2008) oder Stiglbauer (2010))

Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung:

- „Als Vergütungskomponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter kommen sowohl relative Vergleichsparameter, wie beispielsweise die Wertentwicklung von Aktienindizes, als auch absolute Erfolgsziele wie das Erreichen bestimmter Kursziele in Frage. ... Der Kodex präzisiert die Erfolgsziele nicht näher. Insbesondere schließt er die Wertentwicklung der Aktie als Vergleichsparameter nicht ausdrücklich aus.“ (Ringleb et al., 2005, S. 180f.) Daher müssen hier alle vom Unternehmen vorgeschlagenen Varianten akzeptiert werden.

Ausschussbildung des Aufsichtsrates:

- „Die Abhängigkeit der Ausschussbildung von der Größe des Aufsichtsrats verdeutlicht, dass nicht jeder Aufsichtsrat zur effizienten Erledigung seiner Aufgaben Ausschüsse bilden muss. In einem mit 3 oder 6 Personen besetzten Auf-

sichtsrat kann auch im Plenum ein reger Meinungsaustausch stattfinden, so dass die Bildung von Ausschüssen nicht als Best Practice empfohlen werden kann. Eine Einschränkung der Entsprechenserklärung nach §161 AktG ist nicht erforderlich.“ (Ringleb et al., 2005, S. 221)

Absichtserklärungen:

- Absichtserklärungen werden nicht berücksichtigt. Sollte ein Unternehmen erklären, dass es in Zukunft eine Empfehlung erfüllen werde, so gilt diese erst als erfüllt, wenn dies auch tatsächlich geschehen ist.

Negative Absichtserklärungen:

- Negative Absichtserklärungen werden immer berücksichtigt. Erklärt ein Unternehmen, dass es in Zukunft eine Empfehlung nicht mehr berücksichtigen wird, gilt diese von dem Zeitpunkt der Absichtserklärung an als nicht erfüllt. Beispiel:
- Travel24.com AG: Die Travel24.com AG hat gegenwärtig keine D&O Versicherung für die Mitglieder ihrer Organe abgeschlossen, so dass diese die vollständige unternehmerische Verantwortung tragen. Für den Fall des Abschlusses von D&O Versicherungen werden diese jedoch ohne Selbstbehalt abgeschlossen.

Empfehlungen, die erst rückwirkend überprüft werden können:

- Empfehlungen, die in dem Geschäftsbericht des gleichen Jahres erfüllt werden, aber daher zum Zeitpunkt der Entsprechenserklärung noch nicht überprüft werden können, gelten als erfüllt.
- Beispiel aus einer Entsprechenserklärung aus dem Jahr 2005: „Der Anhang des Konzernabschlusses für das Jahr 2005 wird den individualisierten Ausweis enthalten.“ Somit gilt die Empfehlung für das Jahr 2005 als erfüllt.

Gesetzliche Pflicht zur unverzüglichen Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften in Aktien der Gesellschaft:

- „Allerdings wird es im SDAX vergleichsweise häufiger unterlassen, die geforderten Angaben über Transaktionen mit Wertpapieren der Gesellschaft durch Mitglieder ihrer Verwaltungsorgane (sog. „Directors’ Dealings“) und zu deren Aktienbesitz zu machen (Tz. 6.6 Abs. 2 Satz1 und Satz 3). Die abweichenden Gesellschaften verweisen in erster Linie auf §15a WpHG, der allerdings – im Gegensatz zum DCGK – keinen zusammengefassten Ausweis der Directors’ Dealings im Konzernanhang verlangt. Hinsichtlich der Angaben zum Aktienbesitz ist zu beachten, dass die Ablehnung dieser Empfehlung vermutlich spezielle Eigentümerstrukturen der Unternehmen voraussetzt, da nur dann eine Nichtbefolgung erklärt wer-

den wird, wenn der Gesamtbesitz der Verwaltungsorganmitglieder 1% der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien übersteigt oder in absehbarer Zeit übersteigen könnte.“ (v. Werder et al., 2003, S. 1862)

Selbstbehalt bei einer D&O-Versicherung:

- „Welcher Selbstbehalt im Einzelnen angemessen ist, muss die Gesellschaft unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalls entscheiden. Erfahrungswerte sind bisher nicht verlässlich bekannt geworden. Es scheint indes, dass der Selbstbehalt für Vorstandsmitglieder einen Betrag zwischen 100.000 und 250.000€ aufweisen sollte, wenn durch ihn eine ‚verhaltenssteuernde Funktion‘ erreicht werden soll. ... Grundsätzlich sind beim Selbstbehalt auch die Mitglieder des Aufsichtsrats gleich zu behandeln.“ (Ringleb et al., 2003, S. 138)

Erfolgsorientierte Vergütungsbestandteile:

- „Erfolgsorientierte Vergütungsbestandteile (des Aufsichtsrats) sind in der Praxis meist an die ausgezahlte Dividende geknüpft. ... Die Gestaltungen erfüllen die Empfehlung des Kodex, sind aber nicht ideal.“ (Ringleb et al., 2003, S. 242)

Abschluss nach internationalen Richtlinien:

- Nach der Verordnung (EG) Nr.1606/2002 vom 19. Juli 2002 (ABl EG L 243/1 v. 11. September 2002) haben Gesellschaften, die dem Recht eines Mitgliedstaats unterliegen und deren Wertpapiere zum Handel in einem geregelten Markt in einem der Mitgliedstaaten zugelassen sind (kapitalmarktorientierte Unternehmen), ihre konsolidierten Abschlüsse für Geschäftsjahre, die am oder nach dem 1. Januar 2005 beginnen, nach IFRS aufzustellen. Daher sollten die Kodex-Empfehlungen bezüglich des Aufstellens der Abschlüsse nach internationalen Richtlinien später entfallen.

Bildung eines Nominierungsausschuss:

- Sollte der Aufsichtsrat nicht verpflichtet sein, Ausschüsse zu bilden (Anzahl der Mitglieder ≤ 6), dann muss der Aufsichtsrat auch keinen Nominierungsausschuss bilden. Ansonsten gilt: „Damit der Nominierungsausschuss seine Aufgaben erfüllen kann, muss es sich um einen echten Ausschuss des Aufsichtsrats handeln. Die Einrichtung einer informellen Arbeitsgruppe, bestehend z. B. aus dem Aufsichtsratsvorsitzenden, ausgewählten Anteilseignervertretern und dem Vorstandsvorsitzenden, reicht zur Erfüllung der Kodexempfehlung nicht aus. Der Nominierungsausschuss wird durch Beschluss des Aufsichtsrats gebildet und mit seiner Aufgabenbeschreibung in der Geschäftsordnung des Aufsichtsrats veran-

kert. Bei mitbestimmten Gesellschaften entscheidet der Gesamtaufsichtsrat (Anteilseigner- und Arbeitnehmervertreter) über die Bildung des Ausschusses.“ (Ringleb et al., 2008, S. 260)

Offenlegung der Vorstandsvergütung in einem Vergütungsbericht:

- Mit Empfehlung 4.2.5 Abs. 1 Satz 1 „...behandelt der Kodex, seinem neuen an die Gliederung des VorstOG angelehnten Aufbau folgend, in Abschnitt 4.2.5 nunmehr das Wie der Veröffentlichung.“ Abweichungen von 4.2.4 haben somit grundsätzlich erst einmal keine Auswirkungen auf 4.2.5. Diese müssen/sollten in der Entsprechenserklärung erläutert werden. Gibt es keine vom Unternehmen öffentlich gemachten Abweichungen, muss davon ausgegangen werden, dass es keine Abweichungen gibt.

Vergütungsbericht:

- „Als Ort der Offenlegung der Vorstandvergütung empfiehlt der Kodex im ersten Absatz von Abschnitt 4.2.5 den Vergütungsbericht, der als Teil des Corporate Governance Berichts das Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form erläutert. Mit dieser Kodexempfehlung, deren Nichtbeachtung eine Einschränkung der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG zur Folge hat, setzt sich der Kodex in Widerspruch zu den Offenlegungsvorschriften des VorstOG. Dort ist die Offenlegung Teil des Anhangs zum Jahresabschluss, folglich ebenda vorzunehmen oder aber im ebenfalls prüfungspflichtigen Lagebericht. Der Kodex hingegen empfiehlt, den Vergütungsbericht als eigenständigen Bestandteil in den nicht prüfungspflichtigen Geschäftsbericht aufzunehmen. Es ist davon auszugehen, dass die Kodexkommission, als sie diese Empfehlung aussprach, sich bewusst war, dass insoweit ein Widerspruch zu der gesetzlichen Regelung entsteht. Es liegt nahe zu vermuten, dass die Kodexkommission deshalb die Positionierung des Vergütungsberichts im Corporate Governance Bericht (statt Anhang oder Lagebericht) vorzog, weil auf diese Weise die Corporate Governance der Gesellschaft den Teilnehmern des Kapitalmarktes (Aktionären und Investoren) gesamtheitlich und nicht zersplittet dargestellt werden kann. Hierfür spricht auch die vom Kodex im zweiten Halbsatz empfohlene Erläuterung des Vergütungssystems der Gesellschaft in allgemein verständlicher Form. Bei den vorstehend geschilderten Erwägungen der Kodexkommission mitgespielt haben sicherlich auch die Erwägungen, dass viele (DAX 30-)Gesellschaften heute bereits den Vergütungsbericht im Sinn der angestrebten transparenten Darstel-

lung ihrer Corporate Governance im Geschäftsbericht positionieren und Doppelungen zu Anhang und Lagebericht in Kauf nehmen oder dort hierauf ausdrücklich verweisen.

- Die Zulässigkeit einer solchen Verweisung ist nicht unstrittig. Bedeutende Prüfungsgesellschaften vertreten die (formal richtige) Position, eine gesetzliche Entscheidung könne nicht einfach aus Praktikabilitäts Gesichtspunkten unterlaufen werden. Es scheint, dass die Praxis bisher überwiegend die vom Kodex empfohlene Handhabung hingenommen hat. Dabei mag die Überlegung mitgespielt haben, dass das Gesetz selbst Regelungen trifft, die eine Duplizierung der Offenlegung in Anhang und Lagebericht vermiedet und damit zum Ausdruck bringt, dass es dem Gesetzgeber an der Tatsache der Veröffentlichung mehr gelegen ist als an deren Platzierung. Ob der Kodex diese Regelung und den offenen Widerspruch zu den Regelungen der VorstOG wird beibehalten wollen und ob die von einigen Gesellschaften zu Vermeidung von Doppelungen praktizierten Verweisungs-Lösungen sich langfristig werden durchsetzen können, bleibt abzuwarten.“ (Ringleb et al., 2008, S. 220f.)

Verweise auf andere, nicht vom DCGK geforderte Regelungen:

- Verweise gelten grundsätzlich nicht! Beispiel: Sollte z. B. die Ressortverteilung nicht in der Geschäftsordnung sondern irgendwo anderes geregelt sein, entspricht das Unternehmen nicht der Empfehlung 4.2.1 Satz 2.

Effizienzprüfung des Aufsichtsrates:

- Die Effizienzprüfung des Aufsichtsrates hat nichts mit der Größe zu tun. „Er (der Kodex) trifft allerdings keine weitere Festlegungen in Hinblick auf die Art, den Ablauf und die Häufigkeit der Evaluation.“ (Ringleb et al., 2010, S. 321)

Zielsetzung und Altersgrenze des Aufsichtsrats:

- Ziffer 5.4.1, 2. Abs., 1. Satz empfiehlt, dass sich der Aufsichtsrat konkrete Ziele setzt, eine Altersgrenze einführt und Vielfalt berücksichtigt. Schließt ein Unternehmen explizit nur die Altersgrenze für Aufsichtsräte aus, so gilt zwar die gesamte Ziffer 5.4.1, 2. Abs., 1. Satz als ‚nicht erfüllt‘, der 2. Satz im Absatz 2 muss aber als ‚erfüllt‘ gelten. Erst wenn allgemein von der Verweigerung der Zielsetzung für den AR die Rede ist, gelten beide Empfehlungen als ‚nicht erfüllt‘.

Veröffentlichung der Vergütung des Aufsichtsrats:

- Wenn die Vergütung der Aufsichtsräte nicht im Corporate Governance Bericht erfolgt, gilt die Empfehlung aus 5.4.6, 3. Abs., 1. Satz (komplett) als ‚nicht erfüllt‘.

Nur so kann zwischen ‚wird nicht im Corporate Governance Bericht ausgewiesen‘ und ‚wird nicht individualisiert ausgewiesen‘ unterschieden werden.

Abfindungs-Caps:

- Wenn keine Abfindungs-Caps bei einer vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit ohne wichtigen Grund vereinbart ist, ist der gesamte 4. Abs. aus 4.2.3. als ‚nicht erfüllt‘ anzusehen.

Vergütungsbericht des Vorstandes:

- Wird Ziffer 4.2.5 im Zusammenhang mit der verneinenden Hauptversammlungsentscheidung über die individualisierte Offenlegung der Vorstandsvergütung in der Entsprechenserklärung erwähnt, ist davon auszugehen, dass auch kein Vergütungsbericht als Teil des Corporate Governance Berichts erstellt bzw. veröffentlicht wurde. Daher muss dann Ziffer 4.2.5 1. Abs., 1. Satz als ‚nicht erfüllt‘ angesehen werden.

Veröffentlichung der Aufsichtsratsvergütung:

- Wenn in der Erklärung erwähnt wird, dass die Angaben zwar aufgeteilt in ihre Bestandteile, aber nicht individualisiert im Anhang des Konzernberichts angegeben wird, kann man daraus nicht folgern, dass sie nicht im Corporate Governance-Bericht stehen.

3. Zusammensetzung der adjustierten Erfüllungsquote

Von besonderer Bedeutung sind interdependente Empfehlungen. Hierbei handelt es sich um Empfehlungen, deren Befolgung (Nichtbefolgung) faktisch die Anerkennung (Nichtanerkennung) weiterer Soll-Empfehlungen nach sich ziehen. Da dieser Zusammenhang nicht eindeutig in jedem Fall entschieden werden kann, wurde bei der Erstellung der Erfüllungsquote ausschließlich gemäß der Entsprechenserklärung der jeweiligen Unternehmen kodiert. (Vgl. Bress, 2008)

Dennoch sollte in dieser Arbeit das Phänomen interdependenter Empfehlungen nicht außer Acht gelassen werden. Hierzu wurde eine ‚adjustierte Erfüllungsquote‘ kodiert, die diese Zusammenhänge berücksichtigt. Tabelle 32 listet alle interdependenten Empfehlungen unter einem jeweiligen Thema auf.

Tabelle 32: Alle interdependente Empfehlungen nach Thema

Corporate Governance Bericht		
3.10	1. Satz	Vorstand und Aufsichtsrat sollen jährlich im Geschäftsbericht über die Corporate Governance des Unternehmens berichten (Corporate Governance Bericht).
4.2.5	1. Abs.; 1. Satz	Die Offenlegung soll in einem Vergütungsbericht erfolgen, der als Teil des Corporate Governance Berichts auch das Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form erläutert.
5.4.1	3. Abs.; 2. Satz	Die Zielsetzung des Aufsichtsrats und der Stand der Umsetzung sollen im Corporate Governance Bericht veröffentlicht werden.
5.4.7	3. Abs.; 1. Satz; 1. HS	Die Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder soll im Corporate Governance Bericht individualisiert,
5.4.7	3. Abs.; 2. Satz	Auch die vom Unternehmen an die Mitglieder des Aufsichtsrats gezahlten Vergütungen oder gewährten Vorteile für persönlich erbrachte Leistungen, insbesondere Beratungs- und Vermittlungsleistungen, sollen individualisiert im Corporate Governance Bericht gesondert angegeben werden.
6.6	2. Abs.	Die vorgenannten Angaben sollen im Corporate Governance Bericht enthalten sein.
7.1.3		Der Corporate Governance Bericht soll konkrete Angaben über Aktienoptionsprogramme und ähnliche wertpapierorientierte Anreizsysteme der Gesellschaft enthalten.
Anzahl der Vorstandsmitglieder		
4.2.1	1. Satz; 1. HS	Der Vorstand soll aus mehreren Personen bestehen
4.2.1	1. Satz; 2. HS	und einen Vorsitzenden oder Sprecher haben.
5.1.2	1. Abs.; 2. Satz	Bei der Zusammensetzung des Vorstands soll der Aufsichtsrat auch auf Vielfalt (Diversity) achten und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen anstreben.
5.1.2.2009	1. Abs.; 2. Satz	Bei der Zusammensetzung des Vorstands soll der Aufsichtsrat auch auf Vielfalt (Diversity) achten.
4.2.1	1. Satz; 1. HS	Der Vorstand soll aus mehreren Personen bestehen
4.2.1	1. Satz; 2. HS	und einen Vorsitzenden oder Sprecher haben.
5.1.2	1. Abs.; 2. Satz	Bei der Zusammensetzung des Vorstands soll der Aufsichtsrat auch auf Vielfalt (Diversity) achten und dabei insbesondere eine angemessene Berücksichtigung von Frauen anstreben.

Vergütungsbestandteile		
4.2.3	2. Abs.; 2. Satz	Die monetäre Vergütungsteile sollen fixe und variable Bestandteile umfassen.
4.2.3	2. Abs.; 4. Satz	Sowohl positiven als auch negativen Entwicklungen soll bei der Ausgestaltung der variablen Vergütungsteile Rechnung getragen werden.
4.2.3	3. Abs.; 2. Satz	Sie sollen auf anspruchsvolle, relevante Vergleichsparameter bezogen sein.
4.2.3	3. Abs.; 3. Satz	Eine nachträgliche Änderung der Erfolgsziele oder der Vergleichsparameter soll ausgeschlossen sein.
4.2.3	3. Abs.; 4. Satz	Für außerordentliche, nicht vorhergesehene Entwicklungen soll der Aufsichtsrat eine Begrenzungsmöglichkeit (Cap) vereinbaren.
4.2.3.2005	3. Abs.; 2. Satz	Hierzu sollen auch Angaben zum Wert von Aktienoptionen gehören.
4.2.4	1. Satz	Die Vergütung der Vorstandsmitglieder soll im Anhang des Konzernabschlusses aufgeteilt nach Fixum, erfolgsbezogenen Komponenten und Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung ausgewiesen werden.
4.2.5	2. Abs.; 1. Satz	Die Darstellung der konkreten Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter soll deren Wert umfassen.
Offenlegung der Vergütung		
4.2.5	1. Abs.; 1. Satz	Die Offenlegung soll in einem Vergütungsbericht erfolgen, der als Teil des Corporate Governance Berichts auch das Vergütungssystem für die Vorstandsmitglieder in allgemein verständlicher Form erläutert.
4.2.5	2. Abs.; 1. Satz	Die Darstellung der konkreten Ausgestaltung eines Aktienoptionsplans oder vergleichbarer Gestaltungen für Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung und Risikocharakter soll deren Wert umfassen.
4.2.5	2. Abs.; 2. Satz	Bei Versorgungszusagen soll jährlich die Zuführung zu den Pensionsrückstellungen oder Pensionsfonds angegeben werden.
4.2.5	3. Abs.	Der Vergütungsbericht soll auch Angaben zur Art der von der Gesellschaft erbrachten Nebenleistungen enthalten.
Anzahl der Aufsichtsratsmitglieder		
5.3.1		Der Aufsichtsrat soll abhängig von den spezifischen Gegebenheiten des Unternehmens und der Anzahl seiner Mitglieder fachlich qualifizierte Ausschüsse bilden.
5.3.2	1. Satz	Der Aufsichtsrat soll einen Prüfungsausschuss (Audit Committee) einrichten, der sich insbesondere mit Fragen der Rechnungslegung und des Risikomanagements, der erforderlichen Unabhängigkeit des Abschlussprüfers, der Erteilung des Prüfungsauftrags an den Abschlussprüfer, der Bestimmung von Prüfungsschwerpunkten und der Honorarvereinbarung befasst.
5.3.2	2. Satz	Der Vorsitzende des Prüfungsausschusses soll über besondere Kenntnisse und Erfahrungen in der Anwendung von Rechnungslegungsgrundsätzen und internen Kontrollverfahren verfügen.
5.3.3		Der Aufsichtsrat soll einen Nominierungsausschuss bilden, der ausschließlich mit Vertretern der Anteilseigner besetzt ist und dem Aufsichtsrat für dessen Wahlvorschläge an die Hauptversammlung geeignete Kandidaten vorschlägt.
5.4.7	1. Abs.; 3. Satz; 2. HS; Teil 1	sowie der Vorsitz
5.4.7	1. Abs.; 3. Satz; 2. HS; Teil 2	und die Mitgliedschaft in den Ausschüssen berücksichtigt werden.
Vergütung Aufsichtsratsmitglieder		
5.4.7	2. Abs.	Die Mitglieder des Aufsichtsrats sollen neben einer festen eine erfolgsorientierte Vergütung erhalten.

4. Erstellung des Kooperationsindex

Der Kooperationsindex stellt einen Index dar, dessen Empfehlungen auf Zusammenarbeit zwischen den Eigentümern und der Unternehmensleitung ausgelegt sind. Gleichzeitig wurde ein ‚Kontrollindex‘ angelegt, der entsprechend nur Empfehlungen beinhaltet, die auf die Kontrolle der Unternehmensleitung durch die Eigentümer abzielt. Die Indizes wurden mithilfe der strukturierenden Inhaltsanalyse – eine Technik der qualitativen Inhaltsanalyse, deren Ziel die systematische Bearbeitung von Material aus Kommunikationen ist, erstellt. Die strukturierende Inhaltsanalyse hat zum Ziel, bestimmte Aspekte aus dem DCGK herauszufiltern und unter vorher festgelegten Ordnungskriterien einen Querschnitt durch das Material zu legen. „Grundgedanke ist dann, dass durch die genaue Formulierung von Definitionen, typischer Textpassagen („Ankerbeispiele“) und Kodierregeln ein Kodierleitfaden entsteht, der die Strukturierungsarbeit entscheidend präzisiert.“ (Mayring, 1991, S. 213) Die Trennlinie, die zur Erstellung des Kooperationsindex gezogen wurde, soll die Empfehlungen nach solchen unterscheiden, die auf Zusammenarbeit ausgerichtet sind, und solchen, die vermehrt der Kontrolle der Unternehmensleitung durch die Eigentümer dienen.

Folgende Definitionen der Kriterien wurden dabei angewendet:

- Auf Zusammenarbeit ausgerichtete Empfehlungen dienen dazu, die Zusammenarbeit zwischen den Eigentümern und der Unternehmensleitung zu verbessern – vertrauensbildende Maßnahmen gegenüber Stakeholdern stehen im Vordergrund. Sie unterscheiden sich unter anderem dadurch von den auf Kontrolle ausgerichteten Empfehlungen, dass die Informationen in beide Richtungen fließen. Hierunter fallen Empfehlungen, die nur mittelbar quantifizierbar sind. Gleichzeitig gehören hierzu Empfehlungen, die im Schwerpunkt die Eigentümer betreffen und diese bzw. deren Vertreter darin unterstützen, beratungsorientiert und integrierend zu agieren.
- Auf Kontrolle ausgerichtete Empfehlungen dienen den Eigentümern dazu, die Unternehmensleitung zu kontrollieren. Sie unterscheiden sich von den auf Zusammenarbeit ausgerichteten Empfehlungen dadurch, dass der Informationsfluss nur in eine Richtung geht (von der Unternehmensleitung hin zu den Eigentümern).

Auf Basis dieser Definitionen wurden ein Kooperations- und ein Kontrollindex erstellt. Der Kooperationsindex besteht hierbei aus fünf Empfehlungen, der Kontrollindex aus 59 Empfehlungen und 43 Empfehlungen konnten weder der Kategorie ‚Zusammenarbeit‘ noch der Kategorie ‚Kooperation‘ zugeordnet werden. Teilweise war es sogar schwierig, einen Corporate Governance-Zusammenhang zu finden. Tabelle 33 gibt einen Überblick über die einzelnen Empfehlungen.

Tabelle 33: Einzelnen Empfehlungen im Kooperations- und Kontrollindex

Kooperation	Kontrolle	Anderer bzw. kein CG-Bezug
3.8	2.3.1	2.3.2
4.2.1 1. Satz; 2. HS	2.3.3 1. Satz	4.1.5
5.1.2 1. Abs.; 3. Satz	2.3.3. 2. Satz (2009)	5.1.2 1. Abs.; 2. Satz
5.1.3	2.3.3 2. Satz	5.1.2. 1. Abs.; 2. Satz (2009)
5.2 3. Abs.; 1. Satz	2.3.3 3. Satz	5.1.2 2. Abs.; 3. Satz
	3.4	5.2 2. Abs.
	3.10 1. Satz	5.3.1
	3.10 2. Satz	5.3.2 2. Satz
	3.10 4. Satz	5.3.3
	4.2.1 1. Satz; 1. HS	5.4.1 2. Abs.; 1. Satz
	4.2.1 2. Satz	5.4.1. 1. Satz (2009)
	4.2.2 1. Abs.; 1. Satz; 1. HS	5.4.1. 2. HS (2003)
	4.2.2 1. Abs.; 1. Satz; 2. HS	5.4.1. 2. Satz (2009)
	4.2.2 3. Abs.	5.4.1 2. Abs.; 2. Satz
	4.2.3 2. Abs.; 2. Satz	5.4.1 3. Abs.; 1. Satz
	4.2.3 2. Abs.; 4. Satz	5.4.1 3. Abs.; 2. Satz
	4.2.3 3. Abs.; 2. Satz	5.4.1 4. Abs.
	4.2.3 3. Abs.; 3. Satz	5.4.2 1. Satz
	4.2.3 3. Abs.; 4. Satz	5.4.2 4. Satz
	4.2.3. 3. Abs.; 1. Satz; 1. HS (2005)	5.4.3 1. Satz
	4.2.3. 3. Abs.; 1. Satz; 2. HS (2005)	5.4.3 2. Satz
	4.2.3. 3. Abs.; 2. Satz (2005)	5.4.3 3. Satz
	4.2.3 4. Abs.; 1. Satz; 1. HS	5.4.5
	4.2.3 4. Abs.; 1. Satz; 2. HS	5.4.3. (2003)
	4.2.3 4. Abs.; 2. Satz	5.4.7 1. Abs.; 3. Satz; 1. HS; Teil 1
	4.2.3 5. Abs.	5.4.7 1. Abs.; 3. Satz; 1. HS; Teil 2
	4.2.3 6. Abs.	5.4.7 1. Abs.; 3. Satz; 2. HS; Teil 1
	4.2.4 1. Satz	5.4.7 1. Abs.; 3. Satz; 2. HS; Teil 2
	4.2.4 2. Satz	5.4.7 2. Abs.
	4.2.5 1. Abs.; 1. Satz	5.4.7 3. Abs.; 1. Satz; 1. HS
	4.2.5 2. Abs.; 1. Satz	5.4.7 3. Abs.; 1. Satz; 2. HS
	4.2.5 2. Abs.; 2. Satz	5.4.7 3. Abs.; 2. Satz
	4.2.5 3. Abs.	5.4.8
	4.3.4 1. Satz	5.5.3 2. Satz
	4.3.4 3. Satz	5.6

4.3.5	6.4
5.1.2 2. Abs.; 2. Satz	6.8 1. Satz
5.2 3. Abs.; 3. Satz	6.8 2. Satz
5.3.2 1. Satz	7.1.1 3. Satz
5.4.2 3. Satz	7.1.4 1. Satz
5.4.4 1. Satz	7.1.4 3. Satz
5.4.4 2. Satz	7.2.3 1. Abs.
5.5.2	7.2.3 2. Abs.
5.5.3 1. Satz	
6.3	
6.5	
6.6 1. Abs.; 1. Satz	
6.6 1. Abs.; 2. Satz	
6.6 2. Abs.	
6.7	
7.1.1 2. Satz	
7.1.2 2. Satz	
7.1.2 4. Satz; 1. HS	
7.1.2 4. Satz; 2. HS	
7.1.3	
7.1.5	
7.2.1 1. Abs.; 1. Satz	
7.2.1 1. Abs.; 2. Satz	
7.2.1 2. Abs.	

5. Zusammenfassung

Deutsch

Nicht zuletzt die Finanzmarktkrise hat noch einmal das Bewusstsein der Öffentlichkeit für die Bedeutung eines Ordnungsrahmens für die Leitung und Überwachung von Unternehmen, also einer guten Corporate Governance, geschärft. In Deutschland entstand aus der öffentlichen Diskussion bereits 2002 der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK). Obwohl der DCGK schon häufig im Fokus wissenschaftlicher Forschung stand, konnte bis heute noch kein eindeutiger, statistisch signifikanter Einfluss der Erfüllung des DCGK auf die Unternehmensentwicklung aufgezeigt werden. Diese Arbeit ergänzt die bisher gängige ökonomische Legitimation durch die Prinzipal-Agenten-Theorie um eine weitere, die Stewardship-Theorie (Bestimmungsdefizit). Gleichzeitig wurde die Datenbasis durch den Fokus auf nicht-indexierte Unternehmen und einen großen Zeitraum von acht Jahren hingegen vorheriger Studien erweitert (Datendefizit). Auch die Untersuchungsfragen wurden um neue Erkenntnisse aus den Bereichen der Gruppendynamiken ergänzt (Theoriedefizit). Es zeigt sich, dass eine veränderte Datenbasis zu keinen neuen Erkenntnissen führt. Auf der anderen Seite konnte zwar unter der Berücksichtigung der Stewardship-Theorie kein direkter Zusammenhang zwischen dem DCGK und der Unternehmensentwicklung gefunden werden, doch die Untersuchung des DCGK in diesem Zusammenhang zeigte deutlich, dass es dem DCGK an einer klaren und einheitlichen theoretischen Fundierung mangelt. Mit der Hinzunahme von Olsons Theorie des Kollektiven Handelns wurde ein bis heute noch unberührtes Feld betreten. Die vorliegende Arbeit konnte klar zeigen, dass der Einfluss des DCGK auf die Unternehmensentwicklung von der Gruppengröße und -struktur der jeweiligen Unternehmenssektoren abhängt. Zusätzlich wurde durch die Hinzunahme des Models der kritischen Masse von Schelling festgestellt, dass der Effekt einer Befolgung des DCGK auf die Unternehmensentwicklung dann steigt, wenn die untersuchte Gruppe einen bestimmten Schwellenwert der Befolgung überschritten hat.

The financial crisis has once again sharpened the public awareness for the importance of a framework for management and supervision of companies, meaning good corporate governance. In Germany, the German Corporate Governance Code (the Code) originated from the first public discussion already in 2002. Although the Code has been the focus of many scientific research papers, yet no clear, statistically significant effect of the fulfillment of the Code has been found on a company's performance. This study complements the previously established economic legitimacy of the Code by the principal-agent theory with another, the stewardship theory (determination deficit). Simultaneously, the data base was created out of the data of non-indexed companies over eight years (data deficit). Standard research questions in this field of study were supplemented by new findings from the theory of collective action (theory deficit). It turns out that a change in the data base brings no new findings. On the other hand, although no direct link between the Code and a company's performance could be found under the consideration of the stewardship theory, the study of the Code in this regard clearly showed that it lacks of a clear and unified theoretical foundation. With the addition of Olson's theory of collective action, a new field was entered. The present study evidently shows that the influence of the Code on a company's performance depends on size and structure of the respective business sectors. Adding Schelling's model of critical mass, the effects of compliance with the Code on corporate development rises when the investigated group has exceeded a certain threshold of compliance.

Erklärung

Hiermit erkläre ich, Michael Langer, dass ich keine kommerzielle Promotionsberatung in Anspruch genommen habe. Die Arbeit wurde nicht schon einmal in einem früheren Promotionsverfahren angenommen oder als ungenügend beurteilt.

Ort/Datum

Unterschrift Doktorand/in

Eidesstattliche Versicherung:

Ich, Michael Langer, versichere an Eides statt, dass ich die Dissertation mit dem Titel:

„Der Deutsche Corporate Governance Kodex und die Unternehmensentwicklung“

selbst und bei einer Zusammenarbeit mit anderen Wissenschaftlerinnen oder Wissenschaftlern gemäß den beigefügten Darlegungen nach § 6 Abs. 3 der Promotionsordnung der Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften vom 24. August 2010 verfasst habe. Andere als die angegebenen Hilfsmittel habe ich nicht benutzt.

Ort/Datum

Unterschrift Doktorand/in

Unterschrift Verwaltung