

II. Kapitel: Theoretischer Bezugsrahmen

1 Corporate Governance

1.1 Corporate Governance aus Sicht des Shareholder Value-Ansatzes

Der Shareholder Value-Ansatz ist Ausdruck einer langen betriebswirtschaftlichen Tradition der Gleichsetzung des Corporate Governance-Problems mit einer unzulänglichen Anteilseignerorientierung der Unternehmensleitung (Lazonick/O’Sullivan 2000). Die Ansprüche von Fremdkapitalgebern, Mitarbeitern und anderen Interessengruppen werden im Modell der reinen Shareholder-Orientierung nicht als Bestandteil des Governance-Problems aufgefasst (Witt 2003, S. 17). Der Ansatz beruht letztlich auf dem Verständnis, dass ein Unternehmen in erster Linie als Eigentum seiner Anteilseigner (Shareholder) anzusehen ist.

1.1.1 Terminologien des Shareholder Values und der Corporate Governance

(1) Shareholder Value

Der Ansatz des Shareholder Values geht auf Überlegungen und Arbeiten von Rapaport (1981, 1986, 1998) zurück. Er basiert in einem weiteren Sinne (i. w. S.) auf der Vorstellung, dass Unternehmen ihre Ziele an die Interessen der Anteilseigner ausrichten. In einem engeren Sinne (i. e. S.) betrachtet, verfolgt der Shareholder Value-Ansatz die Maximierung des Nutzens der Anteilseigner. Dieser Nutzen entspricht dem Marktwert des Eigenkapitals der Unternehmen. Folglich bedeutet die Shareholder Value-Maximierung die Maximierung dieses Marktwerts, was gleichzeitig als Handlungsmaxime der Unternehmen gesehen wird.

Der Marktwert des Eigenkapitals lässt sich auf unterschiedliche Weise ermitteln. Zentrale Größe für seine Bestimmung ist der Discounted Cash Flow (DCF) (Wentges 2002, S. 76), der gleichzeitig ein eigenes Bewertungskonzept umschreibt.²

² Für eine sehr vereinfachte Darstellung des Shareholder Value-Bewertungskonzepts vgl. Matthes (2000), S. 7, Damodaran (2002), S. 11 ff. Für den Shareholder Value als unternehmerische Ziel-funktion vgl. Hilpisch (2005), S. 118 ff. Vgl. ferner Copeland et al. (2000), S. 129 ff., Brigham/Ehrhardt (2004), S. 509 ff., Hilpisch (2005), S. 247 ff. und Damodaran (2006), S. 532 ff. für eine umfangreiche Betrachtung des DCF-Ansatzes.

(2) Corporate Governance

Pohle/v. Werder (2001), S. 1101 zit. n. Hucke/Ammann (2003), S. 1 sowie v. Werder (2009), S. 4 sehen die mit Corporate Governance verknüpften Fragen auf der Agenda der wichtigsten Managementthemen weit oben stehen. Nach Gerum (2007), S. 5 ist Corporate Governance einer der Begriffe, der in der politischen und wissenschaftlichen Diskussion Karriere gemacht hat, ohne dass jedoch hinreichend geklärt wäre, was genau darunter zu verstehen ist. Dies sei wahrscheinlich jedoch gerade das Erfolgsgeheimnis. Dass der Anglizismus Corporate Governance einfach in die deutsche Sprache übernommen wurde, liegt nicht zuletzt darin begründet, dass sich im Deutschen kein exakt treffendes Wort zur Umschreibung der Bezeichnung finden lässt (Audretsch/Weigand 2001, S. 84, Berrar 2001, S. 24, Kirschbaum 2006, S. 8, du Plessis/Saenger 2007, S. 10, v. Werder 2010, S. 13). Nach v. Werder (2009), S. 4 hat der Begriff der Corporate Governance seit Mitte der 1990er Jahre verstärkt Eingang in die deutsche Literatur gefunden. Trotz des heute weit verbreiteten Terminus scheint es umso überraschender, dass dieser auch in der englischsprachigen Literatur erst relativ spät Erwähnung fand (Keasey et al. 1997, S. 2, Zingales 1997, Hartmann 2003, S. 5).

Der eigentliche Konflikt liegt jedoch darin, dass eine Vielfalt verschiedener Begrifflichkeiten existiert.³ Dies sollte jedoch in Anbetracht unterschiedlicher historischer, politischer und gesellschaftlicher Entwicklungen einzelner Länder mit der Folge spezifischer Rechtssysteme⁴ und daraus resultierenden Governance-Systemen⁵ nicht überraschen. Aufgrund der offensichtlichen Diffusion zwischen Terminus und Gegenstand (Gerum 2007, S. 5) sind nachfolgend aus dem Spektrum aller möglichen Begriffsbestimmungen zwei Richtungen vorzustellen, die in Abhängigkeit der grund-

³ Die Vielfalt der Definitionen aus einer Vielzahl unterschiedlicher Länder, Kodizes und Grundsätze sowie Best Practices kann in Gregory (2002), S. 11 ff. und Gregory (2007), S. 6 ff. nachvollzogen werden. Auf eine Fülle von Begrifflichkeiten weisen bspw. auch Audretsch/Weigand (2001), S. 87 hin.

⁴ Für Länderentwicklungen und unterschiedliche Rechtssysteme bzw. für eine institutionelle Sichtweise vgl. Romano (1984), Jensen (1993), La Porta et al. (1998), Bebchuk/Roe (1999), Emmons/Schmid (1999), Roe (2003), Lentfer (2005), S. 45 ff., Doidge et al. (2007). Die institutionelle Sichtweise sieht bspw. die Anteilseignerstruktur der Unternehmen in starker Abhängigkeit zu den herrschenden Institutionen und Rechtsvorschriften, die sich zwischen verschiedenen Ländern unterscheiden. Diese Unterschiede beeinflussen wiederum die Finanzsysteme und die Eigentümerstrukturen (Pedersen/Thomsen 1997).

⁵ Vgl. hierzu Shleifer/Vishny (1997), Emmons/Schmid (1999), La Porta et al. (1999), Halpern (2000), S. 3 ff. Für eine ausführliche Betrachtung der Entwicklung und der Besonderheiten der Corporate Governance-Systeme in Deutschland, Japan, Frankreich, USA und UK vgl. Charkham (1994, 2005), Chew (1997), Allen/Gale (1999). Für einen Vergleich der Governance-Systeme in Deutschland, UK und Frankreich vgl. Franks/Mayer (1997) sowie Bock (o. J.) für einen Vergleich zwischen Deutschland, USA und Japan.

genden Theorie sowie des Erkenntnisinteresses des jeweiligen Autors eng oder weit gefasst sind.⁶ Der Corporate Governance-Terminus i. e. S. beschränkt sich auf die Beziehung eines Unternehmens zu dessen Anteilseignern und orientiert sich somit an dem Shareholder Value-Ansatz. Der weit gefasste Begriff begrenzt sich nicht auf die Anteilseigner, sondern erweitert den Kreis der Anspruchsgruppen um weitere Stakeholder, in deren Interesse das Unternehmen zu leiten ist. Der Corporate Governance-Begriff i. w. S. basiert somit auf dem Stakeholder-Ansatz.⁷

Eine neutrale Definition, die sich weder dem Shareholder Value- noch dem Stakeholder-Ansatz allein verpflichtet fühlt, ist das oft in der deutschen Literatur zu findende Konstrukt der Unternehmensverfassung (Bress 2008, S. 16). Hier bezeichnet Corporate Governance einen rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens (v. Werder 2009, S. 4).⁸ Sowohl der Stakeholder-Ansatz als auch der Gegenstand der Unternehmensverfassung stehen nicht im Fokus der vorliegenden Arbeit. Daher sollen folgend ausschließlich zwei eng gefasste Begriffsansätze der Corporate Governance vorgestellt werden:

„Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.“ (Shleifer/Vishny 1997, S. 737)

„Corporate governance is concerned with ways of bringing the interests of the two parties [Shareholder und Management, Anm. d. Verf.] into line and ensuring that firms are run for the benefit of investors.“ (Mayer 1996, S. 4)

Zusammenfassend bleibt an dieser Stelle für die Corporate Governance i. e. S. festzuhalten, dass sie im Kern alle Maßnahmen beinhaltet, die eine effiziente und transpa-

⁶ Vgl. hierzu in Anlehnung an Bress (2008), S. 14 ff. Für eine Zusammenstellung verschiedener Begrifflichkeiten vgl. Nagy (2002), S. 73. Vgl. Huse (2007), S. 23 für eine Reihe unterschiedlicher Ansätze zur Begriffsbestimmung.

⁷ Vgl. Übersichtsarbeiten zur Stakeholder-Theorie von Freeman/Reed (1983), Freeman (1984), Jones (1994), Matikainen (1994) und Donaldson/Preston (1995) zit. n. Wentges (2002), S. 87. Eine Argumentation für den Fokus auf ausschließlich Anteilseigner im Sinne des Shareholder Value-Ansatzes in Abgrenzung zum Stakeholder-Ansatz in der vorliegenden Arbeit ist Kapitel II, Abschnitt 2.1 zu entnehmen.

⁸ Für eine theoretische Fundierung sowie für eine ausführliche Auseinandersetzung mit der Unternehmensverfassung vgl. Schewe (2010). Die Monographie des Autors schildert umfangreich die Regelungen der faktischen Ausgestaltung der Leitungs-, Kontroll- und Interessenvertretungsfunktionen in einem Unternehmen, die die Grundlage der Unternehmensverfassung darstellen.

rente Unternehmensführung und -aufsicht gewährleisten und mit dem Ziel der Shareholder Value-Maximierung konform gehen.

1.1.2 Die Verbreitung des Shareholder Values in deutschen Unternehmen

Während im traditionellen deutschen Corporate Governance-System die Interessen der Shareholder nicht primär im Fokus standen, ist seit Ende der 1990er Jahre eine Tendenz hin zu einer stärkeren aktionärsorientierten Unternehmensführung erkennbar (Hassel et al. 2000, Lazonic/O'Sullivan 2000, Matthes 2000, S. 5, 28 f., Höpner 2001, Nowak 2001, Jürgens/Rupp 2002, Bradley/Sundaram 2003, Schmidt 2003, Höpner 2004). Die zunehmende Berücksichtigung von Anteilseignerinteressen ging mit einem Wandel des deutschen Governance-Systems einher, das weltweit lange Zeit als äußerst stabil und reformunfähig galt (Schmidt/Grohs 2000 zit. n. Schmidt 2003, Jürgens/Rupp 2002).⁹ Mit dem Übergang in das 21. Jahrhundert geriet das System unter starken Veränderungs- und Anpassungsdruck (Jürgens/Rupp 2002, Jackson/Moerke 2005). Als Ausgangspunkt wird oft die Internationalisierung der Märkte mit einhergehenden technischen Fortschritten und politischen Veränderungen herangezogen (Jensen 1993, Pausenberger 1997, Matthes 2000, S. 29). Infolge der zunehmenden Internationalisierung gewannen international anerkannte Vergleichsmaßstäbe auch für Unternehmen in Deutschland immer mehr an Bedeutung (Jackson/Moerke 2005). So investieren immer häufiger Anleger erst bei der Erfüllung bestimmter Corporate Governance-Anforderungen in lokale Aktienmärkte (Beiner et al. 2004). Als Beispiele sind zum einen die Errichtung von Investor Relations-Abteilungen und zum anderen die Übernahme von international anerkannten Rechnungslegungsvorschriften wie IAS/IFRS oder US-GAAP zu erwähnen (Hassel et al. 2000, Matthes 2000, S. 39, Bradley/Sundaram 2003, Goergen et al. 2004, Vitols 2004, Jackson/Moerke 2005).

Die Tendenz zu einer verstärkten Shareholder Value-Orientierung ist insbesondere auf den Druck der Produkt-, Absatz- und Kapitalmärkte sowie auf institutionelle Investoren zurückzuführen (Matthes 2000, S. 29 ff., Höpner 2001, Jürgens/Rupp 2002, Höpner 2003, S. 82 ff.). Begünstigt wurde der Wandel ferner durch staatliche bzw. rechtliche Maßnahmen zur Deregulierung sowie Liberalisierung des Eigenkapital-

⁹ Das traditionelle deutsche Corporate Governance-System galt als Paradebeispiel eines Insider- und/oder Stakeholder-Systems (Goergen 1998, S. 2, Franks/Mayer 2001, Schmidt 2003, Odenius 2008, Mallin 2010, S. 215). Stellvertretend hierfür stehen Begriffe wie Bank-oriented System oder Relations-based System (Vives 2000, S. 2). Das Pendant zu Insider-Systemen sind Outsider-Systeme. Die Klassifizierung in Outsider- und Insider-Systeme geht weitestgehend auf Franks/Mayer (1995) zurück.

markts (Nowak 2001, Jürgens/Rupp 2002, Bradley/Sundaram 2003, Goergen et al. 2004, Noack/Zetzsche 2004, Leyens 2005, Nietsch 2005, Cioffi 2006).¹⁰ Der gestiegene globale Wettbewerb ging mit einer Internationalisierung der Absatzmärkte einher. Diese Internationalisierung und insbesondere die Zugehörigkeit zu den Produktions- und Dienstleistungssektoren, die einem internationalen Wettbewerb verstärkt ausgesetzt sind, korrelieren stark mit der Shareholder Value-Orientierung der Unternehmen (Höpner 2003, S. 90). Die Aktionärsorientierung kann also vor allem als Reaktion auf äußeren Wettbewerbsdruck, auf das passive „Ausgesetztsein“ in hochkompetitiven Märkten interpretiert werden (Höpner 2003, S. 90). Allen/Gale (1999) sehen im internationalen Wettbewerb ein mächtiges Druckinstrument zur Disziplinierung der Leitungsorgane. Eine Verschwendung von Unternehmensressourcen durch das Management kann sich in höheren Güter- und Dienstleistungspreisen niederschlagen, was eine Verringerung der Wettbewerbsfähigkeit mit sich führt. Durch eine Rentabilitätsorientierung des Managements kann dies jedoch verhindert werden. Als Antwort auf den verstärkten (internationalen) Wettbewerb der 1990er Jahre reagierten die Unternehmen in Deutschland laut Matthes 2000, S. 40 „tatsächlich“ mit einer Ausweitung ihrer Rentabilitätsanforderungen. Als Instrument zur Durchsetzung dieser fand der Shareholder Value-Ansatz Verwendung.

Durch die Liberalisierung des globalen Kapitalverkehrs und der rasanten Entwicklung neuer Informations- und Kommunikationstechnologien haben die Kapitalmärkte einen ebenso hohen Grad an Internationalisierung erreicht.¹¹ Die Veränderungen werden insbesondere durch das Zusammenwachsen dieser deutlich (Höpner/Jackson 2002, Höpner 2004, Siebert 2004). Deutsche Unternehmen sehen sich hierbei immer stärker einem Druck des Kapitalmarkts ausgesetzt. Ferner ist der Shareholder Value auch als eine Reaktion auf die wachsende Dominanz institutioneller Investoren zu verstehen, die einen Großteil der Kapitalströme verteilen (Matthes 2000, S. 34 ff.). Dabei scheinen sie sich vor allem am Shareholder Value-Ansatz zu orientieren (Matthes 2000, S. 29). Die Triebkraft institutioneller Anleger ist im Besonderen auf ihre Relevanzzunahme für deutsche und internationale Unternehmen sowie ihren potentiellen Einfluss auf diese zurückzuführen.¹² Für eine detaillierte Betrachtung der Bedeutung und Ein-

¹⁰ Für die vier Finanzmarktförderungsgesetze vgl. Hausch (2004), S. 160 f.

¹¹ Für die Relevanzzunahme des Kapitalmarkts für deutsche Unternehmen vgl. Kapitel II, Abschnitt 2.2.

¹² Bassen (2004) spricht hingegen von einem allgemeinen Druck institutioneller Anleger, der auf die nationalen Corporate Governance-Systeme ausgeübt wird.

flussnahme institutioneller Investoren ist an dieser Stelle auf Kapitel II, Abschnitt 2 zu verweisen.

1.2 Corporate Governance und Unternehmensperformance

Die vorliegenden exemplarischen Arbeiten über den Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmensperformance sind stark – allerdings nicht ausschließlich – von der angloamerikanischen Literatur und Sichtweise geprägt. Insgesamt lassen sich zwei Vorgehensweisen beobachten. Zum einen wird der Einfluss einzelner Governance-Merkmale auf den Unternehmenserfolg untersucht. Zum anderen werden einzelne Kriterien zu einem Index aggregiert, der dann in Verbindung zur Performance gesetzt wird.¹³ Bei beiden Vorgehensweisen lassen sich bislang keine einheitlichen Befunde über einen Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Performance feststellen.

1.2.1 Performance-Wirkung einzelner Corporate Governance-Merkmale

Die Untersuchungen über die Erfolgswirkung einzelner Governance-Kriterien befassen sich insbesondere mit den Merkmalen (1) Eigentümerstruktur, (2) Größe und Struktur des Aufsichtsgremiums, (3) Vergütung und Anteilsbesitz des Managements sowie (4) Vergütung und Anteilsbesitz der Mitglieder des Aufsichtsgremiums.

(1) Eigentümerstruktur

Barclay/Holderness (1991) zufolge existiert eine positive Verbindung zwischen dem Handel großer Aktienblöcke und der Erhöhung von Aktienpreisen, wenngleich sie dies eher der Expertise der Investoren bzw. Anteilseigner zuschreiben und weniger der Konzentration des Anteilsbesitzes. Morck et al. (1988) relativieren diese Ansichten. Demnach besteht ein positiver Zusammenhang nur für Aktienanteile zwischen 0 % und 5 % sowie für jene größer als 25 %. Bei größer als 5 % und kleiner gleich 25 % lässt sich wiederum eine negative Verbindung erkennen. Grant/Kirchmaier (2004) kommen hingegen zu dem Schluss, dass Großaktionäre einen negativen Einfluss auf die langfristige Aktienkursperformance aufweisen. Nach Mehran (1995) existiert keine

¹³ In Summe wurden 47 Untersuchungen aus 42 verschiedenen empirischen Arbeiten bei der Analyse einzelner Governance-Merkmale sowie 25 Studien bei der Analyse aggregierter Merkmale herangezogen. Zugrunde liegende Quellen/Datenbanken waren hauptsächlich EBSCO, Google Scholar, JSTOR, RePEc, ScienceDirect und SSRN. Weitere Spezifikationen: Sprache: Englisch, Schlagwörter: (Good) Corporate Governance, (Firm/Company) Performance, (Firm/Company/Market) Value, Zeitraum: keine Einschränkung.

Beziehung zwischen großen Aktienanteilen und Erfolg. Ein ähnliches Ergebnis lässt sich auch bei Demsetz/Villalonga (2001) erfassen. In deren Untersuchung hat die Eigentümerstruktur keinen Effekt auf die Performance der Unternehmen. In einer Meta-Analyse untersuchen Dalton et al. (2003), ob Mehrheitsaktionäre eine positive Wirkung auf Unternehmenswert und -performance besitzen. Bis auf eine positive Auswirkung auf den Gewinn pro Aktie finden sie keinen Hinweis auf eine systematische Verknüpfung.

Bereits hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen der Eigentümerstruktur und der Performance der Unternehmen werden inkonsistente Befunde erkennbar.

(2) Größe und Struktur des Aufsichtsgremiums

a) Größe des Gremiums

Die optimale Anzahl an Mitgliedern in Aufsichtsgremien beträgt nach Jensen (1993) sieben bis acht. Yermack (1996) belegt, dass Unternehmen mit kleineren Aufsichtsgremien einen höheren Marktwert aufweisen. Insbesondere bei einer Größe zwischen vier und zehn Personen stellt er einen negativen Zusammenhang zwischen der Größe und dem Wert der Unternehmen fest. Eine negative Verknüpfung zwischen Größe und Erfolg belegen außerdem Eisenberg et al. (1998) und Postma (2001). Der Durchschnittswert der Mitgliederanzahl liegt in beiden Untersuchungen unter dem Optimum von Jensen (1993).¹⁴ Adams et al. (2010) in Verbindung mit Hermlin/Weisbach (1998) postulieren hingegen, dass Unternehmen mit größeren Aufsichtsgremien jene mit kleineren outperformen. Diese Behauptung machen sie aber nicht zum Hauptgegenstand ihrer Untersuchung. Dalton et al. (1999) stellen in einer Meta-Studie fest, dass eine positive Beziehung zwischen der Größe des Aufsichtsgremiums und finanzieller Performance insbesondere für kleinere Unternehmen gültig ist. Beiner et al. (2004) kommen in ihrer Arbeit auf eine durchschnittliche Gremiengröße von 6,56 Mitgliedern. Dies entspricht nahezu der optimalen Anzahl nach Jensen (1993). Die Autoren können dennoch keinen Zusammenhang zwischen Anzahl der Mitglieder im Aufsichtsgremium und Unternehmenserfolg belegen.

b) Struktur des Gremiums

Die (potentielle) Verbindung zwischen der Zusammensetzung der Aufsichtsgremien und der Performance der Unternehmen ist ein häufig betrachtetes Untersuchungsfeld. Die meisten Arbeiten unterteilen die Mitglieder in den Gremien in Inside Direc-

¹⁴ Nach Eisenberg et al. (1998) befinden sich in den Gremien im Durchschnitt 3,7 Mitglieder. Bei Postma et al. (2001) beläuft sich dieser Wert auf drei.

tors¹⁵ und Outside Directors¹⁶. Outside Directors werden ferner oft weiter differenziert in jene, die in einer Geschäftsbeziehung zu dem Unternehmen stehen (Affiliated Outside Directors) und jene, die neben dem Aufsichtsmandat keine weiteren Beziehungen zu dem Unternehmen unterhalten (unabhängige Mitglieder). Unter abhängigen Mitgliedern lassen sich somit Inside Directors und affiliated Outside Directors summieren.

Bhagat/Black (1999) belegen in ihrer Arbeit einen negativen Zusammenhang zwischen dem Grad der Unabhängigkeit¹⁷ des Aufsichtsgremiums und der Unternehmensperformance. Ein hoher Anteil von unabhängigen Mitgliedern besitzt ebenfalls eine negative Auswirkung auf das Wachstum der Unternehmen. Aus ihren Beobachtungen heraus empfehlen die Autoren, dass ein optimales Aufsichtsgremium eine zumindest moderate Anzahl von abhängigen Mitgliedern enthalten sollte. Agrawal/Knoeber (1996) weisen nach, dass ein größerer Anteil von Outside Directors im Gremium zu einer schwächeren Unternehmensperformance führt. Rosenstein/Wyatt (1990) untersuchen die Reaktion des Aktienkurses auf die Bekanntmachung, dass mehr Outside Directors in das Aufsichtsgremium hinzukommen. Als Resultat stellen sie eine Erhöhung des Aktienkurses als Antwort darauf fest. Baysinger/Butler (1985) lassen erkennen, dass Unternehmen mit einem größeren Anteil von unabhängigen Mitgliedern im Aufsichtsgremium im Durchschnitt einen stärkeren Erfolg aufweisen. Von einer anderen Seite aus betrachtet, beobachten Dulewicz/Herbert (2004), dass eine größere Anzahl von aktuellen Mitgliedern des Managements im Aufsichtsgremium (Inside Directors) die Ertragskraft der untersuchten Unternehmen steigert. Wagner III et al. (1998) präsentieren in ihrer Arbeit eine Meta-Studie über die Verbindung zwischen der Komposition des Aufsichtsgremiums und der Performance der Unternehmen. Die Arbeit enthielt 29 verschiedene Untersuchungen. Insgesamt können 63 Korrelationen zwischen Inside oder Outside Directors und Performance festgestellt werden. Aus den Wechselbeziehungen heraus kann zunächst grundsätzlich eine positive Verbindung zwischen Gremiums zusammensetzung und Erfolg belegt werden. Ferner liefern 33 (30) Korrelationen einen positiven Zusammenhang zwischen Outsider (Insider) und Performance. Als Schlussfolgerung argumentieren die Autoren, dass eine Kombination aus beiden Personengruppen eine angebrachte Lösung darstellt. Klein (1998) untersucht eine mögliche Verbindung zwischen Inside und Outside Directors

¹⁵ Dies sind z. B. aktuelle oder ehemalige Mitarbeiter eines Unternehmens.

¹⁶ Outside Directors bilden das exakte Pendant zu Inside Directors. Es handelt sich somit um keine aktuellen oder ehemaligen Mitarbeiter eines Unternehmens.

¹⁷ Der Grad der Unabhängigkeit entspricht einer Unabhängigkeitsvariablen, die sich aus der Differenz des Anteils unabhängiger Mitglieder und des Anteils abhängiger Mitglieder im Gremium ergibt.

und Unternehmenserfolg. Als Ergebnis kann sie keine wesentlichen Verknüpfungen beobachten. Yermack (1996) konstatiert eine negative Beziehung zwischen dem Anteil unabhängiger Mitglieder und dem Unternehmenswert. Hermalin/Weisbach (2003) hingegen können in ihrer Untersuchung keinen Nachweis darüber finden, dass das Verhältnis zwischen Inside und Outside Directors mit der Performance der Unternehmen korreliert. In den Arbeiten von Bhagat/Black (2000, 2002) lassen sich keine Belege darüber finden, dass Aufsichtsgremien mit einer größeren Anzahl unabhängiger Mitglieder eine stärkere Performance aufweisen. Hermalin/Weisbach (1991) stellen ebenfalls keine signifikante Korrelation zwischen der Komposition des Aufsichtsgremiums und des Unternehmenserfolgs fest. In einer groß angelegten Meta-Analyse von Dalton et al. (1998) werden keine Hinweise auf eine mögliche Verknüpfung zwischen der Struktur des Aufsichtsgremiums und die Performance der Unternehmen gefunden. Ähnliches wird in einer späteren Arbeit bestätigt (Dalton et al.1999). Barnhart/Rosenstein (1998) liefern hingegen wengleich nur schwache Anhaltspunkte auf eine kurvilineare Beziehung zwischen dem Anteil an Outside Directors und Performance. In einer Meta-Studie von Rhoades et al. (2000) wird eine leicht positive Beziehung zwischen der Zusammensetzung des Aufsichtsgremiums und des Unternehmenserfolgs beobachtet.

Die Analyse der empirischen Untersuchungen lässt keine eindeutigen Aussagen über die Wirkungen von Größe und Struktur des Aufsichtsgremiums auf die Performance der Unternehmen zu.

(3) Vergütung und Anteilsbesitz des Managements

Chung/Pruitt (1996) zeigen, dass sowohl die Vergütung des Managements als auch dessen Anteilsbesitz in einem Zusammenhang mit dem Marktwert der Unternehmen stehen. Chen et al. (2003) haben in japanischen Unternehmen herausgefunden, dass der Unternehmenswert monoton mit dem Anteilsbesitz des Managements steigt. In einer Erhöhung der Besitzanteile sehen die Autoren eine stärkere Interessenangleichung zwischen den Anteilseignern und dem Management. Auf eine positive Verknüpfung stoßen auch Mueller/Spitz (2004) bei ihrer Untersuchung kleiner und mittelgroßer Unternehmen in Deutschland. Murphy (1985) beobachtet, dass sich die Entlohnung des Managements durch einen stark positiven Einfluss auf die Aktionärsrendite

und das Umsatzwachstum auszeichnet.¹⁸ Morck et al. (1988) und Barnhart/Rosenstein (1998) erkennen in ihren Arbeiten eine positive Verknüpfung zwischen dem Anteilsbesitz des Managements und dem Marktwert der Unternehmen. Mehran (1995) weist darauf hin, dass weniger die Höhe, sondern vielmehr die Art der Vergütung über die Motivation der Manager, den Wert des Unternehmens zu steigern, entscheidet. Der Autor belegt eine positive Beziehung zwischen der Performance und dem prozentualen Aktienbesitz des Managements sowie dem prozentualen Anteil einer an den Aktienkurs gekoppelten Vergütung. Ähnlicher Ansicht sind auch Hall/Liebman (1998). Sie stellen einen ausgeprägten Zusammenhang zwischen Managemententlohnung und Unternehmenserfolg fest, wenn Aktien sowie Aktienoptionen fester Bestandteil der Vergütungspraxis sind. Eine Arbeit von Brickley et al. (1985) untersucht die Aktienkursreaktion nach einer Ankündigung von beabsichtigten Änderungen langfristiger Entlohnungspakete für Manager. Die Resultate zeigen, dass die Bekanntmachung mit positiven Marktreaktionen, d. h. einer Steigerung des Shareholder Values, einhergeht. Einen positiven Effekt auf den Aktienkurs nach der Ankündigung, Aktienoptionsprogramme für die Vergütung einzuführen, kann bspw. in den Untersuchungen von DeFusco et al. (1990) und Morgan/Poulsen (2001) nachvollzogen werden. Yeo et al. (1999) beobachten wiederum keinen signifikanten Zusammenhang zwischen dem Anreizeffekt von Optionen und der zumindest langfristigen Aktienkurs- und operativen Unternehmensperformance. Kaserer/Wagner (2004) beleuchten die Einführung neuer, am Erfolg orientierter Vergütungskomponenten für das Management. Entgegen ihrer Vermutung haben diese im Zeitablauf keinen Einfluss auf den Unternehmenserfolg. Im Rahmen einer Meta-Studie untersuchen Dalton et al. (2003), ob sich die Entlohnung des Managements mit Eigenkapitalanteilen durch einen positiven Effekt auf den Wert der Unternehmen auszeichnet. Bis auf eine positive Auswirkung auf den Gewinn pro Aktie können sie keine systematische Verknüpfung belegen.

Eine konsistente Verbindung zwischen der Vergütung des Managements und dem Erfolg der Unternehmen lässt sich nach Begutachtung der Literatur nicht belegen.

¹⁸ Frye (2004) macht den Einfluss Aktien-basierter Vergütungsformen von Mitarbeitern auf den Unternehmenserfolg zu ihrem Untersuchungsgegenstand. Dabei stellt sie fest, dass Unternehmen, die ihre Mitarbeiter stärker mit Aktien entlohnen, auch eine bessere Performance aufweisen. Eine an den Aktienkurs gekoppelte Entlohnung von Mitarbeitern wird in Brigham/Ehrhardt (2004), S. 530 ff. auch als Employee Stock Ownership Plans (ESOP) bezeichnet. Sesil et al. (2002, 2005) betrachten in ihren Arbeiten broad-based Aktienoptionsprogramme. Jene Programme beschränken sich nicht nur auf das Management, sondern umfassen einen größeren Bezugskreis. Als Resultat stellen sie in beiden Untersuchungen fest, dass Unternehmen mit broad-based Optionsprogrammen einen höheren Unternehmenswert aufweisen.



<http://www.springer.com/978-3-658-03467-2>

Corporate Governance aus der Sicht institutioneller Growth-
und Value-Investoren

Dietrich, C.

2014, XXVII, 315 S. 12 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-03467-2