

Christine Zöllner

**Interne Corporate Governance**

# GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Christine Zöllner

# **Interne Corporate Governance**

Entwicklung einer Typologie

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Alexander Bassen

Deutscher Universitäts-Verlag

Bibliografische Information Der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über  
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dissertation Universität Hamburg, 2007

1. Auflage September 2007

Alle Rechte vorbehalten

© Deutscher Universitäts-Verlag | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2007

Lektorat: Frauke Schindler / Stefanie Brich

Der Deutsche Universitäts-Verlag ist ein Unternehmen von Springer Science+Business Media.  
[www.duv.de](http://www.duv.de)



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8350-0884-7

# Geleitwort

In den letzten fünf Jahren ist eine Vielzahl von wissenschaftlichen und praxisorientierten Publikationen erschienen, die sich aus unterschiedlicher Perspektive dem Thema Corporate Governance widmet. Die Schwerpunkte in diesen Analysen sind sehr unterschiedlich gesetzt. Zudem ist das Gebiet Corporate Governance dadurch geprägt, dass eine Reihe unterschiedlicher Disziplinen (Betriebswirtschaftslehre, Volkswirtschaftslehre, Soziologie, Recht und andere) zu diesem Thema forschen. Dies führt ebenfalls dazu, dass das Begriffsverständnis von Corporate Governance weithin uneinheitlich ist. Zudem liegt kein einheitlicher Erkenntnisstand vor, welche Determinanten die Qualität der Corporate Governance von Unternehmen bestimmen.

Vorliegende theoretische und empirische Arbeiten, die sich mit der Wirksamkeit guter Corporate Governance beschäftigen, zeigen sehr heterogene Aussagen. Dieses kann an einer Reihe von Gründen liegen, die sowohl methodischer als auch inhaltlicher Natur sind. Hier liegt die zentrale Fragestellung, der sich Frau Zöllner in der vorliegenden Arbeit widmet.

Die Zusammenhänge zwischen Corporate Governance und Unternehmenserfolg strukturiert darzustellen, um hieraus Handlungsempfehlungen abzuleiten, stellt somit einen wesentlichen Erkenntnisfortschritt für die Wissenschaft und für die Praxis dar.

Dass bereits eine Reihe internationaler Forscher sich diesem Problem angenommen haben und zu keiner zufriedenstellenden Lösung gekommen sind, unterstreicht die Komplexität der Aufgabenstellung von Frau Zöllner.

Im Zentrum ihrer Arbeit steht daher eine detaillierte Analyse der internen Corporate-Governance-Mechanismen als zentraler Lösungsansätze. Hierunter fasst Frau Zöllner die Eigentümerstruktur, die Kapitalstruktur, die Aufsichtsgremien, die Anreizsysteme sowie die Transparenz zusammen. Dabei wird zuerst der jeweilige Lösungsmechanismus theoretisch untersucht. Darauf aufbauend werden dann die relevanten empirischen Studien herangezogen. Im Vordergrund steht die Analyse, inwieweit diese einzelnen Mechanismen einen Zusammenhang zum Unternehmenswert entweder theoretisch und/oder empirisch belegt aufweisen. Die Ergebnisse von Frau Zöllner machen es dabei erforderlich, dass von möglichen generellen Aussagen Abstand genommen und zu einer Typologie übergegangen wird. Es gelingt ihr damit im Ergebnis, für die abgeleiteten Unternehmenstypen Handlungsempfehlungen zur Gestaltung der internen Corporate Governance zu geben und diese abschließend mit dem deutschen Corporate-Governance-Kodex abzugleichen.

Insgesamt wird dabei die tiefe Problemdurchdringung von Frau Zöllner deutlich, die sich in ihrer sehr präzisen Analyse mit den theoretischen Argumentationen und empirischen Untersuchungen auseinandersetzt. Der innovative Ansatz der Typenbildung erlaubt es ihr, erstmalig fundierte Handlungsempfehlungen zu formulieren.

Zusammenfassend handelt es sich um eine weit überdurchschnittliche Arbeit. Die aufgegriffene Problemstellung ist sehr anspruchsvoll. Frau Zöllner hat nie Probleme, diese Komplexität adäquat zu verarbeiten. Mit der Typologie und der Bewertung des Corporate-Governance-Kodex am Ende wird ein sehr wesentlicher Beitrag für die Corporate-Governance-Forschung und die Praxis geleistet. Die Arbeit sollte somit sowohl in der wissenschaftlichen Debatte als auch in der interessierten Öffentlichkeit auf großes Interesse stoßen. Ich hoffe und erwarte, dass diese Arbeit auf eine hohe Resonanz treffen und eine große Verbreitung erfahren wird.

Alexander Bassen

## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin von Prof. Dr. Alexander Bassen an der Universität Hamburg, Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Department Wirtschaft und Politik. Sie wurde im Wintersemester 2003/2004 als Dissertation angenommen.

Zu dem Gelingen dieser Arbeit hat eine Vielzahl von Personen beigetragen, bei denen ich mich sehr herzlich bedanken möchte. Zuallererst ist hier mein akademischer Lehrer und Betreuer, Herr Prof. Dr. Alexander Bassen, zu nennen. Insbesondere durch seine stets hervorragende fachliche Betreuung, seine ständige Bereitschaft zu engagierten Diskussionen und durch seine menschliche Unterstützung war es mir möglich, die Arbeit erfolgreich abzuschließen. Das kollegiale Arbeitsumfeld, die intellektuellen Herausforderungen verbunden mit den Freiräumen, die mir von ihm gewährt wurden, haben diese Arbeit entscheidend beeinflusst. Danken möchte ich auch meinem Zweitgutachter Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Dietrich Budäus – nicht nur für die zügige Erstellung seines Gutachtens, sondern insbesondere für die mir stets gewährte Zeit, den fachlichen Rat und die kritischen Anmerkungen.

Ganz persönlich danke ich meiner Familie und meinen Freunden – für ihre Unterstützung, ihre Geduld und ihr Verständnis.

Christine Zöllner

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	XIII
Tabellenverzeichnis.....	XV
Abkürzungsverzeichnis .....	XVII
<b>1 Einführung.....</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung.....	2
1.2 Zielsetzung und Vorgehensweise.....	4
1.3 Definition und Abgrenzung von Corporate Governance .....	8
<b>2 Corporate-Governance-Systeme.....</b>	<b>13</b>
2.1 International bestehende Corporate-Governance-Systeme .....	13
2.1.1 Corporate Governance als Teil des Finanzsystems.....	13
2.1.2 Elemente von Corporate-Governance-Systemen .....	14
2.1.2.1 Interne Corporate-Governance-Mechanismen .....	16
2.1.2.2 Externe Corporate-Governance-Mechanismen .....	20
2.1.2.3 Transparenz als Hybrid-Mechanismus.....	27
2.2 US-amerikanisches und deutsches Corporate-Governance-System im Vergleich.....	28
2.2.1 US-amerikanisches Corporate-Governance-System .....	29
2.2.2 Deutsches Corporate-Governance-System.....	36
2.2.2.1 Ausgestaltung der Elemente.....	36
2.2.2.2 Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK).....	47
2.2.3 Wettbewerb der Systeme.....	49
2.3 Corporate-Governance-Systeme und Unternehmenswert .....	51
2.3.1 Theoretisches Modell .....	52
2.3.2 Empirische Ergebnisse .....	54
2.3.2.1 Externe Evaluation .....	54
2.3.2.2 Compliance.....	58
2.3.2.3 Interne Evaluation .....	60

<b>3 Corporate Governance als Gegenstand theoretischer Erklärungsansätze .....</b>	<b>65</b>
3.1 Theorien der Unternehmung .....	65
3.1.1 Property-Rights-Theorie.....	66
3.1.2 Transaktionskostenansatz.....	68
3.1.3 Principal-Agent-Theorie.....	71
3.1.4 Vertragstheorie .....	73
3.1.5 Stewardship-Ansatz.....	74
3.2 Agency-Kosten – eine Konkretisierung .....	75
3.3 Agency–Problematiken zwischen einzelnen Stakeholdern.....	77
3.3.1 Relevante Interessengruppen und Interessenkonflikte .....	77
3.3.1.1 Aktionäre.....	77
3.3.1.1.1 Aktionäre und Management.....	78
3.3.1.1.2 Mehrheits- und Minderheitsaktionäre .....	80
3.3.1.2 Stakeholder.....	80
3.3.1.2.1 Gläubiger .....	80
3.3.1.2.2 Mitarbeiter.....	81
3.3.1.2.3 Lieferanten und Kunden.....	82
3.3.1.2.4 Staat und Öffentlichkeit .....	83
3.3.2 Theoretische Lösungskonzepte .....	83
3.3.2.1 Shareholder-Value-Ansatz .....	83
3.3.2.2 Stakeholder-Modell.....	85
3.4 Fazit der theoretischen Analyse .....	87
<b>4 Interne Corporate-Governance-Mechanismen als Lösungsansätze – eine Analyse theoretischer und empirischer Forschungsergebnisse.....</b>	<b>89</b>
4.1 Eigentümerstruktur.....	91
4.1.1 Eigentümerstruktur als theoretischer Lösungsmechanismus .....	91
4.1.1.1 Mehrheitsaktionäre.....	93
4.1.1.2 Institutionelle Investoren.....	96
4.1.2 Eigentümerstruktur und Unternehmenswert – Ergebnisse empirischer Forschung .....	103

4.1.2.1	Mehrheitsaktionäre.....	103
4.1.2.2	Institutionelle Investoren.....	108
4.2	Kapitalstruktur.....	116
4.3	Aufsichtsgremien.....	123
4.3.1	Aufsichtsgremien als theoretischer Lösungsmechanismus.....	124
4.3.2	Merkmale effizienter Aufsichtsgremien.....	127
4.3.2.1	Formale Merkmale.....	128
4.3.2.1.1	Gremiengröße.....	128
4.3.2.1.2	Zusammensetzung.....	133
4.3.2.1.3	Struktur.....	152
4.3.2.1.4	Aktivität.....	159
4.3.2.1.5	Fazit der Analyse formaler Merkmale.....	170
4.3.2.2	Qualitative Merkmale.....	171
4.3.2.2.1	Theoretische Argumentationen.....	171
4.3.2.2.2	Empirische Studien.....	184
4.3.2.2.3	Fazit der Analyse qualitativer Merkmale.....	212
4.4	Anreizsysteme.....	215
4.4.1	Theoretische Argumentation.....	215
4.4.1.1	Verhaltensmodelle.....	217
4.4.1.2	Elemente von Entlohnungssystemen.....	218
4.4.1.3	Entlohnungssysteme und Performance.....	227
4.4.1.4	Fazit.....	235
4.4.2	Empirische Ergebnisse.....	237
4.4.3	Anreizsysteme für Aufsichtsräte.....	244
4.5	Transparenz.....	251
4.5.1	Transparenz als theoretischer Lösungsmechanismus.....	252
4.5.1.1	Transparenz und Unternehmenswert – indirekte Verknüpfung.....	252
4.5.1.2	Transparenz und Unternehmenswert – direkte Verknüpfung.....	254
4.5.1.3	Freiwillige Transparenz.....	257
4.5.2	Transparenz und Unternehmenswert – empirische Ergebnisse.....	261

4.5.2.1	Allgemeine Transparenz .....	261
4.5.2.2	Transparenz der Corporate Governance.....	265
4.6	Fazit der Analyse interner Corporate-Governance-Mechanismen.....	272
<b>5</b>	<b>Entwicklung einer Typologie der Corporate Governance .....</b>	<b>277</b>
5.1	Forschungsstand.....	277
5.2	Typologien als Forschungsansatz.....	282
5.3	Unternehmenstypologie der Corporate Governance .....	285
5.3.1	Unternehmensmerkmale als Determinanten der Wirkung interner Corporate-Governance-Mechanismen.....	285
5.3.1.1	Relevante Corporate-Governance-Mechanismen .....	285
5.3.1.2	Unternehmensmerkmale.....	286
5.3.1.3	Unternehmenstypen.....	288
5.3.2	Empfehlungen der Gestaltung interner Corporate-Governance-Mechanismen	290
5.3.2.1	Kapitalstruktur.....	290
5.3.2.2	Aufsichtsgremien .....	292
5.3.2.2.1	Zusammensetzung.....	292
5.3.2.2.2	Struktur.....	295
5.3.2.2.3	Aktivität.....	296
5.3.2.3	Anreizsysteme .....	298
5.3.2.4	Zusammenfassung.....	300
5.3.3	Einbezug des DCGK .....	301
<b>6</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick .....</b>	<b>307</b>
	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>317</b>

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Vorgehensweise der Analyse .....	7
Abbildung 2: One-Tier-Modell .....	18
Abbildung 3: Deutsches Two-Tier-Modell .....	19
Abbildung 4: Elemente der Corporate-Governance-Systeme in den USA und Deutschland .....	46
Abbildung 5: Modell der Corporate Governance .....	53
Abbildung 6: Kriterien der Analyse .....	90
Abbildung 7: Theoretische Wirkung konzentrierter Eigentümerstruktur .....	96
Abbildung 8: Sonderrolle institutioneller Investoren .....	101
Abbildung 9: Unternehmensmerkmale und formale Merkmale von Aufsichtsgremien .....	170
Abbildung 10: Wissensarten in deutschen Aufsichtsräten .....	192
Abbildung 11: Fünf funktionale Typen von Verhaltensmustern .....	210
Abbildung 12: Fünf dysfunktionale Typen von Verhaltensmustern .....	210
Abbildung 13: Transparenz und Performance .....	256
Abbildung 14: Ergebnis der Analyse interner Corporate-Governance-Mechanismen .....	273
Abbildung 15: Investitionsmerkmale und Unternehmenstypen .....	287
Abbildung 16: Unternehmenstypen und Analysekatgorien .....	288
Abbildung 17: Unternehmenstypen und Corporate-Governance-Empfehlungen .....	301
Abbildung 18: Ergebnis der Analyse .....	313

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Corporate-Governance-Systeme und Unternehmenswerte: Empirische Ergebnisse .....	63
Tabelle 2: Empirische Belege für die Wirkung von Mehrheitsaktionären.....	108
Tabelle 3: Empirische Belege für die Wirkung institutioneller Investoren .....	111
Tabelle 4: Empirische Belege für die Wirkung von Banken .....	115
Tabelle 5: Unternehmenscharakteristika, die positive Auswirkungen der Kapitalstruktur fördern .....	123
Tabelle 6: Größe der Aufsichtsgremien und Unternehmenswert – Empirische Ergebnisse .....	132
Tabelle 7: Unternehmenscharakteristika im Hinblick auf die theoretisch empfehlenswerte Zusammensetzung von Aufsichtsgremien.....	140
Tabelle 8: Empirische Studien auf Grundlage der Agency-Theorie: Gremienzusammensetzung und Unternehmenswert .....	145
Tabelle 9: Empirische Studien auf Grundlage mehrerer Theorieansätze: Gremienzusammensetzung und Unternehmenswert .....	151
Tabelle 10: Empirische Studien: Unabhängige Prüfungskommissionen und Unternehmenswert .....	158
Tabelle 11: Empirische Studien: (Über)-beschäftigte Gremienmitglieder und Unternehmenswert .....	166
Tabelle 12: Förderliche qualitative Merkmale von Aufsichtsgremien.....	213
Tabelle 13: Anreizsysteme: Entlohnung und langfristiger Unternehmenserfolg.....	237
Tabelle 14: Korrelationen zwischen Anreizsystemen und Unternehmenswert: empirische Ergebnisse .....	243
Tabelle 15: Korrelationen zwischen (freiwilliger) Transparenz und Unternehmenswert: Empirische Ergebnisse .....	271
Tabelle 16: Handlungsempfehlungen und DCGK .....	305

# Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
AMEX	American Stock Exchange
BCF	Corporate-Governance-Index von Bebchuk et al. (2004)
BGH	Bundesgerichtshof
BRC	Blue Ribbon Committee
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CGO	Chief Governance Officer
CICA	Canadian Institute of Chartered Accountants
CLSA	Credit Lyonnais Securities Asia
COB	Chairman of Board
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.
DTI	Department for Trade and Industries
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse & Asset Management
EBIT	Earnings before interests and tax
EPS	Earnings per Share
FTSE	Financial Times Stock Exchange Index
GG	Grundgesetz
GIM	Corporate-Governance-Score von Gompers et al. (2003)
GmbHG	GmbH-Gesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IRRC	Investor Responsibility Research Center
ISS	Institutional Shareholder Service

KonTrag	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
NED	Non-Executive-Director
NPV	Net Present Value
REMM	Resourceful Evaluative Maximizing Man
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
ROE	Return on Investments
ROS	Return on Shares
SEC	Securities and Exchange Commission
S&P	Standard & Poors
TIAA-CREF	Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
US-GAAP	US General Accepted Accounting Principles
VorstOG	Vorstandsvergütungs-offenlegungsgesetz
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

# 1 Einführung

Die Problemstellungen des Corporate-Governance-Diskurses haben international und in Deutschland in den letzten Jahren sehr hohe Aufmerksamkeit erfahren. Die Thematik findet sich sowohl auf der Agenda von Politik, Wirtschaft, Medien und der allgemeinen Öffentlichkeit<sup>1</sup> als auch als Gegenstand wissenschaftlicher Forschung.

Dort hat sich Corporate Governance von einem Spezialgebiet der akademischen Forschung zu einer eigenständigen Disziplin entwickelt.<sup>2</sup> Im Zentrum der ökonomischen Corporate-Governance-Forschung steht dabei die Trennung von Eigentum und Kontrolle bei börsennotierten Kapitalgesellschaften. Die aufgrund dieser Trennung entstehenden Informationsasymmetrien begründen bei vorliegenden Interessenkonflikten der Akteure und unvollständigen Verträgen Agency-Kosten.<sup>3</sup>

Auslöser und Treiber dieser intensiven Entwicklung ist eine Vielzahl von Einflussfaktoren. Genannt werden bspw. die international fortschreitende Privatisierungswelle, zunehmende Fusionen und Übernahmen bzw. Umstrukturierungen der Unternehmen, internationale Deregulierungen und Integration der Kapitalmärkte, Finanzkrisen in Transformationsländern und der Zerfall sozialistischer Ökonomien sowie das Auftreten von Pensionsfonds und anderen aktiven Investoren.<sup>4</sup>

Häufig jedoch wird die Entwicklung fokussiert als Reaktion auf beobachtbaren Machtmissbrauch des Managements, auf Unternehmenskrisen bzw. Zusammenbrüche betrachtet<sup>5</sup> und so im Hinblick auf unterstellte fehlende soziale Verantwortung der Unternehmen diskutiert.

Ergebnisse sind neue Regulierungen wie Gesetze, Standards oder Kodizes, welche zur Verbesserung der Corporate Governance initiiert und implementiert wurden.<sup>6</sup> In Deutschland entstand aus der öffentlichen Diskussion der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK), welcher 2002 veröffentlicht wurde.<sup>7</sup>

Ökonomische Legitimation für das gestiegene Interesse und die Ansätze zur Verbesserung der Corporate Governance liefert die schwerpunktmäßig der Principal-Agent-Theorie folgende Generalthese, dass gute Corporate Governance durch sinkende Agency-Kosten den Unter-

---

<sup>1</sup> Müller (2005) untersucht die Präsenz von Corporate Governance in der internationalen Presse (Deutschland, Schweiz und USA) in dem Zeitraum von 1994 – 2003 und kann einen Anstieg der Berichterstattung zeigen, der insbesondere für Deutschland ab 1998, für die Schweiz ab 2000 und für die USA seit 2001 eklatant ist. Vgl. zudem OECD (2004a), S. 3.

<sup>2</sup> Vgl. Beiner (2005), S. 1.

<sup>3</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 5.

<sup>4</sup> Vgl. Becht et al. (2002) S. 10 ff.; Blair (1995), S. 6 ff.

<sup>5</sup> Vgl. v. Werder (2003a), S. 5; van den Berghe/Levräu (2003), S. 71. Waering (2005) liefert Darstellungen aktueller Beispiele für Corporate-Governance-Probleme in Unternehmen wie bspw. Enron oder Worldcom.

<sup>6</sup> Vgl. Keasey et al (2005), S. 5 ff. Für Europa liefert das European Corporate Governance Institut ECGI eine umfassende Auflistung bestehender Standards und Kodizes.

<sup>7</sup> Vgl. für die Entstehungsgeschichte des DCGK Bassen/Zöllner (2005).

nehmenswert steigert<sup>8</sup> bzw. Unternehmen mit guter Corporate Governance am Kapitalmarkt von Investoren eine bessere Bewertung erfahren.<sup>9</sup>

Damit ergeben sich zum einen für Unternehmen - nicht nur im Kontext von Compliance sondern insbesondere im Rahmen wertorientierter Unternehmensführung – relevante Gestaltungsmöglichkeiten durch die Verbesserung ihrer Corporate Governance. Zum anderen erweitert sich für Investoren die Zahl relevanter Unternehmensmerkmale, welche in ihre Entscheidungsprozesse einbezogen werden können.<sup>10</sup>

## 1.1 Problemstellung

Dominierende theoretische Grundlage des Corporate-Governance-Diskurses ist die Neue Institutionenökonomik.

Dabei stehen Principal-Agent-Ansätze im Vordergrund, welche Unsicherheit und Informationsasymmetrien berücksichtigen. Agency-Beziehungen entstehen, sobald ein Individuum von Handlungen eines Dritten abhängig ist. Bei unterstellter rationaler Nutzenmaximierung und unterschiedlichen Nutzensvorstellungen können sich aus Informationsasymmetrien in Verbindung mit Zielkonflikten und eigennützigem Verhalten Problemstellungen ergeben.<sup>11</sup> Hier ansetzend soll Corporate Governance Interessenkonflikte und Informationsvorteile des Managements gegenüber Eigentümern, Kontrollorganen und anderen Stakeholdern ausgleichen.

Dieses wird notwendig, da Unsicherheit, Informationsasymmetrien und Interessendivergenzen bestehen. Damit sind Verträge zum Interessenausgleich unvollständig, da sie nicht alle zukünftigen Zustände der Welt kennen und somit regeln können.<sup>12</sup> So wird es erforderlich, einzelne Gruppen durch Corporate Governance vor einem Fehlverhalten anderer zu schützen. Juristische Lösungen können dabei Verantwortlichkeiten regeln, ökonomische Lösungen steuern Verhalten durch Anreizsysteme.

Während im Rahmen der Property-Rights-Theorie der Trennung von Eigentum und Kontrolle auch positive Effekte zugeschrieben werden, da bspw. Spezialisierungsvorteile des Managements genutzt werden können, begründet mögliches opportunistisches Verhalten von Managern aus dem Blickwinkel der Principal-Agent-Theorie Agency-Kosten.<sup>13</sup> Diese können durch die Reduktion von Informationsasymmetrien oder Angleichung der Interessen von Manage-

---

<sup>8</sup> Vgl. Witt (2003), S. 11; vgl. von Werder/Grunde (2003), S. 676; vgl. Bassen et al. (2006a), S. 379 f.

<sup>9</sup> Vgl. McKinsey (2002).

<sup>10</sup> Möglichkeiten der Erzielung von Überrenditen setzen voraus, dass Investoren die Corporate Governance bewerten können und dass der jeweilige Markt höchstens eine mittlere Informationseffizienz ausweist, so dass die Informationen zumindest nicht sofort in den Aktienkursen enthalten sind. Vgl. Gompers et al. (2003), S. 121.

<sup>11</sup> Unterschieden werden hidden characteristics, action, information und intention. Vgl. Göbel (2002), S. 100 ff.

<sup>12</sup> Vgl. Rajan/Zingales (2000), S. 204.

<sup>13</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308 f.

ment und Stakeholdern minimiert werden. Ein dadurch steigender Unternehmenswert liegt im Interesse aller Share- und Stakeholder.<sup>14</sup>

„Guter“ Corporate Governance wird somit ein positiver Einfluss auf den Unternehmenswert zugeschrieben.

Eine wissenschaftliche konsistente Bestätigung dieser Generalthese steht trotz intensiver empirischer Forschung jedoch noch aus.<sup>15</sup> So sprechen Bradley oder Leblanc/Gillies schon metaphorisch von „...*search of the Holy Grail*“<sup>16</sup> oder der Suche nach dem „*missing link*“<sup>17</sup>.

Ursachen dieser fehlenden empirischen Evidenz mögen vielfältiger Natur sein. Sie können sich aus den jeweiligen Stichproben oder Untersuchungszeiträumen<sup>18</sup> oder aus den angewandten statistischen bzw. ökonometrischen Methoden ergeben.<sup>19</sup> Weitere Ursachen liegen möglicherweise in der jeweiligen Meßmethode der ökonomischen Performance der Unternehmen. Mögliche Variationen dieser Ansätze der Methodik oder Messung werden in aktuellen Beiträgen daher modifiziert – ohne jedoch die erwünschte Bestätigung liefern zu können.<sup>20</sup> Es kann jedoch auch darin begründet sein, dass es sich um ein relativ neues Feld handelt, oder Konsequenz der Schwierigkeiten sein, qualitativ hochwertiges Datenmaterial zu bekommen. „Not surprisingly, therefore, we cannot yet specify what the best governance system looks like, neither in a normative nor a positive sense“.<sup>21</sup>

Gleichzeitig impliziert diese postulierte positive Wirkung „guter“ Corporate Governance auf Unternehmenswerte, dass Aussagen darüber getroffen werden können, was „gute“ Corporate Governance auszeichnet und welche Elemente in welcher Ausprägung sie beinhaltet. Bis dato ist jedoch keine eindeutige Antwort auf diese Frage gefunden.

So unterscheiden sich sowohl auf der Makroebene international bestehende Corporate-Governance-Systeme der Länder und darin enthaltene Regulierungen oder Empfehlungen als auch die in diesem Rahmen gestalteten Corporate-Governance-Systeme der Mikroebene der einzelnen Unternehmen. Während die OECD Principles<sup>22</sup> Elemente wie Aktionärsrechte, Gleichbehandlung von Aktionären oder die Rolle der Stakeholder enthalten, konzentriert sich bspw. der DCGK auf Aktionäre und Hauptversammlung, Vorstand und Aufsichtsrat sowie

---

<sup>14</sup> Vgl. Hummler (2002), S. 89.

<sup>15</sup> Vgl. bspw. Dallas/Patel (2004) oder Dennis/McConnell (2005). Ein umfassender Überblick vorliegender empirischer Ergebnisse wird für Corporate-Governance-Systeme unter 2.2.6.2 und für einzelne interne Mechanismen in den Unterkapiteln von Kapitel 4 geliefert.

<sup>16</sup> Bradley (2004) betitelt seinen Artikel mit: „Corporate Governance Scoring and the Link Between Corporate Performance Indicators: in search of the Holy Grail.“

<sup>17</sup> Leblanc/Gillies (2005), S. 25.

<sup>18</sup> Es zeigen sich bspw. eher positive Ergebnisse für US-amerikanische Unternehmen in dem Zeitraum der 1990er Jahre, vgl. Gompers et al. (2003).

<sup>19</sup> Diese mögliche Erklärung testen Larcker et al. (2005).

<sup>20</sup> Bassen et al. (2006a) berücksichtigen bspw. eine Vielzahl von Kennzahlen zur Messung des Unternehmenserfolges und nutzen mehrerer statistische Methoden. Dennoch finden sich nur wenig signifikante Verbindungen.

<sup>21</sup> Bören/Ødegaard (2003), S. 2.

<sup>22</sup> Vgl. OECD (2004a), S. 3 ff.

deren Zusammenwirken, Transparenz und Rechnungswesen.<sup>23</sup> Diese Unterschiede der Makroebene ergeben sich nicht nur als Konsequenz der jeweiligen ökonomischen Entwicklung oder des unterschiedlichen Niveaus der Informationseffizienz der Kapitalmärkte.<sup>24</sup>

„Even in advanced market economies, there is a great deal of disagreement on how good or bad the existing governance mechanisms are.“<sup>25</sup>

Diese Uneinigkeit über optimale Corporate-Governance-Systeme wird verstärkt, wenn zudem bestehende Ratingsysteme für unternehmensspezifische Corporate-Governance-Systeme herangezogen werden, welche sich sowohl im Hinblick auf das inhaltliche Verständnis von Corporate Governance als auch in Methodik, Auswahl, Anzahl und Gewichtung der berücksichtigten Governance-Mechanismen unterscheiden.<sup>26</sup>

„Gut“ - im Sinne von erfolgreich - sind Maßnahmen, welche ihre Ziele erreichen. Kennzeichen „guter“ Corporate Governance sollte damit sein, dass divergierende Interessenansprüche von Management, Share- und anderen Stakeholdern des Unternehmens ausgeglichen und Informationsasymmetrien gesenkt, somit Agency-Kosten vermieden werden und der Unternehmenswert langfristig gesteigert wird.

## 1.2 Zielsetzung und Vorgehensweise

Vor diesem Hintergrund ist Hauptziel dieser Arbeit die Identifikation derjenigen Merkmale unternehmensspezifischer interner Corporate Governance, deren positive Wirkung auf den Unternehmenswert herausgestellt werden kann.

Aus den identifizierten Mechanismen sollen zum einen Handlungsempfehlungen für Unternehmen entwickelt werden. Unternehmen können somit bei einer Selbstevaluation – der Erfassung des Status Quo und der Ausnutzung von Verbesserungspotentialen – unterstützt werden.

Zum anderen können diese Mechanismen von externen Betrachtern herangezogen werden, um valide die Qualität der unternehmensspezifischen Corporate Governance zu beurteilen und in ihre Entscheidungen mit einzubeziehen. Es ergeben sich somit Verbesserungsvorschläge im Rahmen der externen Evaluation von Corporate Governance wie bspw. durch Rating-Agenturen und der Formulierung von zukünftiger Regulierungen. Eine fundierte Verknüpfung von Regulierungselementen mit einem steigenden Unternehmenswert macht eine tatsächliche Umsetzung wahrscheinlicher, da diese dann nicht nur als Handlungseinschränkungen

---

<sup>23</sup> Vgl. Deutscher Corporate Governance Kodex, Version 12. Juni 2006.

<sup>24</sup> So scheinen positive Auswirkungen hoher Corporate-Governance-Güte auf den Unternehmenserfolg in Schwellenländern wahrscheinlicher. Vgl. van den Berghe/Levräu (2003), S. 82. Empirische Studien nutzen hierbei häufig das Corporate-Governance-Rating der Crédit Lyonnais Securities Asia (CLSA), vgl. bspw. Klapper/Love (2004), die eine hohe Korrelation mit dem Unternehmenswert nachweisen können.

<sup>25</sup> Shleifer/Vishny (1997), S. 737.

<sup>26</sup> Vgl. Bassen et al. (2006b).

verstanden werden sondern Elemente einer marktwertorientierten Unternehmensführung sind.<sup>27</sup> Dabei wird detailliert wie folgt vorgegangen:

Im letzten Teil dieser Einführung wird der Begriff Corporate Governance definiert und abgegrenzt und auf Grundlage vorliegender Ansätze die existierende inhaltliche Bandbreite vorgestellt, strukturiert sowie die weiter verwendete Arbeitsdefinition entwickelt.

Diese unterschiedlichen Verständnisse von Corporate Governance prägen auch die internationalen Corporate-Governance-Systeme, welche im *Kapitel 2* im Vordergrund stehen. Dabei wird zum einen berücksichtigt, dass Corporate Governance national nicht getrennt von dem jeweiligen Finanzsystem zu betrachten ist, und zum anderen, dass trotz der Verschiedenheit diese Systeme gleiche Mechanismen – wenn auch in unterschiedlicher Ausprägung – aufweisen. Bei der Darstellung dieser Mechanismen wird nach internen und externen Mechanismen unterschieden und die Transparenz als Hybridmechanismus eingestuft. Die unterschiedliche Ausprägung dieser Mechanismen spiegelt sich insbesondere in einem Vergleich der Corporate-Governance-Systeme der USA und Deutschlands wieder. Diese werden daher exemplarisch beschrieben. Corporate Governance-Systeme sind nicht statisch. Somit werden mögliche zukünftige Auswirkungen eines Systemwettbewerbs auf eventuelle Richtungen sich ändernder nationale Rahmenbedingungen aufgezeigt, welche Hinweise auf eine mögliche Dominanz durch höhere Effizienz geben. Da mögliche Gründe der fehlenden empirischen Evidenz für die Generalthese der Förderlichkeit guter Corporate Governance in den unterschiedlichen Systemen gesehen werden können, schließt das Kapitel mit einem theoretischen Modell, welches diese Förderlichkeit aus dem Blickwinkel der Agency-Theorie begründet, und einem Überblick über die Ergebnisse empirischer Studien.

Ziel dieses Kapitels ist, dem Leser die Komplexität der Thematik zu verdeutlichen und die Rahmenbedingungen, welche auf die Gestaltung unternehmensindividueller Corporate-Governance-Systeme insbesondere in Deutschland wirken, herauszustellen. Im Ergebnis zeigt sich, dass keine konsistente empirische Evidenz einer möglichen Verknüpfung guter Corporate-Governance-Systeme - unabhängig von verschiedenen Messmethoden - und Unternehmenswerten vorliegt.

Anschließend erfolgt in *Kapitel 3* ein detaillierter Überblick über Corporate Governance als Gegenstand theoretischer Erklärungsansätze. Neben den Theorien der Unternehmung ist dies insbesondere die Neue Institutionenökonomik. Diese wird um den Steward-Ship-Ansatz ergänzt. Corporate-Governance-Systeme sollen Interessenkonflikte ausgleichen. Ursache für die Notwendigkeit, diesen durch Corporate-Governance-Systeme vorzunehmen, ist das Versagen des Marktes. Die Theorien der Unternehmung und der Neuen Institutionenökonomik können Gründe des Marktversagens und deren Konsequenzen mit Transaktionskosten und Agency-Kosten aufzeigen. Damit schließt sich eine Konkretisierung der hier relevanten Agency-

---

<sup>27</sup> Vgl. Middelmann (2004), S. 106.

Kosten und eine Betrachtung der Problematiken zwischen Stakeholdern an. Das Kapitel schließt mit der Vorstellung der theoretischen Lösungskonzepte, die jeweils unterschiedliche Interessensgruppen berücksichtigen: dem Shareholder-Value-Ansatz und dem Stakeholder-Modell. Ziel dieses Abschnittes ist, die Notwendigkeit von Corporate Governance aus theoretischer Sicht aufzuzeigen und gleichzeitig zu verdeutlichen, dass wiederum keine Einigkeit über die Zusammensetzung von guter Corporate Governance besteht.

Im Anschluss an diese Grundlagen steht im Zentrum der Arbeit die detaillierte Analyse vorliegender wissenschaftlicher Forschungsergebnisse über die Wirkungsweisen interner Corporate-Governance-Mechanismen in *Kapitel 4*. Dabei werden die jeweilige Kapitalstruktur, das Aufsichtsgremium, Anreizsysteme und Transparenz berücksichtigt.

Als Bewertungskriterien werden zum einem jeweils die theoretischen Argumentationen über die Wirkungsweise der Mechanismen auf den Unternehmenswert herangezogen. Zum anderen werden vorliegende empirische Studien, welche die jeweiligen Thesen untersuchen, analysiert, um zu klären, ob und inwieweit im Hinblick auf jeden Mechanismus von zumindest teilweise vorliegender empirischer Evidenz ausgegangen werden kann. Diese beiden Elemente bestimmen die Identifikation förderlicher Mechanismen.

Im Hinblick auf die damit verfolgten Zielsetzungen, Handlungsempfehlungen für Unternehmen und Richtlinien für externe Stakeholder zu entwickeln, ergeben sich zwei weitere Analyse Kriterien. Zum einen sollten die theoretischen und empirischen Empfehlungen der Literatur möglichst generalisierbar und somit auf alle Unternehmen anwendbar sein. Zum anderen ist es für externe Stakeholder notwendig, die Umsetzung und den Umsetzungsgrad des identifizierten Mechanismus von Außen erkennen zu können.

Ziel dieses Kapitels ist es, eine Grundlage für beide Intentionen zu legen. Bei fehlender externer Erkennbarkeit kann jedoch den Anforderungen der externen Zielgruppe nicht entsprochen werden. Einschränkungen im Hinblick auf eine möglichst hohe Allgemeingültigkeit verkleinern die erreichbare Zielgruppe der Unternehmen. Sollten diese Einschränkungen jedoch aufgrund spezifischer Merkmale der Unternehmen erfolgen und diese Merkmale aufgrund mehrfacher Relevanz Muster aufweisen, ist es möglich, eine Typologie von Unternehmen zu entwickeln.

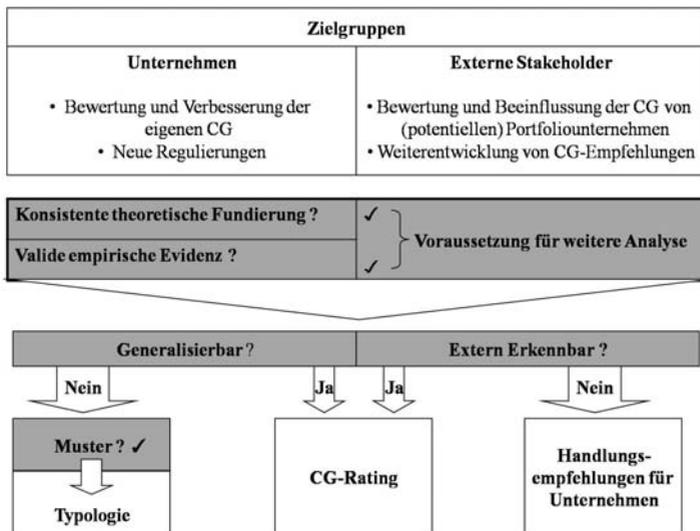


Abbildung 1: Vorgehensweise der Analyse

Die Entwicklung der Typologie erfolgt in *Kapitel 5*. Dabei wird zuerst der aktuelle Forschungsstand, der sich von der Einschätzung distanziert, dass es ein einziges gutes Corporate-Governance-System gibt - „One Size Does Not Fit All“<sup>28</sup> - im Hinblick auf übertragbare Erkenntnisse überprüft. Im Anschluss erfolgt die Darstellung von Typologien als Ansatz in wissenschaftlicher Forschung und damit auch die Einordnung des dieser Arbeit zugrunde liegenden Wissenschaftsverständnisses. Danach werden die in Kapitel 4 erarbeiteten Unternehmensmerkmale, welche die Wirkungsweise interner Corporate-Governance-Mechanismen beeinflussen, herangezogen, um Unternehmenstypen abzubilden. Für diese Typen – Wachstumsunternehmen und etablierten Unternehmen in unterschiedlichen ökonomischen Situationen – können im Anschluss Gestaltungsempfehlungen formuliert werden. Diese werden abschließend mit relevanten Empfehlungen und Anregungen des DCGK verknüpft.

Zentrale Fragestellung ist somit, wie Corporate Governance bewertet werden kann. Damit ist anfangs abzugrenzen, was in dieser Arbeit unter Corporate Governance verstanden wird.

<sup>28</sup> Hofstetter (2005).

### 1.3 Definition und Abgrenzung von Corporate Governance

Unter dem Begriff Corporate Governance wird eine Vielzahl von Themenstellungen diskutiert. Eine allgemein verwendete Übertragung von Corporate Governance in die deutsche Sprache ist bis heute nicht erfolgt, auch in der wissenschaftlichen Literatur hat sich die Verwendung des angelsächsischen Begriffs durchgesetzt.<sup>29</sup> Dabei wird Corporate Governance häufig gleichgesetzt mit den Begriffen Unternehmensleitung und –kontrolle.<sup>30</sup> Andere verweisen auf große Schnittmengen zu dem Begriff der Unternehmensverfassung.<sup>31</sup> Aber wie in der internationalen Literatur existiert keine allgemeingültige Definition. In der interdisziplinären Diskussion finden sich hauptsächlich ökonomische und/oder rechtswissenschaftliche Beiträge. Deren unterschiedliche Zielsetzungen beinhalten jeweils unterschiedliche Begriffsdefinitionen und Abgrenzungen.

Die Zielsetzungen dieser Arbeit bestimmen somit auch hier das zugrunde gelegte Verständnis und die Definition des Begriffs Corporate Governance.

Grundlage ist ein weiter Ansatz, der es ermöglicht, möglichst viele Facetten der Diskussion zu erfassen. Dieser stellt sämtliche maßgebliche Entscheidungsprozesse innerhalb der Unternehmen in den Vordergrund. Demnach beinhaltet Corporate Governance „(...) *die Gesamtheit der Sachverhalte, die bestimmen oder beeinflussen, wie in Unternehmen wichtige Entscheidungen getroffen werden.*“<sup>32</sup>

Diese Entscheidungen betreffen die Allokation von Ressourcen und die Verteilung der Überschüsse. „*Corporate Governance is concerned with the institutions how business corporations allocate resources and returns. Specifically, a system of corporate governance shapes who makes investment decisions in corporations, what types of investments they make, and how returns from investments are distributed.*“<sup>33</sup>

Bei einer Aufteilung der herausgestellten Entscheidungsprozesse in die Phasen Initiierung und Implementierung sowie Ratifizierung und Überwachung<sup>34</sup> zeigt sich, dass Corporate Governance folglich sowohl Elemente der Unternehmensführung als auch der Unternehmenskontrolle umfasst - und dennoch von beiden Begriffen abzugrenzen ist.

Gemeinsam ist allen Definitionen jedoch, dass sie Corporate Governance als Prozess begreifen, dessen Zielsetzung der Interessenausgleich verschiedener am Unternehmen und damit an den Entscheidungsprozessen beteiligter bzw. von diesen betroffenen Gruppen ist.

---

<sup>29</sup> Auch in dieser Arbeit wird auf eine Übersetzung verzichtet und mit dem Begriff Corporate Governance gearbeitet.

<sup>30</sup> Vgl. Bassen (2002), S. 20, Theisen (2003), S. 441. Baums spricht von der „...Funktionsweise der Leitungsorgane, ihre Zusammenarbeit und die Kontrolle ihres Verhaltens.“ Baums (2001), S. 20.

<sup>31</sup> Vgl. von Werder (2003a), S. 4.

<sup>32</sup> Schmidt (1997), S. 16.

<sup>33</sup> O'Sullivan (2000), S. 1.

<sup>34</sup> Vgl. Fama/Jensen (1983), S. 4.

Die zu klärenden Interessenkonflikte resultieren dabei aus der Trennung von Eigentum, Leitung und Kontrolle.<sup>35</sup>

Damit betrifft Corporate Governance nicht alle Unternehmen, sondern nur diejenigen, bei denen mehrere Stakeholder existieren und gegensätzliche Interessen vertreten bzw. Ansprüche auf die Verteilung der Quasi-Renten<sup>36</sup> anmelden - „(..) *define a governance system as the complex set of constraints that shape the ex post bargaining over the quasi-rents generated in the course of a relationship*“.<sup>37</sup>

Im Hauptinteresse der aktuellen Diskussion stehen börsennotierte Unternehmen, da hier die Trennung zwischen Eigentum, Leitung und Kontrolle sehr ausgeprägt erscheint. Dennoch sind durchaus auch kleine und mittlere<sup>38</sup> oder öffentliche Unternehmen<sup>39</sup> von der Problematik betroffen. Gerade für letztere wird eine Anpassung der Regelungen empfohlen.<sup>40</sup>

Hauptunterscheidungsmerkmal der verschiedenen Definitionsansätze ist, welche Gruppen bzw. Ansprüche berücksichtigt werden. Dabei können finanzwirtschaftliche und stakeholderorientierte Definitionen und/oder Paradigma unterschieden werden.

Finanzwirtschaftliche Definitionen können dem Shareholder-Value-Ansatz<sup>41</sup> zugeordnet werden. Sie stellen die Beziehung zwischen Eigentümern und Kapitalgebern in den Vordergrund. „*Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting return on their investment*“<sup>42</sup> Obwohl diese Definition alle Kapitalgeber anspricht, stehen auch hier im Vordergrund der Betrachtung die Problemstellungen, die aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle bzw. aus sich ergebenden Agency-Kosten bei divergierenden Interessen von Eigentümern und Managern resultieren.<sup>43</sup>

---

<sup>35</sup> Vgl. Witt (2003), S. 1.

<sup>36</sup> Der Begriff der Quasi-Rente stammt ursprünglich von Williamson. Er definiert als Quasi-Rente die Differenz zwischen dem Ertrag einer Investition und dem Ertrag ihrer nächst besten alternativen Verwendung. Ursache für die Entstehung ist Faktorspezifität.

Vgl. Williamson (1985).  
<sup>37</sup> Zingales (1998), S. 4.

<sup>38</sup> Vgl. Gröbl, (2003) S. 7, Bodmer (2002) S. 721 ff. Im Jahr 2004 wurde von INTES und der Welt am Sonntag ein Corporate Governance Kodex für Familienunternehmen entwickelt. Dieser ist abzurufen unter [www.kodex-fuer-familienunternehmen.de](http://www.kodex-fuer-familienunternehmen.de) (04.09.2004).

<sup>39</sup> Vgl. Turnbull (2000), S. 4.

<sup>40</sup> Vgl. Budäus/Srocke (2003), S. 87.

<sup>41</sup> Vgl. 3.3.2.1.

<sup>42</sup> Shleifer/Visny (1997a), S. 737.

<sup>43</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308 ff., Fama/Jensen (1983), S. 2 ff.

Andere Definitionen beziehen die Interessen sämtlicher Stakeholder<sup>44</sup> mit ein. „*Corporate Governance relates to the internal organization and power structure of the firm, the functioning of the board of directors both in the one-tier and the two tier-system, the ownership structure of the firm, and the interrelationships among management, board, shareholders and possibly stakeholders, in particular the workforce of the enterprise and the creditors.*“<sup>45</sup> Ähnlich die OECD: „*Corporate Governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders.*“<sup>46</sup>

Ressourcenorientierte Definitionsansätze wenden den Blick von der Distribution des Erwirtschafteten zur Produktion und stellen das Unternehmen selbst in den Vordergrund.<sup>47</sup> Es ergeben sich die Fragen, was ein starkes gesundes Unternehmen kennzeichnet und was Management und Unternehmensaufsicht zur Entstehung und Erhaltung eines solchen beitragen können. Damit sind nicht nur die Zusammenarbeit und Kontrolle interner Organe von Interesse, sondern, welche Gestaltung von Corporate Governance gewährleistet, dass Unternehmen auf internationalen Märkten wettbewerbsfähig sind.<sup>48</sup>

„*In essence corporate governance is the structure that is intended to make sure that the right questions get asked and that checks and balances are in place to make sure that the answers reflect what is best for the creation of long-term, sustainable value.*“<sup>49</sup>

Corporate Governance beinhaltet somit die Bedingungen, in deren Rahmen sich Unternehmensführung und Unternehmenskontrolle bewegen, und zielt darauf ab, die Verfügungsrechte der verschiedenen Stakeholder auf Quasi-Renten festzulegen. Eine Funktion liegt folglich in einer gerechten Verteilung. Aus der Ressourcenorientierung ergibt sich eine weitere Funktion. Corporate Governance zielt darauf, eine effiziente Unternehmensführung und -kontrolle zur Maximierung der Überschüsse zu gewährleisten.

Bei existierenden Transaktionskosten und Informationsasymmetrien sind beide Funktionen interdependent. Zum einen beeinflusst die Verteilung von Verfügungsrechten die Effizienz der Ressourcenallokation.<sup>50</sup> Zum anderen erfolgt die Verteilung ex post; nur realisierte Quasi-Renten können den Interessengruppen zur Verfügung gestellt werden.

Sowohl im Hinblick auf die Verteilung als auch auf das Erschaffen ergeben sich Interessenkonflikte aus Informationsvorteilen des Managements gegenüber anderen Share- und Stakeholdern. Dadurch mögliches opportunistisches Verhalten der Manager begründet Agency-Kosten.<sup>51</sup> Corporate Governance soll diese Konflikte ausgleichen, Agency-Kosten senken und

---

<sup>44</sup> Vgl. 3.3.2.2.

<sup>45</sup> Vgl. Hopt/Wymeersch (1997), Preface.

<sup>46</sup> Vgl. OECD (2004a), S. 2.

<sup>47</sup> Vgl. Malik (2002), S. 29 f.

<sup>48</sup> Vgl. Middelmann (2004), S. 101.

<sup>49</sup> Monks/Minow (2004), S. 4.

<sup>50</sup> Vgl. Coase (1960), S. 15 ff, vgl. Coase (1998), S. 73.

<sup>51</sup> Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308 f., für eine Differenzierung des möglichen opportunistischen Verhaltens. 3.3.1.1.1.

so den Unternehmenswert erhöhen. Dabei erscheint die Annahme realistisch, dass diese positive Verknüpfung nicht ad hoc eintritt, sondern erst langfristig messbar wird.<sup>52</sup>

Diese Anforderung an Corporate Governance wird in dieser Argumentation herangezogen, um die Qualität der jeweiligen Corporate Governance zu bestimmen. Daher ergibt sich folgende Ausgangsdefinition:

*Corporate Governance berücksichtigt alle Rahmenbedingungen, welche effiziente Entscheidungsprozesse ermöglichen und so eine Erhöhung des Unternehmenswerts gewährleisten.*

---

<sup>52</sup> Vgl. Monks/Minow (2004), S. 4. Empirische Untersuchungen zeigen im kurzfristigen Bereich keine oder sogar negative Verknüpfungen von „guter“ Corporate Governance und Unternehmenswerten, vgl. GMI (2003) oder Bauer et al. (2004).

## 2 Corporate-Governance-Systeme

### 2.1 International bestehende Corporate-Governance-Systeme

#### 2.1.1 Corporate Governance als Teil des Finanzsystems

Der Interessenausgleich von Kapitalgebern und Kapitalnehmern innerhalb einer Volkswirtschaft erfolgt durch Finanzsysteme. Corporate Governance ist wichtiges Element des jeweiligen Finanzsystems.<sup>53</sup> Die generelle Unterscheidung in markt- oder bankorientierte Finanzsysteme wird durch die jeweilige Ausprägung der Corporate-Governance-Systeme<sup>54</sup> zusätzlich verstärkt.<sup>55</sup>

International haben sich unterschiedliche Corporate-Governance-Systeme entwickelt. Diese weisen neben erheblichen Unterschieden auch Gemeinsamkeiten aus. Die OECD-Principles betonen beispielsweise Aktionärsrechte, die Gleichbehandlung von Aktionären sowie Offenlegung und Transparenz.<sup>56</sup> Gleichzeitig begründen national unterschiedliche Finanz- und Rechtssysteme eine jeweilige Anpassung der internationalen Standards, da Corporate Governance nicht unabhängig von anderen wirtschaftlichen oder gesellschaftlichen Systemen gesehen werden kann.<sup>57</sup>

Der hier verfolgte Blickwinkel von Corporate Governance berücksichtigt sämtliche Stakeholder, die in Austauschprozesse mit dem Unternehmen einbezogen sind.

Die Gestaltung von Austauschprozessen wird dabei nach Hirschman<sup>58</sup> in die zwei Ansätze „Exit“ oder „Voice“ unterschieden. Das Konzept des „Exit“ beinhaltet die Möglichkeit, ein Austauschverhältnis durch Wechsel des Vertragspartners zu jeder Zeit beenden zu können. Dafür ist eine ausreichende Zahl an potentiellen neuen Vertragspartner, somit liquide Märkte, notwendig. Im Rahmen des „Voice“-Konzepts besteht durch spezifische, in das Unternehmen eingebrachte Investitionen eine engere Verbindung, welche einen Wechsel des Vertragspartners erschwert. Eine Entlohnung für diese Investitionen ist nur über Ansprüche auf Quasi-Renten möglich. Es müssen daher Einflussmöglichkeiten auf deren Verteilung bestehen.

---

<sup>53</sup> Vgl. Allen/Gale (2000), S. 4 f.

<sup>54</sup> Einige Definitionen betrachten Corporate Governance als System, vgl. O'Sullivan (2000) S. 1 oder Zingales (1998), S. 4. Die Begriffe Corporate Governance und Corporate-Governance-System werden daher synonym verwendet. In dieser Argumentation wird der Systembegriff ausdrücklich dann verwendet, wenn nicht einzelne Mechanismen sondern deren Gesamtheit gemeint ist, welche national oder innerhalb der Unternehmen die Zielsetzung verfolgt, Interessenkonflikte auszugleichen.

<sup>55</sup> Vgl. Allen/Gale (2000), S. 4, vgl. Mann (2003), S. 29, vgl.

Hackethal (2000), S. 2, vgl. Schmidt et al. (1999), S. 1.

<sup>56</sup> Vgl. OECD (1999), S. 16.

<sup>57</sup> Vgl. Mann (2003), S. 28.

<sup>58</sup> Vgl. für Folgendes Hirschman (1970). Er berücksichtigt zusätzlich die Alternative der „loyalty“, also abwartende Passivität.

Corporate Governance zielt auf den Ausgleich von Interessenkonflikten in Austauschprozessen zwischen Stakeholdergruppen und Unternehmen sowie innerhalb der Gruppen. Dabei kann unterstellt werden, dass die jeweiligen beteiligten Gruppen, ob Mitarbeiter, Eigen- oder Fremdkapitalgeber, je nach dem jeweiligen Niveau der spezifischen Investitionen konsistente Voice- oder Exit-Strategien verwenden.<sup>59</sup>

Die Möglichkeit des Einsatzes beider Strategien empfiehlt eine Unterscheidung von Finanz- und Corporate-Governance-Systemen in Insider- oder Outsider-Systeme.<sup>60</sup>

## 2.1.2 Elemente von Corporate-Governance-Systemen

Systeme bestehen aus verschiedenen Einzelementen, die miteinander in Beziehung stehen, plausibel von der sie umgebenden Umwelt abgegrenzt und somit als eine Gesamtheit betrachtet werden können. Sie können beschrieben werden, in dem die Einzelemente und ihre jeweiligen möglichen Ausprägungen aufgelistet werden.

Corporate-Governance-Systeme verfolgen das Ziel, unterschiedliche Interessen auszugleichen. Relevante Elemente sind daher die jeweiligen zu berücksichtigenden Interessengruppen und deren Verhalten.<sup>61</sup> Dieses wird einerseits von gesetzlichen Rahmenbedingungen wie beispielsweise dem Rechtssystem und andererseits von den Instrumentarien, die zur Verfolgung der Interessen zu Verfügung stehen, beeinflusst. Dabei können die Interessengruppen auf die Instrumentarien und indirekt auf die Rahmenbedingungen einwirken. Gleichzeitig beeinflussen die Rahmenbedingungen die Instrumentarien und damit die Handlungsoptionen der Interessengruppen.

Eine differenzierte Aufzählung der Elemente von Corporate-Governance-Systemen zeigen Schmidt/Spindler und berücksichtigen „*the distribution of ownership and residual decision rights; the distribution of residual claims and shareholdings, the board structure and the composition of the supervisory board; the objective of the firm to which management is bound; the general structure of corporate law; the quality of accounting information for shareholders, the role and function of the stock market; access to capital markets; the take-overs; the dominant career paths in firms and the role of employees in corporate decision making.*“<sup>62</sup>

Die jeweilige Ausgestaltung dieser Elemente beeinflusst die mögliche Wirkungsweise der jeweiligen Governance-Mechanismen. Dabei werden aus dem finanzwirtschaftlichen Blickwinkel, der sich auf den möglichen Ausgleich der Interessenkonflikte zwischen Kapitalgebern und Management konzentriert, den internen Mechanismen Eigentümer- und Kapital-

---

<sup>59</sup> Vgl. Mann (2002), S. 35.

<sup>60</sup> Vgl. Berndt (2000), S. 2 ff. Eine Aufstellung anderer Unterscheidungskriterien zeigt Berglöf (1997). Holmström/Kaplan (2003) benutzen die Begriffe „market based“ und „relationship-orientated“.

<sup>61</sup> Vgl. Mann (2003), S. 27.

<sup>62</sup> Schmidt/Spindler (2004). S. 121.

strukturen, Board- bzw. Aufsichtsratsstrukturen und Entlohnungssystemen sowie den externen Mechanismen Produktmarkt Wettbewerb und dem Markt für Unternehmenskontrolle positive Einflüsse zugeschrieben.<sup>63</sup>

In die national unterschiedlichen Corporate-Governance-Systeme fließt jedes dieser Elemente ein. Alle diese Elemente können unterschiedliche und entgegengesetzte Ausprägungen annehmen und somit verschiedene Governance-Mechanismen betreffen. Jedoch scheinen viele vorstellbare Kombinationen dabei nicht miteinander zu harmonisieren.

Bei einem Vergleich international existierender Systeme hoch entwickelter Länder werden je nach Verfügbarkeit und Ausprägung der obigen Mechanismen Insider- und Outsider-Systeme unterschieden. Ein Insider-System wird dabei durch konzentrierte Eigentümerstrukturen, höhere Verschuldungsgrade, illiquide Kapitalmärkte und einen hohen Anteil gegenseitiger Beteiligungen der Unternehmen untereinander gekennzeichnet. Diese internen Mechanismen der Corporate Governance wie Aufsichtsräte, Kapitalstrukturen oder Großaktionäre setzen innerhalb der Unternehmen an. Externe Mechanismen wie ein Markt für Unternehmenskontrolle sind kaum spürbar. Ein Outsider-System weist dagegen weit gestreute Eigentümerstrukturen auf. Gegenseitige Beteiligungen sind unüblich. Der Kapitalmarkt ist liquide. Die Corporate-Governance-Mechanismen entsprechen hier Marktmechanismen - dem Markt für Unternehmenskontrolle, für Manager und dem Absatzmarkt für Produkte und Dienstleistungen.<sup>64</sup>

Diese beiden aufgezeigten Systemausprägungen, Insider- und Outsider-Systeme, werden als konsistent<sup>65</sup> angesehen, die Interdependenzen der jeweiligen Einzelelemente können als komplementär bezeichnet werden.<sup>66</sup> In der Entscheidungssituation über die Ausgestaltung eines unternehmensindividuellen Corporate-Governance-Systems stehen Unternehmen innerhalb des jeweiligen rechtlichen, gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Umfeldes.

Neben gesetzlichen Regelungen<sup>67</sup> existieren weitere Empfehlungen und Anregungen zur Gestaltung der unternehmensindividuellen Corporate-Governance-Systeme. Somit ergeben sich für Unternehmen bei der Gestaltung und Umsetzung Entscheidungsprobleme. Nationale Kodices können zwar als Leitlinien fungieren, ihre tatsächliche Umsetzung erfordert jedoch ein Commitment der Unternehmen. Diese kann durch ein Qualitätssiegel für die jeweiligen Regelungen gesteigert werden. Ein derartiges Siegel in Gestalt eines Beleges für die positive Beeinflüsse des Unternehmenswertes zu entwickeln, ist eine Zielsetzung dieser Arbeit.

Im Folgenden werden die Wirkungsweisen der einzelnen Corporate-Governance-Mechanismen kurz dargestellt. Dabei wird der Einstufung in interne und externe

<sup>63</sup> Vgl. Sheifer/Vishny (1997), Köke (2001) S. 2ff.

<sup>64</sup> Vgl. Berndt (2000), S. 4., vgl. Cuervo (2002), S. 84.

<sup>65</sup> Vgl. Schmidt/Spindler (2004), S. 122.

<sup>66</sup> Vgl. Mann (2003), S. 32. Als komplementär können Ausprägungen dann bezeichnet werden, wenn sich die Wirkungen der Elemente innerhalb des Systems gegenseitig verstärken.

<sup>67</sup> Hier sind für die Bundesrepublik Deutschland insbesondere Regelungen des Aktiengesetzes in Verbindung mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich und dem Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität zu nennen.

Mechanismen gefolgt. Die Transparenz nimmt so eine Zwischenstellung ein. Trotz starker Regulierung ergeben sich für Unternehmen zum einen Entscheidungsspielräume über Quantität und Qualität der veröffentlichten Unternehmensinformationen. Die verfolgte Zielsetzung dieser Transparenz zielt jedoch zum anderen nicht auf interne Prozesse, sondern auf das Verhalten externer Stakeholder.

#### **2.1.2.1.1 Interne Corporate-Governance-Mechanismen**

Im Rahmen der verfolgten Intention, der Formulierung von Handlungsempfehlungen, ist eine Konzentration auf Corporate-Governance-Mechanismen, die durch das Unternehmen gestaltet werden können, sinnvoll. Daher erfolgt in Kapitel 4 eine detaillierte Meta-Analyse vorliegender theoretischer und empirischer Literatur zu internen Corporate-Governance-Mechanismen. Somit werden diese hier nur kurz vorgestellt.

#### **Eigentümerstruktur**

Zentrales Element der Corporate Governance sind bestehende Interessenkonflikte zwischen Eigentümern und Management, die sich aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle ergeben. Der Ausprägungsgrad der Konsequenzen dieser Trennung wird dabei bestimmt durch die jeweilige Aktionärsstruktur.

Aktionären stehen bei Unzufriedenheit mit dem Management eines Unternehmens Exit- und Voice-Strategien zur Verfügung. Bei Wahl der Exit-Strategie, dem Verkauf der Aktien, wird angenommen, dass diese zu Kursverlusten führen. Diese sinkende Marktbewertung des Unternehmens kann somit die Wahrscheinlichkeit einer feindlichen Übernahme des Unternehmens erhöhen.<sup>68</sup>

Bei einer breit gestreuten Aktionärsstruktur ist diese Konsequenz jedoch nur wahrscheinlich, wenn Kleinaktionäre mehrheitlich Exit-Strategien anwenden. Daher wird diese Förderung des externen Governance Mechanismus, des Marktes für Unternehmenskontrolle, eher bei konzentrierten Aktionärsstrukturen erwartet.<sup>69</sup>

Neben diesen Exit-Strategien wird jedoch der aktiven Kontrolle und damit der Voice-Strategie eine hohe Bedeutung zugeschrieben, insbesondere wenn diese von institutionellen Investoren angewendet werden.<sup>70</sup> Die Motivation, diese Strategien zu ergreifen, wird wiederum von der Aktionärsstruktur beeinflusst.

So werden Aktionäre Voice-Strategien der aktiven Kontrolle wählen und damit deren Kosten tragen, wenn diese erwartungsgemäß durch einen höheren Nutzen kompensiert werden. Während die Kosten der Kontrolle für die einzelnen Aktionäre gleich und individuell zu

---

<sup>68</sup> Vgl. Manne (1965), S. 112 ff.

<sup>69</sup> Vgl. Shleifer/Vishny (1986).

<sup>70</sup> Vgl. Gillan/Starks (2003), S. 4.