

# ZfB

## SPECIAL ISSUE 2/2013

---

### JOURNAL OF BUSINESS ECONOMICS

---

## Corporate Governance in mittelständischen Unternehmen

---

**Editor-in-Chief:** Prof. Dr. Günter Fandel

**Department Editors:** Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking, Prof. Dr. Wolfgang Breuer, Prof. Dr. Oliver Fabel,  
Prof. Dr. Günter Fandel, Prof. Dr. Armin Heinzl, Prof. Dr. Harald Hruschka, Prof. Dr. Jochen Hundsdoerfer,  
Prof. Dr. Hans-Ulrich Küpper, Prof. Dr. Joachim Schwalbach, Prof. Dr. Peter Witt

**Editorial Board:** Prof. Dr. Horst Albach (Chairman), Prof. Alain Burlaud, Prof. Dr. Santiago Garcia Echevarria,  
Prof. Dr. Lars Engwall, Dr. Dieter Heuskel, Dr. Detlef Hunsdiek, Prof. Dr. Don Jacobs, Prof. Dr. Eero Kananen,  
Dr. Bernd-Albrecht v. Maltzan, Prof. Dr. Koji Okubayashi, Hans Botho von Portatius, Prof. Dr. Oleg D. Prozenko,  
Prof. Dr. Hermann Sabel, Prof. Dr. Adolf Stepan, Dr. Martin Zügel

---

Herausgeber:  
Prof. em. Dr. Martin Welge  
Prof. Dr. Peter Witt



# **Corporate Governance in mittelständischen Unternehmen**

**Herausgeber**

**Prof. em. Dr. Martin Welge**

**Prof. Dr. Peter Witt**



**Springer** Gabler

# ZfB-Special Issues

## **2/2010 Internationale Aspekte der Unternehmensbesteuerung**

Herausgeber: Norbert Krawitz  
136 Seiten. ISBN 3-8349-2006-1

## **3/2010 Rechnungslegung, Kapitalmärkte und Regulierung**

Herausgeber: Ralf Ewert/Hans-Ulrich Küpper  
164 Seiten. ISBN 3-8349-1999-3

## **4/2010 Mixed Methods – Konzeptionelle Überlegungen**

Herausgeber: Thomas Wrona/Günter Fandel  
120 Seiten. ISBN 3-8349-1998-5

## **5/2010 Mixed Methods in der Managementforschung**

Herausgeber: Thomas Wrona/Günter Fandel  
140 Seiten. ISBN 3-8349-2521-7

## **6/2010 Jubiläumsheft zum 80. Jahrgang**

Herausgeber: Günter Fandel  
184 Seiten. ISBN 3-8349-2000-2

## **1/2011 Unternehmensethik in Forschung und Lehre**

Herausgeber: Hans-Ulrich Küpper/Philipp Schreck  
94 Seiten. ISBN 3-8349-1997-7

## **2/2011 Kundenmanagement**

Herausgeber: Oliver Götz/Ove Jensen/Manfred Krafft  
94 Seiten. ISBN 3-8349-1996-9

## **3/2011 Human Resource Management Issues of Foreign Firms in Japan**

Herausgeber: Ralf Bebenroth/Werner Pascha  
142 Seiten. ISBN 3-8349-3125-X

## **4/2011 Beiträge zur Theorie der Unternehmung, Horst Albach zum 80. Geburtstag**

Herausgeber: Günter Fandel  
152 Seiten. ISBN 3-8349-3172-1

## **5/2011 Kundenintegration 2.0**

Herausgeber: Günter Fandel/Sabine Fliess/Frank Jacob  
178 Seiten. ISBN 3-8349-3392-9

## **6/2011 Entrepreneurial Marketing**

Herausgeber: Dietmar Grichnik/Peter Witt  
136 Seiten. ISBN 3-8349-3448-8

## **1/2012 Real Estate Finance**

Herausgeber: Wolfgang Breuer/Claudia Nadler  
132 Seiten. ISBN 978-3-8349-3449-9

## **2/2012 Managing Diversity in Organizations**

Herausgeber: Barbara Beham/Caroline Straub/Joachim Schwalbach  
126 Seiten. ISBN 978-3-8349-3455-0

## **3/2012 Management von kleinen und mittleren Unternehmen**

Herausgeber: Peter Letmathe/Peter Witt  
166 Seiten. ISBN 978-3-8349-3450-5

## **4/2012 Digitalisierung der Unternehmen**

Herausgeber: Thomas Hess/Armin Heinzl  
170 Seiten. ISBN 978-3-8349-3451-2

## **5/2012 Corporate Governance, Regulierung und Rechnungslegung**

Herausgeber: Ralf Ewert/Hans-Ulrich Küpper  
226 Seiten. ISBN 978-3-8349-3452-9

## **6/2012 Unternehmens- und Wirtschaftsethik in der betriebswirtschaftlichen Forschung**

Herausgeber: Thomas Wrona/Hans-Ulrich Küpper  
125 Seiten. ISBN 978-3-8349-3453-6

## **1/2013 Strategie, Steuerung und Governance außeruniversitärer Forschungseinrichtungen**

Herausgeber: Péter Horváth/Hans-Ulrich Küpper/Mischa Seiter  
122 Seiten. ISBN 978-3-658-01676-0

- 1 Editorial**
- 5 Die Corporate Governance börsennotierter deutscher Unternehmen in der empirischen Forschung: Messansätze, Messprobleme und Perspektiven**  
Bernd Hüfner
- 49 Managementерklärungen und die Qualität analytischer Prüfungshandlungen**  
Engin Kayadelen, Reiner Quick, Matthias Wolz
- 71 Einfluss des öffentlichen Anteilseigners auf Public Private Partnerships: Eine empirische Untersuchung am Beispiel der Public Private Partnerships der Bundeswehr**  
Christian Lohmann, Peter Rötzel
- 89 Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung in der Finanz- und Wirtschaftskrise – eine Analyse fixer und variabler Vergütungskomponenten unter Berücksichtigung von Corporate Governance-Mechanismen**  
Friedrich Sommer, Maik Lachmann, André Judith
- 123 Delegation zwischen Haupt- und Ehrenamt – Corporate Governance in Sportverbänden**  
Rouven Trapp, Klaus Berding, Andreas Hoffjan
- 149 Sudden top management turnovers and their effects on capital markets: Evidence from a country with low managerial discretion**  
Barbara A. Voußem, Cord H. Burchard, Utz Schäffer, Denis Schweizer
- 185 Corporate Governance in kleinen und mittleren Unternehmen**  
Martin Welge, Peter Witt

**IMPRESSUM**

**HERAUSGEBER/EDITORIAL BOARD**

## Corporate Governance in mittelständischen Unternehmen

Martin Welge · Peter Witt

### Editorial

Die Erforschung der Corporate Governance, also der geeigneten Organisation von Leitung und Kontrolle in Unternehmen, hat eine lange Tradition in der Betriebswirtschaftslehre. Das gilt auch für die Zeitschrift für Betriebswirtschaft, die immer wieder Sonderhefte zu Fragen der Corporate Governance heraus gebracht hat. Traditionell liegt der Fokus der Corporate Governance-Forschung jedoch auf amerikanischen, börsennotierten Großunternehmen, in denen Anteilseigentum und Leitung personell getrennt sind. Mittelständische oder öffentliche Unternehmen weisen jedoch häufig ganz andere Corporate Governance-Strukturen als Großunternehmen auf. Zudem bestehen in Deutschland andere gesetzliche Rahmenbedingungen der Corporate Governance als in den USA. Daher widmet sich dieses Ergänzungsheft der Zeitschrift für Betriebswirtschaft explizit dem Thema der geeigneten Corporate Governance in deutschen Unternehmen, in den meisten Beiträgen auch speziell der Corporate Governance in mittelständischen oder öffentlichen deutschen Unternehmen. Einige der hier veröffentlichten Artikel wurden in früheren Fassungen auf dem Dortmunder Forum Technisches Management vorgestellt, das im Sommer 2011 an der Technischen Universität Dortmund stattfand und unter dem Leitthema „Corporate Governance – Erfolgsfaktor gute Unternehmensführung?“ stand.

Im ersten Beitrag dieses Sonderhefts der Zeitschrift für Betriebswirtschaft untersucht *Bernd Hüfner* den Stand der empirischen Forschung zur Corporate Governance in börsennotierten Unternehmen. Sie gehört zu den Forschungsobjekten, die in den letzten zehn Jahren am häufigsten empirisch untersucht wurden. Der hier vorgelegte Beitrag befasst sich vornehmlich mit der Messung der wesentlichen Inhalte von Corporate Governance.

---

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

---

Prof. em. Dr. M. Welge  
Technische Universität Dortmund, Lehrstuhl für Unternehmensführung,  
Martin-Schmeißer-Weg 12, 44221 Dortmund  
E-Mail: m.welge@welgeundcompany.de

Prof. Dr. P. Witt  
Bergische Universität Wuppertal,  
Lehrstuhl für Technologie- und Innovationsmanagement,  
Gaußstraße 20, 42119 Wuppertal  
E-Mail: witt@wiwi.uni-wuppertal.de

Auf Basis theoretisch-konzeptioneller Betrachtungen werden zunächst die zentralen Eigenschaften eines Corporate Governance-Konstrukts (Mehrdimensionalität, Systemhaftigkeit) herausgearbeitet. Anschließend schlägt der Autor ein Strukturschema vor, das empirische Ansätze zur Messung von Corporate Governance auf aussagefähige Weise zu systematisieren erlaubt. Er analysiert die relevanten Messansätze im Forschungsfeld dann darauf, inwieweit sie Standard-Gütekriterien von Messungen (Validität, Reliabilität, Generalisierbarkeit) erfüllen und macht schließlich konkrete Vorschläge, wie die Corporate Governance börsennotierter deutscher Unternehmen künftig weiter erforscht werden könnte.

*Engin Kayadelen, Reiner Quick und Matthias Wolz* bearbeiten im zweiten Beitrag das Forschungsfeld der Abschlussprüfungen in mittelständischen Unternehmen. Speziell untersuchen sie die Bedeutung von sogenannten Managementerkklärungen. Im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen bilden Abschlussprüfer nämlich erwartete Sollwerte, die sie mit den Angaben im zu überprüfenden Jahresabschluss, also den Istwerten vergleichen. Im Falle unerwarteter Soll-/Ist-Abweichungen holen sie eine Stellungnahme des Managements ein. Die Autoren zeigen empirisch, dass diese Stellungnahme den Urteilsbildungsprozess des Prüfers nicht grundsätzlich negativ beeinflusst. Vielmehr finden sich Hinweise, dass Abschlussprüfer bei als riskant wahrgenommenen Mandanten signifikant häufiger einen Fehler im Rechnungswesen vermuten, wenn eine Managementerklärung vorliegt. Aufgrund von Budget- oder Zeitrestriktionen sind die Prüfer jedoch dann häufig nicht in der Lage, ihren Verdacht vollständig aufzuklären, so dass sich auch die Prüfungsqualität nicht erhöht.

Im dritten Beitrag dieses Sonderhefts befassen sich *Christian Lohmann* und *Peter Rötzel* mit der Corporate Governance in Public-Private-Partnerships. Speziell geht es den Verfassern um den Einfluss des öffentlichen Anteilseigners auf die Durchführung von Public Private Partnerships. Im Vergleich zu einer rein privatwirtschaftlichen Organisation ist die Etablierung von Public Private Partnerships eine Möglichkeit, das Kapital, die Kompetenz sowie die wirtschaftliche Effizienz von privaten Unternehmen zu nutzen, ohne die Transaktionskosten durch eine opportunistische Entgeltgestaltung maßgeblich zu erhöhen. Empirisch wird am Beispiel der Bundeswehr gezeigt, dass für das Verteidigungsministerium als öffentlicher Anteilseigner eine Kostenminimierung und nicht die von den privaten Anteilseignern typischerweise eingeforderte Gewinnmaximierung das wichtigste monetäre Ziel darstellt.

Der vierte Beitrag wird von *Friedrich Sommer, Maik Lachmann* und *André Judith* beige-steuert. Es geht um das bereits intensiv erforschte und auch in der Öffentlichkeit breit diskutierte Thema der Leistungsabhängigkeit der Vorstandsvergütungen. Anhand der Geschäftsberichte der Jahre 2008 und 2009 der DAX- und MDAX-Unternehmen wird untersucht, inwieweit die Vorstandsvergütung performanceabhängig ausgestaltet ist. Hierzu betrachten die Autoren den Einfluss unterschiedlicher Performancemaße auf die kurzfristige variable Vergütung sowie auf eine Veränderung fixer Bestandteile bei einer Neuverhandlung eines Vorstandsvertrags. Während sich die kurzfristige variable Vergütung als abhängig von der Eigenkapitalrentabilität als Rechnungslegungsgröße erweist, reagiert die fixe Vergütung eher auf Veränderungen des kapitalmarktorientierten Shareholder Return. Ein hoher Streubesitz wird als begünstigende Komponente der Performanceabhängigkeit identifiziert. Einen Einfluss der Größe des Vergütungsausschusses kann die hier vorgelegte Studie dagegen nicht nachweisen.

*Rouven Trapp, Klaus Berding und Andreas Hoffjan* untersuchen im fünften Beitrag dieses Heftes die Corporate Governance in Sportverbänden. Dort bestehen Delegationsbeziehungen zwischen dem ehrenamtlichen Führungsgremium und der hauptamtlichen Geschäftsführung. Eine eindeutige Aufgabenverteilung zwischen beiden Führungsgremien stellt daher einen zentralen Mechanismus zur Vermeidung von Governance-Problemen dar. Die Autoren zeigen am Beispiel deutscher Sportverbände empirisch, dass die Aufgabenverteilung im Hinblick auf die Strategieentwicklung und -verabschiedung sowie die Formalzielplanung weitgehend mit den Empfehlungen der normativen Literatur übereinstimmt. Handlungsbedarfe zeichnen sich jedoch bei der Sachzielplanung und den Kontrolltätigkeiten der ehrenamtlichen Führungsgremien ab.

Der Beitrag von *Barbara Voußem, Cord Burchard, Utz Schäffer und Denis Schweizer* befasst sich mit dem Einfluss von unerwarteten Wechseln in der Geschäftsführung auf die Aktienkurse der betreffenden Unternehmen. Es ist der einzige englischsprachige Beitrag in diesem Sonderheft. Die Autoren weisen zum einen nach, dass der Aktienmarkt grundsätzlich nur geringfügige Reaktionen auf personelle Wechsel von Vorstandspositionen zeigt. Zum anderen führen sie eine neue Variable ein, die für die Erklärung von Aktienkursreaktionen auf Vorstandswechsel bedeutsam ist, die Vorhersehbarkeit eines solchen Wechsels. Je unvorhersehbarer ein Wechsel ist, desto eher zeigen sich abnormale Kursreaktionen.

Der siebte und letzte Beitrag des hier vorgelegten Sonderhefts stammt von *Martin Welge und Peter Witt*. Die Verfasser beschäftigen sich mit der Theorie der Corporate Governance in kleinen und mittleren Unternehmen (KMU). Die Autoren zeigen dass es in KMU typischerweise an einer Trennung von Eigentum und Leitung fehlt, die wesentlichen Anteilseigner übernehmen gleichzeitig auch die Geschäftsführung. Ähnliches gilt für die Mitbestimmung. Sie ist in KMU auf Unternehmensebene nicht gesetzlich vorgeschrieben und kommt damit in der Praxis so gut wie gar nicht vor. Für KMU gelten schließlich deutlich geringere Publizitätsanforderungen als für Großunternehmen. Diesen spezifischen Governance-Vorteilen von KMU stehen jedoch auch Nachteile gegenüber, z.B. eine erschwerte Kontrolle der Geschäftsführung durch externe Anteilseigner, ein größeres Potenzial für Gesellschafterkonflikte und eine größere Abhängigkeit von der Fremdfinanzierung.

Wir sind davon überzeugt, dass die in diesem Band vorgelegten Beiträge die theoretische und die methodische Vielfalt der Forschung zu Corporate Governance im Mittelstand gut abbilden und dass sie auch viele interessante Anregungen für weitere Forschungsarbeiten auf diesem Gebiet geben. Es würde uns freuen, wenn Sie als Leser das genauso empfinden.

# Die Corporate Governance börsennotierter deutscher Unternehmen in der empirischen Forschung: Messansätze, Messprobleme und Perspektiven



**Bernd Hüfner**

**Zusammenfassung:** Die Corporate Governance börsennotierter Unternehmen gehört zweifellos zu den Forschungsobjekten, die in den letzten zehn Jahren am meisten empirisch untersucht wurden. Die Schlüsselfrage des Beitrags lautet: Gelingt es den empirischen Forschungen zur Corporate Governance (CG) börsennotierter deutscher Unternehmen, diese auf tragfähige Weise zu erfassen? Der Mehrwert des Beitrags besteht darin, (1) auf Basis theoretisch-konzeptioneller Betrachtungen zunächst die zentralen Eigenschaften des CG-Konstrukts (Mehrdimensionalität, Systemhaftigkeit) herauszuarbeiten, (2) hierauf aufbauend ein Strukturschema vorzuschlagen, das empirische Ansätze zur CG-Messung auf aussagefähige Weise zu systematisieren erlaubt, (3) die relevanten Messansätze im Forschungsfeld dahingehend zu analysieren, inwieweit sie Standard-Gütekriterien von Messungen (Validität, Reliabilität, Generalisierbarkeit) erfüllen, (4) Messprobleme dieser Ansätze zu identifizieren und kritisch zu analysieren und (5) konkrete Perspektiven aufzuzeigen, wie die CG börsennotierter deutscher Unternehmen künftig auf fundiertere und empirisch gehaltvollere Weise erforscht werden könnte.

**Schlüsselwörter:** Corporate Governance · Empirische Methoden · Mehrdimensionalität · Systemhaftigkeit · Heterogenität

**JEL-Klassifikation:** G30 · C1 · B41

---

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

---

Prof. Dr. B. Hüfner (✉)  
Friedrich-Schiller-Universität Jena,  
Lehrstuhl für Allgemeine BWL und Rechnungslegung,  
Carl-Zeiß-Straße 3, 07743 Jena  
E-Mail: b.huefner@uni-jena.de



## 1 Problemstellung und Motivation

Die Corporate Governance börsennotierter Unternehmen beschäftigt seit einigen Jahren Wissenschaft und Praxis gleichermaßen. Insbesondere die zahlreichen weltweiten Rechnungslegungsskandale und die in der Folge in Kraft gesetzten Regulierungen haben ihr einen enormen Bedeutungszuwachs beschert. Auch angesichts der jüngsten Finanzmarktkrisenerfahrungen stellt sich die Frage, ob und – wenn ja – auf welche Weise konkrete Ausgestaltungen der Corporate Governance (nachfolgend: CG) zur Entstehung und Verschärfung der Krise beigetragen haben. Von Seiten vieler Adressaten – Unternehmen, Investoren, nicht zuletzt auch Regulierungsinstanzen – besteht daher Wissensbedarf danach, wie Unternehmen, insbesondere börsennotierte Unternehmen, ihre CG tatsächlich ausgestalten.

Was versteht man in der Wissenschaft unter CG? Abstrakt lässt sich CG als Gesamtheit aller institutionellen Arrangements auffassen, die prägen, auf welche Art und Weise Unternehmen im Sinne von Gesellschaften geleitet und kontrolliert werden (vgl. u.a. Schmidt/Tyrell 1997; Hoshi 1998; Prigge 1998). Folgt man diesem Begriffsverständnis, dann ist die CG-Struktur einer Gesellschaft ein „umfassendes“ Konstrukt, weil es neben umfeldspezifischen Aspekten (z.B. relevanten Regelungen des Rechtssystems oder der Relevanz eines Markts für Unternehmensübernahmen) auch unternehmensspezifische Aspekte umfasst, z.B. die jeweilige Aktionärs- und Kapitalstruktur der Gesellschaft, die Besetzung von Leitungs- und Aufsichtsgremien oder die unternehmensspezifische Ausgestaltung von Steuerungs- und Anreizsystemen.

Fraglos gehört die CG börsennotierter Unternehmen zu den Phänomenen, die in den letzten zehn Jahren am meisten empirisch untersucht wurden. Dabei sind zwei große Teilbereiche des Forschungsfelds zu unterscheiden: die CG-Forschung auf Länderebene (1) und auf Unternehmensebene (2).<sup>1</sup> Bei (1) geht es in der Regel um ländervergleichende Analysen von CG-Strukturen. Ziel ist es, landesspezifische CG-Strukturausprägungen von Unternehmen zu identifizieren und über Länder hinweg zu unterscheiden. Bei (2) interessiert die CG auf der Ebene einzelner Unternehmen. Hierzu gehören beispielsweise deskriptive Arbeiten, die Ausprägungen einzelner oder mehrerer CG-Bestandteile von Unternehmen beschreiben, ferner explanative Untersuchungen, die den Zusammenhang zwischen einzelnen CG-Bestandteilen von Unternehmen und dem Unternehmenserfolg zu erklären versuchen (*performance-Studien*).

Als konkreter Untersuchungsgegenstand im Schrifttum kommt der CG deutscher Unternehmen eine besondere Bedeutung zu: werden doch deutsche Unternehmen traditionell – ganz im Gegensatz zu U.S.-amerikanischen Unternehmen – der „Schublade“ *insider-orientierter* und damit wenig bzw. gar nicht kapitalmarktorientierter CG zugeordnet. Vielfach wurde in der Literatur die Frage aufgeworfen, ob diese Pauschalzuordnung noch trägt oder ob nicht auch bei deutschen Unternehmen die kapitalmarktorientierte CG Einzug gehalten hat (vgl. etwa Matthes 2000; Schmidt/Grohs 2000; Schmidt 2001; Jürgens/Rupp 2002; Hackethal et al. 2003; Schmidt 2004; Goergen et al. 2005, 2008; Hackethal et al. 2005; Gerum 2007). Resultate entsprechender empirischer Studien werden so interpretiert als sei das deutsche CG-System trotz nicht zu leugnender Änderungstendenzen nach wie vor als ein *insider-orientiertes* CG-System aufzufassen (vgl. z.B. Schmidt 2004, S. 418; Hackethal et al. 2005, S. 405; Gerum 2007, S. 431). Auch wenn im Forschungs-

feld bislang vernachlässigt, interessiert eine weitere Fragestellung: ob es – entgegen den in der Literatur vorherrschenden Extremhypothesen der CG-Zugehörigkeit (z.B. *insider*- versus *outsider*-orientierte CG) – angemessen erscheint, sich differenzierenden Hypothesen von CG-Strukturen am deutschen Aktienmarkt zuzuwenden.

Die Schlüsselfrage des vorliegenden Beitrags lautet: Wie tragfähig sind die Deskriptionsleistungen der empirischen Forschung zur CG börsennotierter deutscher Unternehmen? Diese Frage interessiert nicht nur die Wissenschaft, sondern auch zentrale Akteure auf Kapitalmärkten, z.B. Investoren, Informations- und Finanzintermediäre, insbesondere auch Regulierungsinstanzen. Schließlich hat sich die CG im letzten Jahrzehnt zu einem bedeutenden Objekt nationaler und internationaler Regulierungen entwickelt.<sup>2</sup> Wer passgerecht regulierend gestalten oder Regulierungsmaßnahmen beurteilen will, muss positives Wissen besitzen über Ausgangsbedingungen und Zusammenhänge, auf die der gestaltende Eingriff wirkt oder wirken soll. Bei CG-relevanten Regulierungen ist es zumindest unverzichtbar, die Ausgangsbedingungen der CG, insbesondere Anreiz- und Handlungsbedingungen relevanter Akteure, sorgfältig diagnostiziert zu haben. Eine Forschung, die dem „Erklären zwecks Gestalten“<sup>3</sup> dient, hat daher die Aufgabe, sich mit dem Phänomen CG empirisch auseinander zu setzen. Sie hat tragfähige Deskriptionsleistungen zu liefern, welche den Realitätsausschnitt „CG börsennotierter Unternehmen“ empirisch gehaltvoll und dabei hinreichend differenziert erfassen.

Inwieweit es den bisherigen empirischen Forschungsbeiträgen gelingt, die CG börsennotierter deutscher Unternehmen auf tragfähige Weise im o.a. Sinne zu erfassen bzw. zu messen, ist Gegenstand des vorliegenden Aufsatzes. Der nachfolgende Teil 2 beschäftigt sich kurz mit den theoretisch-konzeptionellen Eigenschaften, die dem CG-Konstrukt im Schrifttum zugeschrieben werden. Teil 3 vermittelt Grundlagen zur CG-Messung in der empirischen Forschung (Messansätze, Kriterien zur Beurteilung von CG-Messungen). In Teil 4 werden Messprobleme identifiziert und kritisch analysiert. Hierauf aufbauend werden in Teil 5 Perspektiven aufgezeigt, wie das interessierende Phänomen künftig auf fundierte(re) Weise erforscht werden könnte. Teil 6 schließt den Beitrag mit einer Zusammenfassung und kurzem Ausblick.

## 2 Theoretisch-konzeptionelle Grundlagen zum CG-Konstrukt

Gemäß dem o.a. Begriffsverständnis wird die CG im vorliegenden Aufsatz umfassend verstanden. In Einklang hiermit lässt sich die CG von Unternehmen als System begreifen. Ein System wird gemeinhin von einer Menge an Elementen gebildet, die über wechselseitige Beziehungen miteinander verbunden sind.<sup>4</sup> Die CG von Unternehmen kann als eine so geordnete Menge von Elementen im Sinne institutioneller Arrangements aufgefasst werden, die bestimmen, wie Unternehmen geleitet und kontrolliert werden (vgl. unter Vielen Schmidt/Tyrell 1997; Hackethal/Schmidt 2000; Heinrich 2002).<sup>5</sup> Zum spezifischen Charakter des CG-Konstrukts gehört diese Systemhaftigkeit, darüber hinaus die Mehrdimensionalität; beide Eigenschaften des CG-Konstrukts werden nachfolgend begründet.

Mehrdimensionalität setzt am Vorhandensein verschiedener CG-Dimensionen an, beispielsweise unternehmensspezifischer CG-Dimensionen wie der „Überwachungs-/

Kontrollstruktur“ oder der „Anreizsystemstruktur“, z.B. mit Elementen wie „Zusammensetzung des Aufsichtsgremiums“, „Existenz eines relationalen Blockaktionärs“ oder alternativ „Vorhandensein erfolgs- bzw. aktienpreisbasierter Vergütungssysteme“. Die Mehrdimensionalität wird auch in umfeldspezifischen CG-Dimensionen deutlich; diese prägen die Kontextbedingungen für die unternehmensspezifische CG. Beispielhaft sind hier die Ausgestaltung des Rechtssystems, des Finanzsystems einschließlich des Kapitalmarkts oder auch des soziopolitischen Systems eines Landes anzuführen.

Systemhaftigkeit meint mehr als die bloße Ansammlung aller Elemente jener Dimensionen. Was die Elemente zu einem System macht, ist die Art und Weise, wie diese wechselseitig zusammenwirken. Systemhaftigkeit steht in engem Zusammenhang zur Funktionserfüllung durch seine Elemente.<sup>6</sup> Aus ökonomischer Sicht stellt sich die Frage, unter welchen Bedingungen eine systemhafte CG einen Effizienzvorteil mit sich bringt. Damit ein System ökonomisch vorteilhaft funktioniert, müssen seine Elemente zueinander passen, d.h. stimmig sein (vgl. u.a. Hackethal/Schmidt 2000). Im CG-Zusammenhang erweist sich diese Stimmigkeit-Effizienz-Eigenschaft als kritische Eigenschaft von CG-Systemen, um die insgesamt erwünschte CG-Funktionserfüllung erreichen zu können (vgl. ebenda oder auch Schmidt/Weiß 2003). Bei Berücksichtigung der o.a. Mehrdimensionalität von CG entsteht Systemhaftigkeit durch die multiple Bedingtheit mehrerer CG-Dimensionen und damit implizierter Wechselwirkungen zwischen verschiedenen CG-Systemelementen dieser Dimensionen. Die Folge ist, dass Ausprägungen von CG-Systemelementen nicht isoliert, sondern nur in ihrem Zusammenwirken betrachtet werden dürfen.

Ob Ausprägungen von CG-Elementen eines CG-Systems zueinander passen, hängt zunächst davon ab, welcher ökonomischen (Funktions-)Logik das CG-System als Ganzes folgt (vgl. u.a. Aoki 2001). Gegeben eine solche CG-Logik, lässt sich die erwünschte CG-Funktionserfüllung mittels hierzu stimmiger Ausprägungen so genannter komplementärer CG-Elemente erreichen. Nach Milgrom/Roberts (1995) sind zwei Elemente komplementär zueinander, wenn die Erhöhung des einen Elements den Grenzertrag aus der Erhöhung des anderen Elements steigert.<sup>7</sup> Bezieht man dies auf ein CG-System, dann sind CG-Elemente dann komplementär, wenn sie sich in ihren positiven Funktionseffekten gemäß der vorgegebenen CG-Logik gegenseitig verstärken und so gemeinsam ein höheres Niveau erwünschter CG-Systemwirkung hervorbringen können als bei bloß alleinigem Wirken der CG-Elemente (vgl. Hall/Soskice 2001 oder auch Schmidt/Spindler 2002). So könnte beispielsweise ein CG-Element „Transparente Publizität von Unternehmen“ einerseits die Überwachung durch Eigen- und Fremdkapitalgeber verbessern; gleichzeitig kann auch das CG-Element „Marktpreismechanismus auf Kapitalmärkten“ seine Disziplinierungsfunktion via informativer Marktpreise nur leisten, wenn eine solche Unternehmenspublizität den Marktteilnehmern ausreichend transparente Informationen über das bewertungsrelevante Unternehmensgeschehen zur Verfügung stellt.<sup>8</sup>

Im Gegensatz zur Komplementarität weisen Systemelemente substitutionale Beziehungen auf, wenn sie gegeneinander austauschbar sind und daher (bereits) allein ihre jeweilige CG-Funktion voll erfüllen; so könnten sich beispielsweise die CG-Elemente „Leistungsabhängige Managementvergütung“ und „Überwachung durch einen relationalen Blockaktionär“ in ihrer disziplinierenden Wirkung auf das Managementverhalten teilweise überschneiden (vgl. Witt 2003, S. 33). Zu beachten ist, dass das Konzept der Sub-

stitutionalität von Elementen im Systemzusammenhang dem Komplementaritätskonzept unterzuordnen ist: jedes substitutionale Element muss aus Systemsicht Komplementaritätseigenschaften aufweisen, während naturgemäß nicht jedes komplementäre Element substitutional ist; wenn es indes nur substitutionale Elemente ohne Komplementaritätseigenschaften gäbe, würde in letzter Konsequenz der Systemcharakter aufgehoben.

Als konsistent werden CG-Systeme bezeichnet, die tatsächlich besonders stimmige Ausprägungen komplementärer CG-Systemelemente aufweisen, so dass die erwünschte Systemwirkung ein (zumindest lokales) Optimum erreicht (vgl. Hackethal/Schmidt 2000, S. 58).<sup>9</sup> Konsistente CG-Systeme weisen so einen hohen Effizienzgrad auf gegenüber inkonsistenten CG-Systemen (vgl. auch nachfolgend Schmidt/Grohs 2000 oder auch Schmidt 2008). Weil ihre Elemente zueinander passen, verfügen sie zudem über eine gewisse Verharrungstendenz; die dem CG-System inhärente ökonomische Logik wird so i.d.R. nicht allein durch Wegfall oder inhaltliche Änderung einzelner CG-Elemente untergraben. Inkonsistente CG-Systeme, die vergleichbare Effizienzeigenschaften nicht bieten, sind indes erheblichen Veränderungstendenzen ausgesetzt, sie gelten daher als nicht stabil.

Im Schrifttum auf Länderebene werden zwei grundlegende Typen von CG-Systemen (im Sinne von Idealtypen) beschrieben, die als weitgehend konsistent gelten (vgl. u.a. Wymeersch 1995; Wentges 2002, S. 3). Zum einen das so genannte *outsider*-System, häufig auch als (kapital-)marktorientiertes oder börsengeprägtes CG-System bezeichnet; der ökonomischen Logik dieses CG-Systems entsprechend wird die Unternehmenskontrolle primär über Kapitalmärkte und deren disziplinierenden Marktpreismechanismus gesteuert. Zum anderen das *insider*-System der CG, oft auch bankenorientiertes bzw. relationales CG-System genannt; dessen ökonomische CG-Logik setzt demgegenüber vorrangig auf langfristig relationale Beziehungen zwischen den zentralen Vertragsparteien und räumt diesen direktes Einflussnahmepotenzial auf die CG ein (vgl. z.B. Tirole 2001, S. 3–4). In der CG-Forschung auf Länderebene gelten die USA als Prototyp eines Landes, dessen Unternehmen eine *outsider*-orientierte CG aufweisen.<sup>10</sup> Den Unternehmen kontinentaleuropäischer Länder, insbesondere Deutschland, wird dagegen eine *insider*-orientierte CG zugeschrieben.<sup>11</sup>

Überraschenderweise wird im CG-Schrifttum bisher nicht problematisiert, ob auch innerhalb eines Landes mehr als ein CG-System und so eine Vielfalt von CG-Systemen bestehen kann.<sup>12</sup> *State-of-the-art* sind pauschalisierende Zuordnungen der Art: ein Land, ein CG-System. Die Gründe dafür liegen offensichtlich in der damit verbundenen Deskriptionsvereinfachung. Weil so aber einer potenziell vorhandenen Heterogenität von CG-Strukturen von vornherein nicht hinreichend Rechnung getragen wird, besteht die Gefahr, zu einer verkürzten CG-Deskription eines Landes zu gelangen. Daher ist zu klären, ob es für ein Land tatsächlich unwahrscheinlich ist, dass Teilpopulationen von CG-Systemen existieren. Nach Meinung des Verfassers liegen eine Reihe von Argumenten vor, die für das wahrscheinliche Vorliegen solcher Teilpopulationen und damit für Heterogenität von CG-Systemen in einem Land wie Deutschland sprechen.

Einige dieser Argumente – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – seien nachfolgend kurz angeführt: Mit Ausnahme von Regelsetzungen/-durchsetzungen auf Grundlage zwingenden Rechts können innerhalb eines Landes Ausprägungen unternehmensspezifischer CG-Systemelemente grundsätzlich vieldeutig sein (vgl. Grundei 2008, S. 62). An-

gesichts des allgemein hohen kapitalmarktorientierten und U.S.-amerikanischen Einflusses auf Unternehmen des deutschen Aktienmarkts erschiene es verwunderlich, wenn alle börsennotierten deutschen Unternehmen in ihrer CG (noch) konsequent *insider*-orientiert wären.<sup>13</sup>

Deutsche Unternehmen, deren Aktien zusätzlich bei der U.S.-amerikanischen SEC registriert sind, haben sich freiwillig dem sehr detaillierten „zwingenden Recht“ am U.S.-amerikanischen Kapitalmarkt unterworfen.<sup>14</sup> Sehr wahrscheinlich ist, dass die Ausprägungen ihrer umfeld- und unternehmensspezifischen CG-Systemelemente denjenigen ähneln, die originär U.S.-amerikanische Unternehmen auf ihrem Kapitalmarkt aufweisen – in Einklang mit dem dort verorteten *outsider*-System der CG.

Übereinstimmend mit rechtswissenschaftlichen Beiträgen, wie Rieckers/Spindler (2004), Noack/Zetzsche (2005) oder Martynova/Renneboog (2010), könnte die Auffassung vertreten werden, dass CG-relevante rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland aufgrund zahlreicher Finanzmarktförderungsgesetze sowie EU-weiter Regulierungsmaßnahmen in den letzten Jahren durch eine gewisse institutionelle „Offenheit“ geprägt sind. Unterstellt man dies, dann wäre es den Unternehmen hinsichtlich ihrer CG-Strukturen *de iure* möglich, zumindest in den Ausprägungen einiger kritischer CG-Systemelemente von den Ausprägungen traditionell *insider*-orientierter CG abzuweichen.<sup>15</sup>

International beachtete soziologische Studien zu CG-Ausgestaltungen von Unternehmen, insbesondere Aguilera et al. (2008), wenden sich zunehmend der Perspektive eines *open systems-approach* der CG zu; hiernach beeinflussen Kontextbedingungen des institutionellen sowie wettbewerblichen Umfelds von Unternehmen, inwieweit bestimmte CG-Elemente bzw. Bündel von CG-Elementen auf der Unternehmensebene wirksam zur CG-Funktionserfüllung beitragen oder nicht (vgl. auch Tosi 2008).

Organisationstheoretische Ansätze, wie der Konfigurationsansatz bzw. Gestaltansatz, legen nahe, dass – selbst bei einheitlich vorgegebenen Kontextbedingungen – nicht nur genau eine effizienzschaffende und damit viable Ausprägungskonstellation von Organisation existieren kann. Eingeräumt wird die so genannte Äquifinalität unterschiedlicher Ausprägungskonstellationen, d.h., dass unterschiedliche, in sich stimmige Ausprägungen von Variablenkonstellationen existieren können, die in gleichem Maße effizient im Sinne von einkommensstiftend sind (vgl. grundlegend Katz/Kahn 1978, S. 30; Van de Ven/Drazin 1985, S. 353).

Zusammenfassend sind auf Basis der theoretisch-konzeptionellen Betrachtungen dieses Abschnitts zwei Aspekte festzuhalten: zum einen als zentrale Eigenschaften des CG-Konstruktes die Mehrdimensionalität und Systemhaftigkeit; zum anderen plausible Gründe für das Vorliegen heterogener CG-Systeme in einem Land.

### 3 Grundlagen zur CG-Messung in der empirischen Forschung

Die zentrale Frage dieses Aufsatzes ist die nach der Messung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen in der empirischen Literatur. Fraglos würde es den Rahmen des vorliegenden Aufsatzes übersteigen, wenn nachfolgend sämtliche in empirischen Studien verfolgten Ansätze zur CG-Messung detailliert wiedergegeben würden. Stattdessen soll

es darum gehen, die grundlegenden Herangehensweisen im Forschungsfeld zu skizzieren, um darauf aufbauend die damit zusammenhängenden Messprobleme kritisch zu betrachten. Zunächst sind zwei Grundfragen zu behandeln: Worin unterscheiden sich die im Schrifttum herangezogenen Ansätze zur Messung der CG? Welche dieser Messansätze dominieren das Forschungsfeld? Die Auseinandersetzung mit diesen Fragen geschieht in den Abschnitten 3.1 und 3.2. Abschließend werden in 3.3 allgemeine Kriterien zur Beurteilung von CG-Messungen vorgestellt.

### 3.1 Systematisierung empirischer Messansätze im CG-Forschungsfeld

Eine Analyse empirischer CG-Studien verlangt eine Systematisierung bezüglich ihrer methodischen Vorgehensweisen. Nahe liegt es, Ansätze zur Messung der CG börsennotierter Unternehmen hinsichtlich zweier Betrachtungsebenen zu unterscheiden. Eine erste Betrachtungsebene stellt auf den inhaltlichen Aggregationsgrad jeweiliger Untersuchungen ab. Zu unterscheiden sind Arbeiten, welche die CG aus einer vorrangig landesspezifischen Sichtweise betrachten, und solche, die eine unternehmensspezifische Sichtweise auf die CG einnehmen. Die landesspezifische Sichtweise wird von einer großen Anzahl ländervergleichender deskriptiver CG-Studien (*cross-country studies*) verfolgt (vgl. Prowse 1995; Schmidt/Tyrell 1997; Shleifer/Vishny 1997; Weimer/Pape 1999; Mann 2003; Witt 2003). Diese beschäftigen sich damit, landesspezifische CG-Strukturausprägungen von Unternehmen zu identifizieren und voneinander zu unterscheiden. Das Ziel solcher Studien besteht vorwiegend darin, Aussagen über repräsentative CG-Strukturen von Unternehmen einzelner Länder, also über „nationale CG-Systeme“, zu überprüfen. Der landesspezifischen Sichtweise auf CG sind darüber hinaus deskriptive Studien zuzuordnen, die Ausprägungen einzelner landesspezifischer CG-Bestandteile beschreiben, z.B. Ausprägungen nationaler Regelsetzungen und deren Veränderungen im Zeitablauf (vgl. Rieckers/Spindler 2004, S. 374–385) oder auch Ländervergleiche des Entwicklungsniveaus nationaler Finanzmärkte (vgl. Theissen 2004, S. 139–159). Entsprechende Studien lassen aufgrund ihres Landesbezugs direkte Aussagen zur CG individueller Unternehmen oder spezifischer Unternehmensgruppen vermissen.

Forschungsarbeiten, welche stattdessen die unternehmensspezifische Sichtweise auf die CG einnehmen, streben danach, das Phänomen CG auf der Unternehmensebene zu erfassen bzw. zu erklären. Hierzu gehören deskriptive Arbeiten, die Ausprägungen einzelner unternehmensspezifischer CG-Bestandteile beschreiben, beispielsweise Ausprägungen der Finanzierungsstruktur (vgl. Köke 2001; Wójcik 2003; Breuer/Hüwe 2012), der Aufsichtsratszusammensetzung (vgl. z.B. Streeck/Höpner 2003) oder auch der Managementvergütung einzelner Unternehmen (vgl. z.B. Winter 2003). Vorwiegend sind hier aber explanative Untersuchungen zu nennen, die darauf abzielen, spezifische ökonomische Auswirkungen der CG von Unternehmen, wie Unternehmenserfolgs- oder Aktienpreiswirkungen, auf Basis einzelner CG-Bestandteile zu erklären (vgl. Drobetz et al. 2004b; Renders et al. 2010 sowie grundlegend Gompers et al. 2003 oder Durnev/Kim 2005).

Neben dieser Unterscheidung von Forschungsarbeiten entsprechend einer inhaltlichen Betrachtungsebene erscheint eine Differenzierung nach einer methodischen Ebene sinnvoll. Festzustellen ist nämlich, dass empirische Untersuchungen grundlegend in der Art und Weise differieren, wie sie das komplexe, weil systemhafte Phänomen CG empi-



risch erfassen. Diese zweite Betrachtungsebene stellt auf den gewählten Komplexitätsgrad bei der Operationalisierung von CG ab.<sup>16</sup> Unterschieden werden eindimensionale und mehrdimensionale Ansätze. Mehrdimensionale Ansätze werden wiederum danach differenziert, ob sie den Systemcharakter der CG berücksichtigen oder nicht, d.h., ob sie neben der Mehrdimensionalität von CG auch die komplexen wechselseitigen Beziehungen zwischen den Systemelementen erfassen. Je nach Komplexitätsgrad bei der Erfassung wird ein potenziell unterschiedlicher Realitätsausschnitt der CG festgelegt, der in verschiedenen empirischen Untersuchungen zu potenziell unterschiedlichen Abbildungen des Konstrukts CG führen kann.

Abbildung 1 stellt die Struktur zur Systematisierung empirischer Messansätze im Forschungsfeld dar. Hiernach lassen sich Forschungsarbeiten mindestens einem von sechs verschiedenen Feldern bzw. Untersuchungsgruppen A-F zur Messung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen zuordnen. Prigge (2006) hat mit seiner Habilitationsschrift eindrücklich darauf hingewiesen, dass sich die empirischen Forschungen auf Länder- bzw. Unternehmensebene in ihren Leitbildern zur CG grundlegend unterscheiden: Auf der Länderebene wird die CG-Struktur überwiegend als System verstanden; ausgegangen wird vom wechselseitigen Zusammenwirken einer Vielzahl von CG-Bestandteilen. Anders verhält es sich auf der Unternehmensebene. Entsprechende Studien gehen nicht vom Systemcharakter der CG aus; sie fokussieren in Gestalt explanativer Studien ursprünglich auf einzelne wenige CG-Bestandteile (vgl. unter Vielen Schwalbach/Graßhoff 1997, Ruhwedel 2003 oder Edwards/Weichenrieder 2004), in jüngerer Zeit zunehmend auch auf eine Vielzahl von CG-Bestandteilen (vgl. z.B. Drobetz et al. 2004a; Bassen et al. 2006c oder Mustaghni 2012); dabei geht es stets darum, hiermit die o.a. spezifischen ökonomischen Auswirkungen der CG zu erklären.

3.2 Skizze der im CG-Forschungsfeld dominierenden Messansätze

Messansätze, die für eine tragfähige Erfassung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen überhaupt in Frage kommen, müssen zumindest eine genügend valide Abbildung des CG-Konstrukts gewährleisten, d.h., sie müssen – in Einklang mit den theoretisch-konzeptionellen Ausführungen zum CG-Konstrukt – bei ihren Messungen zumindest der Mehrdimensionalität, wenn möglich sogar der Systemhaftigkeit des CG-Konstrukts Rechnung tragen. Folgt man einem solchen an „Mindest-Validität“ ausgerichteten Aus-

<i>Unterscheidung von Messansätzen der CG nach Betrachtungsebenen</i>		Aggregationsgrad der CG	
		landesspezifisch	unternehmensspezifisch
Komplexitätsgrad der Erfassung von CG	eindimensional	A	D
	mehrdimensional ohne System	B	E
	mehrdimensional mit System	C	F

**Abb. 1:** Unterscheidung von Messansätzen der CG börsennotierter deutscher Unternehmen nach den Betrachtungsebenen „Aggregationsgrad der CG“ sowie „Komplexitätsgrad der CG-Erfassung“

wahlkriterium, dann sind nachfolgend vor allem die Messansätze C und F relevant, mit Abstrichen auch die Messansätze B und E, wenn man deren Mangel an Systembezug als nicht zu schwerwiegend erachtet. Arbeiten auf Basis der eindimensionalen Messansätze A bzw. D erscheinen hingegen nicht aussagekräftig: stellen diese doch mit Absicht nur auf Ausprägungen einzelner landesspezifischer bzw. unternehmensspezifischer CG-Bestandteile ab (vgl. z.B. Heinze 2001, S. 658–670; Wymeersch 2001, S. 294–324; Rieckers/Spindler 2004, S. 374–385; Theissen 2004, S. 139–159; Noack/Zetzsche 2005, S. 1033–1064; v. Werder 2011, S. 48–62). Weil so keine hinreichend umfassende Beschreibung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen gelingen und allenfalls „Partialevidenz“ geliefert werden kann, wird im Folgenden auf die Messansätze A und D nicht weiter eingegangen.

Beurteilt man das interessierende Forschungsfeld nach der Anzahl relevanter Forschungsbeiträge, wird es klar von den landesspezifischen Messansätzen B und C dominiert. Den zahlreichen empirischen Arbeiten auf Basis dieser Ansätze geht es vorwiegend um die vergleichende Analyse von CG-Strukturen auf Länderebene. Diesen Arbeiten kann unstrittig unterstellt werden, eine tragfähige Erfassung landesspezifischer (damit auch deutscher) CG-Strukturen anzustreben. Auf Basis des unternehmensspezifischen Messansatzes E liegen bislang nur wenige Studien für den deutschen Aktienmarkt vor; vorwiegend stellen diese darauf ab, einzelne Unternehmen bzw. Unternehmensgruppen hinsichtlich der Qualität ihrer CG gemäß einem CG-Rating zu unterscheiden, im Falle explanativer Studien auch hiervon auf spezifische ökonomische Auswirkungen beim betrachteten Unternehmen zu schließen (vgl. Bassen et al. 2004; Drobetz et al. 2004a; Bassen 2005; Bassen et al. 2006c oder Mustaghni 2012). Indes fehlen – in Einklang mit o.a. Erkenntnissen von Prigge (2006) – Arbeiten zu Messansatz F im Forschungsfeld völlig, die auf Grundlage eines systemorientierten Vorgehens die CG börsennotierter deutscher Unternehmen unternehmensspezifisch erfassen. Nachfolgend seien die für das Forschungsfeld (überhaupt) aussagekräftigen Messansätze B, C und E hinsichtlich ihrer grundlegenden methodischen Vorgehensweisen kurz vorgestellt.

#### *Skizze der Vorgehensweise bei Messansatz B*

Als wegweisende Studie auf Basis von Messansatz B ist die Untersuchung von La Porta et al. (1998) anzuführen, auf deren Ergebnisse zahlreiche weitere Untersuchungen aufgebaut haben (vgl. La Porta et al. 1999, 2000a, 2000b, 2002; Ball et al. 2000, 2003; Leuz et al. 2003). Aufgrund ihres Mustercharakters sei jene Studie kurz beleuchtet. La Porta et al. (1998) untersuchen landesspezifische CG-Strukturen daraufhin, inwieweit sie in ihren anlegerschutzrelevanten CG-Ausgestaltungen differieren. Zur Erfassung des Anlegerschutzniveaus unterscheiden sie drei landesspezifische Dimensionen: (1) den Grad anlegerschützender, i.e. aktionärs- und gläubigerschützender Regelsetzungen eines Landes, (2) den landesspezifischen Grad der Durchsetzung solcher Regeln (*legal enforcement*)<sup>17</sup> und (3) den von Anlegern selbst ergriffenen Schutz, der in landesspezifischen Ausgestaltungen der Eigentümerstrukturen börsennotierter Unternehmen zum Ausdruck kommt.<sup>18</sup>

La Porta et al. (1998) beobachten unterschiedlich hohe Anlegerschutzgrade gemäß Regelsetzungs- und Regeldurchsetzungsausprägungen in starker Abhängigkeit von den Rechtstraditionen – *common law*- oder *code law*-Rechtstradition – der jeweiligen Länder.<sup>19</sup> Sie weisen nach, dass Länder mit *common law*-Rechtstradition vergleichsweise niedrige



Anteilsbesitzkonzentrationen börsennotierter Unternehmen aufweisen, Länder mit *code law*-Rechtstradition dagegen hohe. Als zentrales Ergebnis halten sie (1998, S. 1152) fest, dass die unterschiedlichen Rechtstraditionen nationaler Rechtssysteme den wesentlichen Grund für die Herausbildung unterschiedlicher nationaler CG-Systeme darstellen.

Dem CG-System Deutschlands wird – als einem Land mit spezifischer *code law*-Rechtstradition – gegenüber Ländern mit *common law*-Rechtstradition ein relativ geringer Anlegerschutzgrad bescheinigt (vgl. auch La Porta et al. 2000a, 2000b, 2002). Die rechtstraditionsbedingte Zuordnung Deutschlands liefert nicht nur die Begründung für die im Ländervergleich relativ hohen Anteilsbesitzkonzentrationen börsennotierter deutscher Unternehmen. In den explanativen Studien, die auf der Methode von La Porta et al. (1998) aufbauen, werden hiermit beispielsweise auch die im Ländervergleich relativ niedrigen Dividendenausschüttungsniveaus deutscher Unternehmen (La Porta et al. 2000a), relativ hohe Niveaus an einkommensregulierenden Maßnahmen (Land/Lang, 2002 sowie auch Leuz et al. 2003) oder auch relativ niedrige Bewertungsniveaus von Aktien am deutschen Kapitalmarkt (La Porta et al. 2002) erklärt.

### *Skizze der Vorgehensweise bei Messansatz C*

Deskriptive Studien auf Grundlage von Messansatz C streben vorwiegend danach, Ähnlichkeiten oder Unterschiede in landesspezifischen CG-Strukturen zu identifizieren (vgl. u.a. Franks/Mayer 1994; Prowse 1995; Wymeersch 1995; Schmidt/Tyrell 1997; Weimer/Pape 1999; Mann 2003; Witt 2003). In einigen Fällen geht es den Autoren auch darum, Erkenntnisse über die Dynamik von CG-Systemen zu generieren, insbesondere über die Stabilität von CG-Systemen im Zeitablauf (vgl. z.B. Hackethal et al. 2003, 2005). Weil die Studien einem landesspezifischen Messansatz folgen, streben sie durchweg an, Aussagen über nationale CG-System-Zuordnungen empirisch zu belegen. Explanative Studien gemäß Messansatz C zielen – ähnlich wie schon solche gemäß Messansatz B – darauf, auf Basis *ex ante* vermuteter landesspezifischer CG-System-Zuordnungen weiterführende Hypothesen zu überprüfen. So gibt es z.B. eine Reihe ländervergleichender Untersuchungen von CG-Einflussbeziehungen auf informationelle Eigenschaften der Rechnungslegung börsennotierter Unternehmen wie Joos/Lang (1994), Ali/Hwang (2000), Ball et al. (2000), Hung (2001) oder auch Fan/Wong (2002).

Um die Zuordnung der CG von Unternehmen eines Landes zu einem spezifischen CG-Systemtyp zu überprüfen, wählen die deskriptiven Studien grundsätzlich folgende Vorgehensweise (vgl. Franks/Mayer 1994, 1995, 2001; Prowse 1995; Wymeersch 1995; Schmidt/Tyrell 1997; Prigge 1998; Weimer/Pape 1999; Allen/Gale 2000; Schmidt/Grohs 2000; Waldenberger 2000; Heinrich 2002; Mann 2003; Witt 2003). Sie entwerfen i.d.R. das Bild eines Idealtyps von CG-System für das spezifische Land und geben so theoretisch erwartete Ausprägungen relevanter CG-Bestandteile vor. Für die empirische Überprüfung vermuteter Ausprägungen werden dann eine Vielzahl von Einzelergebnissen empirischer Studien zu Ausprägungen einzelner CG-Bestandteile des jeweiligen Landes (Messansatz A) zusammengetragen; oft werden diese mit eigens generierten Ergebnissen kombiniert; abschließend werden die gesammelten Einzelergebnisse – wie bei einem Puzzle – zu einem Gesamtbild auf Landesebene zusammengefügt, zum Bild des nationalen CG-Systems. Das Gesamtbild wird dann regelmäßig einer Wertung hinsichtlich potenzieller Abweichungen vom korrespondierenden Idealtyp unterzogen.

Aus den Ergebnisdiskussionen sämtlicher Studien des Forschungsfelds geht hervor, dass das deutsche CG-System bis Mitte der 1990er Jahre als Ausprägung eines relationalen CG-Systems auf Grundlage eines bankdominierten Finanzsystems gilt (vgl. Franks/Mayer 1994, 1995, 2001; Prowse 1995; Wymeersch 1995; Schmidt/Tyrell 1997; Prigge 1998; Weimer/Pape 1999; Allen/Gale 2000; Schmidt/Grohs 2000; Waldenberger 2000; Heinrich 2002; Mann 2003; Witt 2003). Auch was die Stabilität des deutschen CG-Systems seitdem angeht, herrscht weitgehende Übereinstimmung unter den Autoren. Trotz evidenter Änderungstendenzen wird das deutsche CG-System nach wie vor als ein relationales CG-System aufgefasst, wenn auch als ein hinsichtlich der Kapitalmarktorientierung modernisiertes relationales CG-System (vgl. u.a. Hackethal et al. 2003; Schmidt 2004; Hackethal et al. 2005; Gerum 2007; Goergen et al. 2005, 2008).

Analysiert man die vorliegenden Studien systematisch, fällt auf, dass nahezu keine Studie – die einzige Ausnahme bildet Gerum (2007) – auf einem eindeutigen Untersuchungszeitraum und einer klar abgegrenzten Datenbasis börsennotierter deutscher Unternehmen gründet. Stattdessen bedienen sich die Studien zur Herleitung ihres systemischen Gesamtbilds deutscher CG – wie eingangs angedeutet – vieler deskriptiver (Einzel-)Untersuchungen, die Ausprägungen einzelner CG-Bestandteile börsennotierter deutscher Unternehmen beschreiben.<sup>20</sup> Zwangsläufig kommt es so dazu, dass den auf Systemebene aggregierten Ergebnissen einzelner Studien unterschiedliche Betrachtungszeiträume sowie unterschiedliche Datenmengen untersuchter börsennotierter deutscher Unternehmen zugrunde liegen.

#### *Skizze der Vorgehensweise bei Messansatz E*

Deskriptive Studien dienen hier üblicherweise dem Zweck, Unternehmen mit „guter“ CG von Unternehmen mit „schlechter“ CG zu unterscheiden. Diese Studien positionieren sich als empirische Untersuchungen zur Messung der CG-Qualität von Unternehmen. Sie liefern eine unternehmensspezifische Beurteilung der CG (neudeutsch: CG-Rating) börsennotierter deutscher Unternehmen, regelmäßig auch eine Rangordnung verschiedener Unternehmen nach der CG-Qualität (vgl. z.B. Drobetz et al. 2004a; Bassen 2005; Bassen et al. 2006c). Ihre Beurteilung stützen die Autoren solcher Studien regelmäßig auf die unternehmensexterne Auswertung öffentlich verfügbarer Daten: auf Befragungen von Unternehmensleitungen oder institutionellen Anlegern, bspw. zur Erfüllung so genannter *best practice*-Verhaltensstandards von Investoren und Finanzanalysten, auf publizierte Entsprechenserklärungen zum unternehmensindividuellen Grad der Befolgung des DCGK (= Deutscher Corporate Governance Kodex) sowie auf Ausprägungen kommerzieller CG-Kodizes.<sup>21</sup> Explanative Studien auf Grundlage von Messansatz E basieren ihre Hypothesenüberprüfungen häufig auf so ermittelte CG-Qualitätsbeurteilungen, eher selten auf solche, die auf Grundlage eines theoretischen Bezugsrahmens unter Verweis auf ein theoretisches Referenzkonzept hergeleitet und begründet werden.<sup>22</sup> Vorwiegend handeln deren Hypothesen von Zusammenhängen zwischen unternehmensspezifischem CG-Qualitätsniveau und hohen bzw. niedrigen Bepreisungs- und/oder Renditeerzielungsniveaus der Aktien entsprechender Unternehmen am Kapitalmarkt (vgl. grundlegend Gompers et al. 2003; Klapper/Love 2004; Durnev/Kim 2005).

Die Mehrzahl der Studien auf Basis von Messansatz E strebt ausdrücklich an, für eine aussagefähige CG-Beurteilung der Unternehmen nicht nur einzelne (wie bei Messansatz

D), sondern möglichst viele Elemente bzw. Kriterien unternehmensspezifischer CG, z.B. anhand der jeweiligen „Kodexerfüllung“, zu berücksichtigen.<sup>23</sup> Um zu einer CG-Gesamtbeurteilung für einzelne Unternehmen zu gelangen, werden die Auswertungsergebnisse zu den (Teil-)Kriterien abschließend zu einer unternehmensspezifischen CG-Gesamtindex-Ausprägung aggregiert; im Regelfall geschieht dies durch gleichgewichtete Addition der Teilergebnisse (vgl. z.B. Drobetz et al. 2004a, 2004b; Bassen 2005; Bassen et al. 2006a).

Untersuchungsbasis der Studien sind jeweils die größten börsennotierten deutschen Unternehmen – gemessen am Marktwert des Eigenkapitals – sowie zumeist Unternehmen der etablierten Börsenindizes (DAX, MDAX oder TecDAX der Deutschen Börse AG). Die Resultate der Studien werden gewöhnlich nicht unternehmensweise berichtet, sondern über die Indexzugehörigkeit von Unternehmen aggregiert. Die empirischen Ergebnisse der Studien weisen insgesamt stark streuende CG-Index-Ausprägungen über den Querschnitt jeweils berücksichtigter Unternehmen auf; stets verfügen die großen deutschen Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung, insbesondere die DAX 30-Unternehmen, über die höchsten CG-Gesamtindex-Ausprägungen und damit den höchsten Erfüllungsgrad der *best practice*-Verhaltensstandards; über alle Studien hinweg nimmt der Erfüllungsgrad mit geringer werdender Größe der Unternehmen ab (vgl. z.B. Drobetz et al. 2004a, S. 11–12; Bassen et al. 2006c, S. 552 oder v. Werder/Talaulicar 2010 m.w.N. zu DCGK-Untersuchen der Vorjahre). Offenbar legen börsennotierte Unternehmen mit kleinerer Unternehmensgröße weniger Wert auf die Umsetzung U.S.-amerikanisch geprägter *best practice*-Verhaltensstandards.

### 3.3 Kriterien zur Beurteilung von CG-Messungen

Im letzten Abschnitt wurde ein aktueller Überblick über die grundlegenden methodischen Vorgehensweisen im Forschungsfeld gegeben. Jetzt ist nach der Tragfähigkeit der CG-Deskriptionen zu fragen. Hierfür sind die Operationalisierungsleistungen der jeweiligen Messansätze bzw. zugrunde liegender empirischer Studien zu beurteilen. Als Standard-Gütekriterien von Operationalisierungen haben sich in der klassischen Testtheorie insbesondere zwei Kriterien etabliert: (1) Validität und (2) Reliabilität (vgl. u.a. Schnell et al. 2008, S. 149–166). Nachfolgend wird zusätzlich auf das Kriterium der Generalisierbarkeit (3) abgestellt. Im vorliegenden Aufsatz interessiert die Tragfähigkeit der CG-Deskriptionen auf besondere Weise; der Generalisierbarkeit im Sinne der Verallgemeinerungsfähigkeit von Untersuchungsergebnissen kommt daher eine wesentliche Bedeutung zu.

Interessiert (1) die Validität im Sinne der so genannten Inhaltsvalidität, dann geht es darum, ob ein Messverfahren inhaltlich-semantisch alle Aspekte des der Messung zugrunde liegenden Konstrukts in den Messungen repräsentiert (vgl. Schnell et al. 2008, S. 155 und umfassend Peter 1981, S. 133–145; Shadish et al. 2002, S. 64–82). Bereits die Selektion der in diesem Aufsatz näher zu behandelnden Messansätze in Abschnitt 3.2 wurde von einem mindest-validitätsorientierten Auswahlkriterium geleitet. Eine nachfolgende Betrachtung der Inhaltsvalidität hat in differenzierender Weise zu beurteilen, inwieweit es den verbliebenen Messansätzen B, C und E gelingt, (i) der Mehrdimensionalität des CG-Konstrukts und (ii) der Komplexität bzw. multiplen Bedingtheit der CG-Bestandteile im Systemzusammenhang hinreichend Rechnung zu tragen.

Das Reliabilitätskriterium (2) bezieht sich auf die Zuverlässigkeit und Stabilität durchgeführter Messungen; Reliabilität ist gegeben, sofern die in einer Studie gemessenen Werte unter sonst gleichen Bedingungen reproduzierbar sind (vgl. unter Vielen Churchill 1979, S. 65–70; Peter 1979, S. 6–17; Schnell et al. 2008, S. 151–153).

Das Generalisierbarkeitskriterium (3) betrifft das Ausmaß, mit dem von den Messergebnissen einer Stichprobe von Untersuchungseinheiten auf Messergebnisse sämtlicher interessierender Untersuchungseinheiten der Grundgesamtheit geschlossen werden kann (vgl. z.B. Cronbach et al. 1972, S. 18–21; Himme 2009, S. 496–499).<sup>24</sup> Die Generalisierbarkeit von Messungen ist dabei nicht vom Verhältnis des Stichprobenumfangs relativ zum Umfang der Grundgesamtheit abhängig. Stattdessen wird sie einerseits davon bestimmt, ob eine Stichprobe zufällig ausgewählt wurde, andererseits davon, inwieweit von (unbeobachteter) Heterogenität in der Stichprobe bzw. Grundgesamtheit auszugehen ist.

#### 4 Messprobleme in der empirischen Forschung

Nachfolgend werden die Messungen der im Forschungsfeld vorliegenden Studien – in Abhängigkeit von den Messansätzen B, C und E – anhand der Kriterien Validität (1), Reliabilität (2) und Generalisierbarkeit (3) überprüft. Potenzielle Messprobleme der Studien sind zu identifizieren.

##### 4.1 Messprobleme bei Messansatz B

Die maßgeblichen Studien auf Grundlage von Messansatz B, insbesondere die zahlreichen Studien von La Porta mit Koautoren, beschäftigen sich vorwiegend mit dem Konstrukt CG im Sinne einer anlegerschutzrelevanten CG. Versteht man, wie im vorliegenden Aufsatz, die CG sehr umfassend, dann ist aus Validitätssicht (1) bereits das so vermittelte CG-Verständnis als (zu) restriktiv zu beurteilen: abgestellt wird allein auf das Ausmaß des Anlegerschutzes, während der Schutz anderer *stakeholder* (als der Anleger) vernachlässigt wird. Unmissverständlich deutet dies darauf hin, dass den Forschungsarbeiten von vorneherein ein enges, wohl U.S.-amerikanisch geprägtes CG-Verständnis zugrunde liegt, das allein die Kapitalmarktanleger als *governance*-relevante Anspruchsgruppe begreift.

Die aus Validitätsüberlegungen erwünschte Mehrdimensionalität (i) findet sich allenfalls bei der Abbildung des interessierenden Anlegerschutzniveaus der landesspezifischen CG wieder. Hierbei wird die Ausgestaltung des Rechtssystems relativ umfangreich (wenn auch keinesfalls umfassend) berücksichtigt. Andere wichtige Strukturdimensionen landesspezifischer CG, beispielsweise die Ausgestaltung des Finanz- und Marktsystems (mit Kapitalmarkt/Banken, Gütermarkt, Arbeitsmarkt) oder auch des soziokulturellen Systems mit entsprechenden kulturellen bzw. wirtschaftskulturellen Prägungen der Akteure eines Landes bleiben außen vor. Wechselseitige Beziehungen zwischen CG-Bestandteilen im Sinne eines Systemzusammenhangs (ii) beschränken sich – wenn überhaupt – nur auf die betrachteten Anlegerschutz-Dimensionen. Dass der Systemcharakter bei der CG-Erfassung insgesamt eine vernachlässigte Rolle spielt, zeigt sich nicht zuletzt in den explanativen Studien, die auf La Porta et al. (1998) folgten; hier wird in vielfältiger Weise,

aber stets in einem unidirektionalen Zusammenhang der Einfluss von Anlegerschutz-niveau-Ausprägungen der Länder auf spezifische CG-Ausprägungen börsennotierter Unternehmen der betreffenden Länder untersucht (La Porta et al. 2000a; Land/Lang 2002; Leuz et al. 2003; La Porta et al. 2002).<sup>25</sup>

Bedenken hinsichtlich der Reliabilität (2) erwachsen auf zwei Ebenen. Zu hinterfragen ist zum einen die Reliabilität im Sinne der zeitlichen Zuverlässigkeit der Messungen. Angesichts erheblicher Veränderungen in den Ausgestaltungen nationaler Rechtssysteme im letzten Jahrzehnt, insbesondere auch hinsichtlich anlegerschutzrelevanter Bestimmungen, erhebt sich die Frage, inwieweit die „historischen“ Anlegerschutzklassifikationen von Ländern nach La Porta et al. noch aufrecht zu erhalten sind.<sup>26</sup> Zum anderen ist die Anlegerschutzklassifikation von La Porta et al. hinsichtlich ihrer generellen Messfehlerfreiheit zu hinterfragen. Diesbezügliche Zweifel äußert insbesondere Schmidt (2004, S. 407) in seiner grundsätzlichen Kritik am „*devastating rating of German investor protection by La Porta et al. [...]*“.<sup>27</sup>

Einschränkungen hinsichtlich der Generalisierbarkeit (3) der Messungen knüpfen insbesondere an der grundlegenden Messhypothese von La Porta et al. an: dass die Rechts-tradition (*code law, common law*) eines Landes alle anderen CG-Ausgestaltungen der Unternehmen des jeweiligen Landes determiniert. Diese Messhypothese erscheint nicht nur vor dem Hintergrund der Resultate von Rajan/Zingales (2003) als zweifelhaft und problematisch.<sup>28</sup> Als äußerst einschränkend erweist sich die mit jener Messhypothese zusammenhängende Annahme von Kontextdeterminismus. Kontextfestlegenden institutionellen Strukturmerkmalen von Ländern – hier: Rechtstraditionen landesspezifischer Rechtssysteme – wird zur Erklärung von Unterschieden in nationalen CG-Ausprägungen die zentrale Rolle beigemessen. Konsequentermaßen postulieren die Studien dann, dass für ein Land genau ein Typ der CG von Unternehmen charakteristisch ist, also homogene (im Sinne identischer) CG-Strukturen von Unternehmen eines Landes vorliegen.

Bei der CG-Messung wird in jenen Studien dem Homogenitätspostulat konsequent gefolgt. Auch in der Art der Ergebnisdarstellung wird dies deutlich (La Porta et al. 1998, 1999, 2000a, 2000b, 2002): stellen die Studien doch regelmäßig nur auf – vermeintlich repräsentative – länderspezifische Lageparameterausprägungen jeweils betrachteter CG-Elemente ab. Auf Analysen weiterer Verteilungscharakteristika zugrunde liegender CG-Ausprägungen, die einen Heterogenitätsverdacht aufkommen lassen könnten, wird in nahezu allen Fällen verzichtet, beispielsweise Analysen ihrer Streuung oder höherer Momente entsprechender Verteilungen.<sup>29</sup>

Offensichtlich lässt sich mittels homogener länderspezifischer CG-Klassifizierungen und Ergebnisdarstellungen eine nicht auszuschließende Heterogenität in den CG-Strukturen von Unternehmen – in welcher Form auch immer – weder vermitteln noch erfassen. Dann aber steht in Frage, ob Studien auf Basis jenes Messansatzes den Realitätsausschnitt „CG von Unternehmen eines Landes“ angemessen beschreiben können.

#### 4.2 Messprobleme bei Messansatz C

Die Beurteilung der Validität (1) von Studien auf Basis von Messansatz C erweist sich zunächst als unproblematisch: berücksichtigen relevante Studien doch sowohl die Mehrdimensionalität der CG als auch ihre Komplexität, auch wenn dies in der Regel nicht auf

explizite Weise geschieht.<sup>30</sup> Zwar werden als Mess-Input zur Generierung der Resultate stets eine Vielzahl CG-relevanter Einzelbeobachtungen auf Grundlage von Messansatz A herangezogen; diese werden aber – als Ausdruck der Mehrdimensionalität (i) – i.d.R. verschiedenen Facetten von CG zugeordnet, zumindest werden durch ihre Systematisierung verschiedene CG-Dimensionen plausibilisiert. Schließlich werden in Erfüllung des Systemgedankens (ii) die Einzelbeobachtungen puzzleartig zu einem systemhaften CG-Gesamtbild auf Landesebene zusammengefügt, um zu einer empirisch basierten Beurteilung des landesspezifischen CG-Systems zu gelangen.

Aus wissenschaftstheoretischer Sicht erscheint der kumulative Validierungscharakter einer solchen Vorgehensweise problematisch. Häufig drängt sich bei der Lektüre der Forschungsarbeiten der Eindruck auf, *ex ante* vermutete und damit erwünschte CG-System-Ausprägungen eines Landes seien durch passende Einzelbeobachtungen nur hinreichend zu bestätigen. Kritisch erscheint dieses Verifizierungsstreben, weil die gezielte Suche eines Forschers nach erwünschten empirischen Ausprägungen sehr wahrscheinlich auch zu ihrer Entdeckung und womöglich zu ihrer Überinterpretation gegenüber unerwünschten Ausprägungen führt.<sup>31</sup>

Aus methodischer Sicht zu kritisieren ist vor allem der wenig explizite Umgang mit der Mehrdimensionalität von CG (i). Methodische Fragen, beispielsweise welcher „kritischen“ CG-Bestandteile oder gar Strukturdimensionen es zur inhaltsvaliden CG-Erfassung mindestens bedarf oder auch wie viele Messinstrumente hierfür heranzuziehen sind, werden ausnahmslos ausgeklammert. Tatsächlich gründet keine einzige Arbeit auf einem theoretischen Bezugsrahmen, der die als relevant erachteten multiplen Dimensionen des systemhaft begriffenen CG-Phänomens im Vorhinein explizit aufspannt. Auf dessen konzeptioneller Grundlage ließen sich geeignete Messinstrumente im Sinne von Indikatoren für die Operationalisierung von CG (erst) fundiert herleiten. Mangels eines solchen Bezugsrahmens erweckt die jeweilige studienspezifische Selektion bestimmter Einzelbeobachtungen stets den Anschein einer gewissen Beliebigkeit. Problematisieren lässt sich dann immer, warum nicht gerade andere CG-Indikatoren und deren Ausprägungen zur empirischen Validierung des nachzuweisenden CG-Systemtyps gedient haben.<sup>32</sup>

Was den multiplen Bedingtheitscharakter der CG (ii) angeht, beschränken sich die Forschungsbeiträge weitgehend darauf, die hierfür notwendigen systemischen Zusammenhänge zu postulieren. Regelmäßig werden komplementäre (seltener: substitutionale) Zusammenhänge zwischen den betrachteten CG-Bestandteilen angenommen, um die Konsistenz der beschriebenen CG-Systeme zu begründen. Vergeblich sucht man allerdings nach empirischen Belegen für jene Zusammenhänge, beispielsweise in Form systematischer Auswertungen von Kovarianzstrukturen zwischen den als relevant erachteten CG-Variablen bzw. -Indikatoren.

Für explanative Studien auf Grundlage dieses Messansatzes gilt grundsätzlich dieselbe Kritik wie schon für entsprechende Studien auf Grundlage von Messansatz B. Sie basieren hier wie dort auf einer als homogen angenommenen CG-Klassifikation eines Landes. Zweifellos dient dies – wie schon bei den deskriptiven Studien – der Komplexitätsreduzierung, insbesondere der Abbildungs- bzw. Klassifizierungsvereinfachung. Die Güte der Erklärungsleistung explanativer Studien hängt dann aber in starkem Maße davon ab, ob die jeweils gewählte Klassifikation für alle bzw. die Mehrheit der Unternehmen eines Landes trägt.



Was die Reliabilität (2) der Messungen angeht, erscheint die typische Vorgehensweise der Arbeiten bedenklich, zur Generierung ihres landesspezifischen CG-Gesamtbildes auf die Ergebnisse vieler verschiedener Querschnittsuntersuchungen zurückzugreifen. Denn jene Untersuchungen basieren immer wieder auf unterschiedlichen Messbedingungen, insbesondere unterschiedlichen Datenbasen (Stichprobengrößen, Art der in die Stichprobe einbezogenen Unternehmen), auf unterschiedlichen Betrachtungszeiträumen sowie gegebenenfalls auch unterschiedlichen Auswertungsverfahren. Dann lässt sich nicht ausschließen, dass auch die Unterschiedlichkeit solcher Untersuchungen das in den Forschungsarbeiten zusammengefügte CG-Gesamtbild (mit-)beeinflusst. In besonderem Maße gilt diese Kritik für Forschungsarbeiten, die sich mit der Beurteilung von Kontinuität und Wandel des deutschen CG-Systems beschäftigen (vgl. z.B. Hackethal et al. 2003; Schmidt 2004; Goergen et al. 2005, 2008).

Als problematisch erweist sich darüber hinaus der starke Verdichtungsgrad herangezogener empirischer Ergebnisse. So könnten die Ergebnisdarstellungen auf Grundlage von Lageparameterausprägungen betrachteter CG-Elemente über Länder hinweg leicht zu dem Schluss verleiten, als verfügten alle Unternehmen eines Landes über identische CG-Strukturen, zumindest als könne von den pro Land ausgewiesenen Lageparameterausprägungen auf Ausprägungen eines „repräsentativen“ Unternehmens des jeweiligen Landes zurückgeschlossen werden. Dieser Eindruck verstärkt sich, weil in diesen Forschungsarbeiten – wie schon bei Studien des Messansatzes B – regelmäßige Angaben über Streuungsparameter sowie weitere Momente entsprechender Ausprägungsverteilungen von CG-Elementen systematisch fehlen.

Als kritisch erweist sich die angreifbare implizite Annahme sämtlicher Studien – seien sie deskriptiv, seien sie explanativ –, dass die jeweils untersuchten Beobachtungseinheiten einer homogen verteilten Grundgesamtheit entstammen und so unabhängig voneinander seien. Nur wenn dies unterstellt werden kann, lassen sich Parameterausprägungen entsprechender Verteilungen sinnvoll interpretieren. Interpretationsprobleme, gegebenenfalls auch Inferenzprobleme, können entstehen, wenn mit unbeobachteter Heterogenität in der Grundgesamtheit zu rechnen ist. Dies gilt etwa für den Fall, dass in einer Grundgesamtheit verschiedene Subpopulationen mit unterschiedlichen CG-Struktur-Ausprägungscharakteristiken zu erwarten sind. Dann weist die Grundgesamtheit solcher CG-Elemente eine so genannte Mischverteilung (*mixture distribution*) auf (vgl. Newcomb 1886; Titterton et al. 1985). Entsprechend der Anteile der Subpopulationen stellt sich die Verteilung der Grundgesamtheit dann als eine Mischung von „Subverteilungen“ jener Subpopulationen dar.

Bedeutsam ist, dass global ermittelte Parameterausprägungen bei Mischverteilungen wenig aussagefähig sind, häufig sogar völlig irreführend sein können. Tatsächlich werden, wie bereits erwähnt, in den o.a. Studien oft nur globale Lageparameter entsprechender empirischer Verteilungen berichtet – seien es arithmetische Mittelwerte oder Mediane. Leider ist damit zu rechnen, dass globale arithmetische Mittelwerte – selbst wenn keine extremen Ausprägungen an den Rändern der jeweiligen Verteilung vorliegen – im Falle von Mischverteilungen häufig nicht einmal eine Untersuchungseinheit aus der Menge betrachteter Untersuchungseinheiten der gewählten Datenbasis beschreiben könnten. Auch „globale“ Mediane liefern bei Mischverteilungen nicht-repräsentative Werte, hängen diese doch entscheidend von den unbekannten Mischungsanteilen der Subpopu-

lationen in der Grundgesamtheit bzw. in der jeweils herangezogenen Datenbasis ab. Das fehlende Wissen über die Struktur der Subpopulationen in der Grundgesamtheit liefert den Grund, warum im Falle von Mischverteilungen selbst eine Totalerhebung nicht vor fehlerhaften Schlüssen auf Grundlage global ermittelter Verteilungsparameter schützt.

Angesichts solcher Probleme mutet erst recht die Vorgehensweise im Forschungsfeld fragwürdig an, wenn auf Grundlage von (Lageparameter-)Ergebnissen vieler Querschnittsuntersuchungen – jeweils für verschiedene einzelne CG-Systemelemente – schließlich ein als repräsentativ erachtetes CG-Gesamtbild auf Landesebene puzzleartig zusammengesetzt wird. Weil sich die hier zugrunde gelegten Querschnittsuntersuchungen regelmäßig in ihren Datenbasen unterscheiden, ist davon auszugehen, dass auch diese in ihren anteilmäßigen Zusammensetzungen aus den potenziell heterogenen Subpopulationen differieren. Kritisch ist zu fragen, wie ein zusammengefügtes CG-Gesamtbild auf Landesebene repräsentativ sein kann, wenn es aus „Puzzleteilen“ besteht, die jeweils aus unterschiedlich heterogenen Datenbasen entstammen, und daher gar nicht zusammenpassen können.

Was den explanativen Untersuchungstyp angeht, können aus einer so unberücksichtigten Heterogenität in den zugrunde liegenden Daten Schätzprobleme und damit zusammenhängende Inferenzprobleme erwachsen (vgl. grundlegend Moerbeek 2004, S. 131–145). Die üblicherweise in explanativen Studien des Forschungsfelds angewendeten dependenzanalytischen Methoden, beispielsweise die Regressionsanalyse, erfordern für unverzerrte Parameterschätzungen, dass die zugrunde gelegten Untersuchungseinheiten unabhängig voneinander sind. Bei Vorliegen unbeobachteter Datenheterogenität ist diese Voraussetzung verletzt; dann sind regelmäßig erhöhte Fehler erster und zweiter Art bei den entsprechenden Parameterschätzungen zu befürchten.

Fehlschlüsse lassen sich nur dann vermeiden, wenn der Einfluss heterogener Untersuchungseinheiten auf die ermittelten Ergebnisse durchschaubar ist. Dies setzt hinreichendes Wissen über die heterogene Struktur der Grundgesamtheit und der in Stichproben jeweils anteilmäßigen Relevanz entsprechend heterogener Subpopulationen voraus. Bisherige Arbeiten im Forschungsfeld zur CG börsennotierter deutscher Unternehmen sind allerdings weit davon entfernt, ein solches Wissen zu generieren. Sie beschäftigen sich weder mit einer möglichen Heterogenität in CG-Ausprägungen börsennotierter deutscher Unternehmen noch mit potenziellen Aussageproblemen und Fehlschlüssen, die aus potenziellen Mischverteilungen entsprechender CG-Elementausprägungen resultieren können.

Aus dem potenziellen Vorliegen heterogener CG-Strukturen bei börsennotierten deutschen Unternehmen können auf Grundlage von Messansatz C erhebliche Generalisierbarkeitsprobleme (3) erwachsen. Offensichtlich beschränkt sich die Mehrheit der herangezogenen Querschnittsuntersuchungen im Forschungsfeld auf Datenbasen verfügbarer Datenbanken, welche ausschließlich die größten börsennotierten deutschen Unternehmen abdecken. Dann ist es – heterogene CG-Strukturen am deutschen Aktienmarkt unterstellt – tendenziell wahrscheinlich, dass gewisse Subpopulationen der Grundgesamtheit aller börsennotierten deutschen Unternehmen in den herangezogenen Datenbasen keine Berücksichtigung finden. Verallgemeinerungen hinsichtlich der „deutschen“ CG bzw. „der“ CG börsennotierter deutscher Unternehmen stehen dann von vorneherein auf tönernen Füßen.

Weitere Generalisierbarkeitsprobleme gründen darauf, dass sich die Forschungsarbeiten zur Ergebnisgenerierung verschiedenster Querschnittsuntersuchungen bedienen. Die Verallgemeinerungsfähigkeit der Ergebnisse beschränkt sich damit auf Untersuchungs-



einheiten bzw. Unternehmen, welche den gemeinsamen Messbedingungen aller (!) herangezogenen Untersuchungen entsprechen. Bei der Vielzahl berücksichtigter, potenziell unterschiedlicher Datenbasen sowie auch Erhebungszeiträume stellt sich dann die Frage, für welche Gruppe von Unternehmen des deutschen Aktienmarkts überhaupt verallgemeinerungsfähige Schlussfolgerungen zur CG möglich sind.<sup>33</sup>

#### 4.3 Messprobleme bei Messansatz E

Fraglos verfolgen die meisten Studien auf Basis von Messansatz E von vorneherein eine im Sinne der Validität „freundliche“ Zielsetzung, wenn sie mit Hilfe eines *CG-Ratings* „[...] eine umfassende Analyse der Qualität der Corporate Governance Strukturen auf der Ebene einzelner Unternehmungen“ (Drobetz et al. 2004a, S. 7) anstreben. Außer Zweifel steht, dass bei der CG-Erfassung in entsprechenden Untersuchungen der Mehrdimensionalität von CG – in welcher Form auch immer – Rechnung getragen wird.

Zu berücksichtigen ist jedoch, dass Umfang und Richtung der durchgeführten Qualitätsanalyse von CG-Strukturen möglicherweise stark vom zugrunde gelegten Qualitätsbegriff der CG abhängen. Ausgegangen wird in den Studien im Regelfall von einer hohen CG-Qualität dann, wenn so genannte *best practice*-Forderungen von Investoren und Finanzanalysten in hohem Maße erfüllt sind, insbesondere wenn diese Erfüllung für alle Kriterien eines vorgegebenen CG-(Qualitäts-)Indexes gilt; seltener wird eine hohe CG-Qualität auf Grundlage eines Bezugsrahmens unter Verweis auf ein theoretisches Referenzkonzept (z.B. Prinzipal-Agent-Theorie) begründet.<sup>34</sup> Im jeweiligen Index-Zusammenhang wird hierbei unterstellt, dass eine richtige CG-Systemstruktur für Unternehmen auf Kapitalmärkten allgemein vorgegeben werden könne; darüber hinaus, dass bekannt sei, welche Elemente bzw. Kriterien der CG-Struktur bei Unternehmen dann welche Soll-Ausprägungen anzunehmen haben, um jener idealen CG-Systemstruktur zu entsprechen (vgl. Prigge/Offen 2007).<sup>35</sup> Weil die meisten CG-Empfehlungen für börsennotierte Unternehmen aus den USA stammen, handelt es sich bei jener als ideal unterstellten CG-Systemstruktur regelmäßig um das kapitalmarktorientierte CG-System U.S.-amerikanischer Prägung. Legt man einen so spezifizierten CG-Qualitätsbegriff zugrunde, dann weisen Unternehmen, die eine andere, aber mit dem Kapitalmarkt auch gut verträgliche CG-Systemstruktur aufweisen (könnten), in solchen *CG-Ratings* zwingend niedrige CG-Qualitätsausprägungen auf. Zu befürchten ist daher, dass auf Basis des typischen Vorgehens bei Messansatz E die empirische Erfassung von CG-Systemstrukturen verkürzt wird.

Aus Validitätssicht (1) ist das typische Vorgehen der Studien zu kritisieren, unterschiedliche CG-Gesamt-Qualitätsausprägungen von Unternehmen an unterschiedlich hohen bzw. niedrigen Ausprägungen einer CG-Gesamtindexzahl festzumachen. Problematisch erscheinen bereits die Gewichte, die zur additiven Ermittlung einer solchen Gesamtindexzahl für unterschiedliche Elemente bzw. Kriterien der CG verwendet werden; im Regelfall werden hier gleiche Gewichtungen herangezogen.<sup>36</sup> Durch die Bildung einer additiven CG-Gesamtindexzahl wird ferner implizit unterstellt, es existiere ein vollständiger Satz überschneidungsfreier Elemente bzw. Kriterien, die hinsichtlich ihrer Erfüllungsgrade zunächst zu ermitteln und dann additiv zu aggregieren seien. Ob bei dem regelmäßig eingegengten CG-Qualitätsverständnis o.a. Studien tatsächlich sämtliche für Unternehmen relevante CG-Elemente (oder auch CG-Dimensionen) in den empirischen

Untersuchungen (vollständig) berücksichtigt werden, ist unklar; ausschließen lässt sich jedenfalls nicht, dass sich Unternehmen hinsichtlich anderer relevanter, aber unberücksichtigter CG-Elemente bzw. Dimensionen unterscheiden könnten.<sup>37</sup> Was die Überschneidungsfreiheit der Elemente bzw. Kriterien angeht, ist kritisch zu fragen, ob bei den CG-Gesamtindex-Ermittlungen ggfs. Element- bzw. Kriterienausprägungen als CG-Teilindexzahlen addiert werden, die strenggenommen dasselbe ausdrücken; dann sind aber unerwünschte Messverzerrungen durch Doppelzählungen zu befürchten.

Hinsichtlich der Mehrdimensionalität (i) von CG erscheint bedenklich, wie hier ursprünglich mehrdimensional erfasste CG-Ausprägungen einzelner Unternehmen schließlich „verarbeitet“ werden. Fraglos dient die Indexbildung in den o.a. Studien der Komplexitätsreduzierung: Ausprägungen eines skalaren Indexes sind einfacher an Dritte zu vermitteln als Ausprägungen eines Indexvektors. Zu hinterfragen ist aber, ob durch CG-Indexbildung die Abbildung von Unterschieden in unternehmensspezifischen CG-Ausprägungen tatsächlich gelingen kann (vgl. Larcker et al. 2007; Dey 2008). Weil in einen CG-Gesamtindex verschiedenste CG-Ausprägungen von Unternehmen durch Summation eingehen, kann ein und dieselbe CG-Gesamtindexausprägung durch vollkommen unterschiedliche CG-Einzelausprägungen zustande kommen. Heterogene CG-Strukturen von Unternehmen könnten vorliegen, obgleich die gewonnenen Gesamtindexausprägungen keine Unterschiede nahe legen (vgl. Brown/Caylor 2006). Zwangsläufig geht über die Aggregation zum Gesamt-Indexwert die Zugehörigkeit zu einzelnen CG-Dimensionen und deren unternehmensindividuell unterschiedlichen Ausprägungsniveaus verloren.<sup>38</sup> Insofern kann bei entsprechenden Studien des Messansatzes E allenfalls von einer in der Aggregation „verschwindenden“ Mehrdimensionalität die Rede sein.<sup>39</sup>

Im Rahmen der Validitätsprüfung ist auch zu fragen, inwieweit bei den empirischen CG-Erfassungen dem CG-Systemcharakter (ii) hinreichend Rechnung getragen wird. Einzuräumen ist, dass über die Addition gleichgewichteter CG-Indexteilausprägungen zu einer Gesamtindexausprägung eine systemhafte CG-Struktur geradezu wegdefiniert wird. Denn eine solche Addition unterstellt, dass sich die CG von Unternehmen in voneinander unabhängige, isolierbare Elemente dekomponieren lässt, die jeweils einen inkrementalen Erfüllungs- bzw. Qualitätsbeitrag zur CG leisten. Im Systemzusammenhang geht man hingegen – statt von der Unabhängigkeit und Isolierbarkeit der Elementwirkungen – von ihrem wechselseitigen Zusammenwirken aus. Man denke insbesondere an komplementäre Zusammenhänge zwischen Elementen, bei denen es entscheidend ist, ob das jeweils andere Element wirkt oder nicht; sonst ist die erwünschte Funktionserfüllung des betrachteten Elements gerade nicht zu erwarten. Systemelemente mit substitutionalen Zusammenhängen gelten wiederum als gegenseitig austauschbar, weil allein funktionserfüllend; dann ist aber beim Vorhandensein beider Elemente keine inkremental positive (und schon gar keine gleichgewichtete) Wirkung jedes der beiden Elemente auf die Qualitätserfüllung der CG zu erwarten. Deutlich wird so, dass sich das systemische Zusammenwirken der Elemente im Hinblick auf deren CG-Funktionserfüllung mit der im Forschungsfeld üblichen einfachen Addition von CG-Indexteilausprägungen zu einer CG-Gesamt-Indexausprägung gerade nicht adäquat beschreiben lässt.<sup>40</sup>

Reliabilitätsprobleme (2) erwachsen insbesondere aus Bedenken an der Zuverlässigkeit herangezogener Untersuchungsdaten. Basieren Studien ihre CG-Ratings auf Umfrageergebnisse bzw. auf von Dritten ungeprüfte, mündliche oder schriftliche Erklärungen

von Unternehmensleitungen, dann sehen sich solche Datenquellen häufig dem Vorwurf ausgesetzt, wenig zuverlässig zu sein (vgl. Drobetz et al. 2004a, S. 10). Zu befürchten ist, dass Unternehmensleitungen gezielt verzerrte Informationen vermitteln, um sich und ihr Unternehmen in ein vorteilhaftes Licht zu rücken (*cheap talk*-Problematik).<sup>41</sup> Mit einer damit einhergehenden Selektionsverzerrung können Messfehler verbunden sein.

Schließlich ist die Frage nach der Generalisierbarkeit (3) der Ergebnisse zu stellen. Da ausnahmslos die größten börsennotierten deutschen Unternehmen untersucht werden, überraschen die – trotz aller Streuungstendenzen – insgesamt als hoch einzuschätzenden CG-Gesamtindexausprägungen der Unternehmen nicht. Dass sich diese Resultate aber auf andere Unternehmensgruppen am deutschen Aktienmarkt, vornehmlich auf solche mit niedriger Marktkapitalisierung und weniger Kapitalmarktöffentlichkeit, verallgemeinern lassen, ist fragwürdig. Unaufgedeckt bleibt bei der Analyse fast immer, in welchen CG-Dimensionen sich Unternehmen des deutschen Aktienmarkts eher ähneln und in welchen sie sich unterscheiden. Berichtet werden hinsichtlich einzelner CG-relevanter Strukturaspekte bzw. Dimensionen allenfalls Querschnittsresultate von (börsen-)indexbezogenen Unternehmensgruppen (vgl. Drobetz et al. 2004a; S. 12–13; Bassen et al. 2006c, S. 552–556).

Diese in den Studien übliche Aggregation von Unternehmen und ihrer Ergebnisse anhand der unterschiedlichen (Börsen-)Indexzugehörigkeit der Deutschen Börse AG ist offensichtlich Ausdruck eines pragmatischen Forschungsvorgehens: wird doch so zumindest versucht, eine offenbar wahrgenommene Heterogenität in CG-Struktur-Ausprägungen deutscher Unternehmen zumindest „grob“ zu berücksichtigen. (Rück-)Schließen lässt sich hieraus aber nicht, dass die Ursache oder gar die entscheidende Trennvariable für unterschiedliche unternehmensindividuelle CG-Strukturausprägungen über Unternehmen hinweg so bereits gefunden sei. Inwiefern heterogene CG-Strukturausprägungen von Unternehmen tatsächlich vorliegen und ob sich deren Heterogenität tatsächlich auf die o.a. Indexzugehörigkeit oder auf andere Aspekte zurückführen lässt, ist auf Basis theoriegeleiteter empirischer Untersuchungen erst nachzuweisen. Bislang liegen hierzu weder theoretisch-konzeptionelle noch empirische Arbeiten vor.

Weil explanative Studien des Messansatzes E für ihre Hypothesenüberprüfungen vorwiegend auf oben beschriebene CG-Ratings zurückgreifen, gelten die vorgebrachten Einschränkungen hinsichtlich Validität, Reliabilität und Generalisierbarkeit natürlich auch für diese. Es dürfte einleuchten, dass die Güte der Erklärungsleistungen solcher Studien in entscheidendem Maße davon abhängt, wie tragfähig die herangezogene CG-Qualitätsbeurteilung von Unternehmen gelingt.

## 5 Perspektiven für die künftige Forschung

Setzt man sich so kritisch mit dem Forschungsfeld zur CG börsennotierter deutscher Unternehmen auseinander, hegt man Zweifel an der Tragfähigkeit bisheriger Deskriptions- und Erklärungsleistungen. Man ist geneigt, solche Zweifel nicht nur auf methodische Defizite einzelner Studien zurückzuführen, sondern tiefer liegende Theoriedefizite im Forschungsfeld zu vermuten, die wiederum Operationalisierungsprobleme begründen können. Entsprechende Verbundenheiten von Forschungsproblemen seien kurz verdeut-

licht, um durch ihre Offenlegung fundierte(re) Perspektiven für die künftige Forschung aufzeigen zu können.

### 5.1 Verbundenheiten von Forschungsproblemen in der empirischen CG-Forschung

Die Theoriedefizite hängen häufig schon mit unterschiedlichen Begriffsverständnissen von CG zusammen, was insbesondere dann zu Problemen führt, wenn das jeweilige Begriffsverständnis in den Forschungsarbeiten nicht oder nicht hinreichend expliziert wird. Aus einer mangelnden bzw. fehlenden CG-Begriffsklärung können Probleme bei der Konzeptualisierung von CG erwachsen. Ausdruck dessen ist, dass in einer Vielzahl von Studien, insbesondere in solchen mit unternehmensspezifischer CG-Perspektive, die Mehrdimensionalität und Komplexität von CG, damit ihre Systemhaftigkeit, einfach ignoriert wird. Offenbar liegt die von Prigge (2006) aufgedeckte und ausführlich problematisierte paradigmatische Unstimmigkeit zwischen landes- und unternehmensspezifischer CG-Perspektive darin begründet, dass unternehmensspezifisch ausgerichtete Forschungsarbeiten im Regelfall auf eine vorgelagerte CG-Konzeptualisierung verzichten; im Gegensatz hierzu folgen landesspezifisch ausgerichtete Arbeiten nahezu vollständig einer zumindest impliziten (systemhaften) Konzeptualisierung der CG.

Auf der Unternehmensebene resultieren grundlegende Operationalisierungsprobleme von CG wiederum aus dem regelmäßigen Fehlen theoriegeleiteter systemhafter CG-Konzeptualisierungen, was dann eine unternehmensspezifisch zu reduzierte CG-Abbildung zur Folge hat. Dies zeigt sich insbesondere auch in den explanativen Studien des Forschungsfelds. Hier dominieren *variablenzentrierte* Messansätze, wie bspw. regressionsanalytische oder ANOVA-Ansätze, die relevante CG-Variablen dahingehend betrachten, wie diese miteinander um den Einfluss auf eine ökonomische Wirkungsvariable konkurrieren.<sup>42</sup> Aus systemhafter Perspektive erschienen stattdessen *konfigurationsbasierte* Messansätze wünschenswert, die von vornherein auf systemhafte Mehr-Variablen-Muster von CG und damit auf das komplementäre Zusammenwirken entsprechender CG-Variablen abstellen: kommt doch im Systemzusammenhang den CG-Variablen erst durch die Interaktion mit anderen CG-Variablen Bedeutung zu.

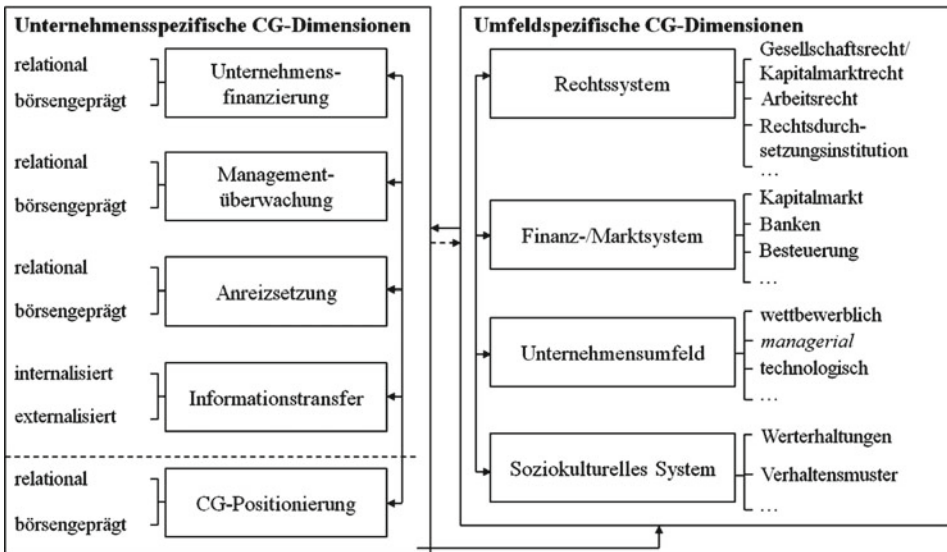
Auf der Länderebene findet die empirische Auseinandersetzung zu aggregiert, weil zu wenig differenzierend statt. Dies geschieht in Einklang mit den dort vorherrschenden vereinfachenden Prämissen, dass allein die geografische (= landesspezifische) Herkunft von Unternehmen für die Ausgestaltung unternehmensspezifischer CG-Strukturen verantwortlich sei und für ein Land genau von einem CG-Systemtyp auszugehen ist. Die im Forschungsfeld bisher vollständig vernachlässigte Konzeptualisierung bzw. konzeptionelle Einräumung potenzieller Heterogenität in CG-Strukturen auf dem deutschen Aktienmarkt überrascht daher nicht.

Angesichts solcher Forschungsprobleme und ihrer immanenten Verbundenheit erweist sich das Realphänomen „CG börsennotierter deutscher Unternehmen“ in der bisherigen Forschung nicht nur als unzureichend empirisch erfasst. Deutlich wird auch, dass für eine aussagefähige Erfassung zunächst theoretisch konzeptionelle Vorarbeiten nötig sind. Erforderlich ist eine neue Herangehensweise zur konzeptionellen und forschungsmethodischen Erfassung der CG.

## 5.2 Theoretisch-konzeptionelle Perspektiven für die künftige Forschung

Zur Klärung begrifflicher und konzeptioneller Aspekte bedarf es zunächst eines konzeptionellen Rahmens, auf dessen Grundlage das mehrdimensionale und systemhafte Konstrukt „CG börsennotierter deutscher Unternehmen“ theoretisch greifbar wird.<sup>43</sup> Der Rahmen hat (i) die als entscheidend angesehenen CG-Struktur-Dimensionen aufzuspannen, (ii) die multiple Bedingtheit der CG anhand wechselseitig möglicher Zusammenhänge zwischen CG-Systemelementen zu verdeutlichen und muss (iii) abstrakt genug sein, um angesichts der nicht auszuschließenden Heterogenität in CG-Strukturen auch verschiedene CG-Systemausgestaltungen zulassen zu können. Hierfür ist es unverzichtbar, statt einer landesspezifischen Sicht auf die CG eine unternehmensspezifische Sicht einzunehmen.<sup>44</sup> Verkürzend wäre es allerdings, hierbei ausschließlich die Ebene unternehmensspezifischer im Sinne unternehmensinterner CG zu berücksichtigen; denn die CG von Unternehmen ergibt sich nicht isoliert vom Umfeldsystem des Unternehmens auf rechtlicher, ökonomischer und soziokultureller Ebene.

Abbildung 2 veranschaulicht beispielhaft einen Rahmen zur Konzeptualisierung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen (vgl. Hüfner 2008, S. 162 sowie zu einer ausführlichen Herleitung ebenda, S. 147–162). Im rechten Kasten finden sich umfeldspezifische CG-Dimensionen, die als institutionelle Kontextbedingungen die CG von Unternehmen prägen. Im linken Kasten sind wesentliche unternehmensspezifische CG-Dimensionen abgetragen, deren Ausprägungen unmittelbar von Unternehmensleitungen gestaltbar sind: (1) Unternehmensfinanzierung, (2) Unternehmensleitung- und -überwachung, (3) Anreizsetzung, (4) Informationstransfer und (5) CG-Positionierung.<sup>45</sup> Wegen des breiten inhaltlichen Abdeckungsspektrums dieser Dimensionen steht in Aussicht, auf ihrer



**Abb. 2:** Rahmen zur Konzeptualisierung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen

Grundlage die Vielfalt an unternehmensspezifischen CG-Ausprägungen relativ umfassend und zugleich hinreichend übersichtlich abbilden zu können. Dies gilt in besonderem Maße, wenn man für jede unternehmensspezifische CG-Dimension und die dahinter stehenden CG-Elemente *insider*-orientierte (hier: relationale) oder *outsider*-orientierte (hier: börsengeprägte) CG-Ausgestaltungen zulässt. Die dargestellten Verbundenheiten der beiden Kästen sowie auch solche zwischen den CG-Dimensionen innerhalb eines Kastens sind Ausdruck der Systemhaftigkeit von CG.

Fraglos wird ein so vermitteltes, eher ganzheitliches Verständnis von CG mit einer erheblichen Komplexitätszunahme erkauft. Zu fragen ist, welche theoretischen Referenzkonzepte zur Verfügung stehen, um jene Komplexität bei der Beschreibung und Erklärung von CG-Strukturen von Unternehmen reduzieren zu können. Typenbildungen – im Sinne der Bildung von CG-Systemtypen auf Unternehmensebene – könnten als komplexitätsreduzierende Denkmodelle einen Ausweg bieten.<sup>46</sup> Ziel ist es dann, auf dem Wege geeigneter Theoriededuktion eine überschaubare Anzahl an Typen, also an Mehr-Variablen-Mustern von CG-Strukturen, identifizieren zu können, die zur Beschreibung und Erklärung der CG einer möglichst großen Zahl börsennotierter Unternehmen des deutschen Aktienmarkts geeignet sind.

Aus ökonomischer Sicht sind solche Mehr-Variablen-Muster von CG naturgemäß nicht als streng deterministisch aufzufassen. Darüber hinaus sollten sie neben einer konsequenten Systemperspektive auch einem Stimmigkeits-Postulat genügen (vgl. auch Abschnitt 2): weil stimmige Variablenausprägungen komplementärer Systemelemente sich in ihrer CG-Funktionserfüllung gegenseitig verstärken, unstimmige *middle of the road*-CG-Lösungen indes keine besondere CG-Funktionserfüllung versprechen können (vgl. unter Vielen Schmidt 2004). Das Stimmigkeits-Postulat bietet ferner Aussicht auf Komplexitätsreduktion. Zur entsprechenden Beschreibung relevanter Mehr-Variablen-Muster bieten sich organisationstheoretische Ansätze wie der Konfigurations- oder auch Gestaltansatz an (vgl. grundlegend Miller 1981, 1996 oder auch Wolf 2000). Im hier interessierenden CG-Zusammenhang eignet sich dieser Ansatz auf besondere Weise, weil er auch von der Äquifinalität heterogener Typen ausgeht: dass bei gegebenem Kontextgefüge unterschiedliche, in sich stimmige Mehr-Variablen-Muster von CG – im Sinne von CG-Konfigurationen – gleichzeitig existieren und in gleichem Maße einkommensstiftend sein können.<sup>47</sup> Nachfolgend sei für eine solche CG-Konfiguration der Begriff „CG-Systemtyp“ verwendet; dieser stehe für ein spezifisches systemhaftes, konzeptionell unterscheidbares Mehr-Variablen-Muster von CG, dessen Ausprägungen in einem ökonomischen Stimmigkeitszusammenhang zueinander stehen.

Festzulegen ist dann, auf Basis welches theoretischen Referenzkonzeptes jene CG-Systemtypen zu gewinnen sind. Grundsätzlich stünden hierfür verschiedene Theorien bereit, fraglos stellt die Prinzipal-Agent-Theorie dabei das in der bisherigen CG-Forschung klar vorherrschende Referenzkonzept dar.<sup>48</sup> Diese Theorie sei daher nachfolgend herangezogen, um sie vor dem Hintergrund CG-relevanter Typisierungserfordernisse zu beurteilen, insbesondere im Lichte des System- und Stimmigkeitspostulats. Zu fragen ist auch, ob diese Theorie als alleiniges Referenzkonzept zur Typenbildung ausreicht oder ob es (ggfs. ergänzend) auch anderer Referenzkonzepte bedarf.

Nach der Prinzipal-Agent-Theorie führen die beim Auftragshandeln potenziell relevanten Interessenkonflikte sowie die unterschiedlichen Risiko- und Informationsverteilungen zwischen Prinzipal und Agent zu Interaktionsproblemen (vgl. grundlegend Jensen/Meckling



1976). Die ökonomische Logik des agenturtheoretischen Lösungsansatzes für solche Probleme besteht darin, spezifische institutionelle und/oder (kapital-)marktbasierte CG-Mechanismen bzw. CG-Elemente, wie Überwachungs-, Informationstransfer- und Anreizmechanismen, etablieren zu können, die zur Begrenzung oder Beseitigung relevanter Agenturprobleme geeignet sind und so Agenturkosten soweit wie möglich reduzieren helfen. Als zentrale Agenturprobleme gelten im einschlägigen Schrifttum im Wesentlichen die drei nachfolgenden anreiz- und/oder informationsbedingten Interaktionsprobleme zwischen zentralen Vertragsparteien des Unternehmens: (a) der Management-Aktionär-Konflikt, (b) der Aktionär-Fremdkapitalgeber-Konflikt und (c) der Mehrheitsaktionär-Minderheitsaktionär-Konflikt.<sup>49</sup>

Gemäß dem Systempostulat ist (erst) das Zusammenwirken verschiedener CG-Elemente als ökonomisch vorteilhaftes Mittel zur erwünschten Senkung von Agenturkosten aufzufassen. Allerdings wird in bisher vorliegenden agenturtheoretischen Forschungen meist nur betrachtet, auf welche Art und Weise ein einzelnes CG-Element zur Lösung eines einzelnen Agenturproblems, meist des Management-Aktionär-Konflikts (a), beiträgt – selbst wenn dieses eine CG-Element auch Konsequenzen haben kann für das Auftreten und die Intensität anderer Agenturprobleme bzw. deren Abmilderung (vgl. Heinrich 2002). Für agenturtheoretische Betrachtungen verlangt das Systempostulat – relativ zu vorherrschenden Forschungen – so, das Wirkungsspektrum einzelner CG-Elemente auf verschiedene gleichzeitig relevante Agenturprobleme (a, b, c) inhaltlich zu erweitern.<sup>50</sup> Das Systempostulat hat aber weiter gehende Konsequenzen für das agenturtheoretische Referenzkonzept: Natürlich dienen auch die für die Systemhaftigkeit entscheidenden wechselseitigen Wirkungen von CG-Elementen zur simultanen Lösung jener mehreren gleichzeitig relevanten Agenturprobleme. D.h., gegeben das Systempostulat, lässt sich aus agenturtheoretischer Sicht ein effizienzschaffender Bedarf nach spezifisch ausgestalteten CG-Elementen nur sinnvoll ökonomisch erklären, wenn – statt auf der Ebene einzelner Agenturprobleme – auf der Ebene des gesamten Unternehmens Interdependenzen zwischen den Interaktionsproblemen zentraler Vertragsparteien berücksichtigt werden.

Folglich ist dann bei der Analyse eines jeden CG-Systemtyps zunächst herauszuarbeiten, ob die zentralen Agenturprobleme (a, b, c) überhaupt brisant und – wenn ja – inwieweit sie (auch) gemeinsam brisant vorliegen. Dies macht dann eine integrative CG-Lösung erforderlich, die bei gegebener ökonomischer CG-Logik berücksichtigen muss, ob die Beziehungen zwischen den relevanten CG-Elementen nur komplementär oder auch substitutional sein können. Auf Basis der im Forschungsfeld (noch) vorherrschenden Perspektive mag nicht überraschen, dass agenturtheoretische Beiträge hierzu bisher rar gesät sind; um so mehr fehlen Studien, die das stimmige Zusammenwirken komplementärer und/oder auch substitutionaler CG-Elemente im Systemzusammenhang hinsichtlich ihrer gesamten CG-Funktionserfüllung analysieren. Mangels entsprechender Forschungserkenntnisse wird bei den nachfolgenden systembezogenen Typenbildungen daher – in Einklang mit der Vorgehensweise landesspezifischer CG-Forschungen von Schmidt und Koautoren (1997, 2000, 2004, 2008) – aus Vereinfachungsgründen davon ausgegangen, dass konsistente CG-Systemtypen grundsätzlich auf zueinander komplementären CG-Elementen basieren.

Auf Basis dieser Argumente werden nachfolgend beispielhaft drei für den deutschen Aktienmarkt potenziell relevante CG-Systemtypen (2 Idealtypen, 1 Hybridtyp) vorgeschlagen und ökonomisch begründet, und zwar auf Basis agenturtheoretischer Überlegungen in Verbindung mit dem System- und Stimmigkeitspostulat.<sup>51</sup> Hierzu wird zu-

nächst auf die typenspezifisch vermutete Brisanz der drei o.a. zentralen CG-relevanten Agenturprobleme (a, b, c) eingegangen. Aufbauend auf der ökonomischen CG-Logik des jeweiligen Typs wird hieraus der typenspezifisch stimmige Nutzungsgrad börsengeprägter CG-Institutionen begründet – quasi als stimmiger Ansatz zur simultanen Lösung bzw. Abmilderung brisanter Interaktionsprobleme.

Alle vorgeschlagenen CG-Systemtypen werden mit Hilfe von Netzdiagrammen konzeptionell veranschaulicht.<sup>52</sup> Abbildung 3 stellt für einen ersten CG-Systemtyp das typenspezifische Zusammenwirken von Ausprägungen der o.a. unternehmensspezifischen CG-Dimensionen mittels eines Netzwerkdigramms dar. Letzteres wurde ausgewählt, da es veranschaulichen kann, in welchen CG-Dimensionen sich Unternehmen verschiedenen CG-Typs ähneln oder eher unterscheiden. Im Netzdiagramm kann das mehrdimensionale systemhafte CG-Phänomen – hier: eine unternehmensspezifische CG mit fünf unterstellten CG-Dimensionen – vereinfachend in einer zweidimensionalen Darstellung abgebildet werden; jede der fünf CG-Dimensionen wird durch eine Achse dargestellt; alle Achsen spannen das Netzdiagramm auf, und zwar in Abhängigkeit vom Nutzungsgrad börsengeprägter CG-Institutionen; hierzu wird für jede Achse in der Nähe des Diagramm-Mittelpunkts ein jeweils niedriger (bzw. fehlender) Nutzungsgrad börsengeprägter CG-Institutionen angenommen, am äußeren Rand des Diagramms jeweils ein entsprechend höchster Nutzungsgrad. Die dargestellten Verbundenheiten zwischen den jeweiligen Achsenausprägungen der CG-Dimensionen drücken die Systemhaftigkeit des CG-Typs aus.

Der in Abbildung 3 veranschaulichte CG-Systemtyp I ist eindeutig börsengeprägt; er weist jene Eigenschaften auf, die in der länderbezogenen CG-Literatur als *outsider*-orientierte CG bekannt sind. Geprägt wird er zunächst durch eine klare Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt. Finanzierungsmuster von Unternehmen dieses CG-Typs sind durch eine (nahezu) vollständige Streuung von Eigenkapital- und Fremdkapitalpositionen

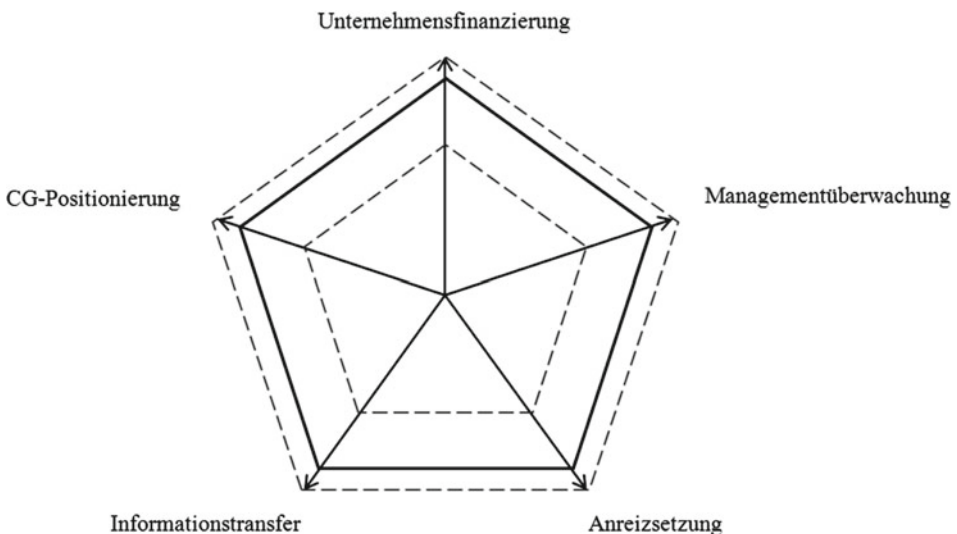


Abb. 3: Netzdiagramm zur Veranschaulichung des börsengeprägten CG-Systemtyps I<sup>53</sup>



über *exit*-orientierte Investoren charakterisiert. Gravierende Prinzipal-Agentur-Probleme erwachsen daher aus einem sich selbstständigenden Management auf der einen Seite und außenstehenden, weil börslich koordinierten Vertragsparteien auf der anderen Seite, seien es *at arm's length*-Aktionäre oder entsprechende Fremdkapitalgeber. Gleichzeitig brisant sind so nur die beiden o.a. Interaktionsprobleme (a) und (b).

Zu ihrer Abmilderung bzw. Beseitigung wird auf die typische agenturtheoretische CG-Logik zurück gegriffen; nach dieser ist für den CG-relevanten Interessenausgleich das Wirken passfähiger börsengeprägter CG-Institutionen erforderlich: Management-überwachung und -disziplinierung finden zwar auch im Aufsichtsrat, vorwiegend aber durch börsengeprägte Regel- und Handlungssysteme statt (z.B. durch den Markt für Unternehmensübernahmen oder den Arbeitsmarkt für Manager); darüber hinaus durch Akteure auf solchen Märkten und deren *Monitoring*-Aktivitäten – seien es Finanzanalysten, institutionelle Investoren oder auch Ratingagenturen, welche börslich koordinierte Fremdkapitalgeber mit externen Bonitätsbeurteilungen versorgen.<sup>54</sup> Anreizsetzungen der Unternehmensleitung hängen stimmig von aktienpreisbasierten Vergütungs- und wertorientierten Steuerungssystemen ab (vgl. u.a. Holmström/Tirole 1993, Bebchuk et al. 2002). CG-relevanter Informationstransfer, beispielsweise durch Rechnungslegungsinformationen, ist börslich externalisierend ausgerichtet und dient vor allem der Reduzierung von Informationsasymmetrien außenstehender Investoren mittels einer stark bewertungsorientierten Informationsvermittlung (vgl. z.B. Ball et al. 2000 oder Burgstahler et al. 2006).<sup>55</sup> Auch eine börslich geprägte CG-Positionierung ist unverzichtbar, z.B. im Sinne einer glaubhaften Selbstbindung des Managements an investorrelevante *best practice*-Forderungen oder auch an besonders anlegerschützende Kontextbedingungen, etwa durch ein *cross-listing* der Aktien des Unternehmens am U.S.-amerikanischen Kapitalmarkt.<sup>56</sup>

Anders beim relationalen CG-Systemtyp II, der in Abbildung 4 illustriert ist. Dieser Typ gilt in der länderspezifischen CG-Literatur als klassischer bank- bzw. *insider*-orientierter CG-Typ traditionell deutscher Prägung; verwundern würde es, wenn dieser CG-Typ für börsennotierte deutsche Unternehmen gar nicht (mehr) relevant wäre. Finanzierungsmuster von CG-Typ II sind stark durch Innenfinanzierung charakterisiert, ebenso durch konzentrierte enge Beziehungen zwischen Kapitalgebern und Unternehmen, beispielsweise in Gestalt intensiver Hausbankbeziehungen (grundlegend zum *relationship lending* vgl. Elsas/Krahn 2004) und dominierender relationaler Kontrollaktionäre: also via Finanzierungsmuster, die gerade keinen zusätzlichen Bedarf nach Informationsexternalisierung und Interessenangleichung zwischen Management, außenstehenden Aktionären und eben solchen Fremdkapitalgebern schaffen. Es fehlt sowohl an Agenturproblemen (a) und (b), ebenso wenig lässt sich zwingend auf die Brisanz von Agenturkonflikt (c) schließen.<sup>57</sup>

Die mangelnde Brisanz entsprechender Agenturprobleme zwischen den zentralen Vertragsparteien des Unternehmens eröffnet Raum für eine ökonomische CG-Logik jenseits agenturtheoretischer Ansätze: für eine, die stattdessen auf eher *stewardship*-theoretisch basierten Koordinationsmustern gründet, wie bspw. auf treuhänderischer Motivation des Managements im Unternehmensinteresse oder auch Vertrauen zwischen den zentralen Vertragsparteien (grundlegend zur *stewardship*-Theorie vgl. Donaldson/Davis 1991, 1994). Kurzum: Raum für eine relationale CG-Logik, die auf Nähe und langfristige Bindungen setzt.<sup>58</sup>

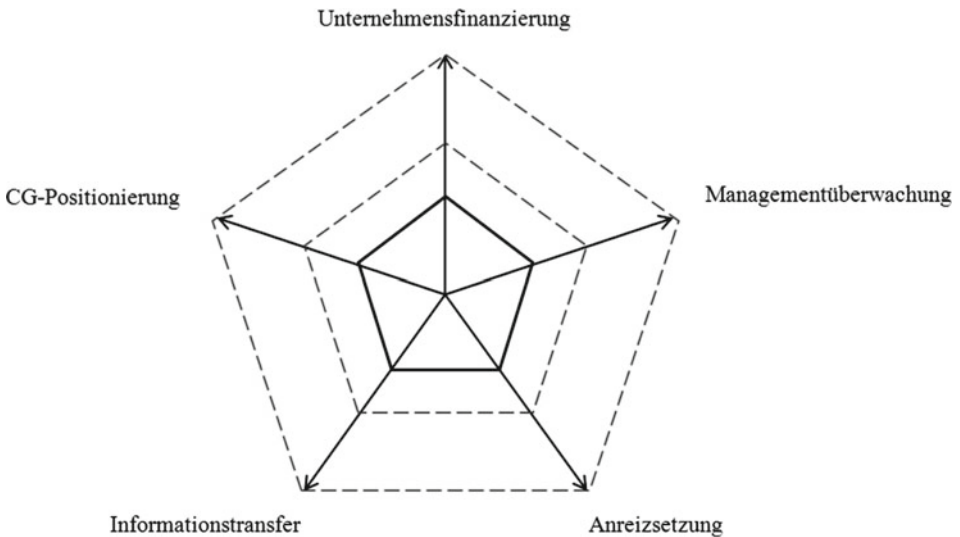
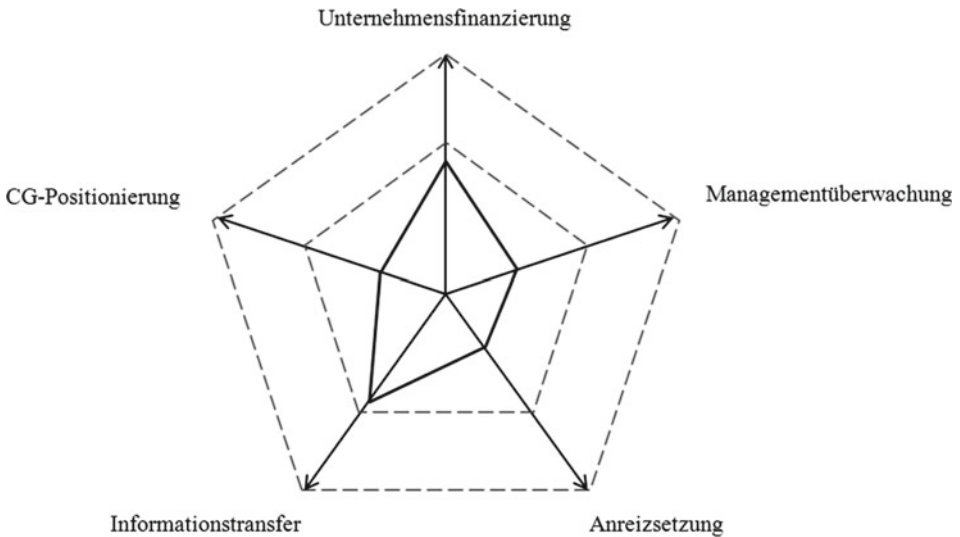


Abb. 4: Netzdiagramm zur Veranschaulichung des relationalen CG-Systemtyps II<sup>59</sup>

Ob zur Erklärung dieses CG-Typs allerdings *stewardship*-theoretische Bezüge ausreichen, erscheint fraglich: sind doch nach dieser Theorie zur CG-Funktionserfüllung jegliche Interessenangleichungs- oder Informationstransfermaßnahmen sowie jedwede Monitoring-Maßnahmen weder erforderlich noch dienlich; allerdings spielen zumindest einige von diesen in der „tatsächlichen“ CG börsennotierter Unternehmen regelmäßig eine Rolle. Wenn dem aber so ist, stünde bei strenger Auslegung der *stewardship*-Theorie in letzter Konsequenz zu befürchten, dass hiermit beim o.a. CG-Typ die partizipationsorientierte ökonomische Logik untergraben würde (vgl. Davis et al. 1997).

Beim relationalen CG-Systemtyp II geschieht Managementüberwachung durch „aktive *stakeholder*“, welche die Unternehmensführung intensiv via *voice*-basierter Handlungssysteme (z.B. Aufsichtsrat) oder auch auf Grundlage spezifischer Verfügungsrechte kontrollieren. Keine Bedeutung kommt hingegen börslichen Disziplinierungswirkungen zu, beispielsweise denen eines Markts für Unternehmensübernahmen oder auch den *Monitoring*-Aktivitäten seitens börslich koordinierter Intermediäre, auch weil die bei diesem Typ vorherrschende Anteilsbesitzkonzentration und die damit verbundene niedrige Liquidität umlaufender Aktien solche Aktivitäten unwahrscheinlich machen. Weil auf langfristige Bindungen zwischen kritischen *stakeholdern* gebaut wird, ergeben sich besondere Anreize, unternehmensspezifisch zu investieren (grundlegend vgl. Rajan/Zingales 1998). Börsengeprägte Anreizsetzungen spielen ebenso wenig eine Rolle wie börsengeprägte CG-Positionierungen. Informationstransfer geschieht ebenfalls relational durch privilegierte Informationszugänge der aktiven *stakeholder*; Rechnungslegung dient so nicht einer bewertungsorientierten Informationsvermittlung an Außenstehende, sondern im wesentlichen der Vertragskoordination zwischen *insider*-Kapitalgebern und außenstehenden Investoren (vgl. z.B. Leuz/Wüstemann 2004).

Abschließend sei als weiteres Musterbeispiel ein in der Literatur bisher nicht etablierter CG-Typ für börsennotierte deutsche Unternehmen vorgeschlagen, und zwar der so



**Abb. 5:** Netzdiagramm zur Veranschaulichung des hybriden, relational dominierten CG-Systemtyps III<sup>60</sup>

genannte relational dominierte CG-Systemtyp III (grundlegend zur Herleitung und Begründung dieses Typs vgl. Hüfner 2008, S. 213–223). Ihn zusätzlich zu berücksichtigen, verspricht nach Ansicht des Verfassers, die Querschnittsvariation von CG-Strukturen am deutschen Aktienmarkt empirisch gehaltvoller beschreiben zu können als nur mittels der bisherigen, eher an Idealtypen der CG orientierten Typen I und II. Demgegenüber weist CG-Systemtyp III hybride Züge auf. Originär geht dieser Typ auf den relationalen Typ II zurück; er verfügt so über eine relationale Grundlogik der CG, die in Abbildung 5 durch die relationalen Ausprägungsmuster der CG-Dimensionen „Managementüberwachung“, „Anreizsetzung“ und „CG-Positionierung“ widergespiegelt wird.

Die Besonderheit von CG-Systemtyp III erwächst aus besonders hohen Investitionsmöglichkeiten, denen sich das betroffene Unternehmen (z.B. ein Wachstumsunternehmen im Hochtechnologie-Bereich) gegenübersteht und die es ausschöpfen möchte, allerdings hierbei an Grenzen relationaler Finanzierung stößt. Es bedarf so einer stärker börsengeprägten Finanzierung, einer breit gestreuten Kapitalaufnahme auf öffentlichen Anleihe- und/oder Aktienmärkten. Neben den schon existierenden relationalen und so „geduligten“ Block-Kapitalgebern sind hierfür neue, auch „ungeduldige“ Nicht-Block-Kapitalgeber zu gewinnen; bei diesem Typ „keimen“ folglich ein potenzieller Aktionär-Management-Konflikt (a) sowie ein Mehrheitsaktionär-Minderheitsaktionär-Konflikt (c) auf. Dies macht es notwendig, den nun (besonders) schützenswerten außenstehenden Investoren zusätzlich eine mindestbewertungsorientierte Informationsvermittlung zukommen zu lassen, beispielsweise durch eine über das gesetzliche Maß hinausgehende transparente Berichterstattung. Die zur relationalen Grundlogik des CG-Typs komplementäre Ausgestaltung des Informationstransfers liegt nach wie vor – wie bei CG-Systemtyp II – in der Vertragskoordination. Die hier zusätzlich erforderliche bewertungsorientierte Ausgestaltung des Informationstransfers weist dagegen substitutiven Charakter auf: wird doch mit ihr zu Gunsten von außenstehenden Investoren für die nichtvorhandene börsengeprägte Ausgestaltung

anderer CG-Dimensionen substituiert. Aus den so gegenüber CG-Systemtyp II stärker kapitalmarktorientiert ausgeprägten Dimensionen „Finanzierung“ und „Informationstransfer“ ergibt sich für diesen Typ erstmals eine in Abbildung 5 veranschaulichte asymmetrische CG-Struktur.<sup>61</sup>

### 5.3 Forschungsmethodische Perspektiven

Mehrdimensionale systemhafte Konstrukte wie die CG auf Unternehmensebene lassen sich nicht unmittelbar messen. Empirisch erfassen lassen sie sich auf Basis eines CG-Struktur-Profils über eine Reihe verschiedener stellvertretender Indikatorvariablen. Festzulegen ist dann durch den Forscher, wie viele und damit welche CG-Elemente durch geeignete Indikatorvariablen auf welchem Skalenniveau auszuwählen sind und wie diese wiederum dimensionsweise zu verdichten sind. Angesichts der bei dieser Auswahl möglichen Selektionsverzerrungen sollten die Festlegungen so weit wie möglich theoretisch begründet erfolgen (vgl. Börsch-Supan/Köke 2002), sinnvollerweise in Einklang mit dem erarbeiteten konzeptionellen Rahmen und den bei der Typenbildung herausgestellten CG-Schlüsselementen.<sup>62</sup>

Offensichtlich mangelt es bisher im Forschungsfeld an Beiträgen zur Mehrdimensionalität und Systemhaftigkeit, darüber hinaus an solchen zur potenziellen Heterogenität von CG-Strukturen auf dem deutschen Aktienmarkt. Viel versprechend erscheinen daher Arbeiten, die gezielt Hypothesen der Mehrdimensionalität der CG (1), ihrer Systemhaftigkeit (2) sowie auch ihrer Heterogenität für börsennotierte deutsche Unternehmen (3) empirisch überprüfen.<sup>63</sup>

Wissenswert erscheint (1), wie vieler und vor allem welcher Strukturdimensionen von CG es bedarf, um das komplexe CG-Phänomen börsennotierter Unternehmen aufspannen zu können. Zu fragen ist auch, ob gar eine einzelne und damit repräsentative CG-Dimension existiert, die quasi allein über die Zugehörigkeit zum jeweils relevanten CG-Systemtyp entscheidet. Zur Überprüfung einer solchen Ein- oder Mehrdimensionalitätshypothese der CG ließe sich bspw. auf bewährte multivariate Analysemethoden zurückzugreifen, insbesondere auf faktorenanalytische Verfahren; diese folgen der Grundidee, dass die komplexen Variablenbeziehungen eines beobachtbaren Phänomens auf das Wirken einiger weniger latenter „Informationsträger“, so genannter Faktoren, zurückzuführen sind.<sup>64</sup> Zur Extraktion von Faktoren hat sich die Hauptkomponentenmethode bewährt; sie zielt darauf, den durch die Variablenvielfalt eines Phänomens aufgespannten Merkmalsraum auf einen neuen, möglichst niedrig dimensionierten Raum zu verdichten, in dem sich die (Ausgangs-)Korrelationen der Variablen ebenso abbilden lassen wie im ursprünglichen Raum. Da sich die gesuchten Faktoren hier als Achsen bzw. Dimensionen des „neuen Raums“ auffassen lassen, eignet sich die Methode dazu, die Ein- oder Mehrdimensionalität komplexer Konstrukte, wie der CG börsennotierter deutscher Unternehmen, zu überprüfen.

Dass sich CG-Strukturen tatsächlich als systemhaft erweisen (2), hängt davon ab, ob wechselseitige effizienzschaffende Verbundenheiten der sie bildenden kritischen CG-Elemente vorliegen. Angesichts einer nicht auszuschließenden Heterogenität von CG-Strukturen sind solche Verbundenheiten nicht als universell gültig anzunehmen, sondern hinsichtlich ihrer Richtung und Stärke jeweils nur für einen spezifischen CG-Systemtyp

zu unterstellen. D.h. auf Basis einer für eine bestimmte Gruppe von Unternehmen vorgegebenen CG-Funktionslogik und einer hierzu stimmigen Kombination spezifischer CG-Schlüsselemente sollten sich deren spezifische komplementären Beziehungen (ggfs. auch substitutional unterstellte Beziehungen) mittels entsprechender korrelativer Verbundenheiten zwischen den Ausprägungen ihrer CG-Elemente empirisch nachweisen lassen, also durch systematische Auswertungen der Varianz-Kovarianz-Matrix relevanter CG-Variablen.

Zur Beantwortung der Frage, ob heterogene CG-Strukturen am deutschen Aktienmarkt vorliegen (3), könnte sich zunächst – mangels Vorliegen aussagefähiger CG-Typologien im Schrifttum – ein explorativer Zugang anbieten; dann würde unterstellt, dass sich CG-Subpopulationen einer Grundgesamtheit im Sinne unterscheidbarer CG-Gruppen anhand von Kovarianz- bzw. Distanzstrukturen zwischen relevanten CG-Variablenausprägungen auf irgendeine Weise – weil theoretisch noch unfundiert – unterscheiden. Als empirische Methoden kommen dann datengeleitete Verfahren in Frage, wie z.B. mischverteilungsbasierte *fuzzy*-Clusteranalysen (vgl. u.a. Boßow-Thies/Clement 2009) oder auch latente Klassenanalysen, die darauf zielen, solche Gruppen anhand unterschiedlicher CG-Struktur-Profilausprägungen in Gestalt von empirischen Mustern zu entdecken.<sup>65</sup> Die gefundenen Gruppen wären daraufhin in ihren Gemeinsamkeiten und Unterschieden inhaltlich zu charakterisieren und im Lichte ihrer Unterschiede soweit wie möglich mit Hilfe CG-relevanter Referenzkonzepte (z.B. Prinzipal-Agent-Theorie, *stewardship*-Theorie) zu plausibilisieren.

Verfügt man hingegen über theoretisch-konzeptionell begründete CG-Systemtypen, bietet sich eine empirische Überprüfung dieser Typen an. Hierfür kommen dann Forschungsmethoden zur konfigurationsbasierten Typenerfassung in Frage: neben einer konfirmatorischen Anwendung der o.a. Verfahren schließt dies insbesondere die konfirmatorische Faktoranalyse oder auch die Konfigurationsfrequenzanalyse mit ein.<sup>66</sup> Gelingt es mit diesen Methoden, die vermutete Heterogenität auf Unternehmensebene – über verschiedene Unternehmen hinweg – einfangen zu können, dann steht auf Grundlage des so geschaffenen Wissens in Aussicht, auf Landesebene das Vorhandensein von Mischverteilungen nationaler CG-Systemausprägungen zu identifizieren. Für die Grundgesamtheit börsennotierter deutscher Unternehmen ließen sich dann interessierende Mischungsanteile solcher Subpopulationen von Unternehmen bestimmen, die sich in ihren systemhaften CG-Struktur-Profilausprägungen systematisch voneinander unterscheiden.

Für explanative Studien, die darauf zielen, spezifische ökonomische Auswirkungen der CG von Unternehmen zu erklären, böten sich differenzierte variablenzentrierte Methoden, bspw. ANOVA- oder regressionsanalytische Untersuchungen, in Abhängigkeit vom jeweiligen CG-Systemtyp an – sei es zum Wirkungsvergleich verschiedener CG-Systemtypen oder auch zum Nachweis, dass inkonsistente CG-Ausgestaltungen gegenüber den als konsistent angenommenen Typen unterlegene Effizienzwirkungen nach sich ziehen.<sup>67</sup>

Beim jetzigen Forschungsstand erscheint es dem Verfasser vielversprechend, statt der bisher im Forschungsfeld vorherrschenden variablenzentrierten Ansätze zunächst die o.a. konfigurationsbasierten Methoden zur differenzierten Deskription der CG auf dem deutschen Aktienmarkt heranzuziehen. Denn konfigurationsbasierte Methoden sind für die Entdeckung endogener Mehr-Variablen-Muster geeignet. Dabei gelingt es ihnen, sogar

Muster von Variablen-Interaktionen höherer Ordnung zu extrahieren, die sich allein auf Grundlage der Informationsmenge variablenzentrierter Methoden, i.e., der Korrelationsmatrix oder auch Varianz-Kovarianz-Matrix eines Datensatzes, nicht erfassen lassen (grundlegend zu diesem Erfassungsvorteil konfigurationsbasierter gegenüber variablenzentrierten Methoden vgl. Bergman et al. 2006).

Auch wenn konfigurationsbasierte Methoden zur Erfassung der systemhaften CG so relativ vorteilhaft erscheinen, bedeutet dies im Rückschluss nicht, dass variablenzentrierte Methoden für CG-relevante Problemstellungen grundsätzlich zu verwerfen sind. Zwar ignorieren diese Methoden nahezu immer den endogenen Charakter der CG; allerdings können sie trotzdem zur Analyse ausgewählter interessierender Variablenbeziehungen im CG-Systemzusammenhang nützlich sein; so könnten die zunächst mit konfigurationsbasierten Methoden identifizierten CG-Typen dann mittels variablenzentrierter Methoden hinsichtlich ihrer ggfs. unterschiedlichen ökonomischen Wirkungen untersucht werden. Insofern geht es nicht darum, die bisher im CG-Forschungsfeld dominierenden variablenzentrierten Methoden künftig durch konfigurationsbasierte zu ersetzen, sondern diese Methoden – beim gegenwärtigen Wissenstand im Forschungsfeld – um jene konfigurationsbasierten zu ergänzen: erscheinen jene doch viel versprechend, um empirisch gehaltvolle Erkenntnisse zur Systemhaftigkeit von CG generieren zu können, bspw. um zu erforschen, wie verschiedene CG-Dimensionen und CG-Elemente interagieren und ob diese tatsächlich komplementäre oder eher substitutionale Beziehungen aufweisen. Ohne jeden Zweifel handelt es sich hierbei um Erkenntnisse, die für eine aussagefähige Modellierung und Anwendung variablenzentrierter Forschungsmethoden unverzichtbar sind.

## 6 Zusammenfassung und Ausblick

Gegenstand des Beitrags war die Beantwortung der Frage, wie tragfähig die Deskriptionsleistungen der empirischen Forschung zur CG börsennotierter deutscher Unternehmen sind. Hierzu wurden zunächst die dominierenden Messansätze im Forschungsfeld identifiziert und Kriterien zur Beurteilung der CG-Messungen entsprechender Ansätze begründet. Im Hauptteil wurden dann Messprobleme dieser Ansätze identifiziert und kritisch diskutiert. Hiernach sieht sich die empirische Evidenz zur Deskription und Erklärung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen nicht unerheblichen Bedenken hinsichtlich der Validität, Reliabilität und Generalisierbarkeit ihrer Messungen gegenüber. Hauptdefizite der Messansätze liegen darin, die Mehrdimensionalität und Systemhaftigkeit von CG nicht oder nur sehr unzureichend zu erfassen; darüber hinaus wird bei den Messungen einer potenziellen Heterogenität von CG-Strukturen auf dem deutschen Aktienmarkt nicht hinreichend Rechnung getragen.

Die gesammelten Erkenntnisse dienen perspektivisch als Ansatzpunkt, um die Notwendigkeit einer neuen Vorgehensweise zur Erforschung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen zu begründen. Beispielhaft wurde auf Basis konfigurationstheoretischer und agentur-theoretischer Überlegungen ein mehrdimensionaler Ansatz zur Erklärung systemhafter, potenziell heterogener CG-Strukturen von Unternehmen des deutschen Aktienmarkts vorgeschlagen. Nicht nur aus Gründen der Komplexitätsreduktion, sondern vor allem in Einklang mit dem System- und Stimmigkeitspostulat der CG erschien eine



Typenbildung – hier: eine Bildung von CG-Systemtypen auf Unternehmensebene – als ein konstruktiver Weg zur weiteren Erforschung der CG börsennotierter deutscher Unternehmen. Auf dieser Grundlage wurden drei in sich stimmige, konzeptionell unterscheidbare CG-Systemtypen für Unternehmen des deutschen Aktienmarkts begründet. Dies erfolgte durch eine systemhafte agenturtheoretisch geprägte Analyse der einzelnen CG-Systemtypen. Im Rahmen der Analyse zeigte sich, dass die Prinzipal-Agent-Theorie als alleiniges Referenzkonzept zur Typenbildung für den deutschen Aktienmarkt nicht ausreicht. Weitere Theorien wie die *stewardship*-Theorie erscheinen als alternative Referenzkonzepte viel versprechend.<sup>68</sup> Weil aber auch letztgenannte Theorie wiederum – bei rein isolierter Betrachtung – an Grenzen zur Erklärung der CG börsennotierter Unternehmen stößt, erscheint es perspektivisch wünschenswert, einen theorie-übergreifenden CG-Erklärungsansatz zu etablieren, der CG-Typen auf aussagefähige(re) Weise zu erklären gestattet.<sup>69</sup>

Eng mit der theoretisch-konzeptionellen Perspektive verbunden sind auch Fragen der Forschungsmethodik. Um eine vorgeschlagene Typologie dem Scheitern an der Realität aussetzen zu können, bedarf es einer Übersetzung der theoretisch-konzeptionell gewonnenen Mehr-Variablen-Muster in eine empirische Beobachtungssprache. Im Beitrag wurden insbesondere konfigurationsbasierte Forschungsmethoden vorgeschlagen, die zur deskriptiven Erfassung entsprechender CG-Systemtypen auf dem deutschen Aktienmarkt und hierauf gründender explanativer Untersuchungen geeignet erscheinen.

Die im Beitrag aufgeworfenen Problemstellungen, die aus der kritischen Analyse generierten Erkenntnisse sowie die abschließend aufgezeigten Forschungsperspektiven haben Implikationen für Forschungen zur CG börsennotierter deutscher Unternehmen, darüber hinaus auch für Forschungen zur CG von Mittelstandsunternehmen: ist doch gerade der Mittelstand in letzter Zeit zunehmend Objekt von Regulierungseingriffen geworden. Beispielhaft denke man an die drohende flächendeckende Einführung EU-weit einheitlicher Rechnungslegungsstandards für Mittelstandsunternehmen in Gestalt der so genannten *IFRS for SMEs*. Ob sich diese Rechnungslegungsstandards stimmig in die CG-System-Strukturen von Mittelstandsunternehmen einpassen, erscheint angesichts der sehr heterogen erwarteten CG-Ausgestaltungen von Mittelstandsunternehmen in Deutschland bzw. in Europa äußerst fraglich. Wer passgerecht regulierend gestalten oder auch Regulierungsmaßnahmen beurteilen will, muss positives Wissen besitzen über Ausgangsbedingungen und Zusammenhänge, auf die der regulierende Eingriff wirkt oder wirken soll. Gerade im Lichte von Regulierungseingriffen bedarf es so Forschungsarbeiten, welche die potenziell verschiedenen CG-System-Strukturen über Mittelstandsunternehmen hinweg sorgfältig diagnostizieren. Wenn sich theoretische und empirische CG-Forschungen dieser Aufgabe stärker zuwendeten, stünde in Aussicht, hierdurch künftig zu einer empirisch gehaltvolle(re)n, weil differenzierten Deskription der CG für Unternehmen des deutschen Aktienmarkts oder auch für Unternehmen des deutschen bzw. europäischen Mittelstands zu gelangen: zu tragfähigen Deskriptionsleistungen, die einen für Regulierungszwecke so erforderlichen Mindesteinblick in die potenziell verschiedenen CG-relevanten Anreiz- und Handlungsbedingungen entsprechender Unternehmen bzw. Unternehmensleitungen gewähren könnten.

## Anmerkungen

- 1 Grundlegend zur Unterscheidung dieser beiden Analyseebenen von CG und ihrer unterschiedlichen Forschungsleitbilder vgl. Prigge (2006).
- 2 Dies kommt nicht nur im *Sarbanes-Oxley Act* (2002) zum Ausdruck, der wohl weitreichendsten Regulierungsmaßnahme für den U.S.-amerikanischen Kapitalmarkt seit Jahrzehnten. Auch für börsennotierte deutsche Unternehmen sind in den letzten Jahren zahlreiche EU-weite Regulierungsaktivitäten sowie auch solche des deutschen Gesetzgebers zur Verbesserung der CG anzuführen; vgl. unter Vielen Noack/Zetsche (2005), S. 1033–1064.
- 3 Zu diesem Forschungsleitbild vgl. beispielsweise Schneider (1995), S. 197–204.
- 4 Zum Begriff des Systems vgl. statt Vieler Ulrich (1970), S. 105 oder Grochla (1978), S. 203–204.
- 5 Strenggenommen handelt es sich hierbei um die CG-Literatur auf Länderebene. Zur eher unüblichen Begründung der Systemperspektive für die CG auf Unternehmensebene vgl. Rediker/Seth (1995) sowie das umfassende Plädoyer von Prigge (2006).
- 6 Hierfür ist zu unterstellen, dass eine Messgröße existiert, mit der Systeme hinsichtlich ihrer Funktionserfüllung, bspw. im Sinne von Wohlfahrtseffekten, bewertet werden können.
- 7 In Milgrom/Roberts (1995) wird Komplementarität im produktionstheoretischen Sinne fundiert; Elemente werden daher als ökonomische Aktivitäten aufgefasst. Zur stärkeren Formalisierung des Komplementaritätskonzepts vgl. auch die methodischen Arbeiten von Milgrom, Roberts mit Koautoren zum Konzept der so genannten Supermodularität, bspw. Athey et al. (1998).
- 8 Bei dieser Argumentation wird mindestens eine Informationseffizienz auf Kapitalmärkten im halbstrengen Sinne unterstellt – wie sie üblicherweise im Schrifttum angenommen wird; vgl. beispielsweise Fama (1991) oder Kothari (2001).
- 9 Zwar lässt sich Stimmigkeit bzw. Konsistenz als Gleichgewichtseigenschaft eines Systems deuten, allerdings kann es mehrere solcher Gleichgewichte im Sinne lokaler Optima geben. Ausführlich hierzu vgl. Hackethal/Schmidt (2000), S. 59–62.
- 10 Beim *outsider*-System wird das zentrale CG-Problem in der Lösung des Agenturproblems zwischen dem Management und den Aktionären gesehen. Grundlegend stellt sich dann die Frage, wie das Management diszipliniert werden kann, um eine Unternehmenspolitik am Interesse der Aktionäre auszurichten. Deutlich wird das so implizierte interessenmonistische Leitbild U.S.-amerikanischer CG in der viel zitierten Umschreibung von CG nach Shleifer/Vishny (1997, S. 738): „*Our perspective on corporate governance is a straightforward agency perspective, sometimes referred to as separation of ownership and control. We want to know how investors get the managers to give them back their money.*“
- 11 Das *insider*-System dient hingegen nicht vorrangig dem Interesse einer Vertragspartei, wie der Aktionäre, sondern dem Interessenausgleich zwischen den zentralen Vertragsparteien des Unternehmens; vgl. unter Vielen beispielsweise Lannoo (1995), Wymeersch (1995), Wentges (2002), S. 3 oder auch Schmidt (2004), S. 386–388.
- 12 In der Literatur finden sich hierzu allenfalls Vermutungen; vgl. beispielsweise Klapper/Love (2004), S. 204–205. Explizite Forschungen zu heterogenen CG-Systemausgestaltungen von börsennotierten Unternehmen innerhalb eines Landes liegen bisher nicht vor.
- 13 Zu den besonderen Anreizen von Unternehmen, ihre CG dann (kapital-)marktorientiert auszugestalten, wenn sie ein entwickeltes Umfeld mit ausgeprägten Institutionen zur Schaffung bindender vertraglicher Umfeldbedingungen aufweisen, vgl. z.B. Doidge et al. (2007).
- 14 Zur *bonding*-Hypothese durch *cross-listing* an einem Kapitalmarkt mit ausgeprägten Institutionen zum Investorenschutz vgl. unter Vielen Coffee (2002), S. 1780–1794 oder Pagano et al. (2002), S. 2656–2657.
- 15 Natürlich ist für die Gültigkeit der Heterogenitätshypothese zusätzlich zu unterstellen, dass börsennotierte deutsche Unternehmen eine solche „Offenheit“ von Rahmenbedingungen *de facto* nutzen, um ihre CG-Strukturen mehr oder weniger *outsider*- bzw. kapitalmarktorientiert auszugestalten.
- 16 Operationalisierung bezeichnet die Übersetzung eines theoretischen Begriffs einer wissenschaftlichen Modellsprache in eine wissenschaftliche Beobachtungssprache. Ob eine Operationalisierung gelingt, hängt von der Erfüllung der Übersetzungsaufgabe ab, nämlich inwieweit es gelingt, dem theoretischen Begriff sinnvolle Messinstrumente (Indikatoren) zuzuordnen.
- 17 Als Messinstrument für den Grad der Regeldurchsetzung ziehen sie beispielsweise Indikatoren der Rechtsstaatlichkeit eines Landes heran.
- 18 Dieser wird gemessen anhand der Anteilsbesitzkonzentration der jeweils größten börsennotierten Unternehmen des Landes.



- 19 Zur Differenzierung von *common law*- und *code law*-Rechtssystemen (letztenannte hier als *civil law*-Rechtssysteme bezeichnet) vgl. La Porta et al. (1998), S. 1117–1119.
- 20 Fraglos überstiege es den Arbeitsrahmen des vorliegenden Aufsatzes, wenn die für das „Systemurteil“ solcher Studien herangezogene Einzel- bzw. Partialevidenz auf Basis von Messansatz A in ihrer Fülle dargestellt würde. Für Details sei auf die dort aufgeführten Originalarbeiten oder auf Hüfner (2008, S. 79–92) mit entsprechenden tabellarischen Übersichten verwiesen.
- 21 Kommerzielle CG-Kodizes von privaten Anbietern liegen in Deutschland bspw. von der US-amerikanischen *RiskMetrics Group* (RMG) oder der *GovernanceMetrics International* (GMI) vor. Zu einer differenzierten Herleitung eines CG-Qualitäts-Indexes auf Grundlage des Kodex der *RiskMetrics Group* vgl. jüngst Mustaghni (2012).
- 22 Entsprechende Studien zielen meist auf Fragen nach der spezifischen Ausgestaltung einzelner, als kritisch erachteter CG-Elemente oder CG-Dimensionen und unterstellen als theoretisch-konzeptionelle Referenzkonzepte primär die Prinzipal-Agent-Theorie, die *stewardship*-Theorie oder auch den ressourcenbasierten Ansatz. So liegt etwa eine Reihe empirischer Studien zur effizienten Zusammensetzung von Aufsichtsgremien vor, die je nach unterstelltem Referenzkonzept zu anderen theoretisch begründeten Anforderungen an eine effiziente Gremienzusammensetzung gelangen; vgl. z.B. Hermalin/Weisbach (1998), Muth/Donaldson (1998), Hillmann et al. (2000) oder auch Bresser/Thiele (2008).
- 23 Bassen (2005) und Bassen et al. (2006b) gründen ihre Auswertung auf insgesamt 41 Kriterien, die ähnlich der Kapitel des DCGK vier Sachgebieten zugeordnet werden: (1) Aktionäre und Hauptversammlung, (2) Vorstand, (3) Aufsichtsrat und (4) Transparenz und Rechnungslegung. Drobetz et al. (2004a) ziehen in ihrem Fragebogen 30 Kriterien heran, die sie den folgenden fünf Bereichen zuordnen: (1) Unternehmensausrichtung und CG, (2) Aktionärsrechte, (3) Transparenz, (4) Entscheidungs- und Kontrollgremien und (5) Abschlussprüfung.
- 24 Der wesentliche Unterschied zwischen dem hier betrachteten Kriterium der Generalisierbarkeit und dem Kriterium der Reliabilität liegt darin, dass hier multiple Messfehlerquellen simultan berücksichtigt werden, während beim Reliabilitätskriterium bzw. seinen Subkriterien stets nur auf eine Messfehlerquelle abgestellt wird, beispielsweise bei der *test-retest*-Reliabilität auf die Zeit-Dimension.
- 25 Als zu erklärende CG-Variablen dienen hier beispielsweise unternehmensspezifische Dividendenausschüttungsniveaus (La Porta et al. 2000a), Niveaus einkommensregulierender Maßnahmen (Land/Lang 2002 oder auch Leuz et al. 2003) oder auch das jeweilige Bewertungsniveau von Aktien am Kapitalmarkt (La Porta et al. 2002).
- 26 Zu einer entsprechenden Klassifikationskorrektur Deutschlands vor dem Hintergrund aktueller Rechtsentwicklungen in Deutschland vgl. Schmidt (2004), S. 420, Tabelle 12A.1 im Anhang. Umso fragwürdiger ist die Verwendung jener „historischen“ Anlegerschutzklassifikationen in jüngeren international publizierten Studien wie beispielsweise Burgstahler et al. 2006 oder auch Davis-Friday et al. 2006.
- 27 In der Rangordnung nationaler Anlegerschutzplatzierungen rangiert die deutsche CG im unteren Mittelfeld. Deutlicher wird die auf Messfehler deutende Kritik noch im entsprechenden Fußnotenzusatz Schmidts (2004, S. 407, Fußnote 226): „*It is important to note here that many German experts find the assessment of La Porta et al. inappropriate on a purely factual basis even for the time to which these authors refer explicitly.*“ Zu weiterer differenzierter Kritik an den CG-Messungen von La Porta et al. vgl. jüngst Lindahl/Schadéwitz (2011).
- 28 Rajan/Zingales (2003) können bei Betrachtung langfristiger Untersuchungszeiträume empirisch nachweisen, dass landesspezifische CG-Ausgestaltungen, beispielsweise der Grad der Kapitalmarktfinanzierung, zum Teil gravierenden Veränderungen im Zeitablauf unterworfen sind, obgleich die Zugehörigkeit von Ländern zu Rechtsstraditionen stabil bleibt. So belegen sie eindrucksvoll, dass noch im Jahre 1913 Indikatoren der Bedeutung des Kapitalmarkts eines Landes für Deutschland höhere Messwerte aufweisen als für die USA, während sich das Resultat für spätere Jahre – 1950 sowie 1999 – klar zu Gunsten einer relativ höheren Bedeutung des Kapitalmarkts in den USA umkehrt. Vgl. Rajan/Zingales 2003, S. 14–17, Tabellen 2–5.
- 29 Vgl. beispielsweise La Porta et al. (1998, S. 1147–1148, Tabelle 7), die bei ihrer Charakterisierung von landesweisen Eigentümerstrukturausprägungen nur auf den arithmetischen Mittelwert und den Median der Verteilungen des kumulierten Anteilsbesitzes der drei größten Aktionäre von Unternehmen abstellen. Ähnlich nur mittelwert- und/oder medianbasiert vgl. La Porta et al. (1999, 2000a, 2000b, 2002). Ball et al. (2000, 2003) geben zusätzlich zu den Ausprägungen arithmetischer Mittelwerte und Mediane zumindest die Standardabweichung jeweiliger empirischer Verteilungen an.
- 30 Vgl. als vorbildliche Ausnahme die Arbeiten von Schmidt und Koautoren (Grohs, Hackethal, Mann, Tyrell), die großen Wert darauf legen, die Komplexität des CG-Realphänomens explizit herauszustellen, indem sie im Systemzusammenhang eine Vielzahl komplementärer Beziehungen zwischen unterschiedlichen CG-Elementen konzeptionell beschreiben; siehe hierzu beispielhaft Schmidt (2004).

- 31 Aus wissenschaftstheoretischer Sicht kritisch zum allgemeinen Verifikationsstreben vgl. Popper (1935).
- 32 Grundsätzlich könnten gerade solche CG-Elemente subjektiv herausgegriffen sein, in deren Ausprägungen sich die „erwünschten“ Verteilungsmuster zeigen, während andere CG-Elemente mit eher „unerwünschten“ Ausprägungen eher verschwiegen werden. Natürlich erwachsen aus der fehlenden Klärung von CG-Dimensionen und entsprechenden Indikatoren auch Reliabilitätsprobleme, weil unterschiedliche Forschungsarbeiten die CG von Unternehmen dann regelmäßig anders messen.
- 33 In den Forschungsarbeiten wird im Regelfall nicht offengelegt, auf welchen unterschiedlichen Messbedingungen die von ihnen herangezogenen vielfältigen Untersuchungen beruhen. Demnach ist es einem interessierten Leser nicht ohne Weiteres möglich, diese „Generalisierungsgruppe“ herauszufinden.
- 34 Zur löblichen Ausnahme einer aktuellen Studie, die einen solchen CG-(Qualitäts-)Index auf Grundlage eines agenturtheoretisch begründeten konzeptionellen Bezugsrahmens herleitet und die dann vorgeschlagene Indexbildung unter Verweis auf Schwächen bisheriger empirischer Studien nachvollziehbar begründet vgl. Mustaghni (2012), S. 83–97.
- 35 Zu einem hiervon abzuziehenden konstruktiven Vorschlag, CG-(Qualitäts-)Indizes getrennt für börsennotierte Unternehmen mit einem (oder mehreren) strategischen Kontrollaktionär(en) und solche im Streubesitz zu entwickeln, vgl. Bebchuk/Hamdani (2009); mit einer ähnlichen Forderung nach differenzierter CG-Qualitätserfassung – wenn auch weniger theoretisch begründet – vgl. van den Bergh/Levrau (2003).
- 36 Eine solche CG-Indexbildung – regelmäßig als „ungewichtet“ bezeichnet – ist natürlich auch nicht frei von subjektiver Festlegung.
- 37 Vgl. hierzu bspw. die Äußerung von Jürgen Weber, Aufsichtsratsvorsitzender der Deutschen Lufthansa AG, in seinem Vortrag auf der Schmalenbach-Tagung am 29.09.2010, dass der DCGK dazu verführe, bereits seine Anwendung für einen hinreichenden Ausweis guter Unternehmensführung bzw. CG zu halten; vgl. hierzu auch F.A.Z. vom 30.09.2010, S. 19.
- 38 Es existieren nur wenige Ausnahmen von empirischen Studien für den deutschen Aktienmarkt, die neben einer Gesamt-Indexwert-Analyse eine dimensionsbezogene Analyse über verschiedene CG-Dimensionen hinweg durchführen, vgl. Bassen et al. (2006b) sowie Mustaghni (2012).
- 39 Unterstellt man beispielsweise, dass sich zwei Unternehmen in den Ausprägungen aller – bis auf zwei – CG-Dimensionen vollkommen gleichen und bei jenen zwei Dimensionen spiegelbildlich sehr hohe bzw. sehr niedrige Ausprägungen aufweisen, dann könnten sich hierin – trotz identischer CG-Gesamtindexzahl – unterschiedliche CG-Strukturen der beiden Unternehmen widerspiegeln. Anschaulich wird dies auch, wenn man zwei Unternehmen annimmt, wobei das eine Unternehmen für die Hälfte der CG-Dimensionen hohe, für die andere Hälfte niedrige Ausprägungen aufweist – im Vergleich zu einem Unternehmen, das über sämtliche CG-Dimensionen durchschnittlich ausgeprägt ist.
- 40 Vgl. ähnlich Prigge/Offen (2007), S. 94. Ob sich das systemhafte Zusammenwirken von CG-Elementen durch eine vorgelagerte, geschickte Formulierung von Fragestellungen innerhalb eines Befragungsbogens berücksichtigen lässt, wie es Drobetz et al. (2004a, S. 9–10) behaupten, erscheint sehr zweifelhaft. Da von den Autoren nicht offengelegt wird, wie bei der Formulierung von Fragen hierfür Rechnung getragen worden ist, bleibt einem interessierten Leser verborgen, wie trotz Indexsummation eine systemhafte „Berücksichtigung allfälliger Abhängigkeiten und Wechselwirkungen“ (ebenda, S. 9) möglich sein kann.
- 41 Wenn darüber hinaus, wie in der Studie von Drobetz et al. (2004a), Unternehmen freiwillig darüber entscheiden können, ob sie an der schriftlichen Befragung teilnehmen oder nicht, ist eine überdurchschnittliche Beantwortung von Fragebögen gerade durch solche Unternehmen zu erwarten, die bereits eine qualitativ hochwertige CG aufweisen. So zeigt sich in dieser Studie (Drobetz et al., 2004a, S. 9, Tabelle 1), dass DAX- und MDAX-Unternehmen über wesentliche höhere Rücklaufquoten der Fragebögen (jeweils 46,7% bzw. 47,1%) verfügen als kleinere, weniger marktkapitalisierte Unternehmen des SMAX (27,9%) oder des NEMAX (31,0%).
- 42 Der Begriff *variablenzentrierte Messansätze* oder auch *variablenorientierte Forschungsmethoden* geht auf jüngere methodische Arbeiten in der psychologischen Forschung zurück, die auf eine stärker ganzheitliche – statt allein variablenorientierte – Betrachtung von Personenverhalten setzen; vgl. grundlegend Bergman et al. (2006). Die variablenorientierte Forschung legt dabei keinerlei Wert auf Personenzuordnung; Personen interessieren hier nur als zufällige Datenträger und sind beliebig austauschbar; vgl. auch von Eye (2006). Die variablenorientierte Forschung wird dort deshalb von der so genannten personenorientierten (= konfigurationsbasierten) Forschung abgegrenzt. Letztere zielt auf die Entdeckung oder Überprüfung einer überschaubaren Anzahl von personenbezogenen Verhaltensmustern in Gestalt von Mehr-Variablen-Mustern.
- 43 Ein solcher Rahmen ist dabei nicht als ein in sich abgeschlossenes Modell der Wirklichkeit zu sehen, auch wenn zu seiner Fundierung geklärt werden muss, auf welcher theoretischen Basis er gründet. Der Rahmen dient vielmehr der komplexitätsreduzierenden Orientierung und dem Ziel, auch isoliert stehende Variablen

- in den relevanten Zusammenhang einzubetten – ohne Anspruch auf Vollständigkeit oder gar Unumstößlichkeit zu erheben. Vgl. hierzu Richter (1999), S. 265–269.
- 44 Dies gilt selbstverständlich bereits für explanative Arbeiten, die an den ökonomischen Auswirkungen der CG von Unternehmen interessiert sind. Im Lichte der Erkenntnisse aus 4.1 und 4.2 ist es auch für deskriptive Arbeiten relevant; denn im Falle beobachteter Datenheterogenität führen die vorliegenden landesspezifischen Messansätze, insbesondere aufgrund ihrer Prämissen, nicht weiter. Notwendig ist ein Wechsel der Sichtweise dahingehend, systemhafte CG-Elementausprägungen schon auf der Ebene einzelner Unternehmen zu betrachten und diese erst dann landesweise zu aggregieren.
- 45 Zur Auswahl und Begründung dieser unternehmensspezifischen CG-Dimensionen, die naturgemäß nicht vollständig überschneidungsfrei sein können, vgl. Hüfner 2008, S. 26–33 und 152–161. Eine börsengeprägte CG-Positionierung zeigt sich beispielsweise in der Ausrichtung an börsengeprägten *best practice*-Empfehlungen von Finanzanalysten und institutionellen Investoren. Als „Krönung“ börsengeprägter CG-Positionierung ließe sich die zusätzliche Notierung von Aktien des Unternehmens am U.S.-amerikanischen Kapitalmarkt ansehen; unterwirft sich das Unternehmen doch so qua Selbstbindung den sehr streng anlegerschützenden Kontextbedingungen der USA. In Abbildung 2 wird diese erweiterte Kontextverbundenheit durch die Rückbeziehung des Pfeils zu den umfeldspezifischen CG-Dimensionen veranschaulicht.
- 46 Vgl. grundlegend zur Typenbildung als Forschungsparadigma Fallgatter (2002), S. 185–190.
- 47 Siehe bereits Abschnitt 2; unterschiedliche Formen von Äquifinalität unterscheiden beispielsweise Gresov/Drazin (1997).
- 48 In letzter Zeit sieht sich die Prinzipal-Agent-Theorie als CG-relevantem Referenzkonzept indes zunehmender Kritik ausgesetzt; zu einem Überblick vgl. Franck (2011) oder auch Walgenbach (2011). Zur Relativierung dieser Kritik vgl. wiederum Kürsten (2013) als überzeugende Fürsprache der Agenturtheorie zur Lösung von CG-Problemen aus finanzierungstheoretischer Sicht.
- 49 Auf die zusätzliche Analyse von Interessenkonflikten zwischen Arbeitnehmern des Unternehmens, die nicht dem Management angehören, und anderen CG-relevanten Vertragsparteien sei verzichtet. Zur Reduzierung von Komplexität sei darüber hinaus keine weitere Differenzierung von Aktionären, Fremdkapitalgebern und dem Management eingeführt. Insofern wird vereinfachend unterstellt, dass innerhalb jeder Gruppe von Akteuren mehr oder weniger Interessenshomogenität herrscht und sich das Handeln der Akteure einer Gruppe jeweils auf Basis einer übereinstimmenden, typisierten Nutzenfunktion beschreiben lässt.
- 50 So kann bspw. das Vorhandensein eines CG-Elements „Dominierender Kontrollaktionär“ die Schärfe des Interessenkonflikts zwischen diesem und Minderheitsaktionären im Sinne von Nicht-Blockaktionären beeinflussen; vgl. zum o.a. Agenturproblem (c) u.a. Shleifer/Vishny (1986), Bolton/von Thadden (1998), Bhidé (1993). Darüber hinaus kann von der Existenz eines Kontrollaktionärs der Aktionär-Fremdkapitalgeber-Konflikt, also o.a. Agenturproblem (b), betroffen sein, vgl. z.B. Inderst/Müller (1999). Nicht auszuschließen sind ferner Auswirkungen auf den Interessenkonflikt zwischen dem Management und den Aktionären, also zwischen dem Management und dem Kontrollaktionär selbst sowie auch zwischen dem Management und anderen Aktionären, vornehmlich Nicht-Blockaktionären, die nach Diversifikation ihres Anlagevermögens streben, also o.a. Agenturproblem (a); vgl. z.B. Jensen/Meckling (1976).
- 51 Ausführlicher zu einer differenzierten CG-System-Typenbildung vgl. Hüfner (2008), S. 194–245.
- 52 Aus Gründen einer vereinfachten Darstellung wird dort von Ausprägungen umfeldspezifischer CG-Dimensionen abstrahiert; begründen ließe sich dies mit der in Abschnitt 2 diskutierten rechtswissenschaftlichen Literaturauffassung, die mittlerweile von einer gewissen „institutionellen Offenheit“ CG-relevanter Kontextbedingungen in Deutschland ausgeht; vgl. hierzu bspw. Rieckers/Spindler (2004), Noack/Zetzsche (2005) oder Martynova/Renneboog (2010); Unternehmen könnten danach eine solche „Offenheit“ ausnutzen, um ihre CG-Struktur im Spektrum zwischen börsengeprägter und relationaler CG auszugestalten.
- 53 Vgl. Hüfner (2008), S. 248 sowie zu einer differenzierten Analyse dieses CG-Systemtyps vgl. ebenda, S. 235–245.
- 54 Vgl. zu agenturtheoretischen Überwachungs- und Disziplinierungsmechanismen grundlegend Manne (1965), Jensen/Meckling (1976) oder auch Shleifer/Vishny (1986, 1997), zur Monitoring-Rolle von Informationsintermediären auf Finanzmärkten bspw. Hax (1998).
- 55 Diese ermöglicht dann auch den börslich koordinierten Fremdkapitalgebern, Risiken hinsichtlich ihrer Bedienung von Zins- und Tilgungszahlungen zeitnah und umfassend einschätzen zu können.
- 56 Empirisch relevant sollte CG-Systemtyp I auf dem deutschen Aktienmarkt für große börsennotierte deutsche Publikumsgesellschaften mit zerplittertem Aktien- und Anleihenbesitz sein, und zwar für solche, deren umfassenden internationalen Unternehmenstätigkeiten auch auf U.S.-amerikanische Märkte, vor allem auf den U.S.-amerikanischen Kapitalmarkt, ausgerichtet sind.
- 57 Fraglos ist der Mehrheitsaktionär-Minderheitsaktionär-Konflikt beim CG-Systemtyp II analysenswert. Kontrollaktionäre werden aus ökonomischer Sicht überhaupt nur dann zu effizienzbringenden Monitoring-

aktivitäten bereit sein, wenn sie nicht nur für Kosten aus entgangener Diversifikation und Liquidität ihres Anteilsbesitzes vergütet, sondern auch für ihre privaten Überwachungskosten kompensiert werden; vgl. bspw. Bolton/von Thadden (1998). Außenstehende Minderheitsaktionäre müssten dann regelmäßig befürchten, dass das *rent seeking* der Kontrollaktionäre zu ihren Lasten geht – außer man unterstellt relationale im Sinne von „geduligen“ Minderheitsaktionären (*patient investors*) im Sinne von Stein (1988): bspw. Belegschaftsaktionäre oder Aktionäre aus dem regionalen Umfeld des Unternehmens, deren Anlagemotiv weniger im Streben nach Rendite-Risiko-Optimierung liegt als in der Identifikation und langfristigen Verbundenheit mit dem Unternehmen. Vertrauen in die Integrität der Kontrollaktionäre substituiert dann regelmäßigen Bedarf solcher Minderheitsaktionäre nach Überwachung.

- 58 Vgl. hierzu im Rahmen landesspezifischer Forschungen z.B. Schmidt (2004).
- 59 Vgl. Hüfner (2008), S. 248 sowie zu einer differenzierten Analyse dieses CG-Systemtyps vgl. ebenda, S. 197–212.
- 60 Vgl. ebenda, S. 248.
- 61 Empirisch relevant könnte CG-Systemtyp III für ausgeprägte Wachstumsunternehmen des deutschen Aktienmarkts sein, besonderes für solche, die im so genannten *Prime Standard*-Börsensegment notiert sind: fordert doch gerade dieses Börsensegment von den Unternehmen – zusätzlich zu den Mindestoffenlegungspflichten des *General Standard* – eine darüber hinausgehende regelmäßige Einblicksgewährung.
- 62 Solche CG-Elemente sind als Schlüsselemente des jeweiligen CG-Systemtyps anzusehen, deren veränderte Ausprägung im Systemzusammenhang zu einer gravierenden Infragestellung der zugrunde liegenden ökonomischen CG-Logik und damit zu einer Gefährdung der Konsistenz des jeweiligen CG-Systemtyps führen würde; vgl. ähnlich Schmidt (2004).
- 63 Zu einer ersten empirischen Untersuchung dieser drei Hypothesen vgl. Hüfner (2008).
- 64 Unter Beachtung des Austauschverhältnisses von Komplexitätsreduktion und Informationsverlust dient die Verwendung faktorenanalytischer Verfahren dem Ziel, die in einer komplexen Struktur von Ausgangsdaten enthaltenen Informationen auf möglichst wenige Faktoren zu verdichten; zu einschlägigen Darstellungen faktorenanalytischer Verfahren vgl. unter Vielen Überla (1977), Johnson/Wichern (1988), S. 378–437, Falk et al. (2004), S. 297–331 oder auch Homburg/Krohmer (2006), S. 306–313.
- 65 Verwendet man Clusteranalysen, versucht man Distanz- oder Korrelationsstrukturen zwischen den herangezogenen Variablen zu erklären; mit Hilfe von latenten Klassenanalysen strebt man an, eine Gruppenstruktur zu erzeugen, welche die Assoziationen zwischen den Variablen erklärt.
- 66 Die Konfigurationsfrequenzanalyse wurde in den letzten Jahren in der empirisch-orientierten psychologischen Forschung als stärker ganzheitlich orientiertes Verfahren erheblich weiter entwickelt, vgl. grundlegend von Eye et al. (2010).
- 67 Im Lichte des Systempostulats erscheinen hierfür besonders variablenzentrierte Methodenansätze aus der Gruppe der so genannten simultanen Mehrgleichungsmodelle geeignet: erlauben diese doch wechselseitige Zusammenhänge und Abhängigkeiten innerhalb eines Systems von ökonomischen Variablen modellhaft abzubilden; vgl. grundlegend Greene (2000), S. 652–711. Schwierig wird es aber, wenn von Heterogenität in CG-Strukturen auszugehen ist und eine entsprechende Spezifikation des Modells gerade nicht als universell gültig, sondern nur jeweils für einen spezifischen CG-Systemtypen anzunehmen ist.
- 68 Fraglos stellen Prinzipal-Agent-Theorie und *stewardship*-Theorie die beiden dominierenden theoretischen Referenzkonzepte im Forschungsfeld dar; zu einem Überblick alternativer Referenzkonzepte, bspw. auch des ressourcenbasierten Ansatzes, vgl. unter Vielen Wentges (2002) oder Tricker (2012), S. 58–84.
- 69 Vgl. auch zu dieser Forderung z.B. Grundeis (2008), Gringoleit (2009) oder Tricker (2012).

## Literatur

- Aguilera RV, Filatotchev I, Gospel H, Jackson G (2008) An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities. *Organization Science* 19:475–492
- Albers S (2010) Configurations of Alliance Governance Systems. *SBR* 62:204–233
- Ali A, Hwang LS (2000) Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. *JAR* 38:1–21
- Allen F, Gale D (2000) Comparing Financial Systems, Cambridge et al.
- Aoki M (2001) Towards a comparative institutional analysis, Cambridge, Mass.: MIT Press

- Athey S, Milgrom P, Roberts J (1998) Robust Comparative Statics, Arbeitspapier, Stanford University
- Ball R, Kothari SP, Ashok R (2000) The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings. *JAE* 29:1–15
- Ball R, Ashok R, Wu JS (2003) Incentives Versus Standards. Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries. *JAE* 36:235–270
- Barrot C (2009) Prognosegütemaße. In: Albers S, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S 547–560
- Bassen A (2005) Corporate Governance Rating Datenbank. Beschreibung und Vorgehensweise, Arbeitspapier, Universität Hamburg
- Bassen A, Kleinschmidt M, Zöllner C (2004) Corporate Governance Quality Study 2004, Analyse der Corporate Governance deutscher Unternehmen aus Investorenperspektive. *FB* 6:527–533
- Bassen A, Klein RS, Zöllner C (2006a) Ratingsysteme der Corporate Governance: Eine kritische Bestandsanalyse. *ZfO* 75:81–87
- Bassen A, Kleinschmidt M, Prigge S, Zöllner C (2006b) Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg: Empirische Befunde. *DBW* 66:375–401
- Bassen A, Puppe D, Zöllner C (2006c) Corporate Governance Rating auf Basis der DVFA-Scorecard. *FB* 8:551–557
- Bebchuk LA, Fried JM, Walker DI (2002) Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation, *The University of Chicago Law Review*, 69:751–846
- Bebchuk, LA, Hamdani A (2009) The Elusive Quest for Global Corporate Governance Standards. *University of Pennsylvania Law Review* 157:1263–1317
- Berglöf E (1997) A Note on the Typology of Financial Systems. In: Hopt KJ, Wymeersch E (Hrsg) *Comparative Corporate Governance*, Berlin et. al., S 151–164
- Bergman LR, von Eye A, Magnusson D (2006) Person-Oriented Research Strategies in Developmental Psychopathology. In: Cicchetti D, Cohen DJ (Hrsg) *Developmental Psychopathology*, 2. Aufl., Hoboken/New Jersey, S 850–888
- Bhide A (1993) The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. *JFE* 34:31–51
- Biermann T (2009) Logik und Kritik des Hypothesentestens. In: Albers S, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S 205–220
- Bolton P, von Thadden EL (1998) Blocks, Liquidity, and Corporate Control. *JoF* 53:1–25
- Börsch-Supan A, Köke J (2002) An Applied Econometricians' View of Empirical Corporate Governance Studies. *German Economic Business Review* 3:295–326
- Boßow-Thies S, Clement M (2009) Fuzzy Clustering mit Hilfe von Mixture Models. In: Albers S, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S 175–190
- Bresser RKF, Valle Thiele R (2008) Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels. *ZfB* 78:175–203
- Breuer W, Hüwe A (2012) Unternehmensfinanzierung im Schatten der Euro-Krise. *WiSt* 42: 267–271
- Brown LD, Caylor ML (2006) Corporate Governance and Firm Operating Performance, Arbeitspapier, Georgia State University
- Burgstahler D, Hail L, Leuz C (2006) The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review* 81:983–1016
- Churchill GA Jr. (1979) A Paradigm for Developing Better Measures of Marketing Constructs. *Journal of Marketing Research* 26:64–73
- Coffee JC (2002) Racing Towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance. *Columbia Law Review* 102:1757–1831
- Cronbach LJ, Gleser GC, Nanda H, Rajaratnam N (1972) The Dependability of Behavioral Measurements: Theory of Generalizability for Scores and Profiles, New York
- Davidson R, MacKinnon JG (2004) *Econometric Theory and Methods*, New York et al.



- Davis JH, Schoorman FD, Donaldson L (1997) Toward a Stewardship Theory of Management. *Academy of Management Review* 22:20–47
- Davis-Friday PY, Eng LL, Liu CS (2006) The effects of the Asian crisis, corporate governance and accounting system on the valuation of book value and earnings. *TJJA* 41:22–40
- Dey A (2008) Corporate Governance and Agency Conflicts. *JAR* 46:1143–1181
- Doidge C, Karolyi GA, Stulz RM (2007) Why do countries matter so much for corporate governance? *JFE* 86:1–39
- Donaldson L, Davis, JH (1991) Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management* 16:65–91
- Donaldson L, Davis, JH (1994) Boards and Company Performance: Research Challenges the Conventional Wisdom. *Corporate Governance: An International Review* 2:151–160
- Drobetz W, Schillhofer A, Zimmermann H (2004a) Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften. *ZfB* 74:5–25
- Drobetz W, Schillhofer A, Zimmermann H (2004b) Corporate Governance and Expected Stock Returns. Evidence from Germany. *European Financial Management* 10:267–293
- Durnev A, Kim EH (2005) To Steal or Not to Steal. Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *JoF* 60:1461–1493
- Edwards JSS, Weichenrieder AJ (2004) Ownership Concentration and Share Valuation. *GER* 5:143–171
- Elsas R, Krahn JP (2004) Universal Banks and Relationships with Firms, in: Krahn JP, Schmidt RH (Hrsg) *The German Financial System*, Oxford, S 197–232
- Falk M, Becker R, Marohn F (2004) *Angewandte Statistik. Eine Einführung mit Programmbeispielen in SAS*, Berlin
- Fallgatter MJ (2002) *Theorie des Entrepreneurship. Perspektiven zur Erforschung der Entstehung und Entwicklung junger Unternehmungen*, Wiesbaden
- Fama EF (1991) Efficient Capital Markets II. *JoF* 46:1575–1617
- Fan JPH, Wong TJ (2002) Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *JAE* 33:401–425
- Franck E (2011) Ist es an der Zeit, die Aktionärsrechte zu stärken?. *Die Unternehmung* 65:201–214
- Franks J, Mayer C (1994) *Corporate Control. A Comparison of Insider and Outsider Systems, Arbeitspapier*, London Business School
- Franks J, Mayer C (1995) Ownership and Control. In: Siebert H (Hrsg) *Trends in Business Organisation, Do Participation and Co-Operation Increase Competitiveness?* Tübingen, S 171–195
- Franks J, Mayer C (2001) Ownership and Control of German Corporations. *The Review of Financial Studies* 14:943–977
- Gerum E (2007) *Das deutsche Corporate Governance-System. Eine empirische Untersuchung*, Stuttgart
- Goergen M, Manjon MC, Renneboog L (2005) Corporate Governance in Germany. In: Keasey K, Thompson S, Wright M (Hrsg) *Corporate Governance, Accountability, Enterprise and International Comparison*, Chichester et. al., S 285–326
- Goergen M, Manjon M, Renneboog L (2008) Recent Developments in German Corporate Governance. *International Review of Law and Economics* 28:175–193
- Gompers P, Ishii J, Metrick A (2003) Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics* 118:107–155
- Greene WH (2000) *Econometric Analysis*, 4. Aufl., New Jersey
- Gresov C, Drazin R (1997) Equifinality. Functional Equivalence in Organizational Design. *The Academy of Management Review* 22:403–428
- Gringoleit J (2009) *Effekte des institutionenökonomischen Paradigmas der Corporate Governance: Eine kritische Analyse. Dissertation*, TU Bergakademie Freiberg
- Grochla E (1978) *Einführung in die Organisationstheorie*, Stuttgart
- Grundel J (2008) Are Managers Agents or Stewards of Their Principals? Logic, Critique and Reconciliation of Two Conflicting Theories of Corporate Governance. *JfB* 58:141–166



- Hackethal A, Schmidt RH (2000) Finanzsystem und Komplementarität. In: Francke H-H, Ketzel E, Kotz H-H (Hrsg) Finanzmärkte im Umbruch, Beihefte zu Kredit und Kapital, Berlin, S 53–102
- Hackethal A, Schmidt RH, Tyrell M (2003) Corporate Governance in Germany. Transition to a Modern Capital-Market Based System?. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 159:664–674
- Hackethal A, Schmidt RH, Tyrell M (2005) Banks and German Corporate Governance. On the Way to a Capital Market-Based System? *Corporate Governance: An International Review* 13:397–407
- Hall PA, Soskice D (2001) Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage. New York: Oxford University Press
- Hax G (1998) Informationsintermediation durch Finanzanalysten. Eine ökonomische Analyse, Frankfurt/Main et al.
- Heinrich RP (2002) Complementarities in Corporate Governance, Berlin et al.
- Heinze T (2001) Transformation des deutschen Unternehmenskontroll-Systems? Eine empirische Analyse zum Stellenwert der feindlichen Übernahme der Mannesmann-AG für die Unternehmenskontroll-Debatte. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 53:641–674
- Hermalin BE, Weisbach MS (1998) Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *AER* 88:96–118
- Hillmann AJ, Canella AA, Paetzold RL (2000) The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change. *Journal of Management Studies* 37:235–255
- Himme A (2009) Gütekriterium der Messung: Reliabilität, Validität und Generalisierbarkeit. In: Albers A, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) Methodik der empirischen Forschung, 3. Aufl., Wiesbaden, S 485–500
- Holmström B, Tirole J (1993) Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy* 101:678–709
- Homburg C, Krohmer H (2006) Marketingmanagement. Strategie, Instrumente, Umsetzung, Unternehmensführung, 2. Aufl., Wiesbaden
- Hoshi T (1998) Japanese Corporate Governance as a System. In: Hopt K, Kanda H, Roe M, Wymeersch E, Prigge S (Hrsg) Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research, Oxford, S 847–875
- Hüfner B (2008) Corporate Governance börsennotierter deutscher Unternehmen – Stand der Literatur und Weiterentwicklung, Habilitation, RWTH Aachen, 2008
- Hung M (2001) Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements. An International Analysis. *JAE* 30:401–420
- Inderst R, Müller H (1999) Delegation of Control Rights, Ownership Concentration and the Decline of External Finance. Arbeitspapier, University of Mannheim
- Jensen MC, Meckling WH (1976) Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *JFE* 3:305–360
- Johnson RA, Wichern DW (1988) Applied Multivariate Statistical Analysis, 2. Aufl., Englewood Cliffs
- Joos P, Lang M (1994) The Effects of Accounting Diversity. Evidence from the European Union. *JAR Sonderheft* 32:141–168
- Jürgens U, Rupp J (2002) The German System of Corporate Governance. Characteristics and Change, Arbeitspapier, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, Berlin
- Katz D, Kahn RL (1978) The Social Psychology of Organizations. 2. Aufl., New York et al.
- Klapper LF, Love I (2004) Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance* 10:703–728
- Köke FJ (2001) New Evidence on Ownership Structures in Germany. *Kredit und Kapital* 34:257–292
- Kothari S (2001) Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting & Economics* 31:105–231

- Kürsten W (2013) 35 Jahre Jensen/Meckling und das Missverständnis um die (wahre) Zielfunktion der Aktionäre – Finanzierungstheoretisches Plädoyer zur Eignung der Principal-Agent-Theorie für die Lösung von Problemen der Corporate Governance. *Die Unternehmung* 67:8–22
- Lan LL (2010) Rethinking Agency Theory: The View from Law. *The Academy of Management Review* 35:294–314
- Land J, Lang M (2002) Empirical Evidence on the Evolution of International Earnings. *The Accounting Review* 77:115–133
- Lannoo K (1995) Corporate Governance in Europe, Arbeitspapier, Centre for European Policy Studies Brüssel
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny RW (1998) Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106:1113–1155
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A (1999) Corporate Ownership Around the World. *JoF* 54:471–517
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny RW (2000a) Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *JoF* 55:1–33
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny RW (2000b) Investor Protection and Corporate Governance. *JFE* 58:3–27
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny RW (2002) Investor Protection and Corporate Valuation. *JoF* 57:1147–1170
- Larcker D, Richardson S, Tuna I (2007) Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance. *The Accounting Review* 82:963–1008
- Leuz C (2003) Auslandslistings und Offenlegung. Chancen und Probleme empirischer Rechnungswesensforschung. *BFuP* 55:623–636
- Leuz C, Nanda DJ, Wysocki P (2003) Investor Protection and Earnings Management. An International Comparison. *JFE* 69:505–527
- Leuz C, Wüstemann, J (2004) The Role of Accounting in the German Financial System, In: Krahen J, Schmidt R (Hrsg) *The German Financial System*, Oxford, S 450–481
- Lindahl F, Schädewitz H (2011) Are Legal Families Related to Financial Reporting Quality? Arbeitspapier, Turku School of Economics
- Mann A (2003) Corporate Governance Systeme. Funktion und Entwicklung am Beispiel von Deutschland und Großbritannien, Berlin
- Manne H (1965) Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy* 73:110–120
- Martynova M, Renneboog L (2010) A Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Governance Regulations, Arbeitspapier, Tilburg University
- Matthes J (2000) Das deutsche Corporate-Governance-System. Wandel von der Stakeholder-Orientierung zum Shareholder-Value-Denken, Berlin
- Milgrom P, Roberts J (1995) Complementarities and Fit. *Strategy, Structure and Organizational Change in Manufacturing*. *JAIE* 19:179–208
- Miller D (1981) Toward a New Contingency Approach. *The Search for Organizational Gestalts*. *Journal of Management Studies* 18:1–26
- Miller D (1996) Configurations Revisited. *Strategic Management Journal* 17:505–512
- Moerbeek M (2004) The Consequence of Ignoring a Level of Nesting in Multilevel Analysis. *Multivariate Behavioral Research* 39:129–149
- Müller D (2009) Moderatoren und Mediatoren in Regressionen. In: Albers S, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S 237–252
- Mustaghni B (2012) Einfluss von Corporate Governance auf den Erfolg von Unternehmen – Eine Untersuchung börsennotierter Unternehmen in Deutschland, Frankfurt/Main
- Muth MM, Donaldson L (1998) Stewardship Theory and Board Structure: a Contingency Approach. *Corporate Governance: An International Review* 6:5–28
- Newcomb S (1886) A Generalized Theory of the Combination of Observations So As To Obtain the Best Result. *American Journal of Mathematics* 8:343–366

- Noack U, Zetzsche D (2005) Corporate Governance Reform in Germany. The Second Decade. *European Business Law Review* 5:1033–1064
- Pagano M, Röell AA, Zechner J (2002) The Geography of Equity Listing. Why Do Companies List Abroad?. *JoF* 57: 2651–2694
- Peter JP (1979) Reliability: A Review of Psychometric Basics and Recent Marketing Practices. *Journal of Marketing Research* 16:6–17
- Peter JP (1981) Construct Validity: A Review of Basic Issues and Marketing Practices. *Journal of Marketing Research* 18:133–145
- Popper KR (1935) *Logik der Forschung*, Wien
- Prigge S (1998) A Survey of German Corporate Governance. In: Hopt K, Kanda H, Roe MJ, Wymeersch E, Prigge S (Hrsg) *Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research*, Oxford, S 943–1043
- Prigge S (2006) *Corporate-Governance-Strukturen deutscher Unternehmen als System – Eine empirische Untersuchung*. Habilitationsschrift, Universität Hamburg
- Prigge S, Offen L (2007) Über den Nutzen von Corporate-Governance-Ratings für Aktionäre. *ZBB* 19:89–113
- Prowse S (1995) Corporate Governance in an International Perspective. A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the U.S., U.K., Japan and Germany. *Financial Markets, Institutions and Instruments* 4:1–63
- Rack O, Christophersen T (2009) Experimente. In: Albers S, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S 17–32
- Rajan RG, Zingales L (1998) Power in a Theory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics* 113:387–431
- Rajan RG, Zingales L (2003) The Great Reversals. The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *JFE* 69:5–50
- Rediker KJ, Seth A (1995) Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms. *Strategic Management Journal* 16:85–99
- Renders A, Gaeremynck A, Sercu P (2010) Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review* 18:87–106
- Richter M (1999) Konzeptioneller Bezugsrahmen für eine realwissenschaftliche Theorie betriebswirtschaftlicher Prüfungen. In: Richter M (Hrsg) *Theorie und Praxis der Wirtschaftsprüfung II, Wirtschaftsprüfung und ökonomische Theorie, Prüfungsmarkt, Prüfungsmethoden, Urteilsbildung*, Berlin, S 263–307
- Rieckers O, Spindler G (2004) Corporate Governance, Legal Aspects. In: Krahn JP, Schmidt RH (Hrsg) *The German Financial System*, Oxford, S 350–385
- Riesenhuber F (2009) Großzahlige empirische Forschung. In: Albers S, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S 1–16
- Rohrback C (2009) Logistische und Ordinale Regression. In: Albers S, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S 267–282
- Ruhwedel F (2003) Eigentümerstruktur und Unternehmenserfolg. Eine theoretische und empirische Analyse deutscher börsennotierter Unternehmen, Frankfurt am Main et. al.
- Schmidt RH (2004) Corporate Governance in Germany. An Economic Perspective. In: Krahn JP, Schmidt RH (Hrsg) *The German Financial System*, Oxford, S 386–424
- Schmidt RH (2008) Die Transformation des deutschen Finanzsystems und der Corporate Governance deutscher Unternehmen. In: Glaum, M, Hommel U, Tomaschewski, D (Hrsg) *Internationalisierung und Unternehmenserfolg*, Stuttgart, S 317–338
- Schmidt RH, Grohs S (2000) Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa, Ein Forschungsprogramm. In: Grundmann S (Hrsg) *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts*, Tübingen, S 145–188
- Schmidt RH, Spindler G (2002) Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity. *International Finance* 5:311–333

- Schmidt RH, Tyrell M (1997) Financial Systems, Corporate Finance and Corporate Governance. *European Financial Management* 3:333–361
- Schmidt RH, Weiß M (2003) Shareholder vs. Stakeholder. Ökonomische Fragestellungen. In: Hommelhoff P, Hopt KJ, von Werder A (Hrsg) *Handbuch der Corporate Governance. Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, Stuttgart, S 107–127
- Schneider D (1995) *Betriebswirtschaftslehre, Band 1. Grundlagen*, 2. Aufl., München et al.
- Schneider H (2009) Nachweis und Behandlung von Multikollinearität. In: Albers S, Klapper D, Konradt U, Walter A, Wolf J (Hrsg) *Methodik der empirischen Forschung*, 3. Aufl., Wiesbaden, S 221–236
- Schnell R, Hill PB, Esser E (2008) *Methoden der empirischen Sozialforschung*, Oldenbourg und München
- Schwalbach J, Graßhoff U (1997) Managementvergütung und Unternehmenserfolg. *ZfB* 67:203–217
- Shadish WR, Cook TD, Campbell DT (2002) *Experimental and Quasi-Experimental Designs for Generalized Causal Inference*, Boston et al.
- Shleifer A, Vishny RW (1986) Large Shareholders and Corporate Control. *JPE* 94:461–488
- Shleifer A, Vishny RW (1997) A Survey of Corporate Governance. *JoF* 52:737–783
- Stein J (1988) Takeover Threats and Managerial Myopia. *Journal of Political Economy* 96:61–80
- Streeck W, Höpner M (Hrsg) (2003) *Alle Macht dem Markt?, Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Frankfurt am Main
- Theissen E (2004) Organized Equity Market. In: Krahnen JP, Schmidt RH (Hrsg) *The German Financial System*, Oxford, S 139–162
- Tirole J (2001) Corporate Governance. *Econometrica* 69:1–35
- Titterton DM, Smith AFM, Makov UE (1985) *Statistical Analysis of Finite Mixture Distributions*, Chichester et al.
- Tosi HL (2008) Quo Vadis? Suggestions for future corporate governance research. *Journal of Management and Governance* 12:153–169
- Tricker B (2012) *Corporate Governance. Principles, Policies and Practices*, 2. Auflage, Oxford
- Überla K (1977) *Faktorenanalyse*, 2. Aufl., Berlin
- Ulrich H (1970) *Die Unternehmung als produktives soziales System. Grundlagen der allgemeinen Unternehmungslehre*, 2. Aufl., Bern et al.
- van den Bergh LAA, Levrau A (2003) Measuring the Quality of Corporate Governance: in Search of a Tailormade Approach? *Journal of General Management* 28:71–86
- van de Ven AH, Drazin R (1985) The Concept of Fit in Contingency Theory. In: Staw BM, Cummings LL (Hrsg) *Research in Organizational Behavior*, 7, Greenwich, S 333–365
- von Eye A (2006) Variablen- und personenorientierte Forschung. In: Ittel A, Merckens H (Hrsg) *Veränderungsmessung und Längsschnittstudien in der empirischen Erziehungswissenschaft*, Wiesbaden, S 9–25
- von Eye A, Mair P, Mun EY (2010) *Advances in Configural Frequency Analysis*, The Guilford Press, New York
- von Werder A (2011) Neue Entwicklungen der Corporate Governance in Deutschland. *ZfbF* 63: 48–62
- von Werder A, Talaulicar T (2010) Kodex Report 2010. *DB* 63:853–861
- Waldenberger F (2000) Die Marktkontrolle im deutschen und japanischen Modell der Unternehmensverfassung. In: Frese E, Hax H (Hrsg) *Das Unternehmen im Spannungsfeld von Planung und Marktkontrolle*. *ZfbF Sonderheft* 44:97–132
- Walgenbach P (2011) Das Ende der Organisationsgesellschaft und die Wiederentdeckung der Organisation. *DBW* 71:419–438
- Weimer J, Pape JC (1999) A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review* 7:152–166
- Wentges P (2002) *Corporate Governance und Stakeholder Ansatz, Implikationen für die betriebliche Finanzwirtschaft*, Wiesbaden

- Winter S (2003) Erfolgsziele deutscher Aktienoptionsprogramme, in: Marktwertorientierte Unternehmensführung, ZfbF Sonderheft 50:121–143
- Witt P (2003) Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb, Wiesbaden
- Wójcik D (2003) Change in the German Model of Corporate Governance. Evidence from Blockholdings 1997–2001. *Environment and Planning* 35:1413–1458
- Wolf J (2000) Der Gestaltansatz in der Management- und Organisationslehre, Wiesbaden
- Wymeersch E (1995) Unternehmensführung in Westeuropa. Ein Beitrag zur Corporate Governance-Diskussion. *AG* 40:299–316
- Wymeersch E (2001) Gesellschaftsrecht im Wandel. Ursachen und Entwicklungslinien. *ZGR* 30:294–324

### **Corporate Governance of listed German Companies in Empirical Research: Measurement Approaches, Measurement Problems and Perspectives**

**Abstract:** The corporate governance of listed companies belongs without a doubt among the empirically most examined research objects in the last ten years. The paper addresses the following research question: How viable are the common measurement approaches used to capture the corporate governance (CG) of companies listed on the German stock market? It adds value in several respects: (1) it works out fundamental characteristics of the CG construct (multidimensionality, system dependency) based on theoretical-conceptual considerations, (2) a structural scheme is suggested that helps to systematize the empirical measurement approaches of CG, (3) the predominant CG-measurement approaches in the research field are analyzed with regard to their ability to meet standard quality criteria of operationalizations (validity, reliability, generalizability), (4) specific measurement problems of these approaches are identified and critically analyzed, (5) the paper provides specific perspectives for future research on how the CG of listed companies may be constructively captured in a more substantiated and empirically sound way.

**Keywords:** Corporate governance · Measurement approaches · Multidimensionality · System dependency · Heterogeneity

## Managementenerklärungen und die Qualität analytischer Prüfungshandlungen



Engin Kayadelen · Reiner Quick · Matthias Wolz

**Zusammenfassung:** Im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen bilden Abschlussprüfer erwartete (= Soll-) Werte, die sie mit den Angaben im zu überprüfenden Jahresabschluss (= Istwerte) vergleichen. Im Falle unerwarteter Soll-/Ist-Abweichungen ist eine Stellungnahme des Managements einzuholen, wobei bisherige Forschungsergebnisse zeigen, dass diese Stellungnahme den Urteilsbildungsprozess des Prüfers negativ beeinflusst. Diese Studie betrachtet erstmals den Zeitraum nach den großen Bilanzskandalen und stellt die erste deutsche Studie dar, die die Auswirkungen einer Managementerklärung auf die einzelnen Teilschritte im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen multivariat analysiert. Dabei kann kein genereller negativer Einfluss festgestellt werden. Vielmehr finden sich Hinweise, dass Abschlussprüfer bei als riskant wahrgenommenen Mandanten signifikant häufiger einen Fehler im Rechnungswesen vermuten, wenn eine Mandantenerklärung vorliegt. Aufgrund von Budget- und/oder Zeitrestriktionen sind die Probanden jedoch nicht in der Lage, ihren Verdacht vollständig aufzuklären, so dass letztendlich ein tatsächlich vorliegender Fehler nicht moniert wird.

---

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Dr. E. Kayadelen (✉)

HSBC Trinkaus & Burkhardt AG, Prokurist und Senior Manager Konzernbilanz,  
Königsallee 21/23, 40212 Düsseldorf  
E-Mail: engin.kayadelen@hsbctrinkaus.de

Prof. Dr. R. Quick

Fachgebiet Rechnungswesen Controlling & Wirtschaftsprüfung, Technische Universität Darmstadt, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Hochschulstraße 1, 64289 Darmstadt  
E-Mail: quick@bwl.tu-darmstadt.de

Prof. Dr. M. Wolz

Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftsprüfung & Controlling,  
Universität Trier, Fachbereich IV – Betriebswirtschaftslehre,  
Universitätsring 15, 54296 Trier  
E-Mail: wolz@uni-trier.de



**Schlüsselwörter:** Analytische Prüfungshandlungen · Effizienz und Effektivität der Abschlussprüfung · Prüfungsurteil · Managementbefragung · Unerwartete Abweichungen

**JEL-Klassifikation:** M42 · C93

## 1 Motivation

Die handelsrechtliche Jahresabschlussprüfung nach den §§ 316 ff. HGB soll die Vertrauenswürdigkeit veröffentlichter Rechnungslegungsdaten sicherstellen. Dies setzt voraus, dass das Prüfungsurteil mit hinreichender Sicherheit abgegeben wird, d.h. der Prüfer effektive Prüfungshandlungen durchführt. Angesichts des immensen Wettbewerbs auf dem Prüfungsmarkt versuchen die Prüfungsgesellschaften, ihre Prüfungskosten möglichst niedrig zu halten. In diesem Kontext kommt analytischen Prüfungshandlungen eine besondere Bedeutung zu, da sie sowohl ein hinreichend sicheres und genaues, aber auch wirtschaftliches Prüfungsurteil ermöglichen.

Analytische Prüfungshandlungen kommen in der Prüfungsplanung zur Einschätzung der Risiken des Unternehmens und dessen Umfelds, bei der Prüfungsdurchführung als substanzielle Prüfungshandlungen sowie bei der Gesamtschau über den zu beurteilenden Jahresabschluss am Ende des Prüfungsprozesses zum Einsatz (ISA 520.3). Die vorliegende Studie fokussiert dabei die Verwendung analytischer Prüfungshandlungen als substanzielle Prüfungen. Substanzielle Prüfungshandlungen werden durchgeführt, um wesentliche Falschdarstellungen auf Aussagenebene festzustellen und lassen sich in detailorientierte und analytische Prüfungshandlungen unterscheiden. Letztere bedienen sich aggregierter Rechnungslegungsdaten und untersuchen, ob vermutete Relationen tatsächlich vorzufinden sind. Sie erstrecken sich auf die Untersuchung festgestellter Abweichungen von erwarteten Werten bzw. inkonsistenter Verhältnisse.

Im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen bildet der Prüfer Erwartungen über bestimmte, als plausibel angenommene Werte des Jahresabschlusses. Weichen diese erwarteten Werte von den beobachteten deutlich ab, deutet dies auf ein erhöhtes Risiko wesentlicher Falschdarstellungen im Jahresabschluss hin. Die Techniken, die hierbei zum Einsatz kommen können, sind vielfältig; sie reichen von einfachen Zeitvergleichen bis hin zu komplexen mathematisch-statistischen Verfahren.<sup>1</sup>

Die Anwendung analytischer Prüfungshandlungen bietet die Möglichkeit, die Prüfungsqualität zu erhöhen. Frühere Studien wiesen wiederholt nach, dass mit Hilfe von analytischen Prüfungshandlungen wesentliche Falschangaben aufgedeckt werden können (z.B. Hylas/Ashton 1982, S. 758). Des Weiteren sind analytische Prüfungshandlungen effizient, da sie keinen zeit- und kostenintensiven Abgleich von Buchung und Buchungsbeleg zum Gegenstand haben. Daher ist es nicht überraschend, dass sowohl im Rahmen deutscher (Gärtner, 1994, S. 169–198) als auch internationaler Studien (z.B. Holder 1983; Biggs/Wild 1984; Daroca/Holder 1985; Tabor/Willis 1985; Cushing/Loebbecke 1986; Ameen/Strawser 1994; Johnson/Johnson 1997; Mahathevan 1997; Fraser et al. 1997) ein zunehmender Einsatz analytischer Prüfungshandlungen belegt werden konnte. Gemäß deutscher und internationaler Prüfungsstandards beginnt die Untersuchung unerwarteter Abweichungen im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen gewöhnlich mit einer Be-

fragung des Managements (IDW PS 312.27; ISA 520.7). Erscheint dem Prüfer die abgegebene Managementerklärung unzulänglich, sind weitere Prüfungshandlungen durchzuführen (IDW PS 312.27; ISA 520A21). Allerdings zeigten empirische Untersuchungen auf, dass solche Managementenerklärungen dazu führen, dass der Urteilsbildungsprozess des Abschlussprüfers verzerrt wird, was die Effektivität und Effizienz analytischer Prüfungshandlungen beeinträchtigen kann (z.B. Bierstaker et al. 1999, S. 32–33).

Die vorliegende Studie untersucht daher den Einfluss von Managementenerklärungen auf die Effektivität und Effizienz des Urteilsbildungsprozesses bei analytischen Prüfungshandlungen deutscher Abschlussprüfer und überprüft somit, ob die in den Prüfungsstandards verlangte Befragung des Managements zielführend ist. Aufgrund der vorliegenden internationalen Forschungsbefunde ist zu erwarten, dass der Erhalt einer Managementerklärung einen negativen Effekt besitzt. Um diese Hypothese zu testen, wurde eine experimentelle Studie durchgeführt, deren Ergebnisse darauf schließen lassen, dass eine korrekte Managementerklärung einen nur marginal positiven Effekt auf die Effektivität besitzt. Enthält die Managementerklärung hingegen irreführende Angaben und stuft der Prüfer zudem das Fehlerrisiko als hoch ein, gelingt es ihm seltener, den wahren Grund für die Abweichungen zu finden. Die Gründe hierfür sind jedoch weniger in einer mangelnden kritischen Distanz zum Mandanten, als vielmehr in Budgetrestriktionen zu suchen.

Die vorliegende Studie trägt in mehrfacher Hinsicht zum Erkenntnisfortschritt bei. Bislang liegen zum genannten Untersuchungsgegenstand ausschließlich Studien aus dem angelsächsischen Raum vor. Außerdem beschäftigten sich vorangegangene Studien zu meist nur mit einzelnen Phasen des Urteilsbildungsprozesses (z.B. Kaplan/Reckers 1989; Heiman 1990; Koonce 1992; Church/Schneider 1993; Anderson/Koonce 1995; Anderson/Koonce 1998; Ng et al. 2001), wohingegen diese Untersuchung den vollständigen Prozess analysiert. Daher kann untersucht werden, ob Verzerrungen in bestimmten Phasen des Urteilbildungsprozesses die folgenden Prozessphasen beeinflussen oder ob diese Verzerrungen stationären Charakter haben, d.h. in späteren Phasen kompensiert werden und das Endergebnis nicht beeinflussen. Weiterhin untersuchten frühere Studien ausschließlich den Effekt von Managementenerklärungen, wenn die unerwartete Abweichung durch einen Fehler verursacht war (Fehlerfall). Solch ein Ansatz berücksichtigt nicht, dass der Prüfer auch eine zutreffende Erklärung des Mandanten erhalten könnte, sofern die Abweichung nicht durch einen Fehler begründet war (Nichtfehlerfall). Diese Studie betrachtet hingegen beide Fälle. Zudem kamen in früheren Studien gewöhnlich univariate Analysemethoden zum Einsatz. Im Gegensatz dazu wird hier eine multivariate Regressionsanalyse verwendet, die es erlaubt, Interaktionseffekte zu kontrollieren. Schließlich handelt es sich um die erste Untersuchung nach den großen Bilanzskandalen, die teilweise auf eine fehlende kritische Grundhaltung des Prüfers zurückzuführen waren (z.B. Public Oversight Board 2000, S. 86 und 227; Benston/Hartgraves 2002, S. 126). Diese Fälle von Bilanzmanipulation könnten die kritische berufliche Grundhaltung des Abschlussprüfers generell geschärft haben, speziell gegenüber der Information seitens des Managements. Die vorliegende Studie basiert auf den Erkenntnissen der univariaten Analysen, die in Kayadelen 2008 und Quick/Kayadelen 2011 durchgeführt wurden. Dies ermöglicht pointiertere Hypothesen sowie differenziertere Beobachtungen in Verbindung mit deutlich komplexeren Erklärungsansätzen.

Die Untersuchung ist wie folgt strukturiert. Zu Beginn wird ein Modell zum Urteilsbildungsprozess im Rahmen von analytischen Prüfungshandlungen vorgestellt. Es schließt sich ein Überblick über die Ergebnisse vorangegangener Studien an, der zur Herleitung von Hypothesen verwendet wird. Danach folgt eine Darstellung des Designs des durchgeführten Experimentes sowie eine Beschreibung der vorliegenden Fallgestaltung. Der Hauptteil beinhaltet wesentliche Ergebnisse sowie deren Interpretation, die im abschließenden Teil zusammengefasst und kritisch reflektiert werden.

## **2 Der Urteilsbildungsprozess des Abschlussprüfers im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen**

Ein Basismodell des Urteilsbildungsprozesses im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen, welches auf einem kognitiv-psychologischen Ansatz (Newell/Simon 1972) basiert, wird von Koonce (1993, S. 58–59) vorgeschlagen.<sup>2</sup> Demnach beginnt der Urteilsbildungsprozess mit der Generierung einer Problemdarstellung, d.h. einer kognitiven Struktur, die das Wissen des Prüfers über die Durchführung analytischer Prüfungshandlungen darstellt (*mental representation*). Dies liefert einen Bezugsrahmen, der den Urteilsbildungsprozess des Prüfers – auch und insbesondere hinsichtlich analytischer Prüfungshandlungen – festlegt. Solche Darstellungen beinhalten in der Regel Erwartungen des Prüfers über innere Beziehungen von Jahresabschlussdaten untereinander, die genutzt werden können, um die ungeprüften Daten auf Plausibilität hin zu beurteilen. Stößt der Prüfer auf eine unerwartete Abweichung, wird er Vermutungen über deren Ursache anstellen (*Hypothesengenerierung*). Diese Phase beginnt gemäß IDW PS 312.27 bzw. ISA 520.7 mit einer Befragung des Managements. Nach Einholung einer solchen Mandantenerklärung entwickelt der Prüfer seine Erklärungshypothesen. In Betracht kommen entweder Fehlerhypothesen („Es liegt eine Falschdarstellung der Jahresabschlussposition vor.“) oder Nicht-Fehlerhypothesen („Es gibt eine angemessene ökonomische Erklärung für die Abweichung.“). Die Generierung einer geeigneten Hypothese ist ein kritischer Teilprozess bei analytischen Prüfungshandlungen. Ist ein Set von Hypothesen gebildet, sollte der Prüfer jede Hypothese daraufhin überprüfen, ob sie für die Abweichung verantwortlich sein könnte (*Informationssuche*). In einem nächsten Schritt bewertet der Prüfer die Plausibilität der laufenden Hypothesen vor dem Hintergrund der bisher erlangten Prüfungsnachweise (*Hypothesenbewertung*). Der Prüfer nutzt das Wissen über den Mandanten, um die plausibelste Hypothese zu identifizieren. Schließlich trifft der Prüfer eine Entscheidung über die nachfolgenden Prüfungshandlungen, d.h. er fällt ein Urteil über die Validität einer betrachteten Abweichungshypothese, welche wiederum das Urteil des Prüfers über die wahrheitsgemäße Darstellung des Jahresabschlusses beeinflusst (*Entscheidung*).

Der Urteilsbildungsprozess im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen ist ein iterativer Prozess mit der Möglichkeit zu Feedbacks. Einzelne Phasen können dabei übersprungen werden (s. Abbildung 1).

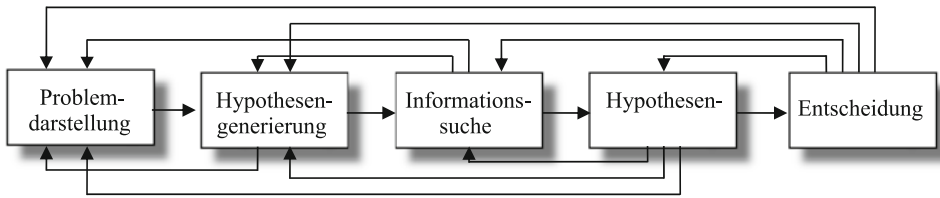


Abb. 1: Urteilsbildungsprozess im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen

### 3 Bisherige Forschung und Ableitung der Hypothesen

#### 3.1 Erkenntnisziele bisheriger Untersuchungen

Psychologische Forschungsergebnisse zeigen, dass Ausmaß und Strukturierung vorhandenen Wissens einen signifikanten Einfluss auf die Entwicklung einer angemessenen Problemrepräsentation haben (z.B. McKeithen et al. 1981). Individuen mit ausgeprägtem und gut strukturiertem Wissen (Experten) können im Vergleich zu Individuen mit geringem Wissensstand (Novizen) komplexe Informationsstrukturen erkennen und so bessere Problemlösungsansätze finden. Da sowohl Qualität als auch Quantität des vorhandenen Wissens schwer festzustellen sind, arbeiten empirische Studien oft mit Erfahrungssurrogaten. Neben der allgemeinen Prüfungserfahrung kommen die domänenspezifische (z.B. die Erfahrung mit speziellen Prüffeldern) sowie die branchenspezifische Erfahrung in Betracht. Bedard/Biggs (1991, S. 85–86) fanden heraus, dass lediglich die prüffeldspezifische Erfahrung mit einer besseren Prüfungsleistung im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen korreliert ist, nicht jedoch die allgemeine Prüfungserfahrung. Green (2008) stellte einen positiven Effekt der Branchenerfahrung auf das Ergebnis analytischer Prüfungshandlungen fest.

Ein weiteres Ziel bisheriger empirischer Studien war es, den Nutzen von Managementenerklärungen zu bewerten, wenn zuvor im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen unerwartete Soll-Ist-Abweichungen festgestellt wurden (z.B. Koonce 1993, S. 63). Verschiedene Studien (z.B. Bedard/Biggs 1991; Bierstaker et al. 1999; Ng et al. 2001; Green 2004) zeigten, dass Managementenerklärungen einen signifikanten Einfluss ausüben. Kinney und Haynes (1990, S. 96) wiesen als erste auf ein mögliches Problem bei den analytischen Prüfungshandlungen hin, indem sie vermuteten, dass Mandanten bei Rückfragen regelmäßig Nicht-Fehler-Erklärungen für unerwartete Abweichungen abgeben.<sup>3</sup> Da Managementenerklärungen gängige Praxis sind (Hirst/Koonce 1996, S. 462, 471), schlugen Kinney und Haynes (1990, S. 99) eine entsprechende Änderung der Prüfungsstandards vor. Viele darauffolgende Studien untersuchten den Effekt einer inkorrekten Nicht-Fehler-Erklärung des Managements im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen.

Ein Merkmal analytischer Prüfungshandlungen ist die beschränkte Rationalität, d.h. die hohe Problemkomplexität begrenzt das Erinnerungs- und Informationsverarbeitungs-vermögen des Prüfers (Gigerenzer/Selten 2002). Zur Komplexitätsreduktion werden heuristische Methoden herangezogen (Tversky/Kahneman 1973a; Tversky/Kahneman

1973b; Tversky/Kahneman 1974; Tversky/Kahneman 1979). Hier ist zum einen die Verfügbarkeits-Heuristik zu nennen, wonach ein Individuum ein Ereignis umso wahrscheinlicher einstuft, je leichter Fälle aus der Erinnerung abrufbar sind. Noch relevanter dürfte die Anker-Heuristik sein, d.h. die starke Ausrichtung an früheren Erfahrungen oder erhaltenen Vorabinformationen beim Einschätzen von Wahrscheinlichkeiten. Mandantenerklärungen können nun sowohl Auswirkungen auf die Verfügbarkeit haben wie als auch als Anker Verwendung finden. Nicht selten sind mit solchen Heuristiken Fehleinschätzungen verbunden (Tversky/Kahneman 1982, S. 3). Dieser theoretische Erklärungsansatz liegt sämtlichen nachfolgend vorgestellten Studien bzw. den darauf aufbauenden Untersuchungshypothesen zugrunde.

Es stellt sich somit die Frage, ob das Erfordernis einer Managementerklärung eine geringere Effektivität und/oder Effizienz der Prüfung zur Folge hat. Die generelle Hypothese lautet also, dass der Erhalt einer solchen Managementerklärung einen negativen Effekt auf den Urteilsbildungsprozess des Prüfers im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen hat. Diese Haupthypothese wird, wie in den nachfolgenden Abschnitten dargestellt, in sechs untergeordnete Hypothesen differenziert.

### 3.2 Phase 1: Hypothesengenerierung

Psychologische Forschungsergebnisse (Meyer/Schvaneveldt 1976, S. 27–33) belegen, dass eine übernommene Hypothese die Generierung weiterer, mit der erhaltenen Hypothese verwandter Erklärungsansätze erleichtert (*spreading effect* – Streuungseffekt). In Bezug auf analytische Prüfungshandlungen würde dies bedeuten, dass eine Managementerklärung<sup>4</sup> dazu führt, dass der Prüfer vermehrt Nicht-Fehler-Erklärungen generiert. Green (2004, S. 373) war die erste, der sich mit dieser Forschungsfrage auseinandersetzte. Anhand ihrer Ergebnisse wies sie einen signifikanten Einfluss von Managementklärungen nach. Prüfer, die eine Managementklärung erhielten, bildeten signifikant mehr Nicht-Fehler-Hypothesen als Prüfer ohne Managementklärung.

Eng damit verbunden ist der Interferenzeffekt (*interference effect*). Dieser beschreibt die Schwierigkeit eines Beteiligten, bei Erhalt einer Hypothese eine angemessene Anzahl von entgegengesetzten Hypothesen zu bilden (Anderson et al. 1992, S. 1).<sup>5</sup> Im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen könnte dies bedeuten, dass Prüfer bei Erhalt einer Managementklärung nicht in der Lage sind, eine ausreichende Anzahl Fehlerhypothesen zu generieren. Eine der ersten Studien hierzu lieferte Heiman (1990, S. 880, 883). Sie entdeckte einen signifikant negativen Effekt der Managementklärung auf die eigene Generierung von Fehlerhypothesen. Hingegen konnten Ng et al. (2001, S. 361) und Green (2004, S. 379–380) keinen Interferenzeffekt nachweisen. Sowohl der Streuungs- als auch der Interferenzeffekt lassen sich mit der Verfügbarkeits- bzw. der Anker-Heuristik erklären.

Diese Überlegungen führen zu den folgenden Hypothesen:

- H<sub>1</sub>:** Prüfer, die eine Managementklärung erhalten, bilden mehr Nicht-Fehler-Hypothesen (Streuungseffekt)
- H<sub>2</sub>:** Prüfer, die eine Managementklärung erhalten, bilden weniger Fehler-Hypothesen (Interferenzeffekt)

### 3.3 Phase 2: Informationssuche

Erhalten Prüfer von externer Seite eine Erklärung für eine unerwartete Abweichung, könnten sie ihre Informationssuche darauf richten, diese erhaltene Hypothese zu bestätigen (konfirmatorische Prozesse). In der psychologischen Forschung (z.B. Taplin 1975, S. 85–96; Major 1980, S. 1010–1023) wurden solche Bestätigungseffekte nachgewiesen. Für den Bereich der Prüfung untersuchte Green (2004, S. 383), ob eine Managementerklärung die Suchstrategie beeinflusst. Es gab keinen signifikanten Effekt auf den Prüfungsumfang (Anzahl durchgeführter Prüfungshandlungen, in Anspruch genommener Zeiträumen), die Prüfungsbreite (Anzahl der untersuchten Abweichungshypothesen) oder die Prüfungstiefe (Anzahl der durchgeführten Tests pro Hypothese). Des Weiteren fand sie heraus, dass die Akteure den Schwerpunkt ihrer Suche auf einen Bereich um die Managementerklärung herum legten, dies jedoch nicht zum Ausschluss anderweitiger Erklärungen führte. Die Prüfer nahmen eher eine ausgewogene Informationssuche vor und deckten – im Hinblick auf mögliche Erklärungen für die Abweichung – das Prüfungsgebiet weitgehend ab.

Hinsichtlich der Breite der Informationssuche lieferte eine Studie von Asare et al. vergleichbare Ergebnisse. Auf der anderen Seite erkannten Asare et al. (1998, S. 22–24), dass Prüfer mit inkorrekt erhaltener Nicht-Fehlererklärung des Mandanten im Vergleich zu Prüfern ohne Mandantenerklärung signifikant häufiger Tests, die auf die Mandantenerklärung abzielten, und signifikant weniger Tests, die auf einen Fehler abzielten, durchführten.

Daher soll untersucht werden, ob es Auswirkungen der Managementerklärung auf die Informationssuche des Prüfers gibt, wozu die folgenden Hypothesen formuliert werden:

- H<sub>3</sub>:** Prüfer, die eine Managementerklärung erhalten, führen mehr Tests in Richtung der erhaltenen Erklärung durch.
- H<sub>4</sub>:** Prüfer, die eine Managementerklärung erhalten, führen weniger Tests in Richtung eines möglichen Fehlers durch.

### 3.4 Phase 3: Hypothesenbewertung

Eine Managementerklärung könnte zudem über Anker-Effekte die Hypothesenbewertung im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen negativ beeinflussen. Kaplan und Reckers (1989, S. 545) beobachteten, dass speziell erfahrene Prüfer versuchen, eine unerwartete Abweichung auf eine plausible Ursache zurückzuführen. Das Risiko für die Effektivität und Effizienz der Prüfung ist offensichtlich, denn es ist davon auszugehen, dass Mandanten in der Regel bemüht sind, dem Prüfer bei der Befragung eine Nicht-Fehler-Erklärung abzugeben.

In diesem Zusammenhang sind auch die Studien von Green/Trotman (2003, S. 227) und Green (2004, S. 386) zu sehen, die herausfanden, dass 34% (bzw. 42%) der Prüfer, die an der Studie teilnahmen, eine Managementerklärung akzeptierten, obwohl die durchgeführten Tests eigentlich darauf hinwiesen, dass die abgegebene Erklärung unzutreffend war. Zudem sah in der Untersuchung von Green (2004, S. 386) kein Prüfer in der Testgruppe ohne Managementerklärung die hierin formulierte Abweichungsursache als zutreffend an. Die Ergebnisse von Asare et al. (1998, S. 22) sind vergleichbar.



Vor dem Hintergrund der zuvor dargestellten Überlegungen über den vermeintlichen Einfluss der Managementerklärung ist demnach ein signifikanter Effekt auf die Erfolgsquote<sup>6</sup> zu vermuten. Bierstaker et al. (1999) stellten fest, dass nur einer von zwölf teilnehmenden Prüfern dazu in der Lage war, die Nicht-Korrektheit zu erkennen und so die analytische Prüfungshandlung erfolgreich beenden konnte. Es kann davon ausgegangen werden, dass Prüfer ohne Managementerklärung – und ohne hieraus resultierende Verzerrungen im Hinblick auf die Hypothesengenerierung und die Informationssuche – die tatsächliche Ursache einer Abweichung signifikant häufiger finden als Prüfer mit einer Managementerklärung. Eine der wenigen Studien, die sich diesen Zusammenhängen widmete, wurde von Bedard/Biggs (1991, S. 81–82) durchgeführt. Sie fanden heraus, dass die Managementerklärung des Mandanten keinen signifikanten Effekt auf den Erfolg der Prüfer hat. Green (2004) erzielte ähnliche Ergebnisse.

Daher werden die folgenden Hypothesen untersucht:

- H<sub>5</sub>:** Prüfer, die eine Managementerklärung erhalten, wählen diese häufiger als die wahrscheinlichste Abweichungsursache.
- H<sub>6</sub>:** Prüfer, die eine inkorrekte Managementerklärung erhalten, klassifizieren die tatsächliche Abweichungsursache seltener als die wahrscheinlichste.

## 4 Untersuchungsdesign

### 4.1 Forschungsmethode und Teilnehmer

Um die oben genannten Hypothesen zu testen, wurde ein Experiment konzipiert, bei dem die Teilnehmer den Grund für eine wesentliche Abweichung im Jahresabschluss eines Industrieunternehmens herausfinden sollten. Das Experiment beinhaltet drei binäre Variablen:

- Erhalt einer Managementerklärung (ja/nein)
- Fehlerfall (Abweichung durch Fehler verursacht) vs. Nichtfehlerfall (Abweichung hat eine plausible Erklärung)
- Fehlerrisiko im Jahresabschluss (hoch/niedrig)

Folglich ergibt sich ein 2×2×2-Design.

Bei den Teilnehmern der Studie handelt es sich um 87 zufällig ausgewählte Prüfer von Big4 Prüfungsgesellschaften. Die Teilnehmer wurden jeweils zufällig einer der acht möglichen Fallgestaltungen zugewiesen. Die durchschnittliche Prüfungserfahrung der Teilnehmer lag bei 56,81 Monaten. 46 Teilnehmer beschrieben sich selbst als Experten im Bereich der Prüfung von Produktionsunternehmen. Die anderen 41 Teilnehmer schätzen sich dagegen als Novizen ein. Die Experten besitzen wesentlich mehr Erfahrung in der Prüfung von Produktionsunternehmen, wesentlich mehr Mandanten mit bedeutsamen Vorratsbeständen und nahmen an wesentlich mehr Inventurprüfungen teil als die Novizen (Tabelle 1).<sup>7</sup> Hingegen gibt es zwischen Experten und Novizen keine wesentlichen Unterschiede im Hinblick auf ihre allgemeine Prüfungserfahrung.

**Tab. 1:** Prüfungserfahrung von Experten und unerfahrenen Prüfern

Dimensionen der Erfahrung	Experten n=46	Novizen n=41	Signifikanz (2-seitig)
Allgemeine Prüfungserfahrung [Monate]	59,8	53,4	0,316
Erfahrung im produzierenden Gewerbe [Monate]	43,7	17,6	0,000
Anteil von Mandanten mit hohem Vorratsvermögen	60,8	35,9	0,000
Anteil von Mandaten, an denen der Prüfer bei der Vorratsprüfung teilgenommen hat	47,1	27,1	0,001

## 4.2 Aufgabenstellung

Die Aufgabestellung orientierte sich an den in den Studien von Asare/Wright (2003), Green/Trotman (2003) und Green (2004, 2008) verwendeten Fällen, wobei eine Anpassung an die Erfordernisse einer handelsrechtlichen Jahresabschlussprüfung vorgenommen werden musste.<sup>8</sup> Die Teilnehmer erhielten ein Anschreiben, das auf eine Internetseite verwies, von der die Fallunterlagen heruntergeladen und auf der der Fall bearbeitet werden konnte. Um die Materialien herunterzuladen, benötigten die Teilnehmer ein Passwort, welches sie ebenfalls dem Anschreiben entnehmen konnten. Ein weiteres Passwort wurde benötigt, um mit der Aufgabe zu beginnen. Dieses zweite Passwort war in den Materialien enthalten.

Die Materialien zur Fallstudie enthielten umfassende Hintergrundinformationen über einen Mandanten des produzierenden Gewerbes, inklusive Jahresabschlussdaten des laufenden (ungeprüften) und des vorangegangenen (geprüften) Geschäftsjahres, Finanzkennzahlen sowie Ergebnisse analytischer Prüfungshandlungen, die eine unerwartete wesentliche Abweichung der Rohgewinnspanne offenbarten. Die Begleitmaterialien wiesen die Teilnehmer an, sich auf diese Abweichung zu konzentrieren und die Ursache hierfür ausfindig zu machen. Die Prüfer wurden darüber informiert, dass die Abweichungsursache sowohl auf Änderungen im Unternehmensumfeld des Mandanten zurückzuführen als auch durch einen Fehler im Rechnungswesen verursacht worden sein könnte.

Die Hintergrundinformationen über das Unternehmen enthielten unter anderem Information über das Risiko wesentlicher Falschdarstellungen. Im Fall eines hohen Risikos wurde darauf hingewiesen, dass ein neuer Finanzcontroller eingestellt wurde. Sein Vorgänger hatte dem Mandanten aus unbekannten Gründen gekündigt. Die Materialien für die Version mit niedrigem Risiko gaben an, dass keine personellen oder strukturellen Veränderungen beim Mandanten stattgefunden hatten.

Im Hinblick auf die tatsächliche Ursache für die Abweichung wurde zwischen der Fehler-Version und der Nicht-Fehler-Version differenziert. Bei der Fehler-Version wurde die unerwartete Abweichung durch eine falsche Zuordnung einer durch gestiegene Fertigungs- und Materialgemeinkosten ausgelösten Kostenabweichung verursacht. Die gesamte Kostenabweichung wurde auf das Konto fertige Erzeugnisse gebucht. Die richtige Buchung wäre eine verursachungsgerechte Allokation auf die Umsatzkosten und die fertigen Erzeugnisse gewesen. Es resultiert eine Überbewertung der Bestände an fertigen Erzeugnissen und eine Unterbewertung der Umsatzkosten. Folglich war die Rohgewinnspanne zu hoch. Bei der Nicht-Fehler-Version wurde die unerwartete Abweichung hinge-

gen durch einen Anstieg der Verkaufspreise verursacht. In Verbindung mit einem niedrigeren Kostenanstieg pro Stück resultiert dies ebenso in einer gestiegenen Rohgewinnspanne.

Die Fallgruppe mit einer Managementbefragung beinhaltete eine Managementerklärung für die unerwartete Abweichung, welche die gestiegene Rohgewinnspanne den gestiegenen Verkaufspreisen zuschrieb. Während der Bearbeitung fanden die Teilnehmer sowohl in der Fehler- als auch in der Nicht-Fehler-Version Hinweise auf höhere Verkaufspreise. Nur in der Nicht-Fehler-Version war jedoch der Anstieg der Verkaufspreise auch der tatsächliche Grund für die Abweichung. In der Fehler-Version wurden die gestiegenen Verkaufspreise durch gestiegene Gemeinkosten ausgeglichen, so dass bei korrekten Jahresabschlussdaten keine Erhöhung der Rohgewinnspanne zu erwarten gewesen wäre.

### 4.3 Fallbearbeitung

Nach dem Lesen der Aufgabenstellung mussten die Teilnehmer sich auf der angegebenen Internetseite authentifizieren, bevor ihnen die Fallbearbeitung komplett online möglich war. Zunächst wurden sie aufgefordert, mögliche Abweichungsursachen zu formulieren und gemäß der wahrgenommenen Eintrittswahrscheinlichkeit zu ranken. Darauf wählten die Teilnehmer eine gewünschte Prüfungshandlung aus einer Liste von 19 möglichen Prüfungen aus (Informationssuche), erhielten und bewerteten die Testergebnisse (Formulierung und Ranken der weiterhin betrachteten Abweichungsursachen) und konnten, falls gewünscht, weitere Tests abrufen. Dieser Prozess der Auswahl, Überprüfung und Bewertung einzelner Tests wurde so lange wiederholt, bis die Prüfer sich für eine mögliche Ursache als die wahrscheinlichste Ursache für die bemerkte Abweichung entschieden (Hypothesenbewertung). Das Experiment wurde zudem unter realistischen zeitlichen Begrenzungen durchgeführt. Jedem Test wurde ein gewisses Zeitkontingent zugewiesen und das Zeitbudget betrug insgesamt 18 Stunden. Die Teilnehmer sollten dieses Zeitbudget nicht um mehr als 10% überschreiten. Abbildung 2 gibt den Ablauf der Fallbearbeitung wieder.

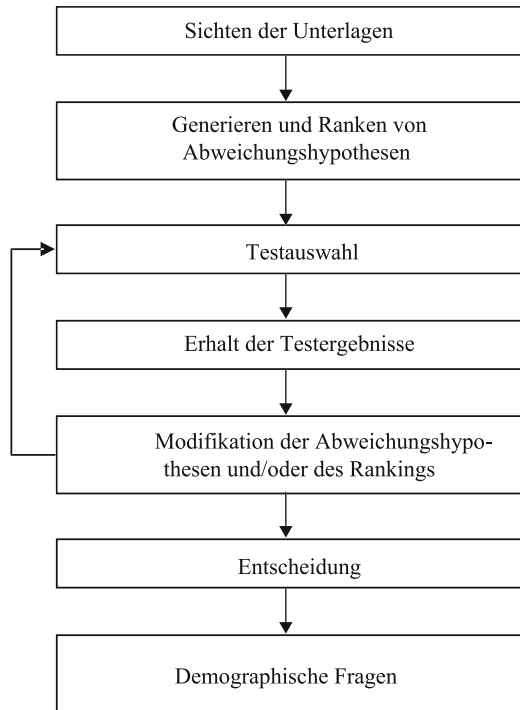
Die vorgegebene Liste der verfügbaren Tests deckte fünf mögliche Abweichungsursachen ab:

- Anstieg der Verkaufspreise (fünf Tests);
- fehlerhafte Zuordnung einer Kostenabweichung (vier Tests);
- Fehler im Posten Umsatzerlöse (drei Tests);
- allgemeine Veränderungen im internen oder externen Unternehmensumfeld (Nicht-Fehler) (zwei Tests);
- Fehler in den Vorratsbeständen (fünf Tests).

Die Auswahl und korrekte Interpretation der Tests machte es den Teilnehmern möglich, die tatsächliche Ursache für die Abweichung zu erkennen.

### 4.4 Methodik

Um die einzelnen Hypothesen zu testen, wurden OLS Regressionsmodelle verwendet, um den Einfluss der Managementerklärung (ME: 0 = keine ME gegeben; 1 = ME gege-

**Abb. 2:** Fallbearbeitung

ben), der Höhe des Fehlerrisikos (risk: 0 = niedriges Risiko; 1 = hohes Risiko), der Abweichungsursache (Fehler: 0 = Nicht-Fehler-Version; 1 = Fehler-Version) sowie die jeweiligen Interaktionsvariablen (als Produkt der unabhängigen Variablen) abzuschätzen. Es entsteht ein spezifisches Regressionsmodell zum Prüferverhalten in den verschiedenen Phasen des Urteilsbildungsprozesses.<sup>9</sup>

abh.  $\text{Variable}_i = \text{const.} + a_1 \times \text{ME} + a_2 \times \text{risk} + a_3 \times \text{Fehler} + a_4 \times \text{ME} \times \text{risk} + a_5 \times \text{ME} \times \text{Fehler} + a_6 \times \text{risk} \times \text{Fehler} + a_7 \times \text{ME} \times \text{risk} \times \text{Fehler} + \text{Rauschen}$  ( $i = 1, \dots, 6$ )

Obwohl alle Variablen nachweislich ausreichend stochastisch unabhängig sind, werden zusätzlich alle Submodelle (ME, risk, Fehler separat und in Kombination, Interaktionsvariablen separat und in Kombination, jede Variable in jedweder Kombination) betrachtet. So lassen sich signifikante Abweichungen auch für den Fall, dass die an sich unabhängigen Variablen nur in bestimmten Konstellationen einen Effekt auf den Urteilsbildungsprozess des Prüfers haben, feststellen.

Die abhängigen Variablen variieren für die jeweils betrachtete Hypothese und werden in Abschnitt 5 näher beschrieben. Einen Überblick über die verwendeten abhängigen Variablen der betreffenden Hypothesen ( $H_1, \dots, H_6$ ) bietet Tabelle 2.

Zudem wird jeweils ein Regressionsmodell für Experten und Novizen getrennt erstellt, sowie für Experten und Novizen jeweils ein t-Test zur Überprüfung auf Gruppen-

**Tab. 2:** Abhängige Variablen für die Hypothesen H<sub>1</sub> bis H<sub>6</sub>

Abhängige Variablen für die Hypothesen H<sub>i</sub> (i = 1, ..., 6)

H <sub>1</sub>	Anzahl der Nicht-Fehler-Hypothesen im Rahmen der anfänglichen und der abschließenden Hypothesengenerierung
H <sub>2</sub>	Anzahl der Fehler-Hypothesen im Rahmen der anfänglichen und der abschließenden Hypothesengenerierung
H <sub>3</sub>	Anzahl der Tests in Richtung der Managementerklärung
H <sub>4</sub>	Anzahl der Tests in Richtung möglicher Fehlerursachen
H <sub>5</sub>	Anteil der Prüfungen, in denen die Managementerklärung akzeptiert wurde
H <sub>6</sub>	Anteil der Prüfungen, in denen eine Fehler-Hypothese akzeptiert wurde

unterschiede durchgeführt. Auf die zugehörigen Ergebnisse wird im Weiteren nur eingegangen, sofern sich hier wesentliche Abweichungen ergeben.

Prüfer aus der Fallgruppe mit höherem Fehlerrisiko bewerteten das Risiko für Falschdarstellungen wesentlich höher als Prüfer der Fallgruppe mit niedrigem Fehlerrisiko (Tabelle 3). Dies zeigt, dass die Manipulation des Fehlerrisikos wie gewünscht wahrgenommen wird.

**Tab. 3:** Risikoeinschätzung der Gruppen mit hohem und mit niedrigem Fehlerrisiko

	Risikoeinschätzung $\mu$ [ $\sigma$ ]
Niedriges Risiko (n=42)	2,79 [0,66]
Hohes Risiko (n=45)	3,13 [0,73]
Signifikanz	0,019

## 5 Ergebnisse und Diskussion

### 5.1 Phase 1: Hypothesengenerierung

Zunächst wird die anfängliche Hypothesengenerierung betrachtet, welche diejenigen Hypothesen beinhaltet, welche der Prüfer noch vor Durchführung jedweder Tests aufstellt. Tabelle 4 zeigt, dass die Managementerklärung eine signifikant positive Auswirkung auf die Anzahl der generierten Hypothesen hat; dieser Effekt kann jedoch nur bei Probanden i.V.m. einem als hoch wahrgenommenen Fehlerrisiko beobachtet werden.

**Tab. 4:** Anzahl der Hypothesen im Rahmen der anfänglichen Hypothesengenerierung

	Nicht-standardisiert		Standardisiert		Sig.
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta	T	
(const. term)	3,147	0,241		13,036	0,000
ME*risk	1,436	0,473	0,416	3,039	0,004
Adj. R <sup>2</sup>	0,155				

Eine getrennte Analyse der Anzahl von Nicht-Fehler- und Fehler-Hypothesen (zur Identifikation von Streuungs- und Interferenzeffekten der Hypothesen  $H_1$  und  $H_2$ ) ergibt, dass nur die Anzahl der betrachteten Fehler-Hypothesen signifikant betroffen ist. Bezüglich der Nicht-Fehler-Hypothesen lässt sich kein signifikanter Streuungseffekt beobachten, so dass  $H_1$  nicht angenommen werden kann. Der Effekt auf die Fehler-Hypothesen ist signifikant und entgegen der Erwartung positiv. Untersuchungsteilnehmer, die eine Nicht-Fehler-Managementerklärung erhielten, bildeten im Durchschnitt signifikant mehr Fehler-Hypothesen als solche ohne eine Managementerklärung. Folglich kann auch  $H_2$  nicht angenommen werden. Das positive Vorzeichen des Regressionskoeffizienten deutet vielmehr auf einen inversen Interferenzeffekt hin (Tabelle 5). Daher lässt sich folgern, dass Prüfer in Konstellationen mit erhöhtem Fehlerrisiko auf Managementenerklärungen skeptisch reagieren. Sie scheinen der erhaltenen Erklärung zu misstrauen, was für eine ausgeprägte kritische Grundhaltung spricht.

**Tab. 5:** Anzahl der Fehler-Hypothesen im Rahmen der anfänglichen Hypothesengenerierung

	Nicht-standardisiert		Standardisiert		
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta	T	Sig.
(const. term)	1,618	0,243		6,644	0,000
ME*risk	1,716	0,477	0,477	3,599	0,001
Adj. R <sup>2</sup>	0,210				

Die Analyse der während des gesamten Prüfungsprozesses betrachteten Abweichungsursachen, d.h. auch solcher, die von den Teilnehmern erst nach Vorlage von Testergebnissen generiert wurden, (gesamte Hypothesengenerierung) bestätigt die Ergebnisse der anfänglichen Hypothesengenerierung. In Situationen mit hohem Fehlerrisiko bilden die Probanden signifikant mehr Hypothesen (Tabelle 6); dies ist wiederum durch einen inversen Interferenzeffekt zu erklären (Tabelle 7).

**Tab. 6:** Anzahl der Hypothesen im Rahmen der abschließenden Hypothesengenerierung

	Nicht-standardisiert		Standardisiert		
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta	T	Sig.
(const. term)	3,912	0,257		15,227	0,000
ME*risk	1,088	0,503	0,310	2,164	0,036
Adj. R <sup>2</sup>	0,076				

**Tab. 7:** Anzahl der Fehler-Hypothesen im Rahmen der abschließenden Hypothesengenerierung

	Nicht-standardisiert		Standardisiert		
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta	T	Sig.
(const. term)	1,912	0,245		7,806	0,000
ME*risk	1,588	0,480	0,447	3,312	0,002
Adj. R <sup>2</sup>	0,181				



Für die Interpretation dieser Ergebnisse ist es von Interesse, ob der Interferenzeffekt in der Fehler-Version, der Nicht- Fehler-Version oder in beiden Fällen zu beobachten ist. Tabelle 8 zeigt, dass die Ergebnisse hauptsächlich von der Nicht-Fehler-Version getrieben sind. Für die Fehler-Version ist das Vorzeichen des Regressionskoeffizienten positiv, dieser aber allenfalls marginal signifikant. Daher kann man schließen, dass Prüfer zu skeptisch gegenüber Managementenerklärungen sind. Dies könnte einen negativen Einfluss auf die Prüfungseffizienz haben.

**Tab. 8:** Anzahl der Fehler-Hypothesen im Rahmen der abschließenden Hypothesengenerierung

	Nicht-standardisiert		Standardisiert	T	Sig.
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta		
(const. term)	1,562	0,288		5,434	0,000
ME*risk	2,038	0,589	0,621	3,457	0,003
Adj. R <sup>2</sup>	0,354				

## 5.2 Phase 2: Informationssuche

Um den Einfluss einer Managementenerklärung auf die Informationssuche zu messen, wird die Anzahl der Tests herangezogen, die der Prüfer vorgenommen hat, um eine bestimmte Hypothese über die zugrunde liegende Ursache der unerwarteten Fluktuation zu bewerten. Tabelle 9 zeigt, dass eine Managementenerklärung nicht in einer verstärkten Suche nach Informationen, die in Richtung von Nicht-Fehler-Hypothesen abzielen, resultiert. Daher kann Hypothese H<sub>3</sub> nicht bestätigt werden.

**Tab. 9:** Anzahl der Tests in Richtung Managementenerklärung

	Nicht-standardisiert		Standardisiert	T	Sig.
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta		
(const. term)	1,800	0,312		5,772	0,000
Fehler	-0,618	0,431	-0,320	-01,435	0,155
ME	-1,229E-14	0,441	0,000	0,000	1,000
risk	-0,550	0,422	-0,284	-1,303	0,197
ME*Fehler	0,455	0,609	0,204	0,746	0,458
ME*risk	0,500	0,597	0,228	0,837	0,405
risk*Fehler	0,968	0,603	0,429	1,605	0,113
ME*risk*Fehler	-0,918	0,848	-0,316	-1,083	0,282
Adj. R <sup>2</sup>	0,010				

Des Weiteren haben die Teilnehmer, die eine Managementenerklärung erhielten, nicht signifikant weniger Tests zur Bewertung von potenziellen Fehler-Hypothesen ausgeführt (Tabelle 10) als die Teilnehmer ohne Managementenerklärung. H<sub>4</sub> kann also ebenfalls nicht bestätigt werden.

**Tab. 10:** Anzahl der Tests in Richtung möglicher Fehlerursachen

	Nicht-standardisiert		Standardisiert		Sig.
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta	T	
(const. term)	2,750	0,773		3,556	0,001
Fehler	0,679	0,970	0,230	0,700	0,488
ME	1,050	1,038	0,358	1,012	0,318
Risk	0,536	0,970	0,182	0,553	0,584
ME*Fehler	-0,479	1,348	-0,147	-0,355	0,725
ME*risk	-0,336	1,377	-0,100	-0,244	0,809
risk*Fehler	0,236	1,327	0,070	0,178	0,860
ME*risk*Fehler	-1,150	1,860	-0,281	-0,618	0,540
Adj. R <sup>2</sup>	0,010				

Auch differenziertere Analysen (Experten vs. Novizen; Fehler-Version vs. Nicht-Fehler-Version; geringes vs. hohes Risiko) lassen keine signifikanten Muster erkennen. Insgesamt lässt sich vermuten, dass der Erhalt einer Managementerklärung keinen signifikanten Einfluss auf die Informationssuche hat. Interessanterweise führt der zuvor festgestellte inverse Interferenzeffekt nicht zur vermehrten Durchführung von Tests, die auf einen Fehler in der Rechnungslegung ausgelegt sind.

### 5.3 Phase 3: Hypothesenbewertung

Um H<sub>5</sub> zu testen, werden die Häufigkeiten analysiert, mit der die Probanden mit und ohne Managementerklärung diese als wahrscheinlichste Ursache für die Abweichung erachteten. Tabelle 11 zeigt, dass es keine signifikanten Abweichungen im Hinblick auf den Erhalt einer Managementerklärung gibt. Differenziertere Analysen liefern das gleiche Ergebnis. Demnach kann H<sub>5</sub> nicht verifiziert werden.

**Tab. 11:** Anteil der Prüfungen, bei denen die Managementerklärung akzeptiert wurde

	Nicht-standardisiert		Standardisiert		Sig.
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta	T	
(const. term)	0,487	0,105		4,654	0,000
Fehler	-0,192	0,145	-0,103	-1,327	0,185
ME	-0,100	0,148	-0,053	-0,675	0,500
Risk	-0,206	0,142	-0,110	-1,454	0,146
ME*Fehler	0,194	0,201	0,091	0,966	0,334
ME*risk	0,191	0,205	0,089	0,933	0,351
risk*Fehler	0,423	0,203	0,194	2,089	0,037
ME*risk*Fehler	-0,286	0,285	-0,102	-1,003	0,316
Adj. R <sup>2</sup>	0,010				

Weiterhin zeigt Tabelle 11, dass die Probanden offensichtlich dazu neigen, Nicht-Fehler-Erklärungen im Fehler-Fall für solche Konstellationen zu akzeptieren, in denen das Risiko als hoch angenommen wird. Diese Beobachtung ist mit unseren Vorabüberlegun-

gen bezüglich  $H_6$  konsistent, die den negativen Effekt einer Managementerklärung auf die Möglichkeit des Prüfers beschreibt, die tatsächliche Ursache für die Abweichung im Fehler-Fall zu identifizieren. Um diese Hypothese zu testen, werden die Häufigkeiten betrachtet, mit denen Prüfer mit und ohne Managementerklärung eine Fehler-Hypothese als die wahrscheinlichste erachteten. Tabelle 12 zeigt, dass in der Fehler-Version die Häufigkeit, mit der der wahre Grund für die Abweichung ausgewählt wurde, für Prüfer mit Managementerklärung niedriger ist, wenn das Fehlerrisiko hoch ist. Daher ist  $H_6$  für den Fall eines hohen Risikos bestätigt. In diesem Fall wirkt der Erhalt einer Managementerklärung negativ auf die Prüfungseffektivität.

**Tab. 12:** Anteil der Prüfungen, bei denen die Managementerklärung zurückgewiesen wurde

	Nicht-standardisiert		Standardisiert		Sig.
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta	T	
(const. term)	-3,720E-14	0,082		0,000	1,000
Fehler	0,398	0,114	0,255	3,494	0,001
ME	4,584E-14	0,117	0,000	0,000	1,000
risk	4,731E-14	0,112	0,000	0,000	1,000
ME*Fehler	-5,825E-14	0,158	0,000	0,000	1,000
ME*risk	0,239	0,161	0,133	1,482	0,139
risk*Fehler	0,252	0,159	0,138	1,583	0,114
ME*risk*Fehler	-0,605	0,224	-0,258	-2,699	0,007
Adj. $R^2$	0,109				

In der Nicht-Fehler-Version, in der die Managementerklärung also den tatsächlichen Grund für die Abweichung beinhaltet, kann, wie in Tabelle 13 dargestellt, ein marginal positiver Effekt identifiziert werden.

**Tab. 13:** Anteil der Prüfungen, bei denen die Managementerklärung akzeptiert wurde (Nicht-Fehler-Version)

	Nicht-standardisiert		Standardisiert		Sig.
	Koeffizient	Std. Fehler	Beta	T	
(const. term)	0,273	0,145		1,882	0,074
ME	0,394	0,201	0,394	1,964	0,063
Adj. $R^2$	0,115				

## 6 Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Erhalt einer Managementerklärung zunächst nicht den befürchteten negativen Effekt auf den Urteilsbildungsprozess des Prüfers im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen hat. Die Ergebnisse vorangegangener Studien konnten somit in weiten Teilen nicht bestätigt werden; eine Ausnahme bildet auf den ersten Blick Hypothese  $H_6$ .

Hinsichtlich der Generierung der Hypothesen durch den Prüfer konnte ein inverser Interferenzeffekt für Experten für den Fall nachgewiesen werden, dass er das Fehlerrisiko als hoch erachtet. In dieser Situation reagieren die Prüfer skeptisch auf Erklärungen des Managements. Die höhere Anzahl berücksichtigter Fehlerhypothesen führt jedoch nicht zu einer höheren Anzahl angewendeter Tests. Vermutlich wiegen an dieser Stelle ökonomische Restriktionen wie der Druck auf die Prüfungshonorare und somit auf die Prüfungseffizienz schwerer als die verstärkte kritische Grundhaltung. Für diese Vermutung spricht, dass die Probanden im Falle eines erhöhten Risikos das zur Verfügung stehende Zeitbudget vollständig ausgenutzt haben. Konnten sie ihren möglicherweise bestehenden Verdacht eines vorliegenden Fehlers nicht durch vermehrte Tests hinreichend sicher aufklären, sehen die Prüfungsstandards vor, dass der Erklärung des Managements Folge zu leisten ist – was die Bestätigung von  $H_0$  plausibel machen würde. Dies wäre allerdings nicht auf die verzerrende Wirkung der Mandantenerklärung, sondern ein zu enges Prüfungsbudget zurückzuführen. Vor diesem Hintergrund ist der Fokus des aktuellen Grünbuchs der Europäischen Kommission (2010) durchaus kritisch zu sehen, da es die Möglichkeit nicht auskömmlicher Prüfungshonorare und einer daraus resultierenden unzureichenden Prüfungsqualität gar nicht thematisiert. Im Hinblick auf die Nicht-Fehler-Version hat die Managementenerklärung einen leicht positiven Effekt auf die Effektivität.

Vor dem Hintergrund der Ergebnisse dieser Studie ist ist die Angemessenheit der Befragung des Managements gemäß IDW PS 312.27 und ISA 520.7 differenziert zu bewerten. Im Allgemeinen fanden sich keine wesentlichen Unterschiede zwischen Prüfern mit und ohne Managementenerklärung. Daher sind Befragungen des Managements grundsätzlich als bedenkenlos einzustufen. Hinsichtlich der Effektivität analytischer Prüfungshandlungen fanden wir zunächst Hinweise auf eine Verschlechterung in der Fehler-Version. In der Nicht-Fehler-Version wurde hingegen eine leichte Verbesserung konstatiert. Dieses Ergebnis ist besonders von Interesse, da vorangegangene Studien die Möglichkeit einer zutreffenden Mandantenerklärung zumeist unberücksichtigt ließen. Bezogen auf die Effizienz analytischer Prüfungshandlungen ergaben sich Hinweise auf einen inversen Interferenzeffekt in der Phase der Hypothesengenerierung des Urteilsbildungsprozesses. Experten entwickeln bei einem als hoch wahrgenommenen Fehlerrisiko mehr Fehlerhypothesen, wenn sie eine Mandantenerklärung erhalten.

Es wurden getrennte Tests für Experten und Novizen durchgeführt; insgesamt lässt sich kein negativer Einfluss von Managementenerklärungen auf die Gruppe der Novizen feststellen. Als Begründung hierfür ließen sich zwei regulatorische Veränderungen in Deutschland – die verpflichtende Einführung externer Qualitätskontrollen im Jahr 2000 (z.B. Köhler/Marten 2002) und die Verbesserung interner Qualitätskontrollstandards im Jahr 2004 – und das damit einhergehende verbesserte Qualitätsmanagement von Prüfungsgesellschaften vermuten. Des Weiteren könnte die Anwendung von Entscheidungshilfen, z.B. Checklisten, geeignet sein ein Erfahrungsdefizit auszugleichen (z.B. Messier 1995; Bedard/Graham 2002). Nicht zuletzt weisen Novizen häufig eine höhere kritische Grundhaltung auf (Nelson 2009) und könnten so durch die Managementenerklärung weniger beeinflusst werden.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die meisten der aufgestellten Hypothesen nicht bestätigt werden konnten. Dieses Gesamtergebnis steht im Gegensatz zu den Ergebnissen vorangegangener Untersuchungen.<sup>10</sup> Ein Grund für diesen Widerspruch

könnte sein, dass deren Teilnehmer eine andere Aufgabenstellung erhielten. Frühere Studien betrachteten nur einzelne Phasen des Urteilsbildungsprozesses im Rahmen analytischer Prüfungshandlungen. Im Rahmen der hier vorliegenden Untersuchung mussten die Untersuchungsteilnehmer hingegen den vollständigen Prozess durchlaufen. Dieser realistischere Ansatz könnte die Teilnehmer besser motiviert haben. Auch die verschiedenen Untersuchungszeitpunkte der Studien könnten die unterschiedlichen Ergebnisse (mit) begründen. Der Großteil der bisherigen Forschung fand im Zeitraum zwischen 1980 und 2000 statt, wohingegen die vorliegende Studie im Jahr 2007 durchgeführt wurde. Möglicherweise haben verbesserte Prüfungsstandards und angemessenere Prüfungstechniken die Qualität der Jahresabschlussprüfung erhöht. Darüber hinaus könnten die zahlreichen Bilanzskandale nach dem Jahr 2000 zu einer gestiegenen kritischen Grundhaltung der Prüfer gegenüber unerwarteten Schwankungen und Managementerklärungen geführt haben. Die Bilanzskandale haben zudem die Relevanz der Prüferreputation betont (Chaney/Philipich 2002). Ein geschärftes Bewusstsein über die Reputationseffekte könnte ebenfalls vermeiden, dass Prüfer durch Managementerklärungen beeinflusst werden. Schließlich wurden die Untersuchungen in unterschiedlichen Ländern durchgeführt. Die Mehrheit der bisherigen Untersuchungen stammte aus den USA oder einem anderen angelsächsischen Land. Auch dieser Aspekt kommt als Erklärung für die gegenteiligen Ergebnisse dieser Studie in Frage. Da der Zugang zum Beruf des Wirtschaftsprüfers in Deutschland schwieriger ist, könnten außerdem Unterschiede in der Qualifikation der Teilnehmer die Abweichungen begründen.

Abschließend sollen die Grenzen dieser Studie aufgezeigt werden. Die teilnehmenden Prüfer stammten ausschließlich aus Big4-Prüfungsgesellschaften. Folglich können die Ergebnisse nicht auf den gesamten Berufszweig der Wirtschaftsprüfer übertragen werden. Weitere Einschränkungen sind durch die begrenzte Aussagefähigkeit von Experimenten gegeben. Die Fallstudie basierte auf einer Abweichung in der Rohgewinnspanne. Vielleicht hätten die Prüfer auf Abweichungen anderer Kennzahlen bzw. bei anderen Jahresabschlusspositionen anders reagiert. Zudem war die Rohgewinnspanne in diesem Fall zu hoch, so dass nicht auszuschließen ist, dass die Prüfer anders reagiert hätten, wenn die Rohgewinnspanne als zu niedrig angesetzt worden wäre. Darüber hinaus wurde in der Gewinn- und Verlustrechnung mit dem Umsatzkostenverfahren gearbeitet. Die Ergebnisse sind demnach nicht auf Gewinn- und Verlustrechnungen nach dem Gesamtkostenverfahren übertragbar. Der Fall basiert auf einer falschen Zuordnung einer Kostenabweichung. Solch ein Fehler tritt selten auf und ist schwer aufzudecken (Coackley/Loebbecke 1985). Möglicherweise wäre die Erfolgsrate der Prüfer höher gewesen, wenn ein häufiger vorkommender Fehler zu Grunde gelegt worden wäre. Schließlich wurden die Teilnehmer explizit aufgefordert, die Abweichung der Rohgewinnspanne zu erklären, was sich auf das Verhalten der Teilnehmer ausgewirkt haben könnte. Art und Umfang möglicher Tests wurden vorgegeben, jedoch waren nicht alle Tests aufgeführt, die geeignet gewesen wären, die Ursache für die Abweichung zu finden.

Bei den Teilnehmern handelte es sich ausnahmslos um deutsche Wirtschaftsprüfer. Somit könnte auch die Gültigkeit unserer Ergebnisse für andere Länder in Frage gestellt werden. Die Teilnehmer stammten jedoch aus den Big4-Prüfungsgesellschaften, die damit werben, eine weltweit homogene Prüfungsqualität zu bieten (Choi et al. 2010). Von diesem Standpunkt aus sind die Ergebnisse verallgemeinerbar. Gleichwohl gibt es Er-

kenntnisse, dass die Prüfungsqualität auf Grund nationaler rechtlicher Besonderheiten variieren könnte, wie etwa Investorenschutz oder Prüferhaftung (vgl. etwa Khurana/Raman 2004; Maijoor/Vanstraelen 2006; Francis/Wang 2008). In Deutschland ist die Prüferhaftung für den Fall fahrlässigen Fehlverhaltens beschränkt und damit weit niedriger als z.B. in den USA (z.B. Gietzman/Quick 1998). Das Rechtssystem war jedoch keine Kontrollvariable unseres Experiments und sollte die Prüfer in unserem Experiment demzufolge nicht beeinflusst haben. Hätte jedoch etwa die Prüferhaftung einen bedeutenden Einfluss auf den Urteilsbildungsprozess des Prüfers gehabt, wäre zu vermuten gewesen, dass auf Grund der geringeren Konsequenzen eines Fehlurteils das Ablenkungspotenzial der Managementerklärung in Deutschland eher höher ist als im US-amerikanischen Kontext – dies ist aber eben genau nicht der Fall. Allerdings haben Studien auch nur geringe kulturelle Unterschiede zwischen Deutschland und den USA festgestellt (Hofstede et al. 2010).

Im Rahmen künftiger Untersuchungen könnte das Forschungsdesign modifiziert werden (Teilnehmer aus nicht-Big4-Prüfungsgesellschaften; Abweichungen hinsichtlich anderer Jahresabschlussdaten), um weitere Nachweise zu erhalten. Zudem ließen sich aus der Auswertung entsprechender Arbeitspapiere des Abschlussprüfers wertvolle Erkenntnisse gewinnen.

## Anmerkungen

- 1 Einen ausführlichen Überblick geben Marten et al. 2007, S. 300–310.
- 2 Ein weiterentwickeltes Modell findet sich bei Biggs et al. 1989.
- 3 So auch Anderson et al. 1992, S. 10.
- 4 Jetzt und im Folgenden wird eine Managementerklärung stets als eine Nicht-Fehler-Erklärung angesehen, d.h. als Hinweis des Managements auf eine „natürliche“ Abweichungsursache.
- 5 Einen Überblick über die diesbezüglichen psychologischen Studien liefert Nickerson 1984, S. 531–552.
- 6 Als Erfolgsquote wird die Häufigkeit bezeichnet, mit der die Abschlussprüfer die zutreffende Abweichungsursache identifizieren.
- 7 Der Anteil von Mandanten mit hohem Vorratsvermögen sowie der Anteil von Mandaten, bei denen der Abschlussprüfer an der diesbezüglichen Prüfung teilgenommen hat, wurde von Bedard/Biggs 1991 verwendet, um die branchenspezifische Erfahrung der Teilnehmer zu messen. Die Unterschiede zwischen Experten und Novizen im Hinblick auf die Branchenerfahrung sind hochsignifikant (Mann-Whitney-U-Tests:  $p=0,000$  bzw.  $p=0,001$ ). Daher kann die Unterscheidung hinsichtlich Erfahrung auf dem Industriesektor, die in dieser Studie Verwendung fand, auch als Differenzierung nach Branchenerfahrung angesehen werden.
- 8 Die Fallbeschreibung wurde hinsichtlich Konsistenz und praktischer Relevanz von einem Partner und zwei Managern validiert. Die hierbei erhaltenen Hinweise wurden in der Gestaltung berücksichtigt. Im Anschluss daran absolvierten zwei Manager und zwei Prüfungsassistenten erfolgreich Pre-Tests.
- 9 Bezüglich Regressionsmodellen mit Interaktionsvariablen vgl. etwa Stock/Watson 2007, S. 277–279.
- 10 Green 2004 konnte gleichsam keine negativen Auswirkungen auf die der Hypothesengenerierung nachgelagerten Prüfungsphasen nachweisen. Eine Diskussion findet sich bei Green 2004, S. 387–388.

## Literatur

- Ameen, E.C. and Strawser, J.R., 1994. Investigating the use of analytical procedures: an update and extension. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 13(Fall), S. 69–76
- Anderson, J.C., Kaplan, S.E. and Reckers, P.M.J., 1992. The effects of output interference on analytical procedures judgements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 11(Fall), S. 1–13



- Anderson, U. and Koonce, L., 1995. Explanation as a method for evaluating client-suggested causes in analytical procedures. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 14(Fall), S. 124–132
- Anderson, U. and Koonce, L., 1998. Evaluating the sufficiency of causes in auditing analytical procedures. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 17(Spring), S. 1–12
- Asare, S.K. and Wright, A.M., 2003. A note on the interdependence between hypothesis generation and information search in conducting analytical procedures. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), S. 235–25
- Asare, S.K., Wright, A. and Wright, S., 1998. Utilizing analytical procedures as substantive evidence: the impact of a client explanation on hypothesis testing. *Advances in Accounting Behavioral Research*, Volume 1, S. 13–32
- Bedard, J.C. and Biggs, S.F., 1991. The effect of domain-specific experience on evaluation of management representations in analytical procedures. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 10(Suppl.), S. 78–90
- Bedard, J.C. and Graham, L.E., 2002. The Effects of Decision Aid Orientation on Risk Factor Identification and Audit Test Planning. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 21(2), S. 39–56
- Benston, G.J. and Hartgraves, A.L., 2002. Enron: What happened and what we can learn from it. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21(2), S. 105–127
- Bierstaker, J.L., Bedard, J.C. and Biggs, S.F., 1999. The role of problem representation shifts in auditor decision processes in analytical procedures. *Auditing: A Journal of Theory & Practice*, 18(Spring), S. 18–36
- Biggs, S.F. and Wild, J.J., 1984. A note on the practice of analytical review. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 3(Spring), S. 68–79
- Chaney, P.K. and Philipich, K.L., 2002. Shredded Reputation: The Cost of Audit Failure. *Journal of Accounting Research*, 40(4), S. 1221–1245
- Choi, J.-H., Kim, C., Kim, J.-B. and Zang, Y., 2010. Audit Office Size, Audit Quality, and Audit Pricing. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 29 (1), S. 73–97
- Church, B.K. and Schneider, A., 1993. Auditor's generation of diagnostic hypotheses in response to a superior's suggestion: interference effects. *Contemporary Accounting Research*, 10(1), S. 333–350
- Coackley, J.R. and Loebbecke, J.K., 1985. The expectation of accounting errors in medium-sized manufacturing firms. *Advances in Accounting*, Volume 2, Oxford: Elsevier, S. 199–245
- Cushing, B.E. and Loebbecke, J.K. eds., 1986. *Comparison of Audit Methodologies of Large Accounting Firms*. Sarasota, FL: American Accounting Association
- Daroca, F.P. and Holder, W.W., 1985. The use of analytical procedures in review and audit engagement. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 4(Spring), S. 81–92
- Europäische Kommission, 2010. *GRÜNBUCH – Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise*. Brussels 2010
- Francis, J.R. and D. Wang, 2008. The Joint Effect of Investor Protection and Big 4 Audits on Earnings Quality around the World litigation. *Contemporary Accounting Research* 25 (1), S. 157–191
- Fraser, I.A.M., Hatherly, D.J. and Lin, K.Z., 1997. An empirical investigation of the use of analytical review by external auditors. *The British Accounting Review*, 29(1), S. 35–47
- Gietzmann, M. and Quick, R., 1998. Capping Auditor Liability: The German Experience. *Accounting, Organizations and Society* 23 (1), S. 81–103
- Gärtner, M., 1994. *Analytische Prüfungshandlungen im Rahmen der Jahresabschlussprüfung: Ein Grundsatz ordnungsmäßiger Abschlussprüfung*. Marburg: Hitzeroth
- Gigerenzer, G. and Selten, R., 2002. *Bounded Rationality*. Cambridge: MIT Press
- Green, W.J., 2004. Impact of the timing of receipt of an inherited explanation on auditors' analytical procedures judgements. *Accounting and Finance*, 44(3), S. 369–392
- Green, W.J., 2008. Are industry specialists more efficient and effective in performing analytical procedures? A multistage analysis. *International Journal of Auditing*, 12(3), S. 243–260

- Green, W.J. and Trotmann, K.T., 2003. An examination of different performance outcomes in an analytical procedures task. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(Fall), S. 219–235
- Heiman, V.B., 1990. Auditors' assessments of the likelihood of error explanations in analytical review. *The Accounting Review*, 65(October), S. 875–890
- Hirst, D.E. and Koonce, L., 1996. Audit analytical procedures: a field investigation. *Contemporary Accounting Research*, 13(2), S. 457–486.
- Hofstede, G., Hofstede, G.J. and Minkov, M., 2010. *Cultures and Organizations – Software of the Mind: Intercultural Cooperation and Its Importance for Survival*. 3<sup>rd</sup> edition. New York: McGraw-Hill
- Holder, W.W., 1983. Analytical review procedures in planning the audit: an application study. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 2(Spring), S. 100–107
- Hylas, R.E. and Ashton, R.H., 1982. Audit detection of financial statement errors. *The Accounting Review*, 57(4), S. 751–765
- Johnson, L.E. and Johnson, E.N., 1997. Differences in planning-phase analytical procedures between municipal and commercial clients: initial evidence. *Journal of Applied Business Research*, 13(2), S. 37–45
- Kaplan, S.E. and Reckers, P.M., 1989. An examination of information search during initial audit planning. *Accounting, Organizations and Society*, 14(5-6), S. 539–550
- Kayadelen, E., 2008. *Zur Durchführung von analytischen Prüfungshandlungen: Eine theoretische und empirische Analyse aus einer verhaltenswissenschaftlichen Perspektive*, Saarbrücken: VDM
- Khurana, I.K. and Raman, K.K., 2004. Litigation Risk and the Financial Reporting Credibility of Big 4 versus Non-Big 4 Audits: Evidence from Anglo-American Countries. *The Accounting Review* 79(2), S. 473–495
- Kinney, W.R. and Haynes, C.M., 1990. Analytical procedure results as substantive evidence. In: Srivastava, R. ed 1990. *Auditing Symposium X, Proceedings of the 1990 Deloitte and Touche/University of Kansas symposium on auditing problems*. Lawrence, KS: University of Kansas, S. 83–103
- Köhler, A.G. and Marten, K.-U., 2002. Durchführung externer Qualitätskontrollen in der Wirtschaftsprüferpraxis – Vergleich deutscher und US-amerikanischer Normen. *Die Wirtschaftsprüfung*, 55(5), S. 241–251
- Koonce, L., 1992. Explanation and counterexplanation during audit analytical review. *The Accounting Review*, 67(1), S. 59–76
- Koonce, L., 1993. A cognitive characterization of audit analytical review. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 12(Spring), S. 57–108
- Mahathevan, P., 1997. Auditors' use and perception of analytical procedures: evidence from Singapore. *International Journal of Auditing*, 1(3), S. 225–239
- Maijoor, S.J. and Vanstaelen, A., 2006. Earnings Management within Europe: The Effects of Member State Audit Environment, Audit Firm Quality and International Capital Markets. *Accounting and Business Research* 36(1), S. 33–52
- Major, B., 1980. Information acquisition and attribution processes. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(6), S. 1010–1023
- McKeithen, K.B., Reitman, J.S., Rueter, H.H. and Hirtle, S.C., 1981. Knowledge organization and skill differences in computer programmers. *Cognitive Psychology*, 13(3), S. 307–325
- Messier, W.F., 1995. Research in and development of audit-decision aids. In: Ashton, R.H. and Ashton, A.H. eds. 1995. *Judgement and Decision-Making Research in Accounting and Auditing*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Meyer, D.E. and Schvaneveldt, R.W., 1976. Meaning, memory structures and mental processes, *Science*, 192(4232), S. 27–33
- Nelson, M.W., 2009. A Model and Literature Review of Professional Skepticism in Auditing. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 28(2), S. 1–34

- Newell, A. and Simon, H.A. eds. 1972. *Human Problem Solving*. Englewoods Cliffs, NJ: Prentice-Hall
- Ng, T., Green, W. and Simnett, R., 2001. The effects of fraud risk and management representation on auditors' hypothesis generation. *ABACUS*, 37(3), S. 352–368
- Nickerson, R.S., 1984. Retrieval Inhibition from Part-set Cueing: A Persisting Enigma in Memory Research. *Memory and Cognition*, S. 531–552
- Public Oversight Board (POB), 2000. *The Panel on Audit Effectiveness: Report and Recommendations*. Stamford: CT
- Quick, R./Kayadelen, E., 2011. Zum Einfluss von Mandantenerklärungen auf den Urteilsbildungsprozess bei analytischen Prüfungshandlungen, *Die Betriebswirtschaft*, 71(1), S. 11–39.
- Stock, J.H. and Watson, M.W., 2007. *Introduction to Econometrics*. 2<sup>nd</sup> edition, Boston et al.: Pearson
- Tabor, R.H. and Willis, J.T., 1985. Empirical evidence on the changing role of analytical review procedures. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 4(Spring), S. 93–109
- Taplin, J.R., 1975. Evaluation of hypotheses in concept identification. *Memory and Cognition*, 3(1), S. 85–96
- Tversky, A. and Kahneman, D., 1973a. Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability. *Cognitive Psychology*, 5(2), S. 207–232
- Tversky, A. and Kahneman, D., 1973b. On the Psychology of Prediction. *Psychological Review*, 80(4), S. 237–251
- Tversky, A. and Kahneman, D., 1974. Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), S. 1124–1131
- Tversky, A. and Kahneman, D., 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), S. 263–292
- Tversky, A. and Kahneman, D., 1982. Judgements of and by Representativeness. In: Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A. eds. 1982. *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge et al.: Cambridge University Press, S. 84–98

## The Effect of Management Explanations on Auditor Decision Processes in Analytical Procedures

**Abstract:** By the use of analytical procedures auditors generate predicted amounts, and compare these with the recorded values found in financial statements. When discrepancies occur, auditors have to consult managers for explanations of any unexpected fluctuations. Previous empirical research has reported that the explanations made by managers influence the generation of hypotheses and can lead to a biased analytical procedures process. The experimental study presented herein is the first post-Enron study to investigate the ways in which the explanations of managers affect the different stages of the analytical procedures process. We do not find evidence for a negative effect of explanations by managers on the efficiency and effectiveness of analytical procedures. However, the effect of 'hypotheses overload' was revealed for situations of increased likelihood of misstatement. In such a situation, auditors generated a greater number of error hypotheses. Because this did not result in an intensified search for information, it was even shown to reduce the abilities of auditors to identify the actual cause of a discrepancy in the error version of the case.

**Keywords:** Analytical procedures · Audit effectiveness and efficiency · Audit judgment · External audits · Unexpected fluctuations

## Einfluss des öffentlichen Anteilseigners auf Public Private Partnerships: Eine empirische Untersuchung am Beispiel der Public Private Partnerships der Bundeswehr



Christian Lohmann · Peter Rötzel

**Zusammenfassung:** Der vorliegende Beitrag untersucht den Einfluss des öffentlichen Anteilseigners auf gemischtwirtschaftliche Public Private Partnerships, welche die staatliche Durchführung von öffentlichen Aufgaben durch die Bereitstellung von notwendigen Gütern und Dienstleistungen unterstützen. Die empirische Analyse bezieht sich auf Public Private Partnerships des Bundesministeriums der Verteidigung. Diese Public Private Partnerships sind dadurch gekennzeichnet, dass der öffentliche Anteilseigner gleichzeitig als öffentlicher Auftraggeber auftritt. Zunächst wird gezeigt, dass die staatliche Institution als öffentlicher Anteilseigner das Zielsystem in Bezug auf die monetären Ziele maßgeblich bestimmt. Für die Public Private Partnerships ist demnach die Kostenminimierung und nicht die von den privaten Anteilseignern eingeforderte Gewinnmaximierung das wichtigste monetäre Ziel. Die staatliche Institution unterbindet durch die Beeinflussung der monetären Ziele einer Public Private Partnership das opportunistische Verhalten in Bezug auf das Entgelt für die zu erbringende Leistung. Im Vergleich zu einer rein privatwirtschaftlichen Erfüllung von öffentlichen Aufträgen ist die Etablierung von Public Private Partnerships eine Möglichkeit, das Kapital, die Kompetenz sowie die wirtschaftliche Effizienz von privaten Wirtschaftssubjekten zu nutzen, ohne die Transaktionskosten durch eine opportunistische Entgeltgestaltung maßgeblich zu erhöhen.

**Schlüsselwörter:** Public Privat Partnership · Bundeswehr · Zielsystem · Opportunistisches Verhalten

**JEL-Klassifikation:** L32 · L33 · H44

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Jr.-Prof. Dr. C. Lohmann (✉), MBR  
Bergische Universität Wuppertal, Lehrstuhl für Controlling, Schumpeter School of Business and Economics,  
Gaußstraße 20, 42119 Wuppertal  
E-Mail: lohmann@wiwi.uni-wuppertal.de

Dr. P. Rötzel  
Universität Stuttgart, Lehrstuhl für Controlling, Betriebswirtschaftliches Institut  
Keplerstraße 17, 70174 Stuttgart  
E-Mail: peter.roetzel@bwi.uni-stuttgart.de

## 1 Motivation und Zielsetzung

Public Private Partnership (PPP) bezeichnet eine öffentlich-private Kooperation, bei der eine staatliche Aufgabe durch die Einbeziehung von privaten Wirtschaftssubjekten erfüllt wird (Allan 1999, Mühlenkamp 2006). Das kooperative Zusammenwirken von staatlichen Institutionen und meist privaten, gewinnorientierten Unternehmen ist oft an eine Teilprivatisierung von öffentlichen Aufgaben gekoppelt. Der Umfang der Beteiligung von privaten Unternehmen an der Erfüllung öffentlicher Aufgaben ist ein wichtiges Unterscheidungskriterium zwischen PPPs. Der Umfang der Beteiligung richtet sich zum einen danach, ob öffentliche Leistungen in Zusammenarbeit zwischen der staatlichen Institution und privaten Unternehmen oder ausschließlich durch private Wirtschaftssubjekte erbracht werden. Zum anderen ist für den Umfang der Beteiligung von privaten Unternehmen maßgeblich, ob der gesamte Produktions- und Bereitstellungsprozess oder nur einzelne Teilprozesse zur Erfüllung von öffentlichen Aufgaben im Rahmen von PPPs durchgeführt werden. Der vorliegende Beitrag befasst sich mit PPPs, welche im Rahmen einer Zusammenarbeit zwischen einer staatlichen Institution sowie privaten Unternehmen öffentliche Teilaufgaben wahrnehmen und durchführen. Die PPPs übernehmen Teilprozesse, welche der weiteren öffentlichen Leistungserstellung vorgelagert sowie für diese notwendig sind.

Gegenstand des Beitrages sind die PPPs aus dem Bereich des Bundesministeriums der Verteidigung. Die wirtschaftliche Bedeutung von PPPs wird in Deutschland am Beispiel der Bundeswehr besonders deutlich. Das Bundesministerium der Verteidigung initiierte für den Bereich der nichtmilitärischen Kommunikations- und Informationstechnik der Bundeswehr das PPP-Projekt „Herkules“, welches mit einem Finanzvolumen von 7,1 Milliarden Euro und einer Laufzeit von 10 Jahren als eines der größten und komplexesten PPP-Projekte in Europa angesehen werden kann (Hahnenfeld 2009). Das PPP-Projekt „Herkules“ wird dabei durch die BWI Informationstechnik GmbH umgesetzt, an der die Bundesrepublik Deutschland mit 49,90% sowie die privaten Partner mit 50,10% beteiligt sind. Weitere PPPs bestehen für den Betrieb des Gefechtsübungszentrums des Heeres (Herkel 2003, Godau 2003) sowie für die Abwicklung von logistischen sowie Instandsetzungsaufgaben im Rahmen der HIL Heeresinstandsetzungslogistik GmbH (Poothe 2006, Wille 2009), das Gebäudemanagement, das Fuhrparkwesen und das Bekleidungsmanagement (Dietlein/Heinemann 2003, Wolf 2008). Die diesbezügliche Nutzung von PPPs im militärischen Bereich ist dabei mit der in anderen Ländern wie Großbritannien oder den USA vergleichbar (Pint/Hart 2001, Paine 2008). Die PPPs des Bundesministeriums der Verteidigung unterstützen die Bundeswehr in der Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben, die Landesverteidigung sicherzustellen sowie den bestehenden internationalen Bündnisverpflichtungen nachzukommen. Das Bundesministerium der Verteidigung hat sich als Form für die Zusammenarbeit mit privaten Unternehmen gegen die rein privatwirtschaftliche Erfüllung von öffentlichen Aufträgen, aber für die Schaffung von PPPs entschieden. Das Bundesministerium der Verteidigung repräsentiert in dieser Konstellation gleichzeitig einen wichtigen Anteilseigner sowie einen wichtigen Auftraggeber der PPPs (Leckel 2007, Portugall 2007).

Ziel des Beitrages ist die Herausarbeitung der Vorteile von PPPs gegenüber einer rein privatwirtschaftlichen Erfüllung von öffentlichen Aufträgen. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Organisationsformen besteht darin, dass die staatliche Institution

in einer Doppelrolle gleichzeitig als wichtiger Anteilseigner sowie als wichtiger Auftraggeber auftritt. Als wichtiger Anteilseigner ist die staatliche Institution in der Lage, das Zielsystem einer PPP entsprechend ihrer Zielvorstellungen zu beeinflussen und zu gestalten. Wenn als Ergebnis dieser Beeinflussung die Zielpriorität der PPP mit der Zielpriorität der staatlichen Institution übereinstimmt, wird die PPP im Sinne des staatlichen Auftraggebers ihre Leistung erbringen. Die Zielkongruenz verringert den Umfang von opportunistischen Handlungen. Im Gegensatz dazu ist opportunistisches Handeln von rein privaten Unternehmen bei der Erfüllung von öffentlichen Aufgaben zu erwarten (Crocker/Reynolds 1993, Bajari/Tadelis 2001, Bennett/Iossa 2006, Tadelis 2009), da die von ihnen verfolgte Gewinnmaximierung nicht mit der durch den Staat verfolgten Wohlfahrtsmaximierung kompatibel ist.

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut: Das zweite Kapitel kennzeichnet zunächst die Zielkonflikte sowie das daraus resultierende opportunistische Verhalten von privaten Unternehmen, wenn öffentliche Aufträge rein privatwirtschaftlich erbracht werden. Basierend auf diesen Überlegungen werden in Kapitel 3 Hypothesen über Ziele sowie das opportunistische Verhalten von PPPs formuliert, wenn eine staatliche Institution nicht nur ein Auftraggeber, sondern gleichzeitig ein Anteilseigner der PPP ist. Nach der Kennzeichnung der empirischen Daten in Kapitel 4 erfolgt in den Kapiteln 5 und 6 die empirische Überprüfung der aufgestellten Hypothesen. Anhand von ordinalen, logistischen Regressionen wird der Einfluss der staatlichen Institution auf das Zielsystem der PPP nachgewiesen; anhand von Mittelwertvergleichen wird das Vorliegen von opportunistischen Verhaltensweisen der PPP untersucht. In Kapitel 6 werden die gewonnenen Erkenntnisse diskutiert.

## **2 Zielkonflikte und opportunistisches Verhalten bei der privatwirtschaftlichen Erfüllung von öffentlichen Aufträgen**

Staatliche Institutionen schreiben öffentliche Aufträge für Dienstleistungen und Güter aus, welche durch privatwirtschaftliche Anbieter angeboten und produziert werden. Die staatlichen Institutionen verfolgen als Ziel die Wohlfahrtsmaximierung (Mühlenkamp 2006). Aus wohlfahrtsökonomischer Sicht sind die im Rahmen öffentlicher Aufträge beschafften Dienstleistungen und Güter mit kostendeckenden und damit allokativ effizienten Preisen anzusetzen. Diese Forderung steht aber im Gegensatz zu der Gewinnerzielungsabsicht der privaten Anbieter. Dementsprechend sind private Anbieter nur einzuschalten, wenn die allokativen Effizienzverluste aus der höheren Preissetzung durch die Effizienzgewinne aus der privaten gegenüber der öffentlichen Leistungserstellung überkompensiert werden (Schmidt 1996). Gemäß der Transaktionskostentheorie (Coase 1937, Williamson 1975, 1985, 1991) ist die staatliche Institution bestrebt, die öffentliche Aufgabe organisatorisch so zu erfüllen, dass die hierzu notwendigen Gesamtkosten minimiert werden. Dabei spielen eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen öffentlichem Auftraggeber und dem privaten Anbieter sowie das opportunistische Verhalten des privaten Anbieters nach Vertragsschluss eine wesentliche Rolle.

Nach der Ausschreibung des öffentlichen Auftrages wird durch den privatwirtschaftlichen Anbieter ein Preisangebot  $P(K^p) = K^p \cdot (1 + GM)$  abgegeben, welches die Plankosten  $K^p$  sowie eine angemessene Gewinnmarge  $GM$  beinhaltet. Auf der Basis des Preisan-



gebotes entscheidet der öffentliche Auftraggeber über die Vergabe des Auftrages. Ein möglichst niedriges Preisangebot, hervorgerufen durch möglichst niedrige Plankosten, vergrößert aus der Sicht des Anbieters die Wahrscheinlichkeit  $\theta(K^P)$  mit  $\frac{\partial \theta(K^P)}{\partial K^P} < 0$  für die Auftragsakquise. Der Anbieter hat ein grundsätzliches Interesse daran, ein niedriges Preisangebot abzugeben, um den öffentlichen Auftrag zu erhalten (Demsetz 1968). Wenn eine Mindestgewinnmarge durch den Auftrag erzielt werden muss, führt dies zur Kosten- disziplin des Anbieters. Der Anbieter erwartet vor der Bekanntgabe der Auftragszuteilung einen Gewinn in Höhe von  $E[G] = \theta(K^P) \cdot K^P \cdot GM$ .

Nach der Bekanntgabe der Auftragszuteilung erwartet der Anbieter einen Gewinn von  $E[G] = K^P \cdot GM$ . Das Gewinnkalkül des Anbieters ändert sich dahingehend, dass der Anbieter keiner disziplinierenden Wirkung der Plankosten  $K^P$  unterliegt, da dieser den öffentlichen Auftrag bereits akquiriert hat. Der Anbieter hat hingegen nach Vertragsabschluss einen Anreiz, die Plankosten in unangemessener Weise zu erhöhen, sofern der Anbieter hierzu einen auch für den öffentlichen Auftraggeber nachvollziehbaren Grund anführen kann. Ein solcher Grund besteht z.B. in der nachträglichen Änderung des öffentlichen Auftrages durch den Auftraggeber (z.B. Mengenänderung, Qualitätsänderung, Terminänderung). Wenn die in Nachverhandlungen vertraglich akzeptierten Plankosten um  $\Delta K^P$  erhöht werden, vergrößert sich der erwartete Gewinn des Anbieters um  $\Delta E[G] = \Delta K^P \cdot GM$ . Der Anreiz des Anbieters, die tatsächlichen Ist-Kosten zu senken, bleibt davon unberührt, da eine Senkung der Ist-Kosten stets zu einer Vergrößerung des Gewinns führt. Der öffentliche Auftraggeber muss hingegen den durch seine Änderungswünsche begründeten, aber durch die Gewinnmaximierungsabsicht des Anbieters herbeigeführten Preisanstieg  $\Delta P = \Delta K^P \cdot (1 + GM)$  tragen.

Aus der Sicht des öffentlichen Auftraggebers besteht das zentrale Koordinationsproblem in dem Zielkonflikt zwischen Gewinnmaximierung und Wohlfahrtsmaximierung. Die Wohlfahrt wird maximiert, sofern Produkte kostenminimal produziert sowie zu kostendeckenden Preisen der staatlichen Institution zur Verfügung gestellt werden. Der Gewinn eines privaten Anbieters wird hingegen maximiert, indem Produkte kostenminimal produziert sowie zu gewinnmaximalen Preisen abgesetzt werden. Die Gewinnorientierung ist in Bezug auf die Kostenminimierung zweckmäßig, um Effizienzgewinne in der Leistungserstellung zu gewährleisten; sie ist aber in Bezug auf die Preissetzung unzweckmäßig, da dies zu allokativen Wohlfahrtsverlusten führt. Demzufolge ist eine Angleichung der verfolgten Ziele anzustreben, bei der die Gewinnorientierung durch die Kostenminimierung substituiert wird. Eine solche Anpassung der Ziele des Anbieters erfordert aber eine aktive Einflussnahme durch den öffentlichen Auftraggeber. Eine Möglichkeit dies zu realisieren, besteht in der Schaffung einer PPP, deren öffentlicher Auftraggeber gleichzeitig einen wichtigen Anteilseigner darstellt.

### 3 Hypothesen zum Einfluss des öffentlichen Anteilseigners auf die Ziele und das Verhalten von Public Private Partnerships

Die Anteilseigner eines Unternehmens bestimmen maßgeblich das Zielsystem des Unternehmens, die Auswahl der Führungspersonen sowie wichtige Entscheidungen und Ver-

haltensweisen. An PPPs sind neben privaten Investoren auch staatliche Institutionen beteiligt. Demzufolge bringen nicht nur die privaten Investoren, sondern auch die staatlichen Institutionen ihre Vorstellungen in die Führung einer PPP mit ein. Dies gilt einerseits für den Fall, dass eine PPP eine öffentliche Leistung für Dritte erstellt. Diese Struktur ist bei kommunalen PPPs häufig anzutreffen (z.B. McDavid/Clemens 1995, Dilger/Mofett/Struyk 1997, Domberger/Jensen 1997, Roentgen 2001, Chong et al. 2006). Andererseits gilt dies insbesondere auch für die hier untersuchte Situation, in welcher die an der PPP beteiligte staatliche Institution gleichzeitig als wichtiger Auftraggeber für die PPP auftritt.

Die an der PPP beteiligte staatliche Institution beeinflusst das Zielsystem der PPP und erhöht dadurch die Kongruenz zwischen den Zielen der PPP und den Zielen des öffentlichen Auftraggebers. Die privaten Investoren sollten demzufolge weniger stark ihre Ziele durchsetzen können, wie dies sonst bei einem privatwirtschaftlichen Unternehmen zu erwarten wäre. Unter Berücksichtigung der formalen Zielfunktionen der öffentlichen und privaten Anteilseigner sollte die PPP verstärkt als Ziel die Kostenminimierung verfolgen, da diese Zielsetzung von beiden Arten von Anteilseignern geteilt wird. Im Gegensatz dazu sollte die Gewinnmaximierung kein wichtiges Ziel von PPPs darstellen, da dieses Ziel nicht durch den öffentlichen Anteilseigner verfolgt wird, wenn dieser gleichzeitig einen wichtiger Auftraggeber der PPP darstellt.

Hypothese 1a: Die Gewinnmaximierung ist ein weniger wichtiges Ziel der PPP.

Hypothese 1b: Die Kostenminimierung ist ein wichtiges Ziel der PPP.

Hypothese 2a: Der öffentliche Anteilseigner beeinflusst die Bedeutung der Gewinnmaximierung für die PPP.

Hypothese 2b: Der öffentliche Anteilseigner beeinflusst die Bedeutung der Kostenminimierung für die PPP.

Das etablierte Zielsystem einer PPP beeinflusst die daraus abgeleiteten Entscheidungen. Wenn weitestgehend Zielkongruenz zwischen der PPP und dem öffentlichen Anteilseigner besteht, sollte auch das opportunistische Verhalten der PPP gemindert sein. Sofern es zu Nachverhandlungen z.B. aufgrund der Änderung des öffentlichen Auftrages kommt, sollte die PPP die Vertragsanpassung nicht opportunistisch ausnutzen und demzufolge nicht in unangemessener Weise davon profitieren. Insbesondere sollte die nachträglich ausgehandelte Entgeltgestaltung sich in Relation zu einem geänderten Leistungsumfang nicht in unangemessener Weise erhöhen. Ein unangemessenes Entgelt liegt entsprechend den Ausführungen von Abschnitt 2 vor, wenn sich der tatsächlich geplante Gewinn der PPP durch die Vertragsanpassung erhöht.

Hypothese 3: Die PPP setzt sich in Nachverhandlungen nicht häufiger als in der Ursprungsverhandlung gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber durch.

Hypothese 4: Die Vorteilhaftigkeit der Vertragsgestaltung für die PPP wird nicht durch die Nachverhandlungen des Ursprungsvertrages gesteigert.

Hypothese 5: Die PPP setzt im Vergleich zur vertraglich vereinbarten Leistung kein unangemessen hohes Entgelt in Nachverhandlungen gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber durch.

#### 4 Kennzeichnung der empirischen Daten

Die für die nachfolgende empirische Analyse herangezogenen Daten beziehen sich auf 108 PPPs aus dem Geschäftsbereich des Bundesministeriums der Verteidigung. Die staatlichen Anteile an den PPPs sind in der Gesellschaft für Entwicklung, Beschaffung und Betrieb (g.e.b.b.) gebündelt, deren alleiniger Gesellschafter durch das Bundesministerium für Verteidigung gegeben ist. Für die Erhebung wurden insgesamt 385 Führungskräfte dieser 108 PPPs im Rahmen einer quantitativen Befragung elektronisch angeschrieben. Die Erhebung wurde durch die Bereitstellung von Kontaktadressen durch die Gesellschaft für Entwicklung, Beschaffung und Betrieb (g.e.b.b.) unterstützt. Die Befragung erfolgte mittels anonymer Fragebögen im Zeitraum August bis Oktober 2010. Als Ergebnis der Erhebung sind 78 auswertbare Fragebögen eingegangen; dies entspricht einer Rücklaufquote von 20,26%. 25 Fragebögen wurden vollständig beantwortet; bei 53 Fragebögen wurden einzelne Teilfragen nicht beantwortet.

Der Fragebogen bestand aus 41 geschlossenen Fragen, die durch die Markierung von Antwortalternativen beantwortet werden konnten. Neben sozialstatistischen Fragen zur Person wurden Fragen zu den Zielen der beteiligten Akteure, zu vorhandenen Risiken und dem Risikomanagement der PPP sowie zur Vertragsgestaltung zwischen der PPP und öffentlichen Auftraggebern gestellt. Ergänzend wurde die subjektive Wahrnehmung des Beziehungsverhältnisses zwischen der PPP und den verschiedenen Anteilseignern sowie die Zukunftsfähigkeit des PPP-Konzeptes erfragt. Die Antwortalternativen waren durch eine symmetrische fünfstufige Likert-Skala mit einer neutralen Mittelkategorie und ohne die Verwendung von Extrempolen vorgegeben, um eine Bearbeitungszeit von 15 Minuten nicht zu überschreiten sowie die möglichst vollständige Beantwortung der Fragen zu erreichen. Die Verwendung einer fünfstufigen, verbal codierten Antwortskala ermöglicht die Analyse der qualitativen Abweichungen von der mittleren Referenzkategorie. Für die Konzeptionierung der Befragung wurden die empfohlenen Möglichkeiten zur Vermeidung des Common Method Bias implementiert (Podsakoff et al. 2003, Spector 2006).

Die Charakteristika der befragten PPPs sind in Tabelle 1 aufgezeigt. Der überwiegende Teil der befragten PPPs ist dem industriellen Wirtschaftsbereich zuzurechnen. Die PPPs sind gemäß der Anzahl der Beschäftigten sowie des Jahresumsatzes weitestgehend in die Klasse der kleinen und mittelgroßen Unternehmen einzuordnen. Die betrachteten PPPs besitzen die Rechtsform der Kapitalgesellschaft und können gemäß der Größenklassen nach § 267 HGB in kleine, mittelgroße und große Kapitalgesellschaften unterschieden werden. Obwohl die Bilanzsumme als Größenkriterium nicht erfragt wurde, entfallen aufgrund der Anzahl der Beschäftigten sowie des Jahresumsatzes der PPPs 73 von 78 auswertbaren Fragebögen auf kleine oder mittelgroße Kapitalgesellschaften. Für die überwiegende Mehrheit der PPPs sind öffentliche Aufträge ein wichtiger, aber nicht der einzige Bestandteil des Auftragsportfolios. Private Anteilseigner halten an der Mehrheit der PPPs einen Minderheitsanteil.

Die befragten Führungskräfte sind mehrheitlich seit mehreren Jahren für die PPP tätig und verfügen ebenfalls über mehrjährige Erfahrungen in ihrer aktuellen Führungsposition. Die Mehrzahl der befragten Führungskräfte wurde durch die öffentlichen Anteilseigner zur Ausübung der aktuellen Tätigkeit in der PPP aus einer anderen öffentlichen Tätigkeit abgestellt, verfügt oder kommandiert und hat einen meist wirtschaftswissenschaftlichen

**Tab. 1:** Charakteristika der befragten PPPs

Wirtschaftsbereich der PPP	Industrie	Dienstleistung		Sonstiges	
	46	23		9	
Mitarbeiteranzahl der PPP	<20 38	21–50 21	51–200 14	201–500 5	>500 0
Jahresumsatz der PPP in Mio. €	<1 2	1–10 1	11–50 18	51–100 29	>100 27
Umsatzanteil der öffentlichen Aufträge	<20% 34	20–40% 31	40–60% 8	60–80% 4	80–100% 1
Anteil von privaten Investoren an der PPP	<25% 38	25–50% 21	50–75% 14	>75% 5	

Hochschulabschluss erworben. Bei Befragungen im öffentlichen Dienst wird eine höhere Bereitschaft zur internen Offenheit erwartet, da eine geringere Tendenz zu sozial erwünschtem Antwortverhalten besteht, als dies bei einer Befragung in erwerbswirtschaftlichen Unternehmen zu erwarten ist (Bourdieu 1991). Durch die heterogene Grundgesamtheit der befragten Führungskräfte sowie die hohe Rücklaufquote kann zusätzlich eine Single Source Bias weitestgehend ausgeschlossen werden (Frese/Zapf 1988, Crampton/Wagner 1994, Podsakoff et al. 2003, Spector 2006).

## 5 Einfluss des öffentlichen Anteilseigners auf das Zielsystem von Public Private Partnerships

Die Befragung berücksichtigt als monetäre Ziele die Gewinnmaximierung und die Unternehmenswertmaximierung als kurzfristiges bzw. langfristiges Erfolgsziel sowie die Kostenminimierung. Des Weiteren wurden als qualitative Zielstellungen die Wichtigkeit der Qualität der zu erbringenden Leistung sowie der effizienten Leistungserstellung erfragt. Die Bedeutung der Ziele wurde für die PPP sowie für den öffentlichen Anteilseigner ermittelt. Die Befragten konnten mittels einer fünfstufigen Skala die ausgewählten Ziele hinsichtlich ihrer Bedeutung (sehr wichtig bis völlig unwichtig) bewerten. Die Bewertung ist nummerisch codiert, wobei der Wert 2 die maximale Bedeutung, der Wert 0 die mittlere Bedeutung und der Wert –2 die Bedeutungslosigkeit eines Zieles kennzeichnet. Die deskriptive Auswertung der Ergebnisse in Bezug auf Mittelwert  $\mu$  und Standardabweichung  $\sigma$  stellt Tabelle 2 dar.

**Tab. 2:** Deskriptive Statistik der verfolgten Ziele

	Zielbedeutung für PPPs		Zielbedeutung für den öffentlichen Anteilseigner	
	$\mu$	$\sigma$	$\mu$	$\sigma$
<b>Gewinnmaximierung</b>	<b>–0,76</b>	0,97	<b>–0,88</b>	1,09
Unternehmenswertmaximierung	–0,44	0,82	–0,18	1,08
<b>Kostenminimierung</b>	<b>0,92</b>	0,66	<b>1,06</b>	0,71
Qualitätsziele	0,99	0,95	–0,14	0,94
Effiziente Leistungserstellung	–0,23	0,68	1,05	0,98

Das wichtigste Ziel des öffentlichen Anteilseigners stellt die Kostenminimierung dar; die Gewinnmaximierung wird hingegen durch den öffentlichen Anteilseigner nicht verfolgt. Die Wichtigkeit der beiden Ziele zeigt sich in leicht abgeschwächter Form ebenfalls in der Bedeutungseinschätzung für die PPP. Aus Sicht der deskriptiven Statistik ergibt sich somit eine Evidenz der Hypothesen 1a und 1b. Dies ist ebenfalls konsistent zu bestehenden empirischen Analysen, welche die durch PPPs sowie deren öffentliche und private Anteilseigner verfolgten Ziele untersuchen (Gatzke 2010, Kirsch 1997). Das Ziel der Unternehmenswertsteigerung ist von untergeordneter Bedeutung. Hinsichtlich der qualitativen Ziele ist auffallend, dass der öffentliche Anteilseigner eine effiziente und zugleich schnelle Leistungserstellung fordert, während die PPP Qualitätsziele in Bezug auf die zu erstellende Leistung verfolgt. Das Erreichen der Qualitätsziele ist gemäß der deskriptiven Auswertung sogar bedeutungsvoller als das Ziel der Kostenminimierung.

Auf der Basis der deskriptiven Statistik muss vermutet werden, dass der öffentliche Anteilseigner seine Zielvorstellungen hinsichtlich der Gewinnmaximierung sowie der Kostenminimierung auf das Zielsystem der PPP übertragen kann. Um dies zu bestätigen, muss der Einfluss des Zielsystems des öffentlichen Anteilseigners auf das Zielsystems von PPPs nachgewiesen werden. Die Tabellen 3 und 4 verdeutlichen zunächst die Wichtigkeit der Gewinnmaximierung sowie der Kostenminimierung für beide Akteure anhand von zwei Kreuztabellen. Die Bedeutung der Gewinnmaximierung wird in der Mehrzahl der Fälle für den öffentlichen Anteilseigner sowie für die PPP als gering eingeschätzt, wobei eine weitestgehend gleiche Bedeutungseinschätzung der Gewinnmaximierung sei-

**Tab. 3:** Kreuztabelle Gewinnmaximierung

GewinnOefAE							Gesamt
	-2	-1	0	1	2		
GewinnPPP	-2	15	2	0	0	2	19
	-1	7	15	3	3	0	28
	0	5	6	12	4	0	27
	1	1	0	0	0	0	1
	2	0	2	0	1	0	3
Gesamt	28	25	15	8	2		78

**Tab. 4:** Kreuztabelle Kostenminimierung

		KostenminimumOefAE					Gesamt
		-2	-1	0	1	2	
KostenminimumPPP	-2	0	0	0	0	0	0
	-1	0	3	0	1	0	4
	0	0	0	2	4	2	8
	1	0	1	2	<b>45</b>	8	56
	2	0	0	1	1	<b>8</b>	10
Gesamt		0	4	5	51	18	78

tens der beiden Akteure vorliegt. Auffällig sind zwei Bewertungen, denen gemäß der öffentliche Anteilseigner der Gewinnmaximierung eine sehr hohe Bedeutung sowie die PPP der Gewinnmaximierung eine sehr geringe Bedeutung beimisst. Die Kostenminimierung stellt für den öffentlichen Anteilseigner sowie für die PPP in der überwiegenden Mehrheit der Fälle ein wichtiges Ziel dar, welches durch beide Parteien mit der gleichen Priorität verfolgt wird.

Der Einfluss der Zielvorstellungen des öffentlichen Anteilseigners auf das Zielsystem der PPP wird in Bezug auf die Gewinnmaximierung sowie die Kostenminimierung anhand von zwei ordinalen, logistischen Regressionen untersucht (Fahrmeir et al. 2007). Die abhängigen Zielvariablen Wichtigkeit der Gewinnmaximierung für die PPP (GewinnPPP) sowie Wichtigkeit der Kostenminimierung für die PPP (KostenminimumPPP) sind durch die Befragung mittels fünfstufiger Likert-Skala ordinalskaliert. Die unabhängigen Variablen Wichtigkeit der Gewinnmaximierung für den öffentlichen Anteilseigner (GewinnOefAE) sowie Wichtigkeit der Kostenminimierung für den öffentlichen Anteilseigner (KostenminimumOefAE) sind ebenfalls ordinalskaliert. Für die ordinalen, logistischen Regressionen werden die Kategorien der unabhängigen Variablen in binäre Dummy-Variablen überführt, so dass diese als Indikator für das Vorhandensein einer Ausprägung der jeweils fünfstufigen, unabhängigen Variablen dienen. Die Dummy-Variablen, welche sich auf die jeweils mittlere Ausprägung der unabhängigen Variablen beziehen (Referenzkategorie 0), werden als redundant angesehen und in der ordinalen, logistischen Regression nicht betrachtet. Die Tabellen 5 und 6 zeigen die Ergebnisse der ordinalen, logistischen Regressionen für die beiden abhängigen Zielvariablen. Als Signifikanztest wird der Wald-Test herangezogen (Wald 1943, Liao 2004).

Der Einfluss der Zielvorstellungen des öffentlichen Anteilseigners auf das Zielsystem der PPP spiegelt sich in den aufsteigenden Schätzern der Dummy-Variablen wider. Der Schätzer der Dummy-Variablen GewinnOefAEplus2 weicht aufgrund der zwei Bewertungen, denen gemäß der öffentliche Anteilseigner der Gewinnmaximierung eine sehr hohe Bedeutung sowie die PPP der Gewinnmaximierung eine sehr geringe Bedeutung

**Tab. 5:** Ordinale, logistische Regression Gewinnmaximierung

	Schätzer	Standardfehler	Signifikanz
GewinnOefAEmin2	<b>-2,936</b>	0,698	<b>0,000</b>
GewinnOefAEmin1	<b>-1,317</b>	0,648	<b>0,042</b>
GewinnOefAEplus1	-0,199	0,851	0,816
GewinnOefAEplus2	-22,754	0,000	.

**Tab. 6:** Ordinale, logistische Regression Kostenminimierung

	Schätzer	Standardfehler	Signifikanz
KostenminimumOefAEmin2	0	.	.
KostenminimumOefAEmin1	-3,665	1,553	0,018
KostenminimumOefAEplus1	0,700	1,047	0,504
KostenminimumOefAEplus2	<b>2,884</b>	1,200	<b>0,016</b>



beimisst, von der Entwicklung der Schätzer ab. Die Dummy-Variablen GewinnOefAEmin2 und GewinnOefAEmin1, welche die Unwichtigkeit der Gewinnmaximierung des öffentlichen Anteilseigners zum Ausdruck bringen, verringern signifikant die Bedeutung der Gewinnmaximierung für die PPP im Vergleich zur Referenzkategorie 0. In Anbetracht der Schätzer kann der öffentliche Anteilseigner seine Zielvorstellung hinsichtlich der Gewinnmaximierung insbesondere dann auf die PPP übertragen, wenn die Gewinnmaximierung ein weniger wichtiges Ziel für den öffentlichen Anteilseigner darstellt und demzufolge nicht priorisiert verfolgt werden sollte.

Die aufsteigenden Schätzer der Dummy-Variablen kennzeichnen ebenfalls die ordinale, logistische Regression in Bezug auf die Kostenminimierung. Die Dummy-Variablen KostenminimumOefAEmin1 und KostenminimumOefAEplus2, welche die Bedeutung der Kostenminimierung für den öffentlichen Anteilseigners abbilden, erhöhen signifikant die Bedeutung der Kostenminimierung für die PPP im Vergleich zur Referenzkategorie 0. Wenn der öffentliche Anteilseigner der Kostenminimierung eine hohe Bedeutung beimisst, so ist dies auch ein wichtiges Ziel der PPP.

Der öffentliche Anteilseigner hat einen maßgeblichen Einfluss auf das Zielsystem einer PPP. Dieser Einfluss zeigt sich insbesondere bei monetär abbildbaren Zielen wie der Gewinnmaximierung sowie der Kostenminimierung. Die untersuchten PPPs sind dadurch gekennzeichnet, dass der an der PPP beteiligte öffentliche Anteilseigner gleichzeitig einen wichtigen Auftraggeber für die PPP darstellt. Der öffentliche Anteilseigner verfolgt daher als monetäres Ziel die Kostenminimierung; der Gewinnmaximierung wird hingegen nur eine sehr begrenzte Bedeutung beigemessen. Der Einfluss der Zielvorstellung des öffentlichen Anteilseigners kann für die Gewinnmaximierung sowie die Kostenminimierung nachgewiesen werden. Die Signifikanz der Ergebnisse zeigt sich dabei insbesondere für die Fälle, in denen die Gewinnmaximierung ein unbedeutendes Ziel und die Kostenminimierung ein wichtiges Ziel für den öffentlichen Anteilseigner darstellt. Daraus ergibt sich für die PPP ein Zielsystem, in dem die Kostenminimierung eine dominante Stellung einnimmt und die Gewinnmaximierung einem untergeordneten Ziel entspricht. Die Ergebnisse führen somit zur Evidenz der Hypothesen 2a und 2b, da der öffentliche Anteilseigner die Zielgewichtung in Bezug auf die monetären Gewinn- und Kostenziele maßgeblich mitgestaltet.

## **6 Opportunistisches Verhalten zwischen Public Private Partnerships und öffentlichem Auftraggeber**

Die untersuchten PPPs schließen jährlich mehrere Verträge mit öffentlichen Auftraggebern ab, wobei sich die Anzahl der Verträge im einstelligen oder niedrigen zweistelligen Bereich bewegt. Die Verträge werden oft nachverhandelt. Als der wesentliche Grund für Nachverhandlungen wird die Änderung der zu erbringenden Leistung durch den öffentlichen Auftraggeber angeführt. Durch die PPP beeinflussbare Sachverhalte begründen hingegen nur selten die Nachverhandlung von bereits geschlossenen Verträgen. Ein Überblick über die Befragungsergebnisse zeigt Tabelle 7.

Nachverhandlungen bieten für die PPPs, wie in Kapitel 2 dargestellt, die Möglichkeit, opportunistisch zu handeln und andere als die von dem öffentlichen Auftraggeber bzw.

**Tab. 7:** Gründe für Nachverhandlungen

	immer	oft	ab und zu	selten	nie
Eintreten von Risiken	1	3	<b>16</b>	<b>31</b>	<b>27</b>
Unrealistische Planung	4	6	<b>42</b>	<b>23</b>	<b>3</b>
Kostenabweichungen/ Kostenüberschreitungen	0	1	<b>11</b>	<b>39</b>	<b>27</b>
Zeitabweichungen/Zeitüberschreitungen	2	4	<b>13</b>	<b>33</b>	<b>26</b>
Änderung der zu erbringenden Leistung durch den öffentlichen Auftraggeber	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	0	0

Anteilseigner gewünschten Ziele zu verfolgen. Der empirisch nachgewiesene Einfluss des öffentlichen Anteilseigners auf das Zielsystem von PPPs, insbesondere in Bezug auf die Gewinnmaximierung sowie die Kostenminimierung, sollte aber dazu führen, dass keine oder nur geringe opportunistische Verhaltensweisen auf der Seite der PPP auftreten. Diesem Argument folgend sollte sich eine PPP im Rahmen von Nachverhandlungen, die sich z.B. durch die Auftragsänderung ergeben, keine Vorteile verschaffen.

Um einen möglichen Vorteil durch die Nachverhandlungen erkennen zu können, wurde für die ursprüngliche Vertragsverhandlung sowie für die Nachverhandlungssituation erfragt, inwieweit sich die PPP in den Verhandlungen durchsetzen kann, inwieweit die ausgehandelte Vertragsgestaltung als vorteilhaft für die PPP bewertet wird, inwieweit das vereinbarte Entgelt für die zu liefernde Leistung angemessen ist und wie sich das nachverhandelte Entgelt verändert hat. Die Befragten konnten mittels einer fünfstufigen Skala die Fragen beantworten. Die Bewertung ist numerisch codiert, wobei aus der Perspektive der PPP der Wert 2 der positivsten, der Wert 0 einer neutralen und der Wert -2 der negativsten Ausprägung entspricht. Die deskriptive Auswertung der Ergebnisse in Bezug auf Mittelwert  $\mu$  und Standardabweichung  $\sigma$  stellt Tabelle 8 dar.

Die deskriptive Statistik in Tabelle 8 zeigt, dass sich das Entgelt im Rahmen der Nachverhandlung absolut verringert. Dies kann durch die Änderung (Reduzierung) des Auftragsvolumens durch den öffentlichen Auftraggeber begründet werden, was gleichzeitig als häufigster Grund für Nachverhandlungen im Rahmen der Befragung angeführt wurde. Zudem spiegelt dieses Verhalten des öffentlichen Auftraggebers die stetigen Sparbemühungen des Bundesministeriums für Verteidigung wider. Die Höhe des Entgeltes für die

**Tab. 8:** Deskriptive Statistik der Verhandlungen und Nachverhandlungen

	Verhandlungs- position der PPP		Vorteilhaftigkeit der Vertrags- gestaltung		Angemessenheit der Höhe des Entgeltes		Änderung des Ent- geltes durch Nach- verhandlung	
	$\mu$	$\sigma$	$\mu$	$\sigma$	$\mu$	$\sigma$	$\mu$	$\sigma$
ursprüngliche Ver- tragsgestaltung (Verhandlung)	<b>-0,74</b>	1,02	<b>-0,73</b>	0,94	<b>0,26</b>	0,92		
Nachverhandlung	<b>0,01</b>	0,93	<b>0,64</b>	0,73	<b>0,09</b>	0,94	<b>-1,08</b>	0,72

**Tab. 9:** Mittelwertvergleich von Verhandlungen und Nachverhandlungen

Gepaarte Differenzen (Verhandlung – Nachverhandlung)	$\mu$	$\sigma$	Signifikanz (2-seitig)
Verhandlungsposition der PPP	–0,75	1,16	<b>0,000</b>
Vorteilhaftigkeit der Vertragsgestaltung	–1,37	1,05	<b>0,000</b>
Angemessenheit der Höhe des Entgeltes	0,17	1,13	0,198

zu erbringende Leistung ist aber sowohl in Bezug auf die ursprüngliche Verhandlung als auch in Bezug auf die Nachverhandlung als angemessen zu beurteilen. Trotz Senkung des Auftragsvolumens durch den öffentlichen Auftraggeber kann sich die PPP in den Nachverhandlungen besser durchsetzen als in der ursprünglichen Verhandlung, da mögliche Zugeständnisse für die Auftragsakquise wegfallen. Als Ergebnis ist die Vertragsgestaltung vorteilhafter. Die Vorteilhaftigkeit der Vertragsgestaltung manifestiert sich aber nicht in einer Erhöhung des Entgeltes für die zu erbringende Leistung. Stattdessen scheint sich die Vorteilhaftigkeit auf zeitliche und qualitative Aspekte sowie auf die Allokation von Risiken zwischen der PPP und öffentlichem Auftraggeber zu beziehen, welche aber nicht explizit erfragt wurden.

Auf der Basis der deskriptiven Statistik muss vermutet werden, dass sich die PPP in Nachverhandlungen umfänglicher als in der Ursprungsverhandlung gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber durchsetzt und dadurch eine vorteilhaftere Vertragsgestaltung erreicht. Nach der Auftragsakquise hat die PPP die Möglichkeit, opportunistische Handlungsalternativen vertraglich umzusetzen, sofern insbesondere eine Änderung der zu erbringenden Leistung durch den öffentlichen Auftraggeber eine Nachverhandlung erfordert. Um zu zeigen, dass sich die Verhandlungsposition der PPP sowie die Vorteilhaftigkeit der Vertragsgestaltung für die PPP bei einer Nachverhandlung maßgeblich ändern, werden die Mittelwertvergleiche in Tabelle 9 herangezogen. Die Mittelwertvergleiche zeigen, dass sich die PPP in Nachverhandlungen in größerem Umfang gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber durchsetzt und dass die nachverhandelte Vertragsgestaltung vorteilhafter für die PPP ist. Beide Ergebnisse sind höchst signifikant. Als Ergebnis sind die Hypothesen 3 und 4 abzulehnen. Die PPP handelt in Nachverhandlungen opportunistisch und erlangt eine vorteilhaftere Vertragsgestaltung, obwohl der öffentliche Anteilseigner maßgeblich dessen Zielsystem beeinflusst.

Die opportunistische Ausnutzung der Nachverhandlung betrifft nicht die Angemessenheit des Entgeltes für die zu erbringende Leistung. Der Mittelwertvergleich hinsichtlich der Angemessenheit des Entgeltes zeigt, dass sich die Angemessenheit des Entgeltes statistisch nicht signifikant durch die Nachverhandlung ändert. Da das ursprünglich vereinbarte Entgelt durch auftraggeberbezogene Leistungsreduktion sinkt, ist tendenziell eher davon auszugehen, dass die Angemessenheit der Entgelthöhe abnimmt. Dieses Ergebnis unterstützt daher die Evidenz von Hypothese 5. Unter Berücksichtigung der Verhandlungsposition der PPP sowie der Vorteilhaftigkeit der Vertragsgestaltung für die PPP bei einer Nachverhandlung muss geschlussfolgert werden, dass der öffentliche Auftraggeber durch die Beeinflussung der monetären Ziele einer PPP ein opportunistisches Verhalten in Bezug auf das Entgelt für die zu erbringende Leistung unterbinden kann.

## 7 Schlussbetrachtung

PPPs werden verstärkt eingesetzt, um öffentliche Aufgaben oder öffentliche Teilaufgaben zu erfüllen. PPPs als gemischtwirtschaftliche Unternehmungen ermöglichen es dem Staat, private Wirtschaftssubjekte und Unternehmen in die Erfüllung öffentlicher Aufgaben einzubeziehen. Dadurch werden privates Kapital sowie spezifische Kompetenzen und Know-how genutzt sowie die wirtschaftliche Effizienz bei der Erzeugung von öffentlichen Gütern und Bereitstellung von Dienstleistungen gesteigert. Diesen Vorteilen steht aber ein wesentlicher Nachteil gegenüber, welcher sich durch den Einbezug von privaten Wirtschaftssubjekten und Unternehmen bei der Erstellung von öffentlichen Gütern und Bereitstellung von Dienstleistungen ergibt. Der Nachteil besteht darin, dass die privaten Anteilseigner durch deren Beteiligung an der PPP eine andere Zielsetzung als der Staat verfolgen. Der Staat maximiert die Wohlfahrt und die privaten Investoren maximieren ihren Erfolg, welcher beispielsweise durch den realisierten Gewinn gemessen werden kann. Aufgrund dieser unterschiedlichen Zielsetzung wird das staatliche Ziel der Wohlfahrtsmaximierung gefährdet.

Der Zielkonflikt zwischen Wohlfahrts- und Gewinnmaximierung manifestiert sich in opportunistischen Handlungen des privaten Auftragnehmers, wenn öffentliche Aufgaben durch die Einschaltung von privaten Unternehmen erfüllt werden sollen. Wenn hingegen öffentliche Aufgaben an eine PPP übertragen werden, kann die an der PPP beteiligte staatliche Institution das Zielsystem der PPP mitgestalten. Dadurch kann der bestehende Zielkonflikt zwischen der Wohlfahrts- und Gewinnmaximierung reduziert werden, indem die Minimierung der Kosten zur Erzeugung der öffentlichen Güter und Leistungen als wesentliche Zielstellung der PPP etabliert wird.

Die empirische Analyse bezieht sich auf PPPs, bei denen das Bundesministerium der Verteidigung gleichzeitig als wichtiger Anteilseigner sowie als wichtiger Auftraggeber der untersuchten PPPs auftritt. Die Untersuchung belegt, dass die staatliche Institution das Zielsystem der PPP maßgeblich beeinflussen kann. Insbesondere reduziert die staatliche Institution die Bedeutung von monetären Erfolgszielen (Gewinnmaximierung) und erhöht die Bedeutung der monetären Effizienzziele (Kostenminimierung). Als Folge der Zielangleichung zwischen den Zielen der staatlichen Institution und den Zielen der PPP können keine opportunistischen Handlungsweisen der PPP bei Vertragsnachverhandlung nachgewiesen werden, welche eine unangemessene Gestaltung des Entgeltes für die erstellten Güter und bereitgestellten Dienstleistungen nach sich ziehen. Die staatliche Institution unterbindet durch die Beeinflussung der monetären Ziele einer PPP das opportunistische Verhalten in Bezug auf das Entgelt für die zu erbringende Leistung. Im Vergleich zu einer rein privatwirtschaftlichen Erfüllung von öffentlichen Aufträgen ist die Etablierung von PPPs eine Möglichkeit, das Kapital, die Kompetenz sowie die wirtschaftliche Effizienz von privaten Wirtschaftssubjekten zu nutzen, ohne die Transaktionskosten durch eine opportunistische Entgeltgestaltung zu erhöhen. Die vorliegende empirische Untersuchung kann daher als ein Beleg für die Leistungsfähigkeit von PPPs bei der Erfüllung von öffentlichen Aufgaben angesehen werden.

Die auf der Basis einer qualitativen Befragung gewonnenen Erkenntnisse deuten darauf hin, dass PPPs die ihnen übertragenen öffentlichen Aufgaben effizienter im Sinne von § 7 Abs. 1 Bundeshaushaltsordnung als rein privatwirtschaftliche Unternehmen erfüllen,

da die an der PPP beteiligte staatliche Institution das Zielsystem der PPP beeinflusst und dadurch eine opportunistische Entgeltgestaltung verhindert. Eine abschließende Beurteilung der wohlfahrtsökonomischen Effizienz gestaltet sich aber aufgrund einer fehlenden Vergleichsgruppe als schwierig. Die überwiegende Mehrheit der PPPs des Bundesministeriums der Verteidigung sind monopolartige Anbieter von weitestgehend bundeswehrspezifischen Gütern und Dienstleistungen. Aus diesem Grund kann kein Effizienzvergleich zwischen Unternehmen mit unterschiedlichen Anteilseignerstrukturen gezogen werden. Wenn die wohlfahrtsökonomische Effizienz von PPPs und privatwirtschaftlichen Unternehmen in konzeptioneller Hinsicht verglichen wird, dann besteht bei einer PPP neben der regulatorischen und der nachfrageorientierten Einflussmöglichkeit des Staates auch die direkte Beeinflussung der PPP durch den Staat als Anteilseigner. Vor diesem Hintergrund erweist sich eine PPP im Vergleich zu einem privatwirtschaftlichen Unternehmen als vorteilhaft, da der Staat eine zusätzliche Einflussmöglichkeit gewinnt, um Entscheidungen und Aktivitäten der PPP in dessen Sinne zu steuern.

Die Ergebnisse weisen eine weiter zu untersuchende Inkonsistenz auf, da zwar keine opportunistische Entgeltgestaltung vorliegt, aber gleichwohl opportunistisches Verhalten der PPP festgestellt wird. Ein Erklärungsansatz könnte darin bestehen, dass in Bezug auf die Entgeltgestaltung ein sozial erwünschtes Antwortverhalten der befragten Führungskräfte vorliegt. Dies impliziert aber, dass das Antwortverhalten der befragten Führungskräfte ebenfalls inkonsistent ist. Eine plausiblere Erklärung könnte sich daraus ergeben, dass sich das opportunistische Verhalten der PPP auf qualitative Sachverhalte bezieht, welche durch die an der PPP beteiligte staatliche Institution nicht in einem ausreichenden Maße beeinflusst werden oder nur bedingt nach objektiven Kriterien kontrolliert werden können. Im ersten Fall könnten zeitliche oder qualitätsbezogene Zielkonflikte zwischen PPPs und der staatlichen Institution bestehen und opportunistisches Verhalten auslösen. Im zweiten Fall kann die verzerrte oder unzureichende Wahrnehmung von Risiken seitens der staatlichen Institution dazu führen, dass bei der Risikoallokation insbesondere Verlustrisiken auf die staatliche Institution übertragen werden.

Die empirischen Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung verdeutlichen, dass trotz der Eindeutigkeit der staatlichen Beeinflussung der Zielsetzung von PPPs der Umfang der opportunistischen Handlungen von PPPs nicht gänzlich mit den theoriegeleiteten Hypothesen übereinstimmt. Dies könnte darin begründet sein, dass die Analyse von opportunistischem Verhalten primär auf monetäre Aspekte gerichtet ist und andere qualitative Elemente oder bestehende Risiken vernachlässigt. In Bezug auf PPPs bedarf es somit der Identifikation von sowie der detaillierteren Auseinandersetzung mit den PPP-spezifischen Formen des opportunistischen Verhaltens. Dies könnte weitere wichtige Einflussmöglichkeiten des Staates aufzeigen, um das Zielsystem des Staates und der PPPs weiter zu synchronisieren und dadurch die wohlfahrtsökonomische Effizienz von PPPs zu steigern.

## Literatur

- Allan JR (1999) Public-Private Partnership. A Review of Literature and Practice. Saskatchewan Institute of Public Policy, Public Policy Paper No. 4
- Bajari P, Tadelis S (2001) Incentives versus Transaction Costs. A Theory of Procurement Contracts. *RAND J Econ* 32(3):387–407
- Bennett J, Iossa E (2006) Delegation of Contracting in the Private Provision of Public Services. *Rev Ind Organ* 29(1–2):75–92
- Bourdieu P (1991) Das Feld der Macht und die technokratische Herrschaft. In: Doelling I (Hrsg.) *Die Intellektuellen und die Macht*. VSA, Hamburg, 67–100
- Chong E, Huet F, Saussier S, Steiner F (2006) Public-Private Partnerships and Prices. Evidence from Water Distribution in France. *Rev Ind Organ* 29(1–2):149–169
- Coase RH (1937) The Nature of the Firm. *Economica* 4(16):386–405
- Crampton SM, Wagner JA (1994) Percept-Percept Inflation in Microorganizational Research. An Investigation of Prevalence and Effect. *J Appl Psychol* 79(1):67–76
- Crocker KJ, Reynolds KJ (1993) The Efficiency of Incomplete Contracts. An Empirical Analysis of Air Force Procurement. *RAND J Econ* 24(1):126–146
- Demsetz H (1968) Why Regulate Utilities. *J Law Econ* 11(1):55–65
- Dietlein J, Heinemann J (2003) „Public-private-partnership“ und Vergaberecht im Bereich der Bundeswehr. *Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht* 2(9):1080–1083
- Dilger RJ, Moffet RR, Struyk L (1997) Privatization of Municipal Services in America's Largest Population Cities. *Public Admin Rev* 57(1):21–26
- Domberger S, Jensen P (1997) Contracting Out by the Public Sector. Theory, Evidence, Prospects. *Oxford Rev Econ Pol* 13(4):67–78
- Fahrmeir L, Künstler R, Pigeot I, Tutz G (2007) *Statistik. Der Weg zur Datenanalyse*. Springer, Berlin
- Frese M, Zapf D (1988) Methodological Issues in the Study of Work Stress. Objective vs. Subjective Measurement of Work Stress and the Question of Longitudinal Studies. In: Cooper CL, Payne R (Hrsg.) *Causes, Coping, and Consequences of Stress at Work*. John Wiley & Sons Ltd, New York, 375–411
- Gatzke N (2010) Public Private Partnerships und öffentliche Verschuldung. PPP-Modelle im Licht deutscher und europäischer Verschuldungsregeln und ihre Transparenz in den öffentlichen Haushalten. Peter Lang, Frankfurt am Main
- Godau H-G (2003) Gefechtsübungszentrum Heer. In: Ziekow J (Hrsg.) *Public Private Partnership. Projekte, Probleme, Perspektiven*. Deutsches Forschungsinstitut für öffentliche Verwaltung Speyer, Speyer, 217–226
- Hahnenfeld K (2009) HERKULES. Ein Leuchtturmprojekt der Bundesregierung. Moderne Strukturen in der IT-Landschaft der Bundeswehr. In: Baumgärtner T, Eßer T, Scharping R (Hrsg.) *Public Private Partnership. Das Handbuch. Mit einem Register aller relevanten PPP-Projekte*. Frankfurter Allgemeine Buch, Frankfurt am Main, 108–118
- Herkel T (2003) Betrieb des Gefechtsübungszentrums Heer. In: Ziekow J (Hrsg.) *Public Private Partnership. Projekte, Probleme, Perspektiven*. Deutsches Forschungsinstitut für öffentliche Verwaltung Speyer, Speyer, 197–216
- Kirsch D (1997) Public Private Partnership. Eine empirische Untersuchung der kooperativen Handlungsstrategien in Projekten der Flächenerschließung und Immobilienentwicklung. Rudolf Müller, Köln
- Leckel M (2007) Erfahrungen der Bundeswehr mit PPP-Projekten. In: Immenga U (Hrsg.) *PPP-Moving Ahead. Neue Anwendungsbereiche für öffentlich-private Kooperationen*. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 122–137
- Liao TF (2004) Comparing Social Groups. Wald Statistics for Testing Equality Among Multiple Logit Models. *Int J Comp Sociol* 45(1–2):3–16



- McDavid JC, Clemens EG (1995) Contracting Out Local Government Services. The B.C. Experience. *Can Public Adm* 38(2):177–193
- Mühlenkamp H (2006) Public Private Partnership aus der Sicht der Transaktionskostenökonomik und der Neuen Politischen Ökonomie. In: Budäus D (Hrsg.) *Kooperationsformen zwischen Staat und Markt. Theoretische Grundlagen und praktische Ausprägungen von Public Private Partnership*. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, 29–48
- Paine T (2008) Outsourcing und Privatisierung. Die britischen Erfahrungen im Bereich der Ausrüstung. *MarineForum* 83(5):8–10
- Pint EM, Hart R (Hrsg.) (2001) *Public-Private Partnerships. Proceedings of the U.S.-U.K. Conference on Military Installation Assets, Operations, and Services. April 14–16, 2000*. RAND, Santa Monica
- Podsakoff PM, MacKenzie SB, Lee JY, Podsakoff NP (2003) Common Method Biases in Behavioral Research. A Critical Review of the Literature and Recommended Remedies. *J Appl Psychol* 88(5):879–903
- Poothe S (2006) HIL Heeresinstandsetzungslogistik GmbH. Eine Kooperation zwischen Bundeswehr und Wirtschaft. In: Proll U, Drey P (Hrsg.) *Die 20 Besten: PPP-Beispiele aus Deutschland. Konzeption und Umsetzung von Public-Private-Partnership-Projekten anhand praktischer Beispiele*. Bundesanzeiger-Verlag, Köln, 47–56
- Portugall G (2007) Die Bundeswehr und das Privatisierungsmodell der „Öffentlich-Privaten-Partnerschaft“ (ÖPP). In: Richter G (Hrsg.) *Die ökonomische Modernisierung der Bundeswehr. Sachstand, Konzeptionen und Perspektiven*. Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden, 141–158
- Roentgen F (2001) *Public-Private-Partnership. Eine effizienzorientierte Analyse kommunaler Aufgabenerfüllung unter Einbeziehung erwerbswirtschaftlicher Unternehmungen*. Shaker Verlag, Aachen
- Schmidt K (1996) The Costs and Benefits of Privatization. An Incomplete Contracts Approach. *J Law Econ Organ* 12(1):1–24
- Spector PE (2006) Method Variance in Organizational Research. Truth or Urban Legend? *Organ Res Methods* 9(2):221–232
- Tadelis S (2009): Incentives and Transaction Costs in Public Procurement. In: Ménard C (Hrsg.) *Regulation, Deregulation, Reregulation. Institutional Perspectives*. Edward Elgar, Cheltenham, 67–82
- Wald A (1943) Tests of Statistical Hypotheses Concerning Several Parameters When the Number of Observations is Large. *T Am Math Soc* 54(3):426–482
- Wille JH (2009) Die Heeresinstandsetzungslogistik. Innovative Materialerhaltung für die Bundeswehr. In: Eßig M, Witt M (Hrsg.) *Öffentliche Logistik. Supply Chain Management für den öffentlichen Sektor*. Gabler, Wiesbaden, 251–370
- Williamson OE (1975) *Markets and Hierarchies. Analysis and Antitrust Implications*. Free Press, New York
- Williamson OE (1985) *The Economic Institution of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*. Free Press, New York
- Williamson OE (1991) Comparative Economic Organization. The Analysis of Discrete Structural Analysis, in: *Admin Sci Quart* 36(2):269–296
- Wolf R (2008) Innovative Finanzierung von Projekten für die Streitkräfte. Rahmenbedingungen und PPP. *MarineForum* 83(5):4–7

## **The influence of the public shareholder on public–private partnerships: Empirical evidences on public–private partnerships of the German Armed Forces**

**Abstract:** The present article analyzes the influence of the public shareholder on public–private partnerships (PPPs) that support public projects by supplying essential goods and services. The empirical analysis examines public–private partnerships involving the German Federal Ministry of Defense. The main characteristic of these PPPs is the dual role of the German Federal Ministry of Defense, which appears simultaneously as public shareholder and public purchaser. The paper shows that the government institution decisively determines monetary objectives and consequently the entire system of objectives. The most important monetary objective of PPPs is cost minimization, in contrast to profit maximization, which is commonly the objective of private shareholders. By determining the monetary objectives of such partnerships, the government institution prevents the opportunistic behavior of PPPs with regard to the level of charges for goods and services, which is commonly part of renegotiations if the government institution changes the demand for goods and services. Compared to wholly government-funded public projects, PPPs offer an opportunity to use the capital, competence and economic efficiency of private economic subjects without increasing the transaction costs commonly associated with the opportunistic behavior exhibited by PPPs with regard to the level of charges.

**Keywords:** Public-private partnership · German armed forces · System of objectives · Opportunistic behavior

## Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung in der Finanz- und Wirtschaftskrise – eine Analyse fixer und variabler Vergütungskomponenten unter Berücksichtigung von Corporate Governance-Mechanismen



Friedrich Sommer · Maik Lachmann · André Judith

**Zusammenfassung:** Anhand der Geschäftsberichte 2008 und 2009 der DAX- und MDAX-Unternehmen wird für die Finanz- und Wirtschaftskrise untersucht, inwieweit die Vorstandsvergütung performanceabhängig ausgestaltet ist. Hierzu wird der Einfluss unterschiedlicher Performance-maße auf die kurzfristige variable Vergütung sowie auf eine Veränderung fixer Bestandteile bei einer Neuverhandlung des Vergütungskontrakts analysiert. Während die kurzfristige variable Vergütung von der Eigenkapitalrentabilität als Rechnungslegungsgröße abhängig ist, erweist sich die Veränderung der fixen Vergütung als abhängig vom kapitalmarktorientierten Shareholder Return. Im Gegensatz zu bisherigen Untersuchungen wird für die Finanz- und Wirtschaftskrise ein hoher Streubesitz als begünstigende Komponente dieser Performanceabhängigkeit identifiziert. Ein Einfluss der Größe des Vergütungsausschusses kann hingegen nicht bestätigt werden. Im Ergebnis wird die in der öffentlichen Diskussion vielfach angeführte fehlende Sensitivität der Vorstandsvergütung hinsichtlich schlechter Performance zum Teil widerlegt.

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Dr. F. Sommer (✉)

Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Controlling,  
Universitätsstr. 14–16, 48143 Münster  
E-Mail: friedrich.sommer@wiwi.uni-muenster.de

Jun.-Prof. Dr. M. Lachmann

Technische Universität Dortmund, Juniorprofessur Controlling,  
Otto-Hahn-Str. 6a, 44227 Dortmund  
E-Mail: maik.lachmann@tu-dortmund.de

Dipl.-Kfm. A. Judith

Rheiner Landstr. 83, 49078 Osnabrück  
E-Mail: andre.judith@web.de

**Schlüsselwörter:** Vorstandsvergütung · Vergütungskomponenten · Performanceabhängigkeit · Corporate Governance · Prinzipal-Agenten-Theorie

**JEL-Klassifikation:** G30 · M52 · J33

## 1 Einführung

Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern börsennotierter Unternehmen ist in den vergangenen Jahren vermehrt in den Fokus des öffentlichen Interesses gerückt. Kritisch werden vor allem die als unangemessen hoch betrachteten Vorstandsvergütungen in Krisenzeiten gesehen (vgl. Eckardstein/Konlechner 2008). In diesem Zusammenhang merkte die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel an, dass laut bisherigem Verständnis Boni für Erfolg gezahlt werden und sich nun abzeichnet, dass es sie ebenso für Misserfolg gäbe (vgl. Voß 2009). Die vorliegende Untersuchung greift diese Beobachtung auf und überprüft die Performanceabhängigkeit anhand des Jahres 2008, das mit der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers als Höhepunkt der Wirtschafts- und Finanzkrise betrachtet werden kann (vgl. Europäische Zentralbank 2009).

Eine anreizkompatible Vergütung soll gemäß der Prinzipal-Agenten-Theorie dazu dienen, die Entscheidungen der Vorstände an den Interessen der Aktionäre und damit einer Steigerung operativer Erfolgsgrößen sowie des Shareholder Values auszurichten (vgl. etwa Fahlenbrach 2009). Als Resultat dieses „Pay for performance“-Paradigmas sollten die Vergütungen der Vorstände von Unternehmen mit besonders schlechter Performance geringer ausfallen. Obwohl sich der Begriff der anreizkompatiblen Vergütung ungebrochener Beliebtheit erfreut, mehren sich empirische Studien, die einen fehlenden Zusammenhang zwischen Performance und Vergütung konstatieren (vgl. etwa Bebchuk/Fried 2004; Jackson et al. 2008). Neuere internationale Studien lassen zudem Hinweise darauf erkennen, dass insbesondere bei sich verschlechternden Unternehmensergebnissen keine entsprechende Anpassung der Vorstandsvergütungshöhe erfolgt (vgl. Shaw/Zhang 2010). In weitaus geringerem Umfang liegen für den deutschen Markt Untersuchungen vor, welche die Determinanten der Vorstandsvergütung beleuchten (vgl. etwa Rapp/Wolff 2010; Schmidt/Schwalbach 2007). Die bisherigen Studien konzentrieren sich dabei vornehmlich auf die Messung des Zusammenhangs zwischen Unternehmensperformance und Gesamtvergütungshöhe der Vorstandsmitglieder. Weitestgehend vernachlässigt worden ist hingegen bisher, in welchem Maße sich der Unternehmenserfolg auf eine Anpassung insbesondere fixer Vergütungskomponenten im Zuge einer Neuverhandlung von Vergütungsverträgen auswirkt. Zudem ist die Vorstandsvergütungspraxis in Krisen – insbesondere hinsichtlich der Performanceabhängigkeit – bislang nur unzureichend untersucht worden (vgl. Rapp/Wolff 2010, S. 1102).

Die vorliegende Untersuchung grenzt sich von bisherigen Studien daher zum einen durch ihre explizite Betrachtung einer Krisenphase ab. Zum anderen erfolgt im Gegensatz zu dem überwiegenden Teil der bisherigen empirischen Studien (vgl. exemplarisch Hurst/Vos 2009; Elston/Goldberg 2003; Bishop/Veliyath 1995) eine differenzierte Betrachtung der Entwicklung fixer und variabler Vergütungsbestandteile. Somit wird explizit untersucht, ob und inwieweit eine Anpassung fixer Vergütungsbestandteile an den

vorangegangenen Unternehmenserfolg im Zuge der Neuverhandlung von Vergütungskontrakten erfolgt. Auf diese Weise soll für die Unternehmen des DAX und MDAX bezogen auf das Jahr 2008 beleuchtet werden, inwieweit die Performance maßgeblich für die Höhe der einzelnen Komponenten der Vorstandsvergütung ist. Zudem wird untersucht, in welchem Maße Corporate Governance-Mechanismen moderierend auf diesen Zusammenhang wirken.

Im weiteren Verlauf werden zunächst die theoretischen Grundlagen zur Vorstandsvergütung vor dem Hintergrund von Prinzipal-Agenten-Theorie und Shareholder Value-Ansatz erläutert. Auf Basis einer Literaturdiskussion werden im Folgenden die Hypothesen der Untersuchung entwickelt, bevor Datengrundlage und Operationalisierung der Einflussfaktoren erörtert werden. Die Ergebnispräsentation zeigt neben den deskriptiven Befunden und Korrelationsanalysen zu Höhe und Zusammensetzung der Vorstandsvergütung die Befunde und Interpretation der Hypothesenprüfung auf und mündet in eine knappe Zusammenfassung.

## 2 Theoretische Grundlagen zur Vorstandsvergütung

Als Synthese unterschiedlicher Definitionen kann Vergütung als die Summe aller geldwerten Vorteile verstanden werden, die der Empfänger für die von ihm erbrachten Leistungen erhält (vgl. Tegtmeier 1998; Berthel/Becker 2007). Die Vorstandsvergütung stellt demnach die Gegenleistung der Aktiengesellschaft für die Tätigkeit des Vorstands dar, zu der er dem Unternehmen gegenüber vertraglich verpflichtet ist (vgl. Dreher 2002).

Gemäß § 87 Abs. 1 Aktiengesetz (AktG) sind hinsichtlich der Ausgestaltung der Vorstandsvergütung zwei Kriterien kumulativ zu erfüllen (vgl. Bors 2006; Hoffmann-Becking 1999): Die Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds müssen „in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben des Vorstandsmitglieds und zur Lage der Gesellschaft stehen“ (§ 87 Abs. 1 AktG). In der deutschen Praxis hat sich die Kategorisierung der monetären Vergütung gemäß Ziffer 4.2.3, Abs. 2 des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) eingebürgert. Demnach wird die Vorstandsvergütung in erfolgsunabhängige und erfolgsabhängige Komponenten untergliedert. Der erfolgsabhängige Teil der Vergütung wird zudem in eine Komponente mit kurzfristiger (Short-Term Incentive, STI) und eine Komponente mit langfristiger Anreizwirkung (Long-Term Incentive, LTI) unterteilt.

Die erfolgsunabhängigen Komponenten, der *fixe Vergütungsbestandteil*, werden als Gegenleistung für die Tätigkeit des Vorstands ohne zusätzliche Voraussetzungen gewährt (vgl. Hohenstatt/Wagner 2008). Hierzu zählen das monatliche Festgehalt sowie alle fixierten und regelmäßigen Sonderzahlungen wie Urlaubs- oder Weihnachtsgeld (vgl. hier und folgend Raguß 2005). In der Praxis wird jedoch regelmäßig ein Jahresfixgehalt ausgehandelt. Unter den fixen Bezügen werden weiterhin garantierte Tantiemen<sup>1</sup> sowie Sachbezüge und Nebenleistungen wie Dienstwagen, -wohnungen oder Kosten für den Personenschutz subsumiert (vgl. Rapp/Wolff 2010; Leuring/Simon 2005).

Eine rein fixe Vorstandsvergütung wird im Hinblick auf die Beziehung zwischen Aktionären und Unternehmensvorständen aufgrund potenziell divergierender Interessen und Informationsasymmetrien als nicht zielführend erachtet (vgl. Fahlenbrach 2009; Lukas 2005; Göbel 2002; Schwalbach/Graßhoff 1997). Im Kontext der Prinzipal-Agenten-

Theorie beauftragen die Aktionäre (Prinzipal) einer Aktiengesellschaft die Mitglieder des Vorstands (Agent) mit der Leitung des Unternehmens, wobei die Eigner nur bedingt beobachten können, ob das Management in ihrem Sinne handelt (vgl. Schüller 2002; Jensen/Murphy 1990; Jensen/Meckling 1976). Insbesondere die Frage, inwieweit unternehmerischer Erfolg auf Managemententscheidungen oder externen Faktoren beruht, kann aufgrund von Informationsasymmetrien nicht zweifelsfrei geklärt werden (vgl. Elschen 1991). Diese Informationsasymmetrie begünstigt, dass das Management seinen eigenen Präferenzen folgt, die denen der Eigenkapitalgeber entgegenlaufen können (vgl. Korn 2000). Als typisches Beispiel ist das Streben von Managern nach Prestige durch Größe und Wachstum der Gesellschaft anstelle von Profitabilität zu nennen (vgl. Mueller 1991). Ein anreizkompatibles Entlohnungssystem soll dieses Agency-Problem idealerweise lösen und die Handlungen des Managements an den Interessen der Aktionäre ausrichten.

Die Interessen der Aktionäre richten sich gemäß Shareholder Value-Ansatz vorrangig auf die langfristige Maximierung des Unternehmenswerts aus Eignersicht (vgl. Rappaport 1986). Der Nutzen für die Aktionäre wird als Barwert der künftig zu erwartenden Zahlungen bestimmt und somit durch Kursgewinne und Dividenden generiert (vgl. Rappaport 1999; Banzhaf 2006). Entlohnungssysteme sollten somit vermehrt an der Aktienrendite ausgerichtet sein (vgl. Rappaport 1999). Auf die Vor- und Nachteile eines pluralistischen Anreizsystems soll hier nicht näher eingegangen werden (vgl. hierzu Crone et al. 2003 m.w.N.). Da in der vorliegenden Untersuchung auf die Wertgenerierung für die Anteilseigner abgestellt wird, werden Stakeholder-Ansätze explizit nicht einbezogen.

Dieser Ausrichtung der Managementvergütung an der (potenziellen) Unternehmenswertsteigerung dienen *variable bzw. erfolgsabhängige Komponenten* (vgl. hier und folgend Leschnitzer 2007). Kurzfristig ausgerichtete Anreize werden durch die *variablen kurzfristigen Vergütungskomponenten* gesetzt, welche sich regelmäßig auf vergangenheitsorientierte Ziele und Kennzahlen beziehen. Sie werden häufig mit den Begriffen Bonus oder Tantieme umschrieben und hängen von der Erreichung im Vorfeld fixierter (individueller oder kollektiver) Ziele ab (vgl. Rapp/Wolff 2010). In modernen Vergütungssystemen sind diese entweder an wertmäßige Größen, beispielsweise den Economic Value Added (EVA®), oder weitere Kennzahlen wie Gewinngrößen, Umsatz oder Dividendenausschüttung gekoppelt (vgl. Kübler 2006).

Von den kurzfristigen Vergütungskomponenten sind diejenigen zu differenzieren, die auf die Wertsteigerung der Unternehmensaktien bezogen sind und den *langfristigen variablen Vergütungskomponenten* zugeordnet werden (vgl. hier und folgend Grattenthaler 2007). Diese werden unterteilt in aktienkursbasierte und kennzahlenbasierte Vergütungskomponenten. Als aktienkursbasierte Instrumente stehen Aktien des jeweiligen Unternehmens, Aktienoptionen, virtuelle Aktien sowie virtuelle Aktienoptionen zur Verfügung (vgl. Pellens et al. 1998). Die virtuellen Ausprägungen unterscheiden sich von den echten Eigenkapitalinstrumenten dadurch, dass sie die aktienkursorientierte Gewinnmessung nachbilden, jedoch rein monetär bedient werden (vgl. hier und folgend Becker/Kramarsch 2006). Aktienkursbasierte Instrumente können wegen ihrer Kursorientierung nur von börsennotierten Unternehmen verwendet werden. Im Gegensatz dazu können kennzahlenbasierte Systeme auch von nicht börsennotierten Gesellschaften eingesetzt werden. Zu diesen Instrumenten werden regelmäßig langfristige Barvergütungen, Deferred Compen-sations und Bonusbanken gezählt.

### 3 Bisherige empirische Befunde und Hypothesenherleitung

Gemäß Agency-Theorie sollte das Management eines Unternehmens anreizkompatibel entlohnt werden. Durch eine erfolgsabhängige Vergütung soll der Vorstand dazu angehalten werden, seine Entscheidungen im Sinne der Aktionäre zu treffen und somit die (finanziellen) Ergebnisse des Unternehmens nachhaltig zu steigern. Wird das Management gemäß diesem „Pay for performance“-Prinzip entlohnt, müssten Unternehmen, die höhere Total Shareholder Returns bzw. eine bessere Kapitalrentabilität erwirtschaften, eine höhere Vorstandsvergütung aufweisen bzw. weniger erfolgreiche Unternehmen ihren Vorständen eine geringere Vergütung gewähren (vgl. Lambert 1993; Sloan 1993).

Während eine Vielzahl empirischer Forschungsarbeiten den Einfluss der Vorstandsvergütung auf aktuelle Erfolgsgrößen des Unternehmens (vgl. etwa Fong et al. 2010; Zhang et al. 2008; Stammerjohan 2004; Anderson et al. 2000) oder zukünftige Renditen der Aktionäre (vgl. Bayless 2009) untersucht, liegen in geringerem Maße Studien vor, welche die Unternehmensperformance als eine *Determinante* der Vorstandsvergütungshöhe betrachten. Trotz der ungebrochenen Popularität des „Pay for performance“-Paradigmas (vgl. Rost/Osterloh 2009) erbringt die empirische Evidenz bezüglich dieses Zusammenhangs keine eindeutigen Resultate: Bishop und Veliyath (1995) finden für US-amerikanische Unternehmen der Pharmabranche signifikante Zusammenhänge zwischen erzielter Eigenkapitalrentabilität und der Summe aus Fixum und Bonuszahlungen für das entsprechende Jahr. Die Aussagekraft der Ergebnisse wird jedoch durch die Fokussierung auf lediglich eine Branche eingeschränkt. Zudem findet keine explizite Unterscheidung in fixe und variable Vergütungsbestandteile statt (vgl. Bishop/Veliyath 1995, S. 273).<sup>2</sup> Zu ähnlichen Ergebnissen kommen Hurst und Vos (2009) im Rahmen ihrer Untersuchung neuseeländischer Unternehmen in den Jahren 2006 und 2007: Für die Vergütung des Vorstandsvorsitzenden wird wiederum ein signifikanter Einfluss der Unternehmensperformance in Form der Gesamtkapitalrentabilität auf die Vergütung im entsprechenden Jahr konstatiert. Allerdings erfolgt auch in dieser Studie keine differenzierte Betrachtung variabler und fixer Vergütungsbestandteile (vgl. Hurst/Vos 2009, S. 50). Gleiches gilt für eine Studie von Elston und Goldberg (2003), die 91 deutsche Aktiengesellschaften über den Zeitraum von 1970 bis 1986 untersuchen. Die Autoren stellen dabei einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen der erzielten Eigenkapitalrendite und der Vergütung des gesamten Vorstands bzw. der durchschnittlichen Vergütungshöhe pro Vorstandsmitglied fest (vgl. hierzu auch Rapp/Wolff 2010, S. 1079). Dabei betonen sie die begrenzende Wirkung einer konzentrierten Eigentümerstruktur und einer starken Bankenabhängigkeit auf die Vorstandsvergütungshöhe und zeigen moderierende Einflüsse dieser Determinanten auf (vgl. Elston/Goldberg 2003, S. 1407).

Seit Beginn der neunziger Jahre mehren sich empirische Forschungsarbeiten, die keine oder lediglich eine schwache Beziehung zwischen Performance und Vergütung nachweisen können bzw. einen „Pay without performance“-Zusammenhang aufdecken. Jensen und Murphy (1990) konstatieren in ihrer Studie, welche die Entwicklung des Pay-Performance-Zusammenhangs in den USA im Zeitverlauf betrachtet, einen abnehmenden Einfluss des Unternehmenserfolgs auf die Vorstandsvergütungshöhe. In der Gesamtbeurteilung zeigen die Autoren, dass sowohl die Gesamtvergütung als auch variable Vergütungsbestandteile lediglich eine geringe Sensitivität gegenüber Veränderungen des Share-



holder Values aufweisen (vgl. Jensen/Murphy 1990, S. 262). Als ein Erklärungsansatz für dieses Ergebnis kann angeführt werden, dass in vielen Unternehmen Indikatoren wie Gewinn- oder Umsatzgrößen als Bemessungsgrundlage variabler Vergütungsbestandteile eingesetzt werden, welche nicht unmittelbar mit einer Wertsteigerung für die Anteilseigner einhergehen (Murphy 1999).

In einer aktuelleren Meta-Analyse können Rost und Osterloh (2009) den beschriebenen Trend bestätigen: Für den Zeitraum von 1950 bis 2006 zeigen die Autoren einen abnehmenden Zusammenhang zwischen den in empirischen Studien verwendeten Performancemaßen und der kurzfristigen variablen Vergütung sowie einen konstant niedrigen (allerdings signifikanten) Einfluss des Unternehmenserfolgs auf langfristige Vergütungsbestandteile (vgl. Rost/Osterloh 2009, S. 134). Auch für die deutschen Prime-Standard-Unternehmen stellen Rapp und Wolff (2010) fest, dass die Aktienkursrendite lediglich auf niedrigem Niveau und operative Gewinngrößen in der Gesamtbetrachtung nicht signifikant mit der durchschnittlichen Gesamtvergütung pro Vorstandsmitglied korreliert sind. Schmidt und Schwalbach (2007) zeigen auf, dass die erzielte Aktienkursrendite in deutschen Unternehmen keine wesentliche Determinante der Vorstandsvergütung pro Kopf darstellt. Als Erklärungsansätze für diese Entwicklung werden regelmäßig nicht adäquate Zielvereinbarungen als Basis variabler Vergütungszahlungen (wie bspw. leicht erreichbare Performanceziele, vgl. Holthausen et al. 1995) oder eine hohe Verhandlungsmacht der Vorstände im Sinne des Managerialismus (vgl. Bebchuk/Fried 2004, S. 82 und 135) angeführt. Zugleich wird vermutet, dass in Zeiten eines wirtschaftlichen Aufschwungs und allgemein ansteigender Aktienkurse auch in unterdurchschnittlich erfolgreichen Unternehmen verhältnismäßig hohe Gehaltserhöhungen gegenüber den Anteilseignern durchsetzbar sind (vgl. Bebchuk/Grinstein 2005, S. 300 f.).

Als Synthese können in diesem Kontext Forschungsergebnisse bezeichnet werden, die eine höhere Sensitivität der Vergütung bei Ergebnisverbesserungen und eine geringere Sensitivität bei Ergebnisverschlechterungen feststellen. Dieser Zusammenhang wird durch die untere Grenze in Höhe des Fixums begründet und (ggf. in Kombination mit einem Cap) als natürliche Asymmetrie der Vergütung bezeichnet (vgl. Shaw/Zhang 2010; Garvey/Milbourn 2006). Shaw und Zhang (2010) zeigen, dass Vorstände für eine schlechte Unternehmensperformance nur geringe oder keine Anpassungen ihrer monetären Vergütung (Fixum plus variable kurzfristige Komponenten) im Folgejahr in Kauf nehmen müssen (vgl. Shaw/Zhang 2010). Die Performancesensitivität dieser Vergütungsbestandteile fällt dabei für Unternehmen mit positiver Entwicklung der Aktienrendite höher aus als für solche, die eine negative Entwicklung dieses Performancemaßes aufweisen (vgl. Shaw/Zhang 2010, S. 1077). Leone et al. (2006) finden in ihrer empirischen Studie zwar gegenläufige Ergebnisse in der Form, dass monetäre Vergütungsbestandteile in stärkerem Maße an negative Unternehmensentwicklungen angepasst werden. Allerdings wird kritisch angemerkt, dass diese Erkenntnisse vornehmlich auf eine ungenaue Abgrenzung positiver und negativer Unternehmensentwicklungen zurückzuführen sind (vgl. Dechow 2006; Shaw/Zhang 2010).

Zusammenfassend lassen die Ergebnisse bisheriger empirischer Studien daher auf eine Asymmetrie der Performancesensitivität schließen, welche zu geringen oder keinen Anpassungen, insbesondere der fixen und kurzfristigen variablen Bestandteile der Vorstandsvergütung bei negativer Unternehmensperformance führt.<sup>3</sup> Vor diesem Hintergrund

kann vermutet werden, dass der Pay-Performance-Zusammenhang insbesondere in wirtschaftlichen Krisenzeiten tendenziell gering ausgeprägt ist und eine entsprechende Rückführung der Vorstandsgehälter nicht vollständig erfolgt. In Bezug auf variable Vergütungsbestandteile kann dies damit begründet werden, dass bestimmte Komponenten der Ergebnisgrößen in Vorstandsvergütungsfunktionen nicht berücksichtigt werden und die Vergütungshöhe daher von negativen Geschäftsentwicklungen regelmäßig nur in geringem Maße beeinflusst wird (vgl. Gaver/Gaver 1998; Abdel-Khalik 1985). Im Gegensatz zu der Betrachtung variabler Vergütungskomponenten sind mögliche Anpassungen des Fixums als Reaktion auf unbefriedigende Unternehmensperformances in den zitierten Studien bislang jedoch nicht explizit untersucht worden. Für den deutschen Markt fehlen Forschungserkenntnisse über das Ausmaß von Vergütungsanpassungen bei signifikanten Ergebnisverschlechterungen bis dato vollständig (vgl. Rapp/Wolff 2010, S. 1102). Fraglich bleibt daher, wie die Performancesensitivität in deutschen Unternehmen während wirtschaftlicher Krisenzeiten ausgeprägt ist.

Mit Hypothese 1 soll daher zum einen untersucht werden, ob sich eine negative Unternehmensperformance in geringeren fixen Vorstandsbezügen in der Zukunft niederschlägt, sofern eine Neuverhandlung des Vergütungskontrakts erfolgt. Vor dem Hintergrund anreizkompatibler Entlohnungsmechanismen gemäß Agency-Theorie kann vermutet werden, dass bei unbefriedigender Unternehmensentwicklung aus Sicht der Anteilseigner insbesondere eine schnell umsetzbare Absenkung der fixen Entlohnung bei auslaufenden Verträgen als geeigneter Mechanismus in der Unternehmenspraxis angewendet wird. Demnach würde sich eine negative Unternehmensperformance in einer Absenkung der fixen Vergütung niederschlagen. Zum anderen sollten die für den entsprechenden Zeitraum gewährten, kurzfristigen variablen Vergütungsbestandteile, wie Boni oder Tantiemen, im Sinne einer anreizkompatiblen Entlohnung bei negativer Entwicklung der Unternehmensperformance geringer ausfallen.<sup>4</sup>

*H<sub>1a</sub>: Je negativer die Unternehmensperformance in einem Jahr ist, desto niedriger fallen die kurzfristigen variablen Vergütungsanteile der Vorstandsvergütung für das entsprechende Jahr aus.*

*H<sub>1b</sub>: Je negativer die Unternehmensperformance in einem Jahr ist, desto negativer fällt eine Veränderung des fixen Bestandteils der Vorstandsvergütung für das nächste Jahr aus, sofern dieser neu verhandelt wird.*

Die Bedeutung von Corporate Governance-Mechanismen für die Ausgestaltung der Pay-Performance-Beziehung wird regelmäßig herausgestellt (vgl. exemplarisch Bebchuk/Fried 2004, S. 212). Neben den zentralen bereits diskutierten Hypothesen zur Performanceabhängigkeit werden daher im Folgenden zwei ausgewählte Mechanismen näher beleuchtet, die sich in anderen Kontexten für die Vorstandsvergütung als relevant dargestellt haben: die Eigentümerkonzentration und die Größe des Ausschusses, der über die Vergütung berät.

Core et al. (1999) zeigen im Zuge ihrer auf den US-amerikanischen Markt bezogenen Studie insbesondere die moderierenden Effekte der Eigentümerstruktur und der Zusammensetzung des Vorstands in Bezug auf die Gesamtvergütungshöhe des Vorstandsvorsitzenden auf. Auch Shaw und Zhang (2010) nennen vorhandene Kontrollmechanismen durch „Outside Directors“ sowie die Konzentration der Eigentümerstruktur (vgl. hierzu

auch Hartzell/Starks 2003) in diesem Zusammenhang als wesentliche Corporate Governance-Mechanismen.

Bei einer hoch konzentrierten Eigentümerstruktur, also einer niedrigen Aktienstreuung, wird im Allgemeinen davon ausgegangen, dass die Eigner des Unternehmens vor allem aufgrund ihres hohen Stimmanteils einen größeren Einfluss auf die Unternehmensorgane nehmen können (vgl. Rapp/Wolff 2010). Als Beispiel hierfür sei die Wahl des Aufsichtsrats durch die Aktionäre genannt. Folglich ist im Fall eines niedrigen Streubesitzes mit einer größeren Kontrollwirkung durch die Aktionäre zu rechnen als bei einem hohen Streubesitz. Dies könnte eine sinkende Vorstandsvergütung erklären, da bessere Voraussetzungen zur Verhinderung exzessiver Vergütungen bestehen. In diesem Zusammenhang merken auch Shleifer und Vishny (1986) an, dass von der allgemeinen Möglichkeit der Kontrolle durch die Aktionäre eines Unternehmens mit hohem Streubesitz in der Regel kein Gebrauch gemacht wird und sich Kleinaktionäre in Bezug auf die Kontrolle wie Free Rider verhalten.

Empirisch gestützt wird dieser Zusammenhang durch die Arbeiten von Fong et al. (2010) sowie Chhaochharia und Grinstein (2009), die dem Kriterium des inhabergeführten Unternehmens einen entsprechenden Moderatoreffekt zuschreiben. Sowohl Schmid (1997) als auch Elston und Goldberg (2003) berichten eine abnehmende Vergütungshöhe bei zunehmender Eigentümerkonzentration. Aufgrund der potenziell intensiveren Einflussnahme großer Anteilseigner auf die Ausgestaltung des Vergütungskontrakts kann in diesem Fall von einem stärkeren Einfluss der Unternehmensperformance auf die Veränderung fixer Vergütungsbestandteile ausgegangen werden. Ebenfalls ist anzunehmen, dass die Gewährung kurzfristiger variabler Vergütungsbestandteile stärker an die Erzielung befriedigender Renditen gekoppelt sein wird und bei einer negativen Entwicklung daher eine stärkere Anpassung dieses Vergütungsanteils erfolgt.

*H<sub>2a</sub>: Je höher die Eigentümerkonzentration eines Unternehmens ist, desto stärker wirkt sich die Unternehmensperformance auf die Höhe der kurzfristigen variablen Vergütungsanteile der Vorstandsvergütung aus.*

*H<sub>2b</sub>: Je höher die Eigentümerkonzentration eines Unternehmens ist, desto stärker wirkt sich die Unternehmensperformance auf die Veränderung des fixen Bestandteils der Vorstandsvergütung aus, sofern dieser neu verhandelt wird.*

Die Mitgliederanzahl des Ausschusses, welcher innerhalb des Aufsichtsrats für die Ausgestaltung des Vergütungssystems zuständig ist, kann ein weiterer Einflussfaktor für die Vergütungshöhe sein. So kann davon ausgegangen werden, dass eine steigende Mitgliederzahl zu einer abnehmenden Kontrollfähigkeit dieses Vergütungsausschusses führt (vgl. Rapp/Wolff 2010). Als Folge daraus wird im Allgemeinen eine höhere Gesamtvergütung erwartet. Zur Steigerung der Effektivität und Effizienz der Arbeit des Aufsichtsrats wird empfohlen, die Anzahl der an der Ausarbeitung des Vergütungssystems beteiligten Aufsichtsratsmitglieder durch Bildung eines Vergütungsausschusses zu reduzieren (vgl. Schätzle 2002; Pape 2004). Daraus kann gefolgert werden, dass sich eine erhöhte Anzahl an Ausschussmitgliedern wiederum negativ auf die Arbeit des Ausschusses auswirken wird. Dies könnte, wie auch die abnehmende Kontrollfähigkeit eines großen Vergütungsausschusses, zu einer steigenden Höhe und sinkender Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung führen.

Dem Aufsichtsrat bzw. Board wird in der empirischen Literatur durchaus Beachtung geschenkt. So berichten Sun et al. (2009) von einem moderierenden Effekt der Qualität des Vergütungsausschusses, der auf die Beziehung von Performance zu gewährten Aktienoptionen wirkt. Für den US-Markt finden O'Reilly III et al. (1988) einen positiven Zusammenhang zwischen der Vergütung des CEO und der Vergütung der Mitglieder des Vergütungsausschusses. Hinsichtlich der Gesamtgröße des Aufsichtsgremiums kann empirisch ein negativer Zusammenhang zwischen dessen Größe und der Vergütungshöhe identifiziert werden (vgl. Core et al. 1999; Cyert et al. 2002). Es wird daher vermutet, dass eine geringere Größe des Vergütungsausschusses aufgrund einer effektiveren Kontrolle der Vorstandsbezüge den Zusammenhang zwischen dem Unternehmenserfolg und der Anpassung fixer und kurzfristiger variabler Vergütungsbestandteile verstärkt.

*H<sub>3a</sub>: Je weniger Mitglieder der Vergütungsausschuss eines Unternehmens umfasst, desto stärker wirkt sich die Unternehmensperformance auf die Höhe der kurzfristigen variablen Vergütungsanteile der Vorstandsvergütung aus.*

*H<sub>3b</sub>: Je weniger Mitglieder der Vergütungsausschuss eines Unternehmens umfasst, desto stärker wirkt sich die Unternehmensperformance auf die Veränderung des fixen Bestands der Vorstandsvergütung aus, sofern dieser neu verhandelt wird.*

## 4 Datengrundlage

### 4.1 Vergütungshöhe

Die empirische Untersuchung der Vergütungskomponenten basiert auf den Geschäftsberichten der zum 31.12.2008 in DAX und MDAX notierten Unternehmen. Sofern das Geschäftsjahr vom Kalenderjahr abweicht, wurde das Geschäftsjahr 2007/2008 gewählt, das in allen Fällen die größtmögliche zeitliche Übereinstimmung mit dem Kalenderjahr 2008 erbrachte. Ausgehend von den 30 DAX- und 50 MDAX-Gesellschaften wurden die drei MDAX-Unternehmen EADS N.V., Gagfah S.A. und Gerresheimer AG aufgrund unvollständiger Angaben im Geschäftsbericht ausgeschlossen.<sup>5</sup> Somit umfasst die Stichprobe die 77 größten deutschen Unternehmen gemessen an Marktkapitalisierung und Orderbuchumsatz (vgl. Deutsche Börse 2009). Die Vergütungsinformationen wurden den Geschäftsberichten der Jahre 2008 und 2009 manuell entnommen. Ergänzend wurde auf einen Datensatz von „Kienbaum Management Consultants“ zurückgegriffen, der die je Unternehmen aggregierten Vergütungsinformationen enthält. Für das Jahr 2008 wird die Vergütungshöhe als durchschnittliche Pro-Kopf-Vergütung aggregiert je Unternehmen betrachtet. Somit entspricht eine Beobachtung dem arithmetischen Mittel der Vergütungen aller Vorstände eines Unternehmens, gemessen in 1.000 EUR. Im Hinblick auf die Überprüfung der aufgestellten Hypothesen wird die Gesamtvergütung (COMP2008) aufgespalten in fixe Vergütungskomponenten (FIX2008, inkl. sonstiger Vergütungskomponenten), variable Komponenten mit kurzfristiger (STI2008) und langfristiger Anreizwirkung (LTI2008). Im Rahmen von Korrelationsanalysen und Hypothesentests gehen die Variablen in logarithmierter Form und skaliert in Mio. EUR (COMP2008ML, FIX2008ML, STI2008ML und LTI2008ML) ein.<sup>6</sup>

Zur Ermittlung relevanter Änderungen der Fixvergütung wurden den Geschäftsberichten 2009 die Veränderungen der Fixvergütung individuell je Vorstandsmitglied entnommen. Als relevant wird eine Änderung verstanden, wenn sie einerseits durch eine Änderung des Vergütungskontrakts des jeweiligen Vorstands entstanden ist. Vorab fixierte planmäßige Änderungen werden somit nicht als relevante Änderungen betrachtet. Andererseits darf die Veränderung des Fixums zur Isolation von Performance- bzw. Corporate Governance-Effekten nicht durch sonstige Einflüsse getrieben sein, etwa die Übernahme zusätzlicher Verantwortung durch Ressortveränderungen. Aus Gründen der Konsistenz der Datenbasis wird darüber hinaus gefordert, dass Vorstände, deren Vergütung in die Stichprobe eingeht, dem Unternehmen in den Jahren 2008 und 2009 durchgängig als Vorstand angehören, um sinnvolle relative Betrachtungen zu ermöglichen. Anzumerken ist, dass für die Analyse der Veränderung der fixen Komponenten die sonstigen Vergütungskomponenten abgespalten wurden, obwohl diese sonst vielfach gemeinsam berichtet werden. Der Grund ist in der Natur dieser Position als Auslagenerstattung zu sehen, die naturgemäß schwankt.

Die nach diesen Kriterien ermittelten relevanten Änderungen der Fixvergütung werden je Unternehmen aggregiert. Somit ergibt sich die Variable DELTA, die die Veränderungen der Fixvergütung aller Vorstände eines Unternehmens erfasst, die eine relevante Kontraktänderung erfahren haben. Neben dem absoluten Ausweis wird diese Größe ins Verhältnis zur Summe der Fixa der betroffenen Vorstände im Vorjahr gesetzt. Dies geschieht einerseits prozentual (PROZ\_DELTA) und andererseits, indem die Wachstumsrate als natürlicher Logarithmus gebildet wird (LN\_DELTA). Außerdem wird die binäre Indikatorvariable CHANGE kodiert, die den Wert 1 annimmt, falls es bei dem betreffenden Unternehmen mindestens eine relevante Fixumsänderung, gleichgültig ob positiver oder negativer Art, gegeben hat.

## 4.2 Performancemaße

Zur Untersuchung des „Pay for performance“-Zusammenhangs ist nunmehr der Begriff der Performance näher zu bestimmen. Studien, die Performance aus Aktionärssicht beurteilen, stellen vielfach auf die Aktienkursrendite ab (etwa Schmidt/Schwalbach 2007 und Rapp/Wolff 2010). Da sich die Summe der finanziellen Vorteile des Investors jedoch nicht nur aus der Aktienkursentwicklung speist, sondern auch aus sämtlichen Rückflusszahlungen (etwa in Form von Dividenden), werden diese im Rahmen der Untersuchung im Total Shareholder Return als kapitalmarktorientiertes Maß in Prozent für das Jahr 2008 integriert (TSR2008). Aus finanzwirtschaftlicher Perspektive stellt dieses das relevante Maß zur Beurteilung der Investition in das Unternehmen dar (vgl. Stehle/Hartmond 1991). Der Total Shareholder Return wird aus Datastream als prozentuale Veränderung des Total Return Index gewonnen.

Im Kontext einer ökonomischen Krise ist jedoch zu hinterfragen, inwieweit dieser Performanceindikator alleine valide Rückschlüsse auf die Leistungen des Managements aus Aktionärssicht zulässt. Als Charakteristikum ökonomischer Krisensituationen, insbesondere im Kontext von Finanzkrisen, wird ein Preisverfall von Wertpapiertiteln beschrieben, der nicht alleine durch fundamentale Faktoren getrieben ist (vgl. Reinhart/Rogoff 2009; Kindleberger/Laffargue 1982). Dieser Preisverfall muss nicht alle Aktien

eines Index in gleicher Intensität betreffen, da sie durch – nicht notwendigerweise rationale – Veränderungen der Erwartungen der Anleger beeinflusst sein können (vgl. Barlevy/Veronesi 2003). Aus diesem Grund liegt es nahe, zusätzlich die Eigenkapitalrendite als Performancemaß zu wählen, da sie ebenfalls die Rentabilität aus der Sicht der Eigenkapitalgeber, jedoch unabhängig von direkten Kapitalmarkteffekten beleuchtet. Insbesondere die kurzfristig-variablen Komponenten basieren vielfach auf Bemessungsgrundlagen der Rechnungslegung, weshalb die Eigenkapitalrendite auch in vorherigen Studien (etwa Bishop/Veliyath 1995; Elston/Goldberg 2003) herangezogen wurde. Wenngleich sie nicht das theoretische Investitionskriterium des Investors reflektiert, kann sie bei instabilen Kapitalmärkten als sinnvolles Beurteilungskriterium des Managementergebnisses herangezogen werden. Die Eigenkapitalrendite (ROE2008) für die vorliegende Untersuchung wird auf Basis von Compustat-Daten berechnet als Jahresüberschuss des Jahres 2008 dividiert durch das durchschnittlich eingesetzte Eigenkapital.

Abschließend stellt sich zur Wahl des Performancemaßes die Frage, ob der Total Shareholder Return bzw. die Eigenkapitalrendite des Jahres 2008 sinnvoll der Vorstandsvergütung im Jahr 2008 gegenübergestellt werden kann. Laut § 285 Nr. 9 lit. a HGB sind die „für die Tätigkeit im Geschäftsjahr gewährten Gesamtbezüge“ auszuweisen. Insbesondere im Fall der variablen Komponenten mit kurzfristiger Anreizwirkung erscheint der Bezug zum Geschäftsjahr offensichtlich, weshalb die Untersuchung dieses Zusammenhangs keine konzeptionellen Probleme beinhaltet. Aufgrund des Gesetzestexts läge auch eine Untersuchung des Zusammenhangs zwischen der gesamten Höhe der Vergütung und Performanceindikatoren aus rechnungslegungsorientierter Sicht nahe. Hinsichtlich der fixen Vergütung kann jedoch argumentiert werden, dass diese bereits vor dem Beginn des Geschäftsjahres vereinbart wird, in dem sie gezahlt wird und somit ein Vergleich mit der aktuellen Performance problematisch erscheint. Aus diesem Grund wird die Veränderung der fixen Vergütungskomponenten untersucht, sofern Verträge neu verhandelt werden, so dass ein sinnvoller ökonomischer Vergleich möglich ist.

### 4.3 Corporate Governance-Variablen

Die Eigentümerkonzentration eines Unternehmens wird durch denjenigen Anteil der Unternehmensaktien gemessen, der sich nicht im Besitz von Paketaktionären befindet und somit den Streubesitz darstellt. Als Operationalisierung bietet sich der von der Deutschen Börse gebildete Free Float-Faktor zum Ende des Jahres 2008 an (FFF2008). Eine alternative Operationalisierung stellt eine binäre Indikatorvariable für die Konzentration eines bestimmten Anteils der Stimmrechte bei einem Paketaktionär dar (etwa bei Rapp/Wolff 2010: Stimmrechte eines Paketaktionärs > 25%). Die Modellierung über den Free Float-Faktor bietet den Vorteil, dass die Variation der Eigentümerstruktur differenzierter abgebildet wird, weshalb sie für die vorliegende Untersuchung gewählt wird. Insbesondere bei den großen Publikumsgesellschaften in DAX und MDAX führt dieses zu einer Beachtung des gesamten Spektrums der Eigentümerkonzentration.

Die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses wurde den Geschäftsberichten entnommen. Hierbei wurde explizit der Wert zu Beginn des Jahres 2008 erfasst in der Annahme, dass die Vergütungsmodalitäten für das Geschäftsjahr 2008 bereits vor dessen Beginn beschlossen wurden. Viele Unternehmen veröffentlichen hierzu keine Angaben



im Geschäftsbericht, weshalb in diesen Fällen bei den entsprechenden Investor Relations-Abteilungen angefragt wurde. Existiert in einem Unternehmen kein derartiger Vergütungsausschuss, wird auf die Verantwortlichkeit des Aufsichtsratsplenums für die Vergütung rekurriert und entsprechend die gesamte Zahl der Aufsichtsratsmitglieder in die Analyse integriert. Auf diese Weise können Daten für 72 Unternehmen erhoben werden.

#### 4.4 Kontrollvariablen

In empirischen Studien werden regelmäßig weitere Determinanten der Vorstandsvergütung, wie Branche und Größe der Gesellschaft betrachtet (vgl. Raguß 2005). Um für überlagernde Effekte zu kontrollieren, gehen diese Einflussfaktoren als Kontrollvariablen ein.

Die *Unternehmensgröße* stellt einen in bisherigen Forschungsarbeiten intensiv untersuchten Einflussfaktor dar (vgl. Fahlenbrach 2009; Hurst/Vos 2009; Chhaochharia/Grinstein 2009). Als mögliche Gründe einer Erhöhung der Vorstandsvergütung bei steigender Unternehmensgröße sind zu nennen, dass die Leitung eines Unternehmens mit zunehmender Größe komplexer wird und auch die Verantwortung des Managements, etwa für eine größere Anzahl an Mitarbeitern, mit der Größe der Gesellschaft steigt. Die sich daraus ergebenden höheren Anforderungen an den Vorstand sollten sich folglich positiv auf die Höhe der Vergütung auswirken. Empirisch konnte dieser Zusammenhang bereits in einer Vielzahl von Studien nachgewiesen werden (vgl. Gabaix/Landier 2008; Leschnitzer 2007; Anderson et al. 2000; Laing/Weir 1999; McKnight/Tomkins 1999).

Zur Messung der Unternehmensgröße kommen Kennzahlen wie die Bilanzsumme (vgl. Jahnke et al. 2009), der Umsatz (vgl. Elston/Goldberg 2003), die Mitarbeiterzahl (vgl. Schwalbach/Graßhoff 1997) oder die Marktkapitalisierung (vgl. Schmidt/Schwalbach 2007) in Betracht. Das Abstellen auf Umsatzgrößen oder die Bilanzsumme führt insbesondere bei Finanzdienstleistern und Versicherungen zu statistischen Problemen (vgl. Andres/Theissen 2007), die in der vorliegenden Untersuchung (anders als etwa bei Rapp/Wolff 2010) explizit berücksichtigt werden sollen. Zwei Gründe sprechen für den Einbezug der Marktkapitalisierung gegenüber der Mitarbeiterzahl: Erstens sollen Vergütungsdaten in Bezug gesetzt werden zu u.a. dem Total Shareholder Return und damit der Kapitalmarktpformance eines Unternehmens. Vor diesem Hintergrund kann die Marktkapitalisierung als korrespondierendes Größenmaß verstanden werden. Zweitens wird die Untersuchung aus Sicht aktueller und potenzieller Anteilseigner durchgeführt. Für diese ist der Marktwert des Eigenkapitals im Vergleich zur Mitarbeiterzahl das bei direktem Vergleich relevantere Merkmal. Die Marktkapitalisierung auf Basis der in den Indices notierten Unternehmensaktien wird aus Datastream gewonnen und geht als natürlicher Logarithmus (Variable MV2008L) gemessen in Mio. EUR ein.<sup>7</sup>

Die Zugehörigkeit eines Unternehmens zu einer bestimmten *Branche* kann ebenfalls Höhe und Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung sowie die Ausgestaltung des Vergütungssystems beeinflussen. So stellten bereits in der Vergangenheit anglo-amerikanische Studien fest, dass die Vergütung der Vorstände in regulierten Branchen geringer ausfällt als in anderen Branchen (vgl. Smith/Watts 1992). Auch für den deutschen Markt kann unterstellt werden, dass Vorständen in Branchen, die infolge eines erhöhten öffentlichen Interesses verstärkten regulatorischen Vorschriften ausgesetzt sind, eine geringere Vergütung gewährt wird. Von einer verstärkten Regulierung sind bei den zu untersuchenden



Gesellschaften vor allem die Telekommunikations- und Versorgungsunternehmen betroffen (vgl. Puppis 2007; Smith/Watts 1992). Obwohl die Regulierung erst im Jahr 2009 u.a. durch das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung und die verbundenen Änderungen des DCGK deutlich verschärft wurde (vgl. Fischer/Kleinschmidt 2010), wird nicht erst seitdem regulierend auf Finanz- und Versicherungsmärkte eingegriffen.

Die Branchenzuordnung erfolgt anhand der Branchensystematik der Deutschen Börse. Als stärker regulierte Branchen werden Banken, Finanzdienstleister und Versicherer sowie Versorger und Telekommunikationsunternehmen verstanden. In der Branchensystematik der Deutschen Börse bildet die erste Gruppe den Supersektor „Finance, Insurance and Real Estate“, der in der vorliegenden Untersuchung in der binären Indikatorvariable FIRE operationalisiert wird. Da nur ein Unternehmen der Stichprobe der Telekommunikationsbranche und nur zwei Unternehmen der Versorgungsbranche zuzuordnen sind, werden diese mit Unternehmen verwandter Branchen zusammengefasst. Somit werden in Anlehnung an bisherige Untersuchungen die Telekommunikationsunternehmen mit den IT-Unternehmen zur Branche Technology (TECH) und die Versorger mit den Grundstoffunternehmen zur Branche Basic Materials (BASICMAT) aggregiert (vgl. etwa Rapp/Wolff 2010), was auch dem Supersektor Basic Materials der Deutschen Börse entspricht.

## 5 Deskriptive Befunde

### 5.1 Zusammensetzung der Vergütung 2008

Die durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Kopf beläuft sich im Jahr 2008 auf 1.772,2 TEUR (vgl. Tab. 1, Panel A). Die hohe Standardabweichung von 997,4 TEUR indiziert mit einem Variationskoeffizienten von 56,3% die beachtliche Streuung der Vergütungshöhen. Bemerkenswert ist auch die Spannweite der Vergütungshöhen zwischen 417,4 TEUR und 5.762,3 TEUR. Die durchschnittliche Pro-Kopf-Vergütung beläuft sich im DAX auf 2.437,2 TEUR (vgl. Tab. 1, Panel B), wohingegen im MDAX 1.347,8 TEUR gezahlt werden (vgl. Tab. 1, Panel C). Die im Vergleich zur Gesamtstichprobe geringeren Streuungen von 42,8% (DAX) bzw. 51,7% (MDAX) legen Unterschiede in den beiden Indizes nahe.

Von besonderem Interesse im Kontext der Krisensituation ist die variable Vergütung. Hier fällt unmittelbar auf, dass in beiden Indizes Unternehmen existieren, die keinerlei variable Vergütung im Geschäftsjahr 2008 gewähren. Dementgegen stehen Unternehmen, die alleine kurzfristig-variable Vergütungen auszahlen, die im Maximum über der durchschnittlichen Gesamtvergütung des entsprechenden Index liegen. Aufgrund der höheren Gesamtvergütung im DAX im Vergleich zum MDAX liegt nahe, dass dies auch für die einzelnen Komponenten mit deren individuellen Maxima gilt. Für Mittelwerte und Mediane der Vergütungskomponenten gilt dieses Verhältnis durchgehend. Während das Maximum der fixen und STI-Vergütung im DAX tatsächlich höher ist als im MDAX, liegt die maximale LTI-Vergütung im MDAX um 34,3% über dem DAX-Maximum.

Die Struktur der Vorstandsvergütung ist im Vergleich zu ihrer Höhe zwischen den Indizes deutlich homogener. In der Gesamtstichprobe werden 45,2% der Vorstandsvergü-

**Tab. 1:** Deskriptive Auswertung der durchschnittlichen Vorstandsvergütung pro Kopf

	n	Mittelwert	Mittelwert [Prozent]	Standard- abweichung	Minimum	Median	Maximum
<i>Panel A: Gesamts Stichprobe</i>							
Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Kopf 2008	77	1.772,2	100,00%	997,4	417,3	1.448,7	5.762,3
davon fixe Vergütungskomponenten	77	710,2	45,20%	374,9	241,7	619,0	1.943,9
davon Short-Term Incentives	77	774,8	41,20%	637,2	0,0	575,4	2.618,4
davon Long-Term Incentives	77	287,2	13,60%	382,0	0,0	136,0	1.995,4
<i>Panel B: DAX-Unternehmen</i>							
Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Kopf 2008	30	2.437,2	100,00%	1.042,6	948,5	2.402,6	5.762,3
davon fixe Vergütungskomponenten	30	893,4	41,30%	397,8	311,6	822,2	1.943,9
davon Short-Term Incentives	30	1115,6	42,40%	759,9	0,0	1118,5	2.618,4
davon Long-Term Incentives	30	428,2	16,30%	397,1	0,0	416,8	1.485,7
<i>Panel C: MDAX-Unternehmen</i>							
Durchschnittliche Vorstandsvergütung pro Kopf 2008	47	1.347,8	100,00%	697,1	417,3	1.211,3	3.296,2
davon fixe Vergütungskomponenten	47	593,3	47,60%	310,8	241,7	524,3	1.823,7
davon Short-Term Incentives (STI2008)	47	557,3	40,50%	427,4	0,0	478,7	2.229,1
davon Long-Term Incentives (LTI2008)	47	197,2	15,40%	347,1	0,0	66,1	1.995,4

Tab. 1 gibt die deskriptive Untersuchung der Vorstandsvergütung pro Kopf im Geschäftsjahr 2008 wieder. Hierbei wird zwischen fixen Vergütungskomponenten (inkl. sonstiger Vergütungskomponenten), variablen mit kurzfristiger Anreizwirkung (STI) und variablen mit langfristiger Anreizwirkung (LTI) unterschieden. Die Auswertung erfolgt einerseits für die Gesamts Stichprobe (Panel A) und andererseits separat für DAX- (Panel B) bzw. MDAX-Unternehmen (Panel C). Die Einträge für Mittelwert, Standardabweichung, Minimum, Median und Maximum sind in 1.000 EUR angegeben. Der Mittelwert [Prozent] beschreibt den durchschnittlichen Anteil der betrachteten Vergütungskomponente an der Gesamtvergütung.

tung als fixe Komponenten gezahlt, variable Komponenten mit kurzfristiger Anreizwirkung machen 41,2% aus und solche mit langfristiger Anreizwirkung 13,6%. Auffällig erscheint indes der um 6,3%-Punkte höhere Anteil der Fixvergütung im MDAX, der eine a priori geringere Performancesensitivität der Gesamtvergütung impliziert. Dieser Befund relativiert sich jedoch, da die Gesamtvergütung im MDAX im Mittel geringer ist und somit eine identische fixe Komponente der Vergütung einen insgesamt prozentual größeren Anteil ausmacht. Der mit insgesamt 41,2% hohe Anteil der kurzfristig-variablen Vergütung (42,4% im DAX und 40,5% im MDAX) zeigt die Bedeutung dieser Komponente gegenüber den langfristigen Anreizen.

## 5.2 Performance- und Corporate Governance-Variablen

Die Total Shareholder Returns sind im Mittelwert mit -45,5% stark negativ ausgeprägt (vgl. Tab. 2). Der Median von -47,1% unterstreicht eine Reduktion der Marktkapitalisierung nicht nur einzelner Unternehmen der Stichprobe, die im Minimum bis zu -91,5% ausmacht. Aus Sicht rechnungslegungsorientierter Größen gestaltet sich das Gesamtbild deutlich positiver mit einem Mittelwert der Eigenkapitalrendite von 7,7%. Der mit 10,4% im Vergleich zum Mittelwert größere Median impliziert, dass die Mehrheit der Unternehmen einen überdurchschnittlichen Wert aufweist. Beachtlich ist die große Spannweite der Eigenkapitalrenditen von -239,2% bis 65,8%, die sich auch in einer höheren Streuung bemerkbar macht. Die deskriptiven Auswertungen von Total Shareholder Returns und Eigenkapitalrenditen legen die Vermutung nahe, dass nicht nur fundamentale Faktoren für die veränderte Marktbewertung verantwortlich sein werden, weist doch die Mehrzahl der untersuchten Unternehmen positive buchhalterische Renditen auf. Insofern erscheint die Integration beider Faktoren in spätere inferenzstatistische Modelle denkbar.

Die mittels des Free Float-Faktors gemessene Eigentümerkonzentration weist einen Mittelwert von 74,9% auf. Somit sind fast drei Viertel der Aktien der Stichprobe im Streubesitz. Der noch darüber liegende Median mit 78,5% deutet an, dass dominierte Unternehmen in der Stichprobe – wie das Unternehmen mit dem minimalen Streubesitz von 14% – eine geringere Bedeutung haben. Aus diesem Grund scheint die differenzierte Betrachtung der Wirkung des Streubesitzes angemessen. Hierfür spricht auch die relativ hohe Standardabweichung von 23,5%, was einem Variationskoeffizienten von 31,3% entspricht. Die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses schwankt zwischen drei und sieben Personen mit einem Mittelwert von 4,2 und einem Median von 4 Mitgliedern. Die Standardabweichung indiziert mit 26,2% eine geringere Schwankung als bei der Eigentümerkonzentration.

## 5.3 Veränderung der fixen Vergütungskomponente

Bei der Auswertung der Veränderung der fixen Vergütungskomponente zeigt sich, dass 95 Personen in 31 Unternehmen eine als relevant definierte (vgl. hierzu Abschn. 4.1) Veränderung erfahren. Insgesamt zeigt sich eine steigende Tendenz der fixen Vergütung mit 8,0% im Mittelwert auf Basis der logarithmischen Veränderung bzw. 6,2% im Median bei unternehmensbezogener Betrachtung über die gesamte Stichprobe (vgl. Tab. 3). Die Spannweite erstreckt sich von -18,2% bis 41,7%, woran deutlich wird, dass auch deutli-

Tab. 2: Deskriptive Auswertung von Performancemaßen, Corporate Governance- und Kontrollvariablen

	n	Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	Median	Maximum
Total Shareholder Return	77	-45,49%	22,23%	-91,54%	-47,11%	11,58%
Eigenkapitalrentabilität	77	7,71%	34,03%	-239,20%	10,39%	65,78%
Marktkapitalisierung	77	7389,4	12.062,4	249,3	2082,9	56.068,0
Free Float-Faktor	76	74,87%	23,47%	14,00%	78,50%	100,00%
Mitglieder des Vergütungsausschusses	72	4,2	1,1	3	4	7

Tab. 2 enthält die deskriptiven Auswertungen zu den Charakteristika der Stichprobe hinsichtlich Total Shareholder Return 2008 (TSR2008) in Prozent, Eigenkapitalrentabilität 2008 (Return on Equity, ROE2008) in Prozent, Marktkapitalisierung zum 31.12.2008 (MV2008) in Mio. EUR, Free Float-Faktor per 31.12.2008 (FFF2008) in Prozent sowie der Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses (MITGLVA).

Tab. 3: Deskriptive Auswertung der Veränderung der Fixvergütung

	n	Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	Median	Maximum
<i>Panel A: Veränderung des mittleren Pro-Kopf-Fixums je Unternehmen (Gesamtstichprobe)</i>						
Veränderung Fixum	31	129,8	216,7	-422,5	55,7	750,0
Relative Veränderung Fixum betroffener Vorstände	31	7,09%	10,60%	-19,99%	6,05%	34,83%
Logarithmische Veränderung Fixum betroffener Vorstände	31	7,98%	11,65%	-18,12%	6,23%	41,67%
<i>Panel B: Personenbezogene Veränderung des Pro-Kopf-Fixums (Gesamtstichprobe)</i>						
Veränderung Fixum je betroffenem Vorstand	95	38,6	62,2	-225,0	30,0	240,0
Relative Veränderung Fixum betroffener Vorstände	95	8,46%	13,35%	-31,03%	5,85%	55,26%
Logarithmische Veränderung Fixum betroffener Vorstände	95	7,79%	11,74%	-37,16%	6,01%	44,00%
<i>Panel C: Veränderung des mittleren Pro-Kopf-Fixums je Unternehmen (DAX)</i>						
Veränderung Fixum je Unternehmen	16	213,7	207,2	-93,1	180,4	750,0
Relative Veränderung Fixum betroffener Vorstände	16	8,91%	10,56%	-9,53%	7,59%	34,83%
Logarithmische Veränderung Fixum betroffener Vorstände	16	10,00%	12,20%	-7,69%	7,89%	41,67%

<i>Panel D: Personenbezogene Veränderung des Pro-Kopf-Fixums (DAX)</i>						
Veränderung Fixum je betroffenen Vorstand	57	60,0	55,7	-50,0	50,0	240,0
Relative Veränderung Fixum betroffener Vorstände	57	12,13%	13,35%	-10,00%	8,57%	55,26%
Logarithmische Veränderung Fixum betroffener Vorstände	57	11,46%	10,46%	-1,27%	9,53%	44,00%
<i>Panel E: Veränderung des mittleren Pro-Kopf-Fixums je Unternehmen (MDAX)</i>						
Veränderung Fixum je Unternehmen	15	40,3	194,9	-442,5	36,0	515,0
Relative Veränderung Fixum betroffener Vorstände	15	5,15%	10,65%	-19,99%	5,83%	23,94%
Logarithmische Veränderung Fixum betroffener Vorstände	15	5,83%	11,03%	-18,12%	6,00%	27,05%
<i>Panel F: Personenbezogene Veränderung des Pro-Kopf-Fixums (MDAX)</i>						
Veränderung Fixum je betroffenem Vorstand	38	6,4	58,1	-225,0	8,4	100,1
Relative Veränderung Fixum betroffener Vorstände	38	2,95%	11,44%	-31,03%	2,06%	23,97%
Logarithmische Veränderung Fixum betroffener Vorstände	38	2,28%	11,51%	-37,16%	2,04%	21,48%

Tab. 3 präsentiert die Veränderung der Fixvergütung vom Jahr 2008 auf das Jahr 2009, sofern der Vergütungskontrakt neu verhandelt wurde. Beobachtungen gehen nur ein, falls keine anderweitige Erklärung für eine Vergütungsänderung vorliegt (etwa Ressortveränderungen) und ein Vorstand während der kompletten Zeit Vorstand des betreffenden Unternehmens gewesen ist. Die Änderungen werden einerseits als Beträge in 1.000 EUR als „Veränderung Fixum“ präsentiert, andererseits prozentual zur Fixvergütung des Jahres 2008. Die logarithmische Änderung ist errechnet als logarithmus naturalis des Quotienten der Fixvergütungen 2009 und 2008. Die Ergebnisse werden jeweils unternehmensbezogen (Panels A, C und F) sowie personenbezogen (pro Kopf) betrachtet (Panels B, D und F). Panels A und B beziehen sich auf die gesamte Stichprobe. Panels C und D geben die Veränderungen für DAX-Unternehmen wieder, Panels E und F für MDAX-Unternehmen.

che negative Anpassungen stattfinden. Bezogen auf einzelne Personen zeigen sich sogar noch gravierendere Veränderungen von  $-37,2\%$  bis  $44,0\%$ , die sich auch in einer größeren Streuung niederschlagen. Die größere maximal-negative Anpassung führt jedoch nicht zu gravierenden Veränderungen der zentralen Tendenz gegenüber der Unternehmensbetrachtung mit einem Mittelwert von  $7,8\%$  und einem Median von  $6,0\%$ . Einen Sonderfall stellt die Adidas AG dar, bei der zwei Vorstände laut Geschäftsbericht auf eine planmäßige Erhöhung ihrer Fixa verzichten. Es sei zur Interpretation erneut angemerkt, dass sich dieser Mittelwert nicht auf die Fixvergütungen *sämtlicher* Vorstände eines Unternehmens bezieht, sondern nur auf solche, die eine als relevant definierte Veränderung erfahren haben.<sup>8</sup>

Die betroffenen Unternehmen verteilen sich beinahe gleich auf DAX und MAX mit 16 bzw. 15 Beobachtungen. Bezogen auf einzelne Vorstände kommt es jedoch mit 57 Personen zu mehr Änderungen im DAX als im MDAX mit 38 betroffenen Vorständen. Auffällig sind höhere Mittelwerte und Mediane für die Veränderungen im DAX im Vergleich zu denen im MDAX. Dies korrespondiert mit betragslich deutlich größeren Minima im MDAX ( $-18,1\%$  auf Unternehmensebene bzw.  $-37,2\%$  auf Personenebene) und größeren Maxima im DAX ( $41,7\%$  auf Unternehmensebene bzw.  $44\%$  auf Personenebene). Außerdem zeigt sich eine höhere Streuung im MDAX, die personenbezogen das Fünffache des Mittelwerts übersteigt.

## 5.4 Korrelationsanalysen

### 5.4.1 Vergütung 2008

Die Analyse der Korrelationen wird zunächst im Hinblick auf die Gesamtvergütung sowie die einzelnen Vergütungskomponenten durchgeführt. Betrachtet werden Total Shareholder Return, Eigenkapitalrentabilität, Marktkapitalisierung, Free Float-Faktor sowie die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses (vgl. Tab. 4).

Von besonderem Interesse für die Untersuchung sind die Korrelationen von Performancemaßen und Vergütungskomponenten. Für die Gesamtvergütung zeigt sich ein negativer, wenngleich statistisch nicht signifikanter Zusammenhang zum Total Shareholder Return. Für die Eigenkapitalrentabilität hingegen ist ein positiver, jedoch ebenfalls nicht signifikanter Wert zu verzeichnen. Aufgrund der isolierten Ergebnisse für beide Performancemaße verwundert dieser Zusammenhang zunächst nicht. Die Korrelationen mit der fixen Vergütungskomponente hingegen zeigen interessante Ergebnisse: Sowohl Total Shareholder Return als auch Eigenkapitalrentabilität sind negativ korreliert und auf dem 1%- respektive 10%-Niveau signifikant. Dieses impliziert, dass höhere Fixvergütungen mit geringeren Renditen einhergehen. Eine Richtung des kausalen Zusammenhangs kann jedoch aufgrund von Korrelationsanalysen nicht bestimmt werden. Aufgrund der Prinzipal-Agenten-Theorie wäre eine mögliche Schlussfolgerung, dass hohe fixe Vergütungen den Leistungsanreiz reduzieren. Hinsichtlich der beiden variablen Vergütungskomponenten zeigen sich erwartungsgemäß positive Zusammenhänge: Höhere (kapitalmarktorientiert oder rechnungslegungsorientiert gemessene) Performance geht mit höheren variablen Vergütungen einher, wenngleich die Zusammenhänge statistisch nicht signifikant sind. Interessanterweise sind die Koeffizienten der Eigenkapitalrentabilität sowohl für

**Tab. 4:** Korrelationsanalyse Vergütung 2008

	COMP2008ML	FIX2008ML	STI2008ML	LTI2008ML
Total Shareholder Return	-0,049	-0,436***	0,123	0,019
(Variable TSR2008)	(77)	(77)	(72)	(45)
Eigenkapitalrentabilität	0,107	-0,206*	0,172	0,050
(Variable ROE2008)	(77)	(77)	(72)	(45)
Marktkapitalisierung	0,600***	0,414***	0,476***	0,474***
(logarithmiert)				
(Variable MV2008L)	(77)	(77)	(72)	(45)
Free Float-Faktor	0,237**	0,207*	0,066	0,217
(Variable FFF2008)	(76)	(76)	(71)	(44)
Mitglieder des Vergütungs-	0,004	0,028	0,035	-0,144
ausschusses				
(Variable MITGLVA)	(72)	(72)	(67)	(42)

Tab. 4 präsentiert die Korrelationen zwischen den Variablen Total Shareholder Return 2008 (TSR2008), Eigenkapitalrentabilität 2008 (ROE2008), logarithmierte Marktkapitalisierung per 31.12.2008 (MV2008L), Free Float-Faktor (FFF2008) sowie Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses (MITGLVA) und vier Vergütungsgrößen: der Höhe der gesamten Vorstandsvergütung pro Kopf 2008 (COMP2008ML), der fixen Pro-Kopf-Vergütung (FIX2008ML), sowie der Pro-Kopf-Vergütung mit kurzfristiger (STI2008ML) und langfristiger Anreizwirkung (LTI2008ML). Die Vergütungshöhen gehen jeweils als logarithmierte Größen in die Korrelationsanalysen ein. Die Anzahl der Beobachtungen, auf denen der jeweilige Korrelationskoeffizient beruht, ist in Klammern darunter angegeben. Signifikant von Null verschiedene Koeffizienten sind wie folgt gekennzeichnet: \* ( $p < 0,1$ ), \*\* ( $p < 0,05$ ) bzw. \*\*\* ( $p < 0,01$ ).

kurz- als auch für langfristige Komponenten höher im Vergleich zum Total Shareholder Return. Während dies für die kurzfristigen Komponenten aufgrund der Orientierung an Performancemaßen der Rechnungslegung intuitiv ist, wäre bei den langfristigen Komponenten eine höhere Korrelation zu kapitalmarktorientierten Maßen zu vermuten, da sie sich vielfach an der Wertentwicklung der Unternehmensaktie orientieren.

Die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses korreliert für Gesamtvergütung, Fixvergütung und kurzfristig-variable Komponenten positiv. Dieses entspricht hinsichtlich der grundsätzlichen Richtung dem unterstellten Zusammenhang einer abnehmenden Kontrollfähigkeit bei zunehmender Gremiengröße. Lediglich für langfristig-variable Komponenten zeigt sich ein negativer Koeffizient. Anzumerken ist jedoch, dass keine der Korrelationen statistisch signifikant ist. Der Free Float-Faktor weist erwartungsgemäß positive Korrelationskoeffizienten zur Gesamtvergütung sowie sämtlichen ihrer Komponenten auf. Ein höherer Streubesitz geht somit – im Einklang mit der Literaturdiskussion – mit einer höheren Vergütung einher. Statistisch signifikant sind die Korrelationen allerdings nur für die Gesamtvergütung auf dem 5%-Niveau sowie für die Fixvergütung auf dem 10%-Niveau.

#### 5.4.2 Veränderung der fixen Komponente

Die Korrelationen der fünf beschriebenen Variablen mit der Veränderung der fixen Vergütungskomponente werden im Folgenden bezogen auf die logarithmierte (LN\_DELTA)



**Tab. 5:** Korrelationsanalysen zur Veränderung der fixen Vergütungskomponente

	LN_DELTA	PROZ_DELTA	CHANGE
TSR2008	0,31455* (31)	0,3056* (31)	0,06407 (77)
ROE2008	0,23087 (31)	0,2435 (31)	0,11006 (77)
MV2008L	0,15238 (31)	0,145 (31)	0,12805 (77)
FFF2008	-0,0473 (31)	-0,06685 (31)	0,23776 (77)
MITGLVA	-0,03129 (31)	-0,02701 (31)	0,00688 (72)

Tab. 5 enthält Korrelationsanalysen zwischen den Variablen TSR2008, ROE2008, MV2008L, FFF2008 sowie MITGLVA und verschiedenen Indikatoren der Änderung des fixen Vergütung auf Unternehmensbasis: LN\_DELTA bezeichnet die logarithmierte Veränderung des Fixums vom Jahr 2008 zum Jahr 2009. Ihre prozentuale Entwicklung ist als PROZ\_DELTA erfasst. CHANGE ist eine Indikatorvariable (0/1), die den Wert von 1 annimmt, sofern es bei Vorständen des betreffenden Unternehmens zu einer spezifischen Änderung der Fixvergütung gekommen ist. Signifikant von Null verschiedene Koeffizienten sind wie folgt gekennzeichnet: \* ( $p < 0,1$ ), \*\* ( $p < 0,05$ ), bzw. \*\*\* ( $p < 0,01$ ). Die Anzahl der Beobachtungen, auf denen die Korrelationsanalyse beruht, ist in Klammern unterhalb des jeweiligen Koeffizienten angegeben.

und die prozentuale Veränderung (PROZ\_DELTA) sowie den unternehmensbezogenen Eintritt einer Veränderung (CHANGE) untersucht. Die Untersuchung erfolgt hier ausschließlich auf Unternehmensebene, da hier eine sinnvolle Gegenüberstellung der Performance möglich ist.

Hinsichtlich der relativen Veränderung (sowohl logarithmiert als auch prozentual) zeigt sich eine positive Korrelation zum Total Shareholder Return, der für beide Größen auf dem 10%-Niveau statistisch signifikant ist. Eine höhere Aktienrendite geht somit mit einer positiven Fixumsänderung einher. Ein ebenfalls positiver, wenngleich statistisch nicht signifikanter Effekt zeigt sich für die Eigenkapitalrendite.

Interessant ist im Vergleich zu den Ergebnissen hinsichtlich der Vergütung 2008, dass die Fixumsveränderung und die Marktkapitalisierung statistisch nicht signifikant korreliert sind. Dieses impliziert vor dem Hintergrund des Kontrollvariablen-Charakters der Unternehmensgröße, dass die Variable nicht zwangsläufig einzubeziehen ist.

Die Ergebnisse der Korrelationsanalyse des Free Float-Faktors überraschen: Während die Fixumsveränderungen negativ korreliert sind, zeigt sich zur Indikatorvariable CHANGE eine positive Korrelation, die auf dem 5%-Niveau signifikant ist. Diese Ergebnisse stehen der Literaturdiskussion diametral entgegen, nach denen für die Variablen LN\_DELTA und PROZ\_DELTA ein positiver Zusammenhang zu vermuten gewesen wäre. Die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses weist hingegen keine signifikanten Korrelationen auf.

Die Korrelationsanalyse ergibt erste Hinweise darauf, dass für die relative Höhe der unternehmensbezogenen Veränderungen Performance-Größen von Bedeutung sein können, hier insbesondere das kapitalmarktorientierte Maß des Total Shareholder Return. Für die Wahrscheinlichkeit einer Vertragsänderung hingegen scheint der Free Float-Faktor den größeren (statistisch signifikanten) Einfluss zu besitzen.

## 6 Hypothesenprüfung

### 6.1 Performancesensitivität der kurzfristigen variablen Vergütung

#### 6.1.1 Untersuchungsdesign

In Hypothese 1a wird ein positiver Zusammenhang von Performance und der Höhe kurzfristiger variabler Vergütungskomponenten konstatiert, den es im Folgenden zu überprüfen gilt. Aufgrund der Literaturdiskussion soll somit die Höhe der STI-Vergütung als Funktion der Unternehmensperformance sowie der Kontrollvariablen dargestellt werden. Die Hypothesen 2a und 3a stellen zudem auf die moderierenden Effekte der Corporate Governance-Variablen ab. Um für einen evtl. originären Einfluss der Variablen Free Float-Faktor sowie Mitgliederanzahl des Vergütungsausschusses zu kontrollieren, werden sie direkt in das Ausgangsmodell integriert:

STI-Vergütung =  $f(\text{Performance, Free Float-Faktor, Mitgliederzahl Vergütungsausschuss, Kontrollvariablen})$

Als Kontrollvariablen werden – wie bereits ausgeführt – die Marktkapitalisierung sowie die Indikatorvariablen für die drei Branchen integriert, die als stärker reguliert bezeichnet wurden. Anzumerken ist, dass die übrigen Branchen implizit als Referenzgruppe in das Modell eingehen. Als Performancemaße werden Total Shareholder Return und Eigenkapitalrentabilität, jeweils separat, zugrunde gelegt.

Somit ergeben sich zwei lineare Regressionsmodelle, die die Höhe der kurzfristigen variablen Vergütung (in logarithmierter Form) als abhängige Variable haben und sich lediglich hinsichtlich des Performancemaßes unterscheiden:

$$STI2008ML^I = \alpha + \beta_{1a} \text{TSR2008} + \beta_2 \text{MV2008L} + \beta_3 \text{FFF2008} + \beta_4 \text{MITGLVA} + \beta_5 \text{FIRE} + \beta_6 \text{BASICMAT} + \beta_7 \text{TECH}$$

$$STI2008ML^{II} = \alpha + \beta_{1b} \text{ROE2008} + \beta_2 \text{MV2008L} + \beta_3 \text{FFF2008} + \beta_4 \text{MITGLVA} + \beta_5 \text{FIRE} + \beta_6 \text{BASICMAT} + \beta_7 \text{TECH}$$

Um mögliche Interaktionseffekte im Sinne der Hypothesen 2a und 3a zu untersuchen, werden zusätzlich Interaktionsterme zwischen der jeweiligen Performancegröße und dem Free Float-Faktor respektive der Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses gebildet. Somit ergeben sich in Anlehnung an die Modelle I und II zwei weitere Modelle:

$$STI2008ML^{III} = \alpha + \beta_{1a} \text{TSR2008} + \beta_2 \text{MV2008L} + \beta_3 \text{FFF2008} + \beta_4 \text{MITGLVA} + \beta_5 \text{FIRE} + \beta_6 \text{BASICMAT} + \beta_7 \text{TECH} + \beta_{8a} (\text{FFF2008} * \text{TSR2008}) + \beta_{9a} (\text{MITGLVA} * \text{TSR2008})$$

$$STI2008ML^{IV} = \alpha + \beta_{1b} \text{ROE2008} + \beta_2 \text{MV2008L} + \beta_3 \text{FFF2008} + \beta_4 \text{MITGLVA} + \beta_5 \text{FIRE} + \beta_6 \text{BASICMAT} + \beta_7 \text{TECH} + \beta_{8b} (\text{FFF2008} * \text{ROE2008}) + \beta_{9b} (\text{MITGLVA} * \text{ROE2008})$$

Da die Integration von Interaktionseffekten das Risiko statistischer Multikollinearität erhöht, werden die Werte beider eingehender Variablen vor der Multiplikation zunächst zentriert, der Gesamtmittelwert der jeweiligen Variablen mithin von jeder einzelnen Beobachtung subtrahiert (vgl. Aiken/West 1991).

### 6.1.2 Untersuchungsergebnis

Mittels der Regressionsmodelle I und II wird die Performanceabhängigkeit der kurzfristigen variablen Vergütungskomponente untersucht. Die Ergebnisse werden überblicksartig in Tab. 6 dargestellt.<sup>9</sup>

In beiden Modellen zeigt sich zunächst, dass die als Kontrollvariable eingeführte Marktkapitalisierung – im Einklang mit der Literatur – eine auf dem 1%-Niveau signifikant-positive Determinante der kurzfristigen variablen Vergütung darstellt. Die Indikatorvariablen für die drei als stärker reguliert betrachteten Branchen zeigen jedoch keine signifikant von Null verschiedenen Koeffizienten. Dieses Ergebnis wirkt speziell für die Branche der Banken und Finanzdienstleister zunächst überraschend, befinden sich doch Banken in der Stichprobe, die aufgrund der Auflagen des Sonderfonds für Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) ihre gesamten Vorstandsbezüge begrenzen mussten. Hierzu zählen die Commerzbank AG und die Aareal Bank AG. Die Indikatorvariablen für die drei Branchen deuten jedoch darauf hin, dass es keinen signifikanten Einfluss auf die rein kurzfristig-variable Vergütung zu geben scheint, so dass Branchenspezifika nicht festzuhalten sind. Die Corporate Governance-Variablen, die zur Prüfung von Hypothese 1a lediglich als Kontrollvariablen eingeführt wurden, weisen ebenfalls in keinem der drei Modelle einen signifikanten Erklärungsbeitrag auf. Somit ist aus den Analysen kein alleiniger (und damit unbedingter) Zusammenhang von Eigentumskonzentration sowie der Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses zu folgern.

Interessant hingegen ist der Vergleich beider Modelle hinsichtlich der Performancegröße: Der Total Shareholder Return in Modell I weist keine signifikante Erklärungskraft hinsichtlich der kurzfristigen variablen Vergütung auf. Das negative Vorzeichen des Koeffizienten deutet jedoch auf eine negative Korrelation von Performancegröße und STI-Vergütung hin. Die Eigenkapitalrentabilität in Modell II hingegen zeigt einen positiven Zusammenhang, der jedoch nur auf dem 10%-Niveau signifikant ist. Obwohl beide Modelle aufgrund der F-Statistik ( $p < 0,0001$ ) einen signifikanten Beitrag zur Erklärungskraft des Gesamtmodells indizieren, ist die Modellanpassung in Modell II aufgrund des höheren adjustierten Bestimmtheitsmaßes als überlegen zu bezeichnen.<sup>10</sup> Im Vergleich zu Studien, die die Gesamtvergütung des Vorstands untersuchen, erscheint das Bestimmtheitsmaß gleichwohl gering. So berichten Rapp/Wolff 2010 bereits für eine einfache Spezifikation, die die Gesamtvergütung in Abhängigkeit von Unternehmens- und Vorstandsgröße sowie Branchen und Zeiteffekten<sup>11</sup> modelliert, dass mehr als 60% der Variation erklärt werden kann. Ein Rückgriff auf die Korrelationsanalysen (Tab. 4) kann bei der Erklärung dieses Sachverhalts jedoch helfen: Während der Korrelationskoeffizient zwischen Unternehmensgröße und Gesamtvergütung (jeweils logarithmiert) 60% beträgt, liegt er für die kurzfristige variable Vergütung mit 47,6% deutlich darunter.

Somit kann insgesamt ein statistisch stärkerer Einfluss der Eigenkapitalrentabilität als Größe auf Basis der Rechnungslegung im Vergleich zum Total Shareholder Return kons-

**Tab. 6:** Ergebnisse der multiplen Regression zur STI-Komponente

Performancemaß	TSR2008		ROE2008	
	Modell I	Modell III	Modell II	Modell IV
Abhängige Variable	STI2008ML	STI2008ML	STI2008ML	STI2008ML
Konstante	-2,7334***	-2,6790***	-2,6207***	-2,2713***
<i>Performancemaß</i>				
TSR2008	-0,0662	0,2697		
ROE2008			0,0814*	0,2694
MV2008L	0,2293***	0,2133***	0,2171***	0,2215***
FFF2008	0,3785	0,4640	0,3961	0,0243
MITGLVA	0,0222	0,0623	0,0130	-0,0227
<i>Branchendummies</i>				
FIRE	-0,0170	0,0033	0,0490	0,1911
BASICMAT	0,1738	0,1106	0,1362	0,2136
TECH	0,5101	0,4511	0,4193	0,5607
<i>Interaktionseffekte</i>				
TSR2008*FFF2008		4,9545 **		
TSR2008*MITGLVA		0,1834		
ROE2008*FFF2008				5,1580**
ROE2008*MITGLVA				0,2882
n	66	66	66	66
Adj. R <sup>2</sup>	17,56%	20,89%	21,77%	26,19%
F-Statistik	2,98***	2,91***	3,58***	3,56***
max. VIF	1,21	1,38	1,18	3,83

Tab. 6 enthält die Analyse der Determinanten der kurzfristigen variablen Vergütung. Abhängige Variable für alle Modelle ist die logarithmierte kurzfristig-variable Vergütung (STI2008ML). Als Kontrollvariablen dienen in allen Modellen die logarithmierte Marktkapitalisierung (MV2008L), der Free Float-Faktor (FFF2008), die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses (MITGLVA) sowie drei Branchendummies (0/1) für Zugehörigkeit zur Finanzbranche (FIRE) oder den Branchen von Versorgern (BASICMAT) bzw. Telekommunikation und Technologie (TECH). Die Modelle I und III integrieren den Total Shareholder Return 2008 (TSR2008) als Performancemaß, während in den Modellen II und IV die buchhalterische Eigenkapitalrendite (ROE2008) verwendet wird. Die Modelle II und IV berücksichtigen zusätzlich Interaktionseffekte zwischen dem Free Float-Faktor (FFF2008) sowie der Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses (MITGLVA) und dem jeweiligen Performancemaß. Zusätzlich werden die Anzahl der Beobachtungen (n), das adjustierte Bestimmtheitsmaß (Adj. R<sup>2</sup>), sowie F-Statistik und maximale Varianzinflationsfaktoren (VIF) als Maß von statistischer Multikollinearität berichtet. Signifikanzangaben der Regressionskoeffizienten basieren auf zweiseitigen t-Tests, bei der F-Statistik auf F-Tests: \* (p < 0,1), \*\* (p < 0,05) bzw. \*\*\* (p < 0,01).

tatiert werden. Dieser Befund ist konsistent zu den bisherigen Forschungsergebnissen, die eine geringe Sensitivität der variablen Vergütungsbestandteile hinsichtlich des Shareholder Values berichten (vgl. Jensen/Murphy 1990). Dies wiederum kann für die STI-Vergütung durch das Heranziehen rechnungslegungsorientierter Größen als Bemessungsgrundlage begründet werden (vgl. Murphy 1999).

Das positive Vorzeichen indiziert, dass eine geringere Eigenkapitalrentabilität eine geringere Vergütung zur Folge hat, was die Hypothese 1a stützt, wenngleich der Koeffizient nur auf dem 10%-Niveau signifikant ist. Der Total Shareholder Return hingegen

weist einen negativen, jedoch nicht signifikanten Zusammenhang auf, was der Hypothese 1a entgegensteht. Insgesamt zeigt sich also ein gemischtes Bild, was zunächst dazu führen muss, dass die Hypothese 1a nicht gestützt werden kann.

Vor dem Hintergrund bisheriger Forschungsergebnisse wirft der relativ schwache Zusammenhang jedoch Fragen dahingehend auf, ob die unterstellte „natürliche Korrelation“ zwischen Rechnungslegungsgrößen und kurzfristiger variabler Vergütung durch weitere Einflussfaktoren moderiert wird. Dies führt zur Prüfung der Hypothesen 2a und 3a, die den moderierenden Einfluss des Streubesitzanteils sowie der Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses fokussieren.

Die Analyse des Interaktionseffekts zwischen Streubesitzanteil und Performancemaß erbringt überraschende Ergebnisse: Sowohl für den Total Shareholder Return als auch für die Eigenkapitalrentabilität ist der Effekt auf dem 5%-Niveau signifikant. Hypothese 2a geht von einem negativen Einfluss eines hohen Streubesitzes auf den Pay for performance-Zusammenhang aus. Der positive Regressionskoeffizient indiziert jedoch den gegenteiligen Effekt. Mithin kann der moderierende Einfluss bestätigt werden, die Wirkungsrichtung steht der prognostizierten allerdings entgegen, da in den vorliegenden Modellen ein hoher Streubesitz dazu führt, dass ein höheres Performancemaß eine höhere STI-Vergütung begünstigt. Dementsprechend fördern niedrige Performancemaße geringere STI-Vergütungen.

Unterschiedliche Erklärungsansätze für dieses Ergebnis sind denkbar. Zunächst betrachtet die vorliegende Studie explizit die kurzfristigen variablen Vergütungsbestandteile. In vorangegangenen Studien, die einen moderierenden Effekt der Eigentümerkonzentration untersucht haben, wird hingegen die Gesamtvergütung als abhängige Variable modelliert (vgl. Fong et al. 2010; Chhaochharia/Grinstein 2009; Elston/Goldberg 2003; Schmid 1997). Aufgrund der Größe und Bedeutung der Unternehmen der Stichprobe liegt weiterhin die Vermutung nahe, dass die Unternehmenskontrolle insbesondere in der Finanz- und Wirtschaftskrise in nicht unerheblichem Umfang durch die Medien und daraus abgeleitet die öffentliche Meinung erfolgte. Somit könnten bei einem höheren Streubesitz die mediale Aufmerksamkeit und das öffentliche Interesse so stark steigen, dass der Effekt einer möglichen Eigentümerkonzentration aufgrund mangelnden Free Riding-Verhaltens überkompensiert wird.

Die Überprüfung des moderierenden Effekts der Mitgliederanzahl des Vergütungsausschusses erbringt hingegen keine signifikanten Ergebnisse. Weder in Modell III mit dem Total Shareholder Return noch in Modell IV mit der Eigenkapitalrentabilität als Performancemaß zeigt sich ein statistisch bedeutsamer Zusammenhang. Die Richtung des Zusammenhangs lässt jedoch vorsichtig vermuten, dass bei einer höheren Anzahl an Mitgliedern im Vergütungsausschuss der Pay for performance-Zusammenhang stärker zutage tritt. Als naheliegende Begründung hierfür kann die Gesamtverantwortung des Aufsichtsrats für die Vorstandsvergütung genannt werden. Wenngleich der Deutsche Corporate Governance Kodex empfiehlt, einen Vergütungsausschuss zur Entscheidungsvorbereitung einzusetzen, betont der Kodex jedoch gleichzeitig die abschließende Verantwortung des Aufsichtsratsplenums (Ziff. 4.2.2 DCGK). Aus diesem Grund kann der nicht signifikante Einfluss auch als Hinweis auf gute Corporate Governance aufgefasst werden, wenn er in der Hinsicht interpretiert wird, dass die Entscheidungsvorbereitung die Beschlusshoheit des Plenums nicht aushebelt.

## 6.2 Veränderung der fixen Vergütungskomponente

### 6.2.1 *Untersuchungsdesign*

Die Stichprobe, anhand derer die Veränderung der fixen Vergütungskomponente untersucht werden soll, ist aus zwei Gründen in ihrem Umfang begrenzt: Einerseits soll lediglich das Jahr 2008 als Höhepunkt der Wirtschafts- und Finanzkrise untersucht werden, andererseits soll der Zusammenhang anhand der DAX- und MDAX-Unternehmen überprüft werden. Somit ergibt sich eine Stichprobe von 95 betroffenen Vorständen, die 31 verschiedenen Unternehmen angehören. Zunächst stellt sich die Frage, ob die Determinanten der Fixumsänderung auf Personen- oder Unternehmensbasis beleuchtet werden sollen. Obwohl die personenbezogene Vorgehensweise einen formal größeren Stichprobenumfang verheißt, sprechen statistische Argumente für eine unternehmensbezogene Zusammenfassung. Während eine Berücksichtigung von Unternehmenseffekten zur Vermeidung von insbesondere Autokorrelation generell denkbar wäre, würde dies in der praktischen Anwendung die relevante Variation eliminieren, sofern für ein Unternehmen nur ein einziger geänderter Kontrakt vorliegt. Aus diesem Grund werden im Folgenden die Veränderungen der fixen Vergütungskomponente auf Unternehmensbasis untersucht.

Ebenfalls in Anbetracht des beschränkten Stichprobenumfangs wird nicht die Methode der multiplen Regression unter Verwendung der Kontrollvariablen angewandt. Die Korrelationsanalyse legt zudem nahe, dass insbesondere Größeneffekte als erklärende Variable für die Fixumsänderung mit hoher Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden können. Zur Untersuchung der Hypothese 1b wird aufgrund der gerichteten Hypothese somit ein einseitiger t-Test durchgeführt, der den Zusammenhang der jeweiligen Performancegröße (Total Shareholder Return bzw. Eigenkapitalrentabilität) zur logarithmischen Veränderung der fixen Vergütungskomponente testet.

In Analogie zur Untersuchung der Interaktionseffekte im Regressionskontext werden zur Untersuchung der Hypothesen 2b und 3b jeweils t-Tests durchgeführt. Hierbei wird der Einfluss des Produkts aus Performancegröße und Moderator auf die logarithmierte Höhe der Fixumsänderung untersucht.

### 6.2.2 *Untersuchungsergebnis*

Hypothese 1b konstatiert einen gleichlaufenden Zusammenhang zwischen der Unternehmensperformance und der Veränderung der fixen Vergütungskomponenten. Aufgrund der Korrelationsanalysen ist bereits ein stärkerer Einfluss des Total Shareholder Returns im Vergleich zur Eigenkapitalrentabilität zu vermuten. Dieses Ergebnis wird durch entsprechende t-Tests gestützt: Während der Zusammenhang für den Performanceindikator Total Shareholder Return auf dem 5%-Niveau signifikant ist ( $t = 1,78$ ;  $p = 0,0424$ ), zeigt sich kein bedeutsamer Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrentabilität und Fixumsänderung ( $t = 1,28$ ;  $p = 0,10575$ ).

Im Gegensatz zur stärker ausgeprägten Performancesensitivität der kurzfristig-variablen Vergütung in Abhängigkeit von Rechnungslegungsgrößen, zeigt sich mit einer stärkeren Abhängigkeit der Fixumsänderung vom Total Shareholder Return ein gegenteiliger Effekt. Dieses Ergebnis liegt insofern nahe, als dass Aufsichtsräte steigende fixe Bezüge

bei gleichzeitiger Reduktion des Aktionärsvermögens nur schwer rechtfertigen können. Hinzu kommt, dass Aktienkurse oder abgeleitete Maße wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis in der Wahrnehmung der Öffentlichkeit häufig präsenter sind als reine Ergebnisgrößen der Rechnungslegung.

Die Eigentümerkonzentration weist als moderierende Variable des Einflusses von Performanceindikatoren auf die Änderung der fixen Vergütungskomponente ein Muster auf, das sich analog zur Performancesensitivität der kurzfristig-variablen Vergütung verhält. Der Free Float-Faktor hat tatsächlich einen signifikanten Einfluss, allerdings wirkt er in der Weise moderierend, dass ein höherer Streubesitz den Zusammenhang zwischen Renditegrößen und Fixumsänderung verstärkt. Dieser Effekt ist für den Total Shareholder Return auf dem 5%-Niveau signifikant ( $t = 1,76$ ;  $p = 0,0447$ ), für die Eigenkapitalrentabilität hingegen nicht ( $t = 1,19$ ;  $p = 0,1215$ ). Die Ergebnisse stellen somit eine Synthese dar: Die Eigentümerkonzentration hat Auswirkungen sowohl auf die Performancesensitivität von kurzfristig-variabler als auch auf die Veränderung der fixen Vergütung, die sich darin äußern, dass ein hoher Streubesitz die Sensitivität begünstigt. Während jedoch für die kurzfristig-variable Vergütung der stärkere Gesamteffekt in Kombination mit der Eigenkapitalrentabilität vorliegt, kann für die Veränderung der fixen Komponente ein signifikanter Gesamteffekt lediglich für den Total Shareholder Return festgehalten werden.

Der Einfluss der Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses auf den Zusammenhang von Performance und Fixumsänderung (Hypothese 3b) kann – wie schon bei den kurzfristig-variablen Komponenten – nicht gestützt werden. Weder für den kapitalmarktorientierten Total Shareholder Return ( $t = 1,16$ ;  $p = 0,1276$ ) noch für die rechnungslegungsorientierte Eigenkapitalrentabilität zeigen sich signifikante Effekte ( $t = 0,79$ ;  $p = 0,2187$ ). Somit kann der moderierende Einfluss der Mitgliederanzahl im Vergütungsausschuss abschließend nicht bestätigt werden.

### 6.2.3 *Ergänzende Auswertung der Anpassungswahrscheinlichkeit*

Die Frage nach dem moderierenden Einfluss von Eigentümerkonzentration und Mitgliederanzahl des Vergütungsausschusses widmet sich dem Einfluss der Performance auf die Höhe der fixen Vergütungskomponente, sofern der Vergütungsvertrag neu verhandelt wird. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob es ebenfalls diese Faktoren sind, die überhaupt eine Anpassung der fixen Vergütung begünstigen. Entsprechende Aussagen sollten mit großer Vorsicht getätigt und auch interpretiert werden, da ein wesentlicher Grund von Neuverhandlungen regelmäßig das Auslaufen eines alten Vertrages sein wird. Gleichwohl kann im Krisenjahr beobachtet werden, dass einzelne Vorstände auf eine vertraglich zugesagte Erhöhung der fixen Vergütung verzichtet haben. Wird der freiwillige Verzicht als Möglichkeit explizit zugelassen, ist eine sinnvolle – wenngleich vorsichtig zu interpretierende – Tendenzaussage abzuleiten.

Infolge der bisherigen Ergebnisse werden mittels logistischer Regression somit die ergänzenden Hypothesen getestet, dass die Eigentümerkonzentration respektive die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses einen positiven Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit einer Fixumsänderung – modelliert über die Indikatorvariable CHANGE – haben.



**Tab. 7:** Ergebnisse des Hypothesentest zur Änderungswahrscheinlichkeit

Abhängige Variable	CHANGE	CHANGE
Konstante	-2,0969***	-0,3332
FFF2008	2,2608**	
MITGLVA		0,0129
n	76	72
Nagelkerke-R <sup>2</sup>	7,77%	0,01%
Wald-Statistik	4,081**	0,0034

Tab. 7 umfasst zwei logistische Regressionsmodelle mit der Indikatorvariable (0/1) CHANGE als abhängiger Variable, die den Wert von 1 annimmt, sofern es bei Vorständen des betreffenden Unternehmens zu einer spezifischen Änderung der Fixvergütung gekommen ist. Als unabhängige Variablen werden einerseits der Free Float-Faktor (FFF2008) und andererseits die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses (MITGLVA) untersucht. Die Anzahl der Beobachtungen ist mit n bezeichnet, außerdem werden das Bestimmtheitsmaß nach Nagelkerke sowie die Wald-Statistik berichtet. Signifikanzangaben beruhen auf t-Tests für die Koeffizienten bzw. dem Chi-Quadrat-Test für die Wald-Statistik.

Das Ergebnis des Hypothesentests verwundert in Anbetracht der bisherigen Ergebnisse wenig: Der Streubesitzanteil weist einen auf dem 5%-Niveau signifikant-positiven Zusammenhang zur Wahrscheinlichkeit mindestens einer Fixumsänderung in dem jeweils betrachteten Unternehmen auf. Das Gesamtmodell besitzt insgesamt einen signifikanten Erklärungsbeitrag (Wald-Statistik 4,081;  $p = 0,0434$ ), wenngleich das Nagelkerke-R<sup>2</sup> mit 7,71% selbst für eine logistische Regression als gering einzustufen ist. Dieses Ergebnis ist somit nur ein recht eingeschränkter Beleg für die ergänzende Hypothese.

Ein Zusammenhang zwischen der Größe des Vergütungsausschusses und der Änderungswahrscheinlichkeit kann hingegen nicht festgestellt werden.

## 7 Zusammenfassung und Ausblick

Vor dem Hintergrund der öffentlichen Diskussion um hohe Vorstandsbezüge bei ausbleibendem Erfolg untersucht die vorliegende Studie die Performanceabhängigkeit verschiedener Komponenten der Vorstandsvergütung im Jahr 2008, dem Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise. Darüber hinaus wird der Einfluss ausgewählter Corporate Governance-Mechanismen auf den Zusammenhang von Performance und Vergütung beleuchtet. Der Begriff der Performance wird hierbei in zweierlei Hinsicht operationalisiert: Während der Total Shareholder Return als theoretisches Renditekriterium eines Aktionärs herangezogen wird, wird durch den Einbezug der Eigenkapitalrentabilität als rechnungslegungsbezogener Größe zugleich den stark und nicht homogen schwankenden Aktienkursen Rechnung getragen.

In diesem Zusammenhang untersucht Hypothese 1a zunächst, in welchem Maße die kurzfristige variable Vergütung in ihrer Eigenschaft als erfolgs- oder leistungsabhängige Komponente tatsächlich auf die oftmals negativen Entwicklungen von Performancemaßen in der Finanz- und Wirtschaftskrise reagiert. Während der Zusammenhang zwischen dem Total Shareholder Return sich als negativ, jedoch nicht signifikant präsentiert, stellt das Performancemaß Eigenkapitalrentabilität eine auf dem 10%-Niveau positiv-signifi-

kante Determinante dar. Dieses Ergebnis überrascht nicht vor dem Hintergrund der regelmäßigen Koppelung von kurzfristigen variablen Vergütungskomponenten an operative Erfolgsgrößen und ist zudem konsistent mit den Erkenntnissen vorangegangener empirischer Studien (vgl. Elston/Goldberg 2003; Bishop/Veliyath 1995). In der Gesamtbetrachtung kann also auch für wirtschaftliche Krisenzeiten ein schwacher, aber beobachtbarer Zusammenhang zwischen variabler Vergütung und rechnungslegungsorientierten Erfolgsgrößen konstatiert werden (vgl. Rost/Osterloh 2009).

Überraschend ist das Ergebnis zum moderierenden Effekt der Eigentümerkonzentration (Hypothese 2a): Während die bisherige Literatur mit einem Fokus auf der Gesamtvergütung regelmäßig einen stärkeren Pay-Performance-Zusammenhang im Kontext einer konzentrierten Eigentümerstruktur feststellt (vgl. Fong et al. 2010; Elston/Goldberg 2003), erweist sich in den DAX- und MDAX-Konzernen ein hoher Streubesitz als Moderator eines positiven Zusammenhangs von Performance und Vergütung. Dieses Ergebnis gilt für beide betrachteten Performancemaße. Als Moderator unbedeutend erweist sich hingegen die Anzahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses für die Beziehung zwischen Performance und kurzfristig-variabler Vergütung (Hypothese 3a), was vor dem Hintergrund der Verantwortung des Aufsichtsratsplenums für die Vorstandsvergütung durchaus auch ein Indiz guter Corporate Governance darstellen könnte.

Die Veränderung der fixen Vergütungskomponente im Zuge der Neuverhandlung von Vergütungskontrakten wurde ebenfalls als performanceabhängig identifiziert (Hypothese 1b): Eine höhere Performance begünstigt eine positive Anpassung fixer Vergütungskomponenten. Im Gegensatz zur kurzfristig-variablen Vergütung ist hier jedoch der kapitalmarktorientierte Total Shareholder Return das relevante Performancemaß. Die Entwicklung des Aktionärsvermögens scheint also zur Rechtfertigung von Gehaltserhöhungen beim für die Öffentlichkeit interessanten Thema Vorstandsvergütung wesentlich. Die Ergebnisse der Studie von Shaw und Zhang (2010), die für US-amerikanische Unternehmen zeigen, dass kaum Anpassungen der Vorstandsvergütungshöhe bei negativer Unternehmensperformance beobachtbar sind, kann für die vorliegende Stichprobe somit nicht bestätigt werden. Dies könnte zum einen für effektivere Corporate Governance-Mechanismen in deutschen Unternehmen sprechen. Zum anderen kann die erhöhte öffentliche Aufmerksamkeit hinsichtlich der Vergütung von Vorständen in Finanz- und Wirtschaftskrisen einen Erklärungsansatz darstellen.

Vor diesem Hintergrund erscheint es nicht verwunderlich, dass auch bei den fixen Komponenten der moderierende Effekt der Eigentümerkonzentration signifikant, jedoch entgegen der ursprünglichen Wirkungsrichtung ist (Hypothese 2b): Eine geringere Eigentümerkonzentration begünstigt eine Intensivierung des Zusammenhangs zwischen Performance und Veränderung der fixen Vergütung. Analog zur kurzfristig-variablen Vergütung erweist sich – entgegen der Hypothese 3b – auch für die Veränderung der fixen Vergütung der Einfluss der Mitgliederanzahl im Vergütungsausschuss (sowohl originär als auch moderierend) als unbedeutend. Der insbesondere in internationalen Studien gemessene Einfluss des Vergütungsausschusses auf den Pay-Performance-Zusammenhang (vgl. Cyert et al. 2002; Core et al. 1999) kann für den deutschen Markt somit nicht bestätigt werden.

Im Ergebnis kann die vorliegende Studie zu einer Objektivierung der Diskussion beitragen, indem die angeblich fehlende Performanceabhängigkeit der Vorstandsvergütung in ihren materiell bedeutsamen Komponenten für das Szenario der Finanz- und Wirt-

schaftskrise in Teilen widerlegt werden kann. Aus der Betrachtung großer deutscher Publikumsgesellschaften auf dem Höhepunkt der Krise resultiert, insbesondere für die neuverhandelten Vergütungskontrakte, eine eingeschränkte Stichprobe. Eine beliebige Erweiterung erscheint nicht trivial, sind Informationen hinsichtlich der einzelnen Vergütungskontrakte mit abnehmender Unternehmensgröße zunehmend schwierig zu erhalten. Als logische Erweiterung der Untersuchung bietet sich jedoch ein internationaler Vergleich an.

Performance wird gemessen mittels zweier finanzieller Kennzahlen, die die Situation des Eigenkapitalgebers reflektieren. Inwieweit diese Kennzahlen tatsächlich als alleiniges vom Aktionär gewünschtes Maß dienen können, wird unternehmensindividuell sein. So kann etwa eine Markterweiterung im Sinne einer Investition ein strategisch wünschenswertes Ziel sein, das sich nicht unmittelbar in finanziellen Ergebnissen niederschlägt. Auch die Perspektive der Stakeholder wird nicht näher beleuchtet. Hier wäre eine weitergehende Analyse insbesondere hinsichtlich der Mitarbeiterperspektive sinnvoll, da in ökonomischen Krisen Personalabbauprogramme vielfach als unvermeidlich dargestellt werden (vgl. Knauer/Lachmann 2011).

Der Einbezug der Größe des Vergütungsausschusses hat keine signifikanten Ergebnisse erbracht. Einerseits stellt sich die Frage, ob es eine Möglichkeit gibt, die Konzentration von Verhandlungsmacht aufseiten des Aufsichtsrats anderweitig zu modellieren. Andererseits legt das Ergebnis nahe, den Prozess der Verhandlung näher zu beleuchten: Die Interaktion der Gremien und der „Grad der Prädetermination“ der Vorstandsvergütung als Ergebnis der Arbeit des Vergütungsausschusses stellen relevante Fragen für weitere Forschungsprojekte dar.

## Anmerkungen

- 1 Garantierte Tantiemen werden häufig gesondert ausgewiesen, damit sie nicht in die Bemessungsgrundlage für die Berechnung der Altersvorsorge einfließen (vgl. Raguß 2005, S. 123f.).
- 2 Vergleichbare Zusammenhänge zwischen Performancegrößen und der Summe aus Fixgehalt und kurzfristiger variabler Vergütung wurden zusätzlich in zeitlich weiter zurückliegenden empirischen Studien gezeigt (vgl. Lambert/Larcker 1987; Sloan 1993).
- 3 Für langfristige variable Vergütungskomponenten, wie Aktien oder Aktienoptionen, wurde hingegen erwartungsgemäß ein deutlicherer Zusammenhang zur Entwicklung des Unternehmenswerts gezeigt (vgl. Jensen et al. 2004).
- 4 Da die Performancesensitivität langfristiger variabler Vergütungskomponenten (auch in Krisenzeiten) bereits umfassend untersucht wurde (vgl. Jensen et al. 2004; Rost/Osterloh 2009), soll auf eine explizite Betrachtung dieses Zusammenhangs hier verzichtet werden.
- 5 Die EADS N.V. macht zwar Angaben über die Vergütungshöhe des Chief Executive Officer. Ein Vergütungsvergleich mit den Vorständen anderer Unternehmen würde jedoch bei Nicht-Berücksichtigung der weiteren Vorstände die Ergebnisse verfälschen.
- 6 Durch die Logarithmierung werden mögliche Größeneffekte sowie Verzerrungen der Normalverteilungshypothese der Residuen im Rahmen der Regression aufgrund des nicht beschränkten Wertebereichs der Logarithmusfunktion ausgeschlossen (vgl. Böhne/Knoll 1999).
- 7 In den meisten Fällen geht somit die Marktkapitalisierung auf Basis der Stammaktien eines Unternehmens in die Untersuchung ein. Ist jedoch eine Vorzugsaktie im jeweiligen Index notiert, wird deren korrespondierende Marktkapitalisierung erfasst. Dies ist etwa der Fall bei der Henkel AG & Co. KGaA.
- 8 Eine Darstellung der relativen Effekte bezogen auf die fixen Vergütungen sämtlicher Vorstände hätte ebenfalls durchgeführt werden können. Dieses hätte jedoch dem Ansatz der Studie widersprochen, lediglich solche Kontrakte zu betrachten, die neu verhandelt wurden. Die Aussagekraft eines derartigen Ausweises

wäre bei organisatorischen Veränderungen ebenfalls eingeschränkt gewesen, etwa einer Verkleinerung des Vorstands unter Neuverteilung der Ressorts.

- 9 Damit die Hypothesentests auf Basis des Regressionsmodells als valide angesehen werden können, muss das jeweilige Modell insgesamt einen signifikanten Beitrag zur Erklärung der Varianz der abhängigen Variablen leisten können und dessen Anwendungsvoraussetzungen erfüllt sein. Sämtliche in Tab. 6 dargestellten Modelle wurden dahingehend geprüft, ob keine substanziell relevanten Variablen fehlen bzw. keine irrelevanten Variablen enthalten sind. Von einer Linearität des Wirkungszusammenhangs wird nur eingeschränkt ausgegangen, da vielmehr die abhängigen Variablen als logarithmische Transformationen eingehen. Aufgrund des geringen Stichprobenumfangs von nur 66 Beobachtungen haben die Annahmen hinsichtlich der Residuen eine hervorgehobene Bedeutung. Eine optische Prüfung legt – ebenso wie der Goldfeld-Quandt-Test – keine Heteroskedastizität nahe, der Erwartungswert der Residuen liegt dicht bei null. Autokorrelation kann auf Basis eines Durbin-Watson-Tests auf einem Signifikanzniveau von 5% ausgeschlossen werden. Die Normalverteilungshypothese kann auf dem 5%-Niveau nicht verworfen werden. Außerdem sind keine Hinweise auf Multikollinearität zu erkennen. Aufgrund der Gefahr von Multikollinearität durch Einbezug von Interaktionseffekte werden die entsprechenden Varianzinflationsfaktoren in Tab. 6 ebenfalls je Modell berichtet.
- 10 (Korrigierte) Bestimmtheitsmaße können nur unter bestimmten Voraussetzungen als Maß für die Modellanpassung akzeptiert werden, die jedoch im vorliegenden Fall erfüllt sind (vgl. Auer 2011): Die abhängige Variable ist in beiden Modellen identisch, die Anzahl der unabhängigen Variablen ebenfalls. Außerdem besitzen beide Modelle eine Konstante als Niveauparameter. Auch können Modelle mit einer unterschiedlichen Zahl an unabhängigen Variablen sinnvoll verglichen werden, solange das adjustierte bzw. korrigierte Bestimmtheitsmaß verwendet wird.
- 11 Der Einbezug von Jahreseffekten ist aufgrund des einjährigen Betrachtungszeitraums der vorliegenden Studie nicht erforderlich.

**Danksagung:** Die Autoren danken Herrn Dr. Walter Schmitting für den Zugang zu der von ihm entwickelten und unterhaltenen Geschäftsberichts-Datenbank, die die Untersuchung erheblich erleichtert hat.

## Literatur

- Abdel-Khalik AR (1985) The Effect of LIFO-Switching and Firm Ownership on Executives' Pay. *J Acc Res* 23:427–447
- Aiken LS, West SG (1991) Multiple regression: testing and interpreting interactions. Sage, Newbury Park
- Anderson MC, Banker RD, Ravindran S (2000) Executive Compensation in the Information Technology Industry. *Manag Sci* 46:530–547
- Andres C, Theissen E (2007) Eine empirische Untersuchung der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsvergütung. *DBW* 67:167–178
- Auer LV (2011) Ökonometrie. Springer, Heidelberg
- Banzhaf J (2006) Wertorientierte Berichterstattung (Value Reporting). Peter Lang, Frankfurt am Main
- Barlevy G, Veronesi P (2003) Rational panics and stock market crashes. *J Econ Theory* 110:234–263
- Bayless M (2009) The myth of executive compensation: Do shareholders get what they pay for? *Appl Finan Econ* 19:795–808
- Bebchuk L, Fried J (2004) Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, Cambridge
- Bebchuk L, Grinstein Y (2005) The Growth of Executive Pay. *Oxford Rev Econ Pol* 21:283–303
- Becker FG, Kramarsch MH (2006) Leistungs- und erfolgsorientierte Vergütung für Führungskräfte. Hogrefe, Göttingen

- Berthel J, Becker FG (2007) Personalmanagement: Grundzüge für Konzeptionen betrieblicher Personalarbeit, 8. Aufl. Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Bishop JW, Veliyath R (1995) Relationship between CEO compensation and firm performance: Empirical evidence of labor market norms. *International Journal of Organizational Analysis* 3:268–283
- Bohne M, Knoll L (1999) Vergütung deutscher Vorstände vor dem Aufkommen der Optionsentlohnung: Eine empirische Untersuchung. In: Backes-Gellner U, Kräkel M, Grund C (eds) Entlohnung und Arbeitszeitgestaltung im Rahmen betrieblicher Personalpolitik: Beiträge zum 2. Köln-Bonner Kolloquium zur Personalökonomie:37–53
- Bors M (2006) Erfolgs- und leistungsorientierte Vorstandsvergütung. Shaker, Aachen
- Bruns C, Meyer-Bullerdiek F (2003) Professionelles Portfoliomanagement: Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien, 3. Aufl. Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Chhaochharia V, Grinstein Y (2009) CEO Compensation and Board Structure. *J Finance* 64:231–261
- Core JE, Holthausen RW, Larcker DF (1999) Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *J Finan Econ* 51:371–406
- Crone HCvd, Beyeler K, Dédeyan D (2003) Stakeholder im Aktienrecht. *ZSR* 122:409–471
- Cyert RM, Kang S-H, Kumar P (2002) Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence. *Manag Sci* 48:453–469
- Dechow PM (2006): Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns – A discussion. *J Acc Econ* 42:193–202
- Deutsche Börse (2009) Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse: Version 6.12, August 2009. [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/50\\_informations\\_services/30\\_Indices\\_Index\\_Licensing/21\\_guidelines/10\\_share\\_indices/equity\\_indices\\_guide.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/50_informations_services/30_Indices_Index_Licensing/21_guidelines/10_share_indices/equity_indices_guide.pdf). Accessed 16 Dec 2010
- Dreher M (2002) Change of control-Klauseln bei Aktiengesellschaften. *Die Aktiengesellschaft* 47:214–223
- Eckardstein Dv, Konlechner S (2008) Vorstandsvergütung und gesellschaftliche Verantwortung der Unternehmen. Rainer Hampp, München
- Elschen R (1991) Shareholder Value und Agency-Theorie – Anreiz- und Kontrollsysteme für Zielsetzungen der Anteilseigner. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 43:209–220
- Elston JA, Goldberg LG (2003) Executive compensation and agency costs in Germany. *J Banking Finance* 27:1391–1410
- Europäische Zentralbank (2009) Jahresbericht 2008. Frankfurt 2009. [http://www.bundesbank.de/download/ezb/jahresberichte/2008jb\\_ezb.pdf](http://www.bundesbank.de/download/ezb/jahresberichte/2008jb_ezb.pdf). Accessed 09 Dec 2010
- Fahlenbrach R (2009) Shareholder rights, boards, and CEO compensation. *Review of Finance* 13:81–113
- Fischer N, Kleinschmidt P (2010) Vergütungssysteme für Kreditinstitute im Blickpunkt der Aufsicht: Internationale und nationale Entwicklungen. *Kreditwesen* 63:216–220
- Fong EA, Misangyi VF, Tosi HL Jr (2010) The Effect of CEO Pay Deviations on CEO Withdrawal, Firm Size, and Firm Profits. *Strat Manag J* 31:629–651
- Gabaix X, Landier A (2008) Why has CEO pay increased so much? *Quart J Econ* 123:49–100
- Garvey GT, Milbourn TT (2006) Asymmetric benchmarking in compensation – Executives are rewarded for good luck but not penalized for bad. *J Finan Econ* 82:197–226
- Gaver JJ, Gaver KM (1998) The Relation between Nonrecurring Accounting Transactions and CEO Cash Compensation. *Acc Rev* 73:235–253
- Göbel E (2002): Neue Institutionenökonomik: Konzeption und betriebswirtschaftliche Anwendungen. Lucius & Lucius, Stuttgart
- Grattenthaler T (2007) Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in Aktiengesellschaften: Eine grundlegende Betrachtung mit ausgesuchten Schwerpunkten aus rechtswissenschaftlicher Sicht. Peter Lang, Frankfurt am Main
- Hartzell JC, Starks LT (2003) Institutional Investors and Executive Compensation. *J Finance* 58:2351–2374

- Hoffmann-Becking M (1999) Gestaltungsmöglichkeiten bei Anreizsystemen. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 6:797–804
- Hohenstatt K-S, Wagner T (2008) Zur Transparenz der Vorstandsvergütung – 10 Fragen aus der Unternehmenspraxis. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 29:945–955
- Holthausen RW, Larcker DF, Sloan RG (1995) Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *J Acc Econ* 19:29–74
- Hurst S, Vos E (2009) New Zealand CEO Compensation Factors. *Corporate Ownership & Control* 6:47–53
- Jackson SB, Lopez TJ, Reitenga AL (2008) Accounting fundamentals and CEO bonus compensation. *J Account Publ Pol* 28:374–393
- Jahnke A, Knauer T, Wömpener A (2009) Umweltorientierte Unternehmensführung – hehre Zielsetzung ohne Rechenschaft? *Zeitschrift für Umweltpolitik & Umweltrecht* 32:67–91
- Jensen MC, Meckling WH (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. *J Finan Econ* 3:305–360
- Jensen MC, Murphy KJ (1990) Performance Pay and Top-Management Incentives. *J Polit Economy* 98:225–264
- Kindleberger CP, Laffargue J-P (1982) Financial crises. Cambridge Univ. Press, Cambridge/New York
- Knauer T, Lachmann M (2011) Kapitalmarktreaktionen auf Personalabbauprogramme: Welchen Einfluss haben Motiv, Umfang und Freiwilligkeit? *Z Betriebswirtschaft* 81:1109–1140
- Korn B (2000) Vorstandsvergütung mit Aktienoptionen: Sicherung der Anreizkompatibilität als gesellschaftsrechtliche Gestaltungsaufgabe. *Wissenschaft & Praxis, Sternenfels*
- Kübler J (2006) Vorstandsvergütung und Corporate Governance: Grundlagen, Probleme, Praxis. VDM Verlag Dr. Müller, Saarbrücken
- Laing D, Weir C (1999) Corporate performance and the influence of human capital characteristics on executive compensation in the UK. *Person Rev* 28:28–40
- Lambert RA (1993) The use of accounting and security price measures of performance in managerial contracts: A discussion. *J Acc Econ* 16:101–123
- Leone AJ, Wu JS, Zimmerman JL (2006) Asymmetric sensitivity of CEO cash compensation to stock returns. *J Acc Econ* 42:167–192
- Leschnitzer D (2007) Vergütung von Vorständen und Geschäftsführern: Analyse der Unterschiede durch Branchenzugehörigkeit, Unternehmens- und Umsatzgröße sowie Mitarbeiterzahl. VDM Verlag Dr. Müller, Saarbrücken
- Leuering D, Simon S (2005) Offene Fragen zur Offenlegung der Vorstandsvergütung. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 12:945–950
- Lukas C (2005) Leistungsorientierte Vergütung als Qualifizierungsanreiz: Theoretische Analyse und empirische Befunde. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden
- McKnight PJ, Tomkins C (1999) Top Executive Pay in the United Kingdom: A Corporate Governance Dilemma. *Int J Econ Bus* 6:223–243
- Mueller DC (1991) A Theory of Conglomerate Mergers. In: Marchildon GP (ed) *Mergers and Acquisitions*. Edward Elgar, Aldershot:496–512
- Murphy KJ (1999) Executive Compensation. In: Ashenfelter O, Carl D (eds) *Handbook of Labor Economics*, North-Holland, Amsterdam:2485–2563
- O'Reilly III, CA Main, BGM Crystal, GS (1988) CEO Compensation as Tournament and Social Comparison: A Tale of two Theories. *ASQ* 33:257–274
- Pape T (2004) Vergütungs- und Abfindungszahlungen an Vorstandsmitglieder deutscher Aktiengesellschaften im Fall feindlicher Unternehmensübernahmen. Tenea Verlag, Berlin
- Pellens B, Crasselt N, Rockholtz C (1998) Wertorientierte Entlohnungssysteme für Führungskräfte: Anforderungen und empirische Evidenz. In: Pellens B (ed) *Unternehmenswertorientierte Entlohnungssysteme*:1–28
- Puppis M (2007) Einführung in die Medienpolitik. UKV Verlagsgesellschaft, Konstanz



- Raguß G (2005) Der Vorstand einer Aktiengesellschaft: Vertrag und Haftung von Vorstandsmitgliedern. Springer-Verlag, Heidelberg
- Rapp MS, Wolff M (2010) Determinanten der Vorstandsvergütung: Eine empirische Untersuchung der deutschen Prime-Standard-Unternehmen. *Z Betriebswirtschaft* 80:1075–1112
- Rappaport A (1986) *Creating Shareholder Value: The new Standard for Business Performance*. Free Press/Macmillan, New York
- Rappaport A (1999) *Shareholder Value: Ein Handbuch für Manager und Investoren*, 2. Aufl. Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Reinhart CM, Rogoff KS (2009) *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton University Press, Princeton
- Rost K, Osterloh M (2009) Management Fashion Pay-for-Performance for CEOs. *Schmalenbach Business Review* 61:119–149
- Schätzle R (2002) Sind Manager ihr Geld wert? Wie wertorientierte Unternehmensführung funktioniert. *Frankfurter Allgemeine Buch* Frankfurt am Main
- Schmid FA (1997) Vorstandsbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur. *Z Betriebswirtschaft* 67:67–83
- Schmidt R, Schwalbach J (2007) Zu Höhe und Dynamik der Vorstandsvergütung in Deutschland. *Z Betriebswirtschaft* 77:111–122
- Schüller AM (2002) *Vorstandsvergütung: Gesellschaftsrechtliche Fragen der Vergütung des Vorstands in der börsennotierten Aktiengesellschaft*. Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden
- Schwalbach J, Graßhoff U (1997) Managervergütung und Unternehmenserfolg. *Z Betriebswirtschaft* 67:203–217
- Shaw KW, Zhang MH (2010) Is CEO Cash Compensation Punished for Poor Firm Performance? *Acc Rev* 86:1065–1093
- Shleifer A, Vishny RW (1986) Large Shareholders and Corporate Control. *J Polit Economy* 94:461–488
- Sloan RG (1993) Accounting earnings and top executive compensation. *J Acc Econ* 16:55–100
- Smith CW, Watts RL (1992) The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *J Finan Econ* 32:263–292
- Stammerjohan W (2004) CEO compensation and subsequent firm performance: An empirical investigation. *Corporate Ownership & Control* 2:86–103
- Stehle R, Hartmond A (1991) Durchschnittsrenditen deutscher Aktien 1954–1988. *Kredit Kapital* 24:371–411
- Sun J, Cahan SF, Emanuel D (2009) Compensation committee governance quality, chief executive officer stock option grants, and future firm performance. *J Banking Finance* 33:1507–1519
- Tegtmeier S (1998) *Die Vergütung von Vorstandsmitgliedern in Publikumsaktiengesellschaften: Eine vergleichende Untersuchung zum deutschen, englischen und US-amerikanischen Recht*. Peter Lang, Frankfurt am Main
- Voß O (2009) Managergehälter: Dax-Konzernchefs von der Krise kaum getroffen. <http://www.wiwo.de/unternehmen/managergehaelter-dax-konzernchefs-von-der-krise-kaum-getroffen/5527028.html> Accessed 11 Dec 2009
- Zhang X, Bartol KM, Smith KG, Pfarrer MD, Khanin DM (2008) CEOs on the Edge – Earnings Manipulation and Stock-Based Incentive Misalignment. *AMJ* 51:241–258



## **Performance dependency of executive compensation in the financial and economic crisis – an analysis of fixed and variable compensation components considering corporate governance mechanisms**

**Abstract:** Based on the annual reports of the German companies in the large-cap and mid-cap indices of “Deutsche Börse” in 2008 and 2009, this paper examines the performance dependency of executive compensation in the financial and economic crisis. The impact of different performance measures on the short-term incentives paid is analyzed as well as the change of fixed compensation components if contracts were renegotiated. While short-term incentives depend on return on equity as an accounting performance indicator, the changes in fixed compensation proves sensitive to total shareholder return. In contrast to prior research, high free float is identified as a contributor to performance sensitivity. The impact of the size of the compensation committee cannot be supported. As a result, the lack of performance sensitivity of executive compensation, which is often put forward in the public debate, can be rejected to a certain extent.

**Keywords:** Executive compensation · Compensation components · Performance sensitivity · Corporate governance · Agency theory

## Delegation zwischen Haupt- und Ehrenamt – Corporate Governance in Sportverbänden



Rouven Trapp · Klaus Berding · Andreas Hoffjan

**Zusammenfassung:** In Nonprofit-Organisationen (NPOs) bestehen Delegationsbeziehungen zwischen dem ehrenamtlichen Führungsgremium und der hauptamtlichen Geschäftsführung. Infolge von Interessendivergenzen und Informationsasymmetrien stellt sich die Frage, wie eine „gute“ Organisationsführung auszugestalten ist. Im Schrifttum finden sich Hinweise, dass eine eindeutige Aufgabenverteilung zwischen den haupt- und ehrenamtlichen Führungsgremien einen zentralen Mechanismus zur Vermeidung von Governance-Problemen in NPOs darstellt. Diese Aufgabenseparation wird im Rahmen des vorliegenden Beitrags empirisch untersucht. Am Beispiel deutscher Sportverbände wird im Zuge einer Feldstudie die Aufgabenverteilung zwischen haupt- und ehrenamtlichen Führungskräften explorativ erschlossen. Dabei wird der Fokus auf die Zusammenarbeit der Gremien bei der Entwicklung der Verbandsstrategie, ihrer Operationalisierung und deren Kontrolle gerichtet. Die Resultate deuten an, dass die Aufgabenverteilung im Hinblick auf die Strategieentwicklung und -verabschiedung sowie die Formalzielplanung weitgehend mit den Empfehlungen der normativen Literatur übereinstimmt. Handlungsbedarfe zeichnen sich demgegenüber bei der Sachzielplanung und den Kontrolltätigkeiten der ehrenamtlichen Führungsgremien ab.

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Dr. R. Trapp (✉)

Technische Universität Dortmund, Lehrstuhl Unternehmensrechnung und Controlling,  
Otto-Hahn-Straße 6a, 44227 Dortmund  
E-Mail: rouven.trapp@tu-dortmund.de

Dr. K. Berding

Technische Universität Dortmund, Lehrstuhl Unternehmensrechnung und Controlling,  
Otto-Hahn-Straße 6a, 44227 Dortmund  
E-Mail: klaus.berding@tu-dortmund.de

Prof. Dr. A. Hoffjan

Technische Universität Dortmund, Lehrstuhl Unternehmensrechnung und Controlling,  
Otto-Hahn-Straße 6a, 44227 Dortmund  
E-Mail: andreas.hoffjan@tu-dortmund.de

**Schlüsselwörter:** Corporate Governance · Delegationsbeziehung · Nonprofit-Organisationen · Sportverbände

**JEL-Klassifikation:** G39 · L31

## 1 Einführung

Im deutschsprachigen Raum bezieht sich die Auseinandersetzung mit einer „guten“ Organisationsführung primär auf erwerbswirtschaftliche Unternehmen (Schaefer/Theuvsen 2008, S. 7 ff.). Unter dem Begriff der Corporate Governance werden Ansätze erarbeitet, mit denen ein Interessenausgleich zwischen den Eigentümern und Managern der Unternehmen, deren Beziehungen von Interessendivergenzen und Informationsasymmetrien geprägt sind, sichergestellt werden kann (Daily et al. 2003, S. 371; Speckbacher 2008, S. 297; Witt 2003, S. 4). Dabei ist bislang weitgehend ausgeblendet worden, dass ähnliche Delegationsbeziehungen zwischen den haupt- und ehrenamtlichen Führungsgremien von Nonprofit-Organisationen (NPOs) bestehen, welche dementsprechend als noch nicht hinreichend erschlossen gelten (O'Regan/Oster 2005, S. 205; Du Bois et al. 2009, S. 166; Shilbury 2001, S. 256; Angelé-Halgand et al. 2010, S. 401). Eine Forschungslücke wird insbesondere im Hinblick auf Mitgliederorganisationen konstatiert (Schnurbein 2009, S. 97; Tschirhart 2006, S. 523; Harris et al. 2009, 407; Jäger et al. 2009, S. 80; Hoye/Cuskelly 2003a, S. 71). Die Erfassung von Governance-Problemen in diesen Organisationen erscheint insofern geboten, als mitgliederbasierte NPOs vielfach der Bedarfsdeckung einer breiten Öffentlichkeit dienen und ihre Finanzierung zudem in erheblichem Maße auf öffentlichen Zuwendungen basiert (Theuvsen 2009, S. 24; Parker 2007, S. 923).

Governance-Probleme können in mitgliederorientierten NPOs dadurch entstehen, dass ein als Board of Directors oder Vorstand bezeichnetes Führungsgremium existiert, welches sich aus ehrenamtlichen Mitgliedern zusammensetzt und die Verbandsführung an hauptamtliche Führungskräfte delegiert (Inglis et al. 1999, S. 154; Kikulis 2000, S. 306). Während das Handeln der ehrenamtlichen Führungskräfte aufgrund ihres unentgeltlichen Engagements in der Regel von intrinsischen Motiven geprägt und somit auf die Realisierung der Organisationsziele ausgerichtet ist, kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich die hauptamtlich tätigen Manager an ihrem Eigennutzen orientieren (Schnurbein 2008, S. 36; Speckbacher et al. 2008, S. 50; Olson 2000, S. 283; O'Regan/Oster 2005, S. 208; Harris et al. 2009, S. 410). Neben diesem Interessenkonflikt besteht infolge der stärkeren Einbeziehung der Geschäftsführung in die operativen Verbandsgeschäfte eine Informationsasymmetrie zwischen den ehren- und hauptamtlichen Handlungsträgern zugunsten des Hauptamts (Schnurbein 2008, S. 185).

In Anbetracht dieser Konstellation stellt sich die Frage, wie die aus der Delegationsbeziehung folgenden Probleme bewältigt werden können, um zu verhindern, dass die Organisationsziele nicht oder nur eingeschränkt erreicht werden (Andrés-Alonso et al. 2009, S. 785). Entsprechende Ansätze werden im Folgenden unter den Begriff der Governance subsumiert (Schnurbein/Stöckli 2010, S. 496). Der skizzierten Frage kommt insbesondere deshalb eine erhebliche Relevanz zu, weil die Autonomie der Geschäftsführung einschränkende, externe Governance-Mechanismen wie ein Markt für Unternehmens-

kontrolle im Kontext von NPOs nicht existieren (O'Regan/Oster 2005, S. 206; Caers et al. 2006, S. 30; Olson 2000, S. 283). Als wirksame Maßnahmen wird in der internationalen Literatur daher im Zusammenhang mit dieser Organisationsform die Bedeutung von internen Mechanismen betont. Hierzu zählt insbesondere eine eindeutig definierte Aufgabenverteilung zwischen den haupt- und ehrenamtlichen Führungsgremien (Ostrower/Stone 2006, S. 617; Andrés-Alonso/Romero-Merino 2006, S. 589; Daily et al. 2003, S. 372; Schnurbein 2009, S. 101). So wird eine gut funktionierende Zusammenarbeit zwischen den ehren- und hauptamtlichen Mitarbeitern als eine wichtige Voraussetzung für das erfolgreiche Wirken einer NPO betrachtet (Siebart 2005, S. 858; Bürgisser/Helmig 2009, S. 36).

Während für Mitgliederorganisationen in den USA und den Staaten des Commonwealth erste Erkenntnisse zu der Ausgestaltung der Aufgabenstrukturierung zwischen den ehren- und hauptamtlichen Führungsgremien vorliegen (z.B. Inglis 1997; Shilbury 2001; Hoyer 2006; Balduck et al. 2010), steht eine Erhebung dieser Governance-Strukturen in Organisationen des deutschsprachigen Raums noch aus (Helmig/Michalski 2009, S. 321). An diesem Defizit setzt der vorliegende Beitrag an. Er intendiert, im Rahmen einer Feldstudie die Zusammenarbeit zwischen haupt- und ehrenamtlichen Führungsgremien in deutschen Sportverbänden explorativ zu erschließen und die Ergebnisse einem ersten Vergleich mit den Erkenntnissen aus englischsprachigen Ländern zu unterziehen. Damit kommt die Untersuchung zugleich den Aufrufen an die deutschsprachige betriebswirtschaftliche Forschung nach, sich künftig verstärkt der Untersuchung von NPOs zu widmen (Helmig/Michalski 2008, S. 42; Fleßa 2009, S. 17).

Die in der Erhebung vorgenommene Fokussierung auf Sportverbände begründet sich in ihrer erheblichen gesellschaftlichen Bedeutung. So stellt der organisierte Verbandsport in Deutschland mit mehr als 27 Millionen Mitgliedern, 91.000 Sportvereinen und 96 Mitgliedsorganisationen (Deutscher Olympischer Sportbund 2010) die größte Organisation der Bundesrepublik Deutschland dar (Strob 1999, S. 7). In den Verbänden sind über 2,1 Millionen ehren- und hauptamtliche Mitarbeiter tätig (Deutscher Olympischer Sportbund 2010). Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass eine „gute Verbandsführung“ das Interesse einer breiten Öffentlichkeit reflektiert. Darüber hinaus dürfte die Identifikation von Handlungsbedarfen im Hinblick auf die Governance-Strukturen auch im Interesse der Entscheidungsträger in den Verbänden liegen. So stellen sich verändernde Rahmenbedingungen wie rückläufige öffentliche Förderungen (Rittner/Breuer 2002, S. 268), eine sinkende Bereitschaft zur ehrenamtlichen Arbeit (Schütte 2008, S. 146) und zurückgehende Mitgliederzahlen infolge des demographischen Wandels (Breuer/Wicker 2010, S. 16) Herausforderungen für die Führung der Organisationen dar (Inglis 1997, S. 160). Der Implementierung adäquater Governance-Strukturen wird das Potenzial zugesprochen, zu der Bewältigung dieser Herausforderungen beizutragen (Alexander/Weiner 1998, S. 223).

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut: In Abschnitt 2 erfolgt zunächst eine Konkretisierung des Untersuchungsgegenstandes, ehe in Abschnitt 3 die aus dem in Sportverbänden implementierten dualistischen Führungsansatz resultierenden Probleme thematisiert werden. Basierend auf einem Literaturüberblick werden die Forschungsfragen formuliert, welche im Rahmen des vorliegenden Beitrags beantwortet werden sollen. Abschnitt 4 hat die Beschreibung des methodischen Vorgehens zum Gegenstand, während die Präsen-

tion der empirischen Ergebnisse in Abschnitt 5 erfolgt. Der Beitrag schließt mit einer Zusammenfassung und einem Ausblick in Abschnitt 6.

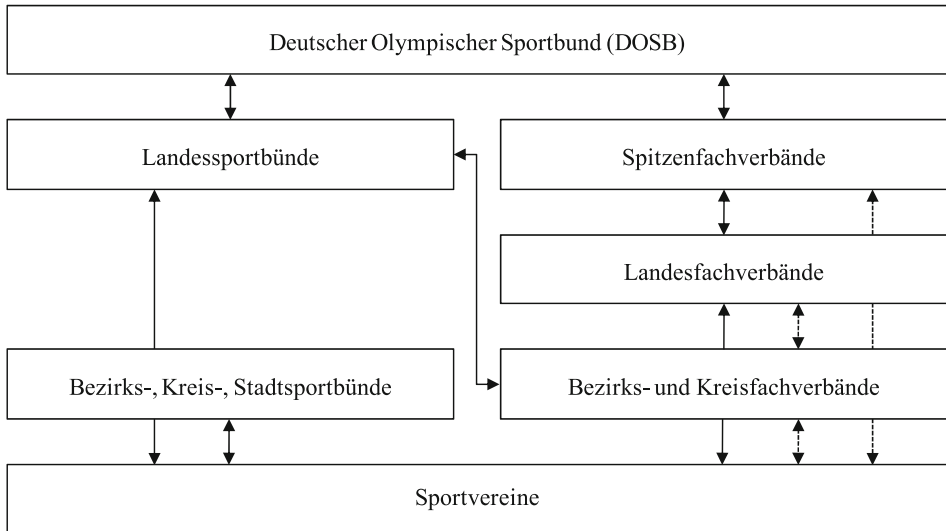
## 2 Führungsstrukturen in Sportverbänden

Als NPOs werden in der Literatur jene Organisationen bezeichnet, „die einem gesellschaftlich als sinnvoll und notwendig anerkannten Leistungsauftrag folgen und dabei nicht in erster Linie vom Ziel der Gewinngenerierung geleitet werden“ (Helmig/Michalski 2008, S. 24). Aus dieser Definition wird die für NPOs typische Inversion des Zielsystems erwerbswirtschaftlicher Unternehmen ersichtlich. Letztere verfolgen primär Formalziele wie eine Gewinn- oder Unternehmenswertmaximierung, welche sich über das Erreichen von Sachzielen realisieren lassen. In NPOs dominiert hingegen eine Orientierung an Sachzielen, während die Erwirtschaftung eines Gewinns lediglich eine Nebenbedingung bzw. ein Instrument zur Erreichung des Sachziels darstellt (Fleßa 2009, S. 4). NPOs erzeugen somit einen „sozialen Wert“, indem sie Leistungen für Mitglieder oder Dritte erbringen (Speckbacher et al. 2008, S. 43; Ferkins et al. 2009, S. 246 f.). Im Falle von Sportverbänden besteht der soziale Wert in der Förderung des Sports, welcher der Gesellschaft zugänglich zu machen ist (Pachmann 2008, S. 3; Brooks 2005, S. 543; Hoyer 2006, S. 298).

Auf dieses Ziel ist in Deutschland ein komplexes Verbandssystem ausgerichtet. Der Deutsche Olympische Sportbund (DOSB) als Dachorganisation steht einer zweigegliederten regional-vertikalen Hierarchie an Organisationen vor. Wie aus Abbildung 1 ersichtlich wird, sind sowohl die Fachverbände einzelner Sportarten als auch fachübergreifende Landessportbünde Mitglieder des DOSB. Während den Spitzenfachverbänden, wie z.B. dem Deutschen Fußball-Bund, die Regulierung einzelner Sportarten obliegt, verantworten die Landesfachverbände beispielsweise die Organisation des regionalen Spielbetriebs der Fußballvereine (Pachmann 2008, S. 23). Auf der anderen Seite vertreten die Landessportbünde (z.B. der Landessportbund Nordrhein-Westfalen e.V.) sportartenübergreifend die Interessen der Sportvereine innerhalb einer Region (Grodde 2007, S. 34). Aufgrund ihrer exponierten Stellung innerhalb des Verbandgefüges bezieht sich die vorliegende Untersuchung auf die Landessportbünde sowie die Spitzen- und Landesfachverbände.

In Sportverbänden agieren grundsätzlich die Organe, die im Allgemeinen als verbandstypisch betrachtet werden können. Dem Grundsatz demokratischer Entscheidungsstrukturen wird durch die Mitgliederversammlung als höchstes Entscheidungsorgan in Verbänden entsprochen (Pachmann 2008, S. 267; Enjolras 2009, S. 769). Diesem sog. Trägerschaftsorgan obliegen in der Regel Grundsatzentscheidungen wie z.B. Änderungen der Satzung, Beitragsfestsetzungen, Haushaltsgenehmigungen sowie die Wahl des ehrenamtlichen Führungsgremiums. Entscheidungen der Mitgliederversammlung basieren dabei auf der paritätischen Beteiligung der Mitglieder (Roßkopf 2003, S. 83; Schnurbein 2008, S. 44).

Das zentrale Organ zur Verbandsführung sowie zur Interessenvertretung der Mitglieder nach außen und innen stellt der durch die Mitgliederversammlung legitimierte Vorstand des Verbands dar. Dieses ehrenamtliche Führungsgremium wird von den Verbandsmitgliedern in der Erwartung gewählt, die Organisation in ihrem Sinne zu führen (Kikulis 2000, S. 307; Gmür/Bächtold 2009, S. 22; Schnurbein 2009, S. 104). Insbesondere in größeren Verbänden wird aufgrund der begrenzten zeitlichen Ressourcen der ehrenamtli-



**Abb. 1:** Zweigliedriger Aufbau des organisierten Sports in Deutschland (in Anlehnung an Freyer 2003, S. 243)

chen Mandatsträger die Verbandsführung vielfach an eine Geschäftsführung delegiert (Pachmann 2008, S. 293; Schnurbein 2008, S. 45). Diese setzt sich in der Regel aus hauptamtlich tätigen Akteuren zusammen und wird vom Vorstand berufen. Der Geschäftsführung obliegt folglich die Vornahme der laufenden Verbandsgeschäfte (Zitzmann 2008, S. 20). Infolge der Aufgabendelegation beschränkt sich der Verantwortungsbereich des Vorstands auf vorrangig überwachende Tätigkeiten (Andrés-Alonso et al. 2009, S. 786). Je nach Größe des Verbands wird ferner die hauptamtliche Führung in Teilaufgabengebiete mittels Referate, Ressorts oder Abteilungen untergliedert. Des Weiteren werden mitunter ehrenamtlich besetzte Fachausschüsse gebildet, welche durch den Vorstand im jeweiligen Teilaufgabengebiet mit Beratungs- oder Entscheidungskompetenz ausgestattet werden (Zitzmann 2008, S. 21; Schnurbein 2009, S. 105).

Insgesamt zeichnen sich Sportverbände demzufolge durch demokratische Entscheidungsstrukturen und einen dualen Führungsansatz aus (Velsen-Zerweck 1998, S. 29). Mit der dualen Verbandsführung bestehend aus dem ehrenamtlichen Vorstand und der hauptamtlichen Geschäftsführung weisen sie die in NPOs weit verbreiteten Führungsstrukturen auf (Siebart 2005, S. 857).

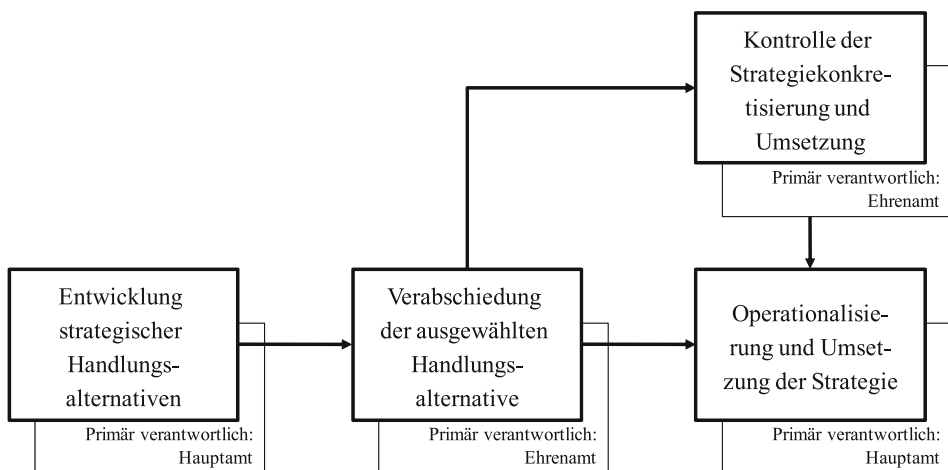
### 3 Konsequenzen der Führungsstrukturen

#### 3.1 Der Prinzipal-Agenten-Ansatz als theoretischer Bezugsrahmen

Infolge der skizzierten Aufgabendelegation stehen Sportverbände vor der Herausforderung, adäquate Governance-Strukturen innerhalb der Organisation zu implementieren, um die Erreichung der Organisationsziele sicherzustellen (Andrés-Alonso et al. 2009, S. 785 f.).

Aus einer theoretischen Perspektive lässt sich diese Notwendigkeit mit dem Prinzipal-Agenten-Ansatz erklären, der vielfach die Basis für Untersuchungen der Führungsstrukturen in kommerziellen Unternehmen bildet und auch für die Analyse der Vorstandsaufgaben in NPOs herangezogen werden kann (Helmig et al. 2004, S. 103; Miller-Millesen 2003, S. 528; Fama/Jensen 1983, S. 309). Eine Prinzipal-Agenten-Beziehung entsteht immer dann, wenn eine Person im Auftrag einer anderen agiert (Jensen/Meckling 1976, S. 308; Olson 2000, S. 281; Miller 2002, S. 431; Eisenhardt 1989a, S. 58). Der Prinzipal-Agenten-Ansatz geht davon aus, dass zwischen den beiden Parteien ein Interessengegensatz besteht und der Agent seine eigenen Interessen gegenüber jenen des Prinzipals priorisiert (Fama/Jensen 1983, S. 304; Caers et al. 2006, S. 26; Jensen/Meckling 1976, S. 308). Als Konsequenz eines solchen Opportunismus ist ein geringer Erreichungsgrad der Organisationsziele zu erwarten (Hyndman/McDonell 2009, S. 22; Miller 2002, S. 439).

Dieses Problem kann dem Ansatz zufolge durch die Implementierung von Kontrollmechanismen und Informationssystemen abgeschwächt werden (Eisenhardt 1989a, S. 60; Jegers 2009, S. 145). Der Vorstand gilt in Verbindung mit einer angemessenen Aufgabenverteilung zwischen ehren- und hauptamtlicher Führung als bedeutendster Kontrollmechanismus, um ein für die Organisation dysfunktionales Handeln der Agenten zu verhindern (Jensen 1993, S. 862; Miller 2002, S. 431; Andrés-Alonso et al. 2009, S. 786; Stone/Ostrower 2007, S. 416; Helmig et al. 2004, S. 103). Bezogen auf NPOs im Allgemeinen und Sportverbänden als Untergruppe im Speziellen bedeutet dies, dass die hauptamtliche Geschäftsführung als Agent des Vorstands fungiert (Du Bois et al. 2009, S. 166; Olsen 2000, S. 283). Ihr wird unterstellt, dass ihr Handeln im Unterschied zum ehrenamtlichen Vorstand nicht ausschließlich durch das Bestreben, die Organisationsziele zu erreichen, motiviert wird. Da der Einsatz der hauptamtlich Tätigen in der Regel extrinsisch motiviert ist, besteht vielmehr die Möglichkeit, dass diese ihre Handlungen an anderen Zielen ausrichten (Du Bois et al. 2009, S. 166; Eisenhardt 1989a, S. 61; Enjolras 2009, S. 776). Aus diesem Grunde hat der Vorstand sicherzustellen, dass die Geschäftsführung im Sinne



**Abb. 2:** Zuständigkeiten für wesentliche Führungsaufgaben nach dem Prinzipal-Agenten-Ansatz



der Organisationsziele handelt (Miller-Millesen 2003, S. 522; Callen et al. 2010, S. 104; Brown 2005, S. 322). Hierzu legt der Prinzipal-Agenten-Ansatz eine Separation der Entscheidungsfindung und -umsetzung nahe (Fama/Jensen 1983, S. 319; Miller-Millesen 2003, S. 528; Miller 2002, S. 432). Demnach obliegt der hauptamtlichen Geschäftsführung die Entwicklung verschiedener strategischer Handlungsoptionen, aus denen der Vorstand einer NPO auswählt und die entsprechende Handlungsalternative als Verbandsstrategie verabschiedet. Die Geschäftsführung zeichnet wiederum für deren Implementierung und Ausführung der korrespondierenden Handlungen verantwortlich. Die Operationalisierung der strategischen Vorgaben in Programme und Pläne sowie deren Umsetzung sollte dabei seitens des Vorstands überwacht werden (Fama/Jensen 1983, S. 303 f.; Miller-Millesen 2003, S. 528; Speckbacher 2008, S. 311 sowie Abbildung 2). Die Kontrolle der hauptamtlichen Geschäftsführung wird im Lichte des Prinzipal-Agenten-Ansatzes mitunter als die wichtigste Aufgabe des Vorstands gesehen (Andrés-Alonso et al. 2009, S. 786; Hyndman/McDonnell 2009, S. 22; Olson 2000, S. 283).

### 3.2 Literaturüberblick und Formulierung der Forschungsfragen

Die skizzierte Aufgabenseparation, die aus der Perspektive des Prinzipal-Agenten-Ansatzes favorisiert wird (Speckbacher 2008, S. 311; Schnurbein/Stöckli 2010, S. 499), findet sich in dem Strang der Literatur zur Governance in NPOs vielfach wieder, der sich mit der Aufgabenverteilung zwischen Vorstand und Geschäftsführung als zentrale Governance-Struktur befasst. Die ersten Arbeiten, die diesen Aspekt fokussierten, waren normativer Art (z.B. Axelrod 1994, S. 120 ff.; Houle 1989, S. 89 ff.) und wurden im Laufe der 1990er Jahre um empirische Untersuchungen ergänzt (Balduck et al. 2010, S. 214). Unter Letztgenannten befinden sich sowohl Studien, welche durch Befragungen von Geschäftsführern und/oder Vorstandsmitgliedern die Ist-Aufgabenstruktur in den Organisationen erfassen (z.B. Holland 2002; Brown 2005; Parker 2007; Schnurbein 2009) als auch solche, in denen die Befragten ihre Vorstellungen formulieren, wie die Aufgabenverteilung zwischen den Führungsgremien ausgestaltet sein sollte (z.B. Inglis 1997; Auld/Godbey 1998; Shilbury 2001; Ferkins et al. 2009). Eine Reihe von Beiträgen bezieht sich dabei insbesondere auf Einrichtungen des Gesundheits- und Bildungswesens (Ostrower/Stone 2006, S. 612; Helmig/Michalski 2008, S. 37; Schnurbein 2009, S. 97). Die Übertragbarkeit dieser Untersuchungsergebnisse auf Sportverbände ist dementsprechend eingeschränkt (Schnurbein/Stöckli 2010, S. 497). Gleichwohl sensibilisieren die gewonnenen Erkenntnisse für Probleme, die in der Praxis bestehen, weshalb sie auch im Folgenden Berücksichtigung finden. Darüber hinaus sind vereinzelt Analysen der Aufgaben- und Governance-Strukturen in Sportorganisationen veröffentlicht worden, die sich in geographischer Hinsicht überwiegend auf Staaten des Commonwealth beziehen (z.B. Inglis 1997; Auld/Godbey 1998; Shilbury 2001; Hoye/Cuskelly 2003b; Hoye 2006; Schulz/Auld 2006; Balduck et al. 2010). Die im Rahmen dieses Literaturstrangs akkumulierten Erkenntnisse werden im Folgenden zur Formulierung der Forschungsfragen herangezogen, die im Rahmen der vorliegenden Studie beantwortet werden sollen.

Wie in Abschnitt 3.1 angesprochen, schreibt der Prinzipal-Agenten-Ansatz der hauptamtlichen Geschäftsführung die Vorbereitung und dem ehrenamtlichen Vorstand die Festlegung der Verbandsstrategie zu. Im einschlägigen Schrifttum wird eine solche Differen-

zierung der Verantwortlichkeiten für die Strategieentwicklung und -verabschiedung zwar in der Regel nicht vorgenommen. Jedoch zeigt sich eine nennenswerte Kongruenz, indem auch in den normativen Arbeiten die Formulierung von Organisationszielen und -grundsätzen sowie die Entwicklung der darauf aufbauenden Strategien und langfristigen Pläne als Kernaufgaben des Vorstands definiert werden (z.B. Axelrod 1994, S. 121; Houle 1989, S. 90). Darüber hinaus besteht empirische Evidenz, dass sich diese Aufgaben auch als Tätigkeitsschwerpunkt der Vorstände in der Verbandspraxis etabliert haben (z.B. Bradshaw et al. 1992, S. 235 ff.; O'Regan/Oster 2005, S. 212; Zimmermann/Stevens 2008, S. 194 ff.; Brown/Guo 2010, S. 540; Ostrower/Stone 2010, S. 907 ff.; Inglis 1997, S. 166; Auld/Godbey 1998, S. 29 ff.). Aus anderen Erhebungen zeichnen sich hingegen Abweichungen von dem theoretisch bzw. normativ festgelegten Aufgabenprofil ab: So beobachten Miller (2002, S. 437) und Cornforth/Edwards (1999, S. 352), dass sich mitunter die hauptamtlichen Geschäftsführer der strategischen Verbandsführung annehmen, indem sie selbst die Verbandsstrategie verabschieden und somit die Entwicklungsrichtung für die Organisationen vorgeben. Hoyer/Cuskelly (2003a, S. 70) untersuchen australische Sportorganisationen und eruieren, dass die hauptamtlichen Mitarbeiter einen hohen Einfluss auf die Strategieentwicklung und -festlegung ausüben. Shilbury (2001, S. 275), welcher die Wahrnehmungen von haupt- und ehrenamtlichen Führungskräften in Sportorganisationen im Hinblick auf die Soll- und Ist-Aufgabenstrukturierungen erfasst, stellt derweilen fest, dass nach Aussagen der befragten hauptamtlichen Führungskräfte eine stärkere Einbindung des Vorstands in die Strategiefindung zu forcieren ist.

Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung soll überprüft werden, inwiefern die angesprochenen Erkenntnisse auf deutsche Sportverbände übertragbar sind. Aus diesem Grunde bezieht sich die erste Forschungsfrage (FF) auf die Aufgabenverteilung zwischen Ehren- und Hauptamt im Rahmen der strategischen Entscheidungsfindung:

*FF 1: Wie gestaltet sich die Kooperation zwischen dem ehrenamtlichen Führungsgremium und der hauptamtlichen Geschäftsführung im Kontext der Strategieformulierung und -verabschiedung?*

Der Formulierung und Verabschiedung einer Strategie schließt sich ihre Operationalisierung an. Hierzu sind konkrete Handlungsoptionen zur Erreichung der strategischen Ziele festzulegen sowie die erforderlichen Ressourcen zu allozieren (Snow/Hambrick 1980, S. 528; Mara 2000, S. 212; Raes et al. 2011, S. 104). Während die einzelnen Handlungsmaßnahmen in Sachzielplanungen eingehen, erfolgt die Allokation finanzieller Ressourcen im Rahmen der Budgetierung. Dem Prinzipal-Agenten-Ansatz zufolge liegt die Zuständigkeit für die Operationalisierung der strategischen Vorgaben anhand von Formal- und Sachzielplanungen sowie deren Umsetzung beim Hauptamt. Dies wird von den normativ-konzeptionellen Ansätzen weitgehend bekräftigt, indem diese die Verantwortlichkeiten des Vorstands in diesem Zusammenhang auf die Genehmigung der Budgets und Leistungsprogramme beschränken (Axelrod 1994, S. 122 f.; Houle 1989, S. 90 f.). Für die geringe Einbindung der ehrenamtlichen Führungskräfte in die Entwicklung und Umsetzung operativer Pläne liegen auch empirische Belege vor. So bestätigen Zimmermann/Stevens (2008, S. 196), dass in den von ihnen befragten Organisationen ehrenamtlich Tätige selten an der operativen Verbandsführung mitwirken. Sie begründen dies vor allem damit, dass Vorstandsmitglieder infolge einer Mitwirkung am Tagesgeschäft ihre

ganzheitliche Betrachtungsweise verlieren würden, die erforderlich ist, um strategische Verbandsentscheidungen treffen zu können. Auch die Studie von Brown/Guo (2010, S. 541) legt offen, dass die Planung der operativen Budgets und Investitionen nur in einer Minderheit der betrachteten Organisationen zu den Vorstandsaufgaben gehört. Einen Kontrapunkt zu diesen Ergebnissen bilden hingegen die in anderen Studien wiedergegebenen Beobachtungen. So berichten sowohl O'Regan/Oster (2005, S. 212) als auch Inglis et al. (1999, S. 163 ff.) davon, dass der Vorstand mitunter auch in das Tagesgeschäft eingreift.

Mithilfe der zweiten Forschungsfrage soll ermittelt werden, ob ähnliche Tendenzen in deutschen Sportverbänden beobachtet werden können. Sie bezieht sich auf die Aufgabenverteilung bezüglich der Strategieumsetzung in Form von der Entwicklung von formal- und sachzielbezogenen Plänen sowie ihrer anschließenden Umsetzung:

*FF 2: Wie gestaltet sich die Kooperation zwischen dem ehrenamtlichen Führungsgremium und der hauptamtlichen Geschäftsführung im Kontext der Sachziel- und Formalzielplanung sowie ihrer Umsetzung?*

Die Realisierung der entwickelten Pläne und die Einhaltung der Budgets bedürfen einer Überwachung, um etwaige Handlungsbedarfe aufgrund von Abweichungen zu erschließen. Wie bereits zuvor angesprochen wurde, sind die ehrenamtlichen Funktionsträger in das Überwachungsprocedere einzubeziehen. Schließlich bilden Kontrollmaßnahmen dem Prinzipal-Agenten-Ansatz zufolge den Kern der Vorstandsaufgaben, was grundsätzlich von der normativen Literatur unterstützt wird (Axelrod 1994, S. 122 f.; Houle 1989, S. 90 ff.). Infolge der zentralen Bedeutung der Kontrolltätigkeiten von Vorständen, bilden diese den Analysegegenstand einer Reihe von empirischen Untersuchungen (z.B. Miller 2002, S. 436 ff.; Brown 2005, S. 329 ff.; O'Regan/Oster 2005, S. 212 ff.; Zimmermann/Stevens 2008, S. 194 ff.; Ostrower/Stone 2010, S. 906 ff.), welche mitunter Umsetzungsdefizite offenlegen. Beispielsweise identifizieren Zimmermann/Stevens (2008, S. 194) Defizite bei der Beurteilung und Überwachung der von den Organisationen angebotenen Programme und Dienstleistungen, der entgegen der normativen Empfehlung das Ehrenamt nur in 46,4 Prozent der befragten NPOs nachkommt. Eine ähnliche Tendenz identifizieren Ostrower/Stone (2010, S. 908), welche die Governance-Strukturen in US-amerikanischen NPOs untersuchen. In den betrachteten Organisationen verschiebt sich bei Anwesenheit einer hauptamtlichen Geschäftsführung der Fokus vorstandsseitiger Kontrollen von der Überwachung der angebotenen Leistungsprogramme auf die finanzielle Situation anhand von Budgets. Unterdessen zeigen O'Regan/Oster (2005, S. 212), dass die deutliche Mehrheit der befragten Vorstandsmitglieder spezifische Kontrollmaßnahmen nicht zu ihrem Verantwortungsbereich zählt, da sie sich die dazu notwendigen Kompetenzen absprechen. Eine Ursache kann darin gesehen werden, dass die Auswahl der Vorstandsmitglieder vielfach nicht unter der Maßgabe fachlicher Kriterien erfolgt, beispielsweise im Sinne einer betriebswirtschaftlichen Orientierung, sondern vielmehr unter dem Aspekt der Mitgliederrepräsentation (Taylor/O'Sullivan 2009, S. 687; Schnurbein 2009, S. 105). Handlungsbedarfe im Hinblick auf die Kontrolle der Strategieumsetzung indizieren ferner die Erhebungen von Ferkins et al. (2009, S. 270) und Shilbury (2001, S. 268), denen zufolge die Vorstandsaktivitäten vorrangig auf die Strategieentwicklung beschränkt bleiben.

Der Eruierung, inwiefern sich in deutschen Sportverbänden ähnliche Defizite erkennen lassen, widmet sich die dritte Forschungsfrage, die Bezug nimmt auf die Zusammenarbeit zwischen haupt- und ehrenamtlichen Funktionsträgern im Rahmen von Kontrollmaßnahmen:

*FF 3: Wie gestaltet sich die Kooperation zwischen dem ehrenamtlichen Führungsgremium und der hauptamtlichen Geschäftsführung im Kontext der Überwachung des Vollzugs der formal- und sachzielbezogenen Pläne?*

#### **4 Methodik**

Mit den oben formulierten Forschungsfragen wird die Erschließung komplexer organisatorischer Prozesse intendiert. Als für derartige Fragestellungen prädestiniert gilt ein qualitativer Forschungsansatz in der Form einer Feldstudie (Maxwell 2005, S. 23; Silverman 2005, S. 10). Die Feldforschung bietet den komparativen Vorteil gegenüber anderen Ansätzen (z.B. großzählige Fragebogenerhebungen oder Laborexperimente), dass die Datenerhebung vor Ort tiefergehende Analysen von Organisationen in ihren realen Kontexten ermöglicht (Snow/Thomas 1994, S. 458; Edmondson/McManus 2007, S. 1155; Gephardt 2004, S. 455). Diese Eigenschaft erweist sich insbesondere als vorteilhaft, wenn zu dem zu untersuchenden Phänomen wenige Erkenntnisse vorliegen, die nicht ausreichen, um Hypothesen über kausale Wirkungsbeziehungen zwischen den interessierenden Aspekten zu formulieren (Edmondson/McManus 2007, S. 1159; Yin 2003, S. 6). Aus dem Literaturüberblick in Abschnitt 3.2 wird zwar ersichtlich, dass zahlreiche Befunde zu den Governance-Strukturen in NPOs sowie mitunter auch in Sportorganisationen in den USA bzw. Commonwealth-Staaten existieren. Ihre Übertragbarkeit auf deutsche Sportverbände ist jedoch aufgrund der unterschiedlichen länderspezifischen Kontexte eingeschränkt (Kerlin 2006, S. 251 ff.). Vor diesem Hintergrund erscheint die Untersuchung der aufgestellten Fragen im Rahmen einer Feldstudie vorteilhaft, was Untersuchungen mit einer ähnlichen Anordnung bestätigen (z.B. Balser/McClusky 2005, S. 300; Jäger et al. 2009, S. 84; Schnurbein 2009, S. 104; Taylor/O'Sullivan 2009, S. 686).

Im Rahmen der Feldforschung bilden semi-strukturierte Experteninterviews ein zentrales Instrument zur Datenerhebung (Yin 2003, S. 90; Bähring et al. 2008, S. 90), welches auch in der vorliegenden Untersuchung eingesetzt wurde. Es wurden Gespräche mit den Mitgliedern der hauptamtlichen Geschäftsführung in insgesamt 14 Sportverbänden geführt. Mit der gewählten Anzahl an betrachteten Organisationen wurde intendiert, einzel-fallübergreifende Tendenzen in der Ausgestaltung der Governance-Strukturen in Sportverbänden zu erkennen und zumindest eine gewisse Generalisierbarkeit der Ergebnisse zu ermöglichen (Eisenhardt 1989b, S. 537). Für die Analyse wurden Landessportbünde sowie Spitzen- und Landesfachverbände in Betracht gezogen, die Mitglieder des DOSB sind und zudem im Hinblick auf ihre Mitgliederzahl über eine kritische Größe verfügen. So wurden nur Verbände mit mindestens 100.000 Mitgliedern und mindestens 2.000 untergeordneten Sportvereinen kontaktiert. Die Betrachtung dieser Organisation beruht, wie bereits in Abschnitt 1 angesprochen, auf der Erwartung, dass die Existenz adäquater Governance-Strukturen bei Vorlage dieser Voraussetzungen für eine breite Öffentlichkeit von Bedeutung ist. Schließlich gilt die Bedarfsdeckung der Mitglieder als wesentliche

Zielsetzung der Verbände (Witt et al. 1996, S. 416). Im Hinblick auf die Auswahl der Interviewpartner, die in den Zielorganisationen agieren, wurde der Fokus auf hauptamtlich Tätige gelegt, in der Mehrzahl der Fälle der Generalsekretär oder ein Funktionsträger in einer vergleichbaren Position. Dies begründet sich darin, dass bei Experteninterviews das Fachwissen der Befragten den Gegenstand der Analyse bildet (Bähring et al. 2008, S. 91 f.) und davon auszugehen ist, dass die hauptamtlichen Führungskräfte aufgrund ihrer fachlichen Ausbildung und ihrer stärkeren Einbindung in die Organisationen über eine im Vergleich zu den ehrenamtlichen Delegierten größere Expertise und Erfahrung verfügen. Somit kann gefolgert werden, dass diese über fundierte Kenntnisse verfügen, um die organisatorischen Prozesse zu beschreiben.

Die Kontaktaufnahme mit den Organisationen, welche die zuvor genannten Kriterien erfüllten, basierte überwiegend auf der direkten Ansprache von Verantwortlichen auf dem konventionellen oder elektronischen Postweg. Darüber hinaus wurden vereinzelt potenzielle Interviewpartner auf der Basis persönlicher Beziehungen über Dritte kontaktiert. Es bestanden jedoch zu keinem der Befragten direkte persönliche Beziehungen, so dass die notwendige Distanz zwischen Interviewer und Interviewpartner in den Gesprächen eingehalten wurde (Gläser/Laudel 2006, S. 114). Bereits bei der Kontaktaufnahme wurde gefragt, ob die jeweiligen Verbände über dualistische Führungsstrukturen verfügen, welche die Grundlage der im Rahmen dieser Untersuchung interessierenden Fragen bilden.

Infolge der Anfragen zeigten sich neun Angehörige von Spitzenfachverbänden sowie drei in Landessportbünden und zwei in Landesfachverbänden hauptamtlich Tätige für ein Gespräch bereit. Die Interviews wurden Ende 2009 in den Organisationen vor Ort geführt. Im Durchschnitt gehörten die Befragten zum Zeitpunkt der Interviews seit elf Jahren zur jeweiligen Institution, die durchschnittliche Dauer in der damaligen Position lag bei sieben Jahren. Bemisst man die Größe der betrachteten Verbände anhand der Mitglieder, über welche die analysierten Organisationen indirekt, d.h. über die untergeordneten Verbände und Vereine verfügen, ergibt sich das in der Tabelle 1 dargelegte Bild. Im Durchschnitt umfassten die befragten Verbände rund 16.000 untergeordnete Vereine und 3,78 Millionen Mitglieder. Ferner verfügten die untersuchten Organisationen im Mittel über 80 hauptamtliche Mitarbeiter und ein Budget in Höhe von 18 Millionen Euro. In Bezug auf größere Spitzenfachverbände konnte eine hohe Repräsentativität erreicht werden, da gemessen an der Mitgliederzahl neun der 20 größten Sportfachverbände an der Erhebung partizipierten.

In den Gesprächen kam ein semi-strukturierter Fragebogen zum Einsatz, der sich aus allgemeinen Fragen zu dem Gesprächspartner, dem Verband und den Organisationsstrukturen sowie den in Abschnitt 3.2 formulierten Forschungsfragen zusammensetzte. Bei der Führung der Interviews wurden gängige Verhaltensregeln beachtet, beispielsweise in der Form, dass stets ein einheitliches Begriffsverständnis zwischen den Gesprächspartnern

**Tab. 1:** Klassifikation der befragten Organisationen nach Anspruchsgruppen

Zahl der untergeordneten Vereine	Anzahl der untersuchten Verbände	Zahl der Mitglieder	Anzahl der untersuchten Verbände
> 8.000	8	> 500.000	10
$2.000 \leq x \leq 8.000$	6	$100.000 \leq x \leq 500.000$	4

sichergestellt wurde und Bewertungen seitens des Interviewers, welche Einfluss auf die Aussagen der Interviewten nehmen könnten, vermieden wurden (Bähring et al. 2008, S. 98 f.; Gläser/Laudel 2006, S. 167 ff.). Darüber hinaus wurde der Interviewleitfaden einem Pre-Test unterzogen, um die Adäquanz der Fragestellungen im Vorfeld der Untersuchung zu überprüfen (Hurrle/Kieser 2005, S. 586).

Sämtliche Interviews wurden auf Tonband aufgenommen und im Anschluss wörtlich transkribiert (Kvale 2007, S. 93 f.; Kuckartz 2007, S. 43). Ergänzend zu den erhobenen Informationen wurde im Sinne einer Datentriangulation auf zusätzliche Quellen zurückgegriffen (Flick 2008, S. 311 f.; Yin 2003, S. 99), beispielsweise in der Form von frei zugänglichen Dokumenten wie Satzungen oder Geschäftsordnungen, aber auch interne Unterlagen wie Organigramme. Die Auswertung der Interviewtranskripte erfolgte mittels Verfahren der qualitativen Inhaltsanalyse, einem Ansatz zur systematischen Auswertung umfangreichen Textmaterials (Mayring 2007, S. 42; Ahuvia 2001, S. 143; Bortz/Döring 2006, S. 51). Hierzu wurden die mit den einzelnen Erkenntnisinteressen korrespondierenden Textpassagen regelgeleitet extrahiert und zu einer Gesamtaussage verdichtet. Mit einem solchen Vorgehen ist die Intention verbunden, die intersubjektive Nachprüfbarkeit des Interpretationsvorgangs zu erhöhen (Mayring 2007, S. 12). Um die Reliabilität der Codierung sicherzustellen, wurden die Interviewtranskripte von zwei Autoren unabhängig voneinander codiert und die Ergebnisse der Vorgänge einander gegenübergestellt. Ein besonderes Augenmerk wurde dabei auf die Frage gelegt, inwiefern die Kooperationen im Rahmen der betrachteten Aufgaben als paritätische Zusammenarbeit oder als Dominanz des Ehren- oder Hauptamts aufgefasst werden können. Mit einer Ausnahme kamen die beiden Codierer stets zu übereinstimmenden Ergebnissen. In dem Fall, in dem unterschiedliche Einschätzungen vorlagen, wurde das Textmaterial erneut von den beiden Codierern gemeinsam analysiert und diskutiert. Eine verbleibende Unklarheit konnte letztlich durch eine Nachfrage bei dem Interviewpartner ausgeräumt werden, so dass auch hier eine übereinstimmende Codierung vorgenommen werden konnte. Daher kann davon ausgegangen werden, dass die Datenauswertung dem Kriterium der Reliabilität in hinreichendem Maße gerecht wird.

## 5 Empirische Ergebnisse

### 5.1 Führungsstrukturen in den Sportverbänden

Im Folgenden werden die Ergebnisse der im Rahmen der vorliegenden Untersuchung geführten Expertengespräche dargelegt. Der Beantwortung der Forschungsfragen geht zunächst die Beschreibung der wesentlichen Führungsstrukturen voraus. Aus den Gesprächen wurde deutlich, dass die in Abschnitt 2 skizzierte dualistische Verbandsführung erwartungsgemäß in allen untersuchten Verbänden zu erkennen ist. Auf der Ebene der ehrenamtlichen Führungsgremien konnte in zwölf Verbänden eine Dichotomie der Leitungsorgane festgestellt werden. In diesen Fällen bestehen die ehrenamtlichen Führungsgremien aus einem zentralen Vorstand und einem Präsidium. Der zentrale Vorstand setzt sich dabei regelmäßig aus den Präsidenten jener Institutionen zusammen, die Mitglieder der Verbände sind, und verfügt über die Kompetenzen, die in der jeweiligen Satzung defi-



nirt werden. In diesen Organisationen delegiert der zentrale Vorstand aufgrund der vielfach beträchtlichen Anzahl an Mitgliedern die verantwortliche Führung an ein Präsidium, welches als sog. Milizführungsorgan fungiert. Lediglich in zwei kleineren Sportverbänden wird von einer solchen Differenzierung abgesehen.

In Ergänzung zum Vorstand und dem Präsidium wird in den befragten Verbänden auf die Mitarbeit von Fachausschüssen mit klar definierten Verantwortlichkeiten zurückgegriffen. Grundsätzlich setzen sich die Fachausschüsse aus ehrenamtlichen Mandatsträgern, Abgesandten der Mitgliedsverbände sowie hauptamtlichen Mitarbeitern zusammen. Diese Gremien erarbeiten in den untersuchten Sportverbänden zum einen inhaltliche Vorschläge, welche schließlich über die Vorsitzenden im Präsidium zur Diskussion gestellt werden. Zum anderen bilden diese die Schnittstelle zu den hauptamtlichen Mitarbeitern, indem sie inhaltliche Vorgaben für die hauptamtlichen Fachabteilungen entwickeln.

In sämtlichen Verbänden ist die Geschäftsführung als hauptamtliches Führungsgremium für das operative Geschäft zuständig. Ihr steht in elf Verbänden ein hauptamtlicher Verwaltungsleiter vor, in drei weiteren wird der Führungsanspruch auf zwei Personen übertragen, einem Generalsekretär und einem Sportdirektor. In diesen Fällen zeichnet der Generalsekretär für die Administration verantwortlich, während sämtliche sportlichen Angelegenheiten in die Zuständigkeit des Sportdirektors fallen.

Unterhalb der Geschäftsführungsebene bestehen in den untersuchten Verbänden Organisationseinheiten mit spezifischen Verantwortlichkeiten. Diese als Abteilungen, Ressorts oder Referate bezeichneten Einheiten beziehen sich beispielsweise auf die Öffentlichkeitsarbeit, das Finanzwesen oder auf die Förderung des Leistungs- und Spitzensports. Ihnen stehen vielfach die Fachausschüsse zur Seite. In zwölf Verbänden werden die Ressorts durch einen definierten Verantwortlichen geführt, während in den zwei übrigen Organisationen keine Abteilungs- oder Ressortleiter existieren. Die Referate unterstehen in diesen Fällen somit dem hauptamtlichen Geschäftsführer. Derartige flache Hierarchien sind nur in den kleineren Verbänden des Samples beobachtet worden.

## 5.2 Strategische Entscheidungsfindung

Die erste Forschungsfrage bezieht sich auf die Aufgabenverteilung zwischen dem ehrenamtlichen Vorstand bzw. Präsidium und der hauptamtlichen Geschäftsführung im Rahmen der strategischen Entscheidungsfindung. Wie in Abschnitt 3 ausgeführt, enthält das Schrifttum eine Reihe von Hinweisen, nach denen die hauptamtlichen Führungskräfte Vorschläge für die strategische Ausrichtung der Organisation erarbeiten, während die Auswahl und Verabschiedung eines Vorschlags vorrangig zu dem Zuständigkeitsbereich der ehrenamtlichen Führungsgremien gehört.

Die empirischen Ergebnisse reflektieren diese Strukturierung nur zum Teil. In der Mehrzahl von neun Verbänden ist die Entwicklung strategischer Handlungsalternativen ein Ergebnis der Zusammenarbeit der haupt- und ehrenamtlichen Führungsgremien. Derartige Arbeitskreise beschränken sich in einigen Fällen nicht nur auf Vertreter der Geschäftsführung und des Vorstands bzw. Präsidiums, sondern umfassen teilweise auch Mitglieder der Fachausschüsse. In einem Verband werden Strategien von dem Präsidium ohne Beteiligung der hauptamtlichen Führungskräfte entwickelt und verabschiedet. In den verbleibenden vier Verbänden fällt die Strategieformulierung vollumfänglich in den Zustän-



digkeitsbereich der hauptamtlichen Geschäftsführung, wie etwa von dem Vertreter des Verbands D erklärt wird: „[D]er Anstoß, der muss eindeutig aus der Hauptberuflichkeit kommen. Selbst, was das Präsidium betrifft. Das Präsidium setzt sich ja nicht hin und überlegt, was können wir denn jetzt mal machen? Sondern das Präsidium sagt, wie läuft es denn, wie sehen die Analysen aus?“ Unter dem Aspekt der Governance problematisch erscheint insbesondere, dass in diesen Fällen ehrenamtliche Mandatsträger auch nicht an der Verabschiedung einer Strategie mitwirken. In den genannten vier Verbänden formuliert die hauptamtliche Geschäftsführung somit strategische Ziele und entscheidet anschließend ohne Einbezug der ehrenamtlichen Führungsgremien, welche dieser Ziele zu priorisieren sind. Dies ist bisweilen darauf zurückzuführen, dass sich in einigen Verbänden die ehrenamtliche Führung als für die Strategiefindung nicht zuständig betrachtet, wie z.B. der Direktor des Verbands N zum Ausdruck bringt: „Wir wünschen uns immer, dass der Präsident auch an der Strategiefindung beteiligt wäre. Aber das ist immer schwierig. Das Interesse an strategischen Überlegungen im Präsidium ist relativ gering.“

In den übrigen zehn Verbänden werden die ehrenamtlichen Delegierten demgegenüber in die Verabschiedung der Strategie einbezogen: Neben der bereits oben angesprochenen Organisation obliegt die Strategieverabschiedung in sieben weiteren Organisationen ausschließlich den Mandatsträgern im Ehrenamt. Die Erklärung für die zu beobachtende Rolle der ehrenamtlichen Führungsmitglieder als Instanz, welche die Verbandsstrategie verabschiedet, begründet sich in der damit verbundenen höheren Legitimität einer Strategie. Aufgrund der demokratischen Entscheidungsstrukturen innerhalb der Verbände verfügen die ehrenamtlichen Mandatsträger, die von den Verbandsmitgliedern gewählt worden sind, unter diesen über eine besonders hohe Akzeptanz (Anheier/Themudo 2005, S. 188). Den Gesprächspartnern zufolge findet auch die Strategie eine höhere Akzeptanz, wenn diese durch die Delegierten in den ehrenamtlichen Gremien festgelegt wird. Die Vertreter der verbleibenden zwei Verbände erklären demgegenüber, dass nicht nur die Entwicklung strategischer Handlungsalternativen im Rahmen einer Zusammenarbeit von haupt- und ehrenamtlichen Führungskreisen erfolgt, sondern auch die Entscheidung, welche Vorschläge umzusetzen sind.

Als Gründe für die Kooperation zwischen den Führungsgremien im Rahmen der strategischen Entscheidungsfindung gehen aus den Interviews insbesondere zwei Aspekte heraus. Zunächst weisen die hauptamtlichen Mitarbeiter genauere Kenntnisse über die Verbandslage auf und können dementsprechend bei der strategischen Entscheidungsfindung besser abschätzen, welche Ideen finanziell abgebildet werden können. Darüber hinaus besteht nach Aussagen der Gesprächspartner innerhalb der ehrenamtlichen Gremien teilweise eine erhebliche Interessenheterogenität, die eine zielorientierte Entscheidungsfindung erschwert. So wird mitunter ausgeführt, dass sich die ehrenamtlichen Mandatsträger an persönlichen anstelle von betriebswirtschaftlich-rationalen Zielen orientieren, beispielsweise von dem Geschäftsführer des Verbands I, der erklärt: „Der gesamtbetriebswirtschaftliche Ansatz fehlt einfach ab einer gewissen ehrenamtlichen Ebene. Da steht dann das persönliche Engagement und die Selbstverwirklichung doch sehr stark im Vordergrund.“ Infolge ihrer Beteiligung an strategiebezogenen Entscheidungsprozessen fungieren die hauptamtlichen Geschäftsführer in diesem Zusammenhang vielfach als Moderatoren, die auf eine konsensuale und rationale Entscheidung hinwirken.

### 5.3 Operationalisierung der Strategie

Die zweite Forschungsfrage intendiert die Erfassung der Aufgabenverteilung im Zuge der Operationalisierung und Umsetzung der Strategie. Die bestehende Literatur schlägt vor, dass die von der ehrenamtlichen Führung festgelegte Strategie durch die hauptamtliche Geschäftsführung anhand von Sachziel- und Formalzielplanungen umzusetzen ist. Die Rolle des ehrenamtlichen Gremiums sollte sich demnach auf die Prüfung und Freigabe der erarbeiteten Pläne beschränken.

Die im Rahmen der Feldstudie überwiegend beobachteten Rollenverteilungen werden dieser Erwartung jedoch nur teilweise gerecht. In zwölf der 14 Verbände stellt die Entwicklung der Sachzielplanungen uneingeschränkt einen Bestandteil des Verantwortungsbereichs der hauptamtlichen Geschäftsführung und der ihr unterstellten Mitarbeiter dar. Entsprechende Pläne werden in der Regel von den Referaten in Abstimmung mit der Geschäftsführung aufgestellt und umgesetzt. In der Mehrzahl der Verbände verfügen die Referate über ein hohes Maß an Autonomie, wie sich etwa an der folgenden Aussage des Vertreters des Verbands E veranschaulichen lässt: *„Die Abteilungsleiter haben im Rahmen der Umsetzung der Programme sehr viel Handlungsspielraum. Die [...] können im Prinzip ihren Bereich relativ eigenständig führen.“*

Wenngleich eine Freigabe der Pläne durch das Ehrenamt sinnvoll erscheint, da auf diese Weise ihre Kompatibilität mit der Strategie überprüft werden kann, ist eine solche Autorisierung in diesen Verbänden nicht vorgesehen. Demzufolge sind die ehrenamtlichen Führungsgremien nur in zwei Organisationen in die Sachzielplanung involviert. In diesen Verbänden erfolgt die Operationalisierung der strategischen Ziele unter Beteiligung des Vorstands bzw. Präsidiums, der hauptamtlichen Geschäftsführung sowie der haupt- und ehrenamtlichen Mitarbeiter in den Referaten und Fachausschüssen. Aus der Interaktion der beiden letztgenannten Gremien entstehen die Pläne, welche zunächst von der Geschäftsführung geprüft und schließlich durch die ehrenamtlichen Gremien freigegeben werden.

Im Hinblick auf die Formalzielplanung im Sinne der Budgetierung und als Komplement zur Sachzielplanung zeigt sich hingegen ein deutlich anderes Bild. In sämtlichen betrachteten Organisationen obliegt den ehrenamtlichen Gremien die Genehmigung der aufgestellten Budgetvorschläge. Unterschiede zeigen sich lediglich hinsichtlich der Erarbeitung der Budgets. In acht Verbänden erfolgt die Budgetierung in Kooperation zwischen den hauptamtlichen Geschäftsführern und den Mitarbeitern in den einzelnen Referaten. Durch eine Zusammenarbeit von ehrenamtlichen Vertretern und Mitgliedern der hauptamtlichen Geschäftsführung ist die Budgeterstellung in den verbleibenden sechs Verbänden gekennzeichnet. Auf der Seite der Ehrenamtlichen sind dabei in der Regel die Mitglieder der Fachausschüsse beteiligt.

Die Dominanz der hauptamtlichen Mitarbeiter im Rahmen der Operationalisierung der strategischen Ziele ist den Befragten zufolge insbesondere auf ihr Fachwissen und ihre genauere Kenntnis der Organisation zurückzuführen. Diese Ansicht wird u.a. von dem Gesprächspartner aus dem Verband B vertreten: *„Weil die hauptamtlichen Mitarbeiter ja praktisch auch die Spezialisten für die fachlichen Themen sind, können diese dann auch den effektiven Einsatz der Mittel selbst direkt an der Front steuern.“* Da die Wahl der ehrenamtlichen Führungskräfte in der Regel nicht durch ihren beruflichen Hinter-

grund bestimmt wird, verfügen die hauptamtlichen Mitarbeiter regelmäßig über eine höhere Fachexpertise. Gleichwohl ist auch im Kontext der operativen Planungsaufgaben der bereits im Zusammenhang mit der strategischen Entscheidungsfindung thematisierte Legitimitätsaspekt von besonderer Bedeutung. So wird die Freigabe der Budgets dahingehend erklärt, dass auf diese Weise das Vertrauen der Mitglieder in eine sach- und zielgerechte Mittelallokation erhöht werden kann.

#### 5.4 Überwachung der Strategieumsetzung

Die Aufgabenverteilung zwischen den haupt- und ehrenamtlichen Führungsgremien bezüglich der Kontrollaktivitäten bildet den Gegenstand der dritten Forschungsfrage. Im Rahmen dieser Phase sind die aufgestellten Budgets und Sachzielpäne von zentraler Bedeutung, weil sie als Ergebnis der Planungsaktivitäten einen Referenzmaßstab für die zu initiiierenden Handlungsmaßnahmen bilden. Abweichungen von diesen Vorgaben bedürfen dementsprechend einer Analyse und der Initiierung von Gegensteuerungsmaßnahmen. Wie in der theoretisch-konzeptionellen Literatur zum Ausdruck kommt, sollte die ehrenamtliche Führung in diesem Zusammenhang eine kontrollierende Funktion ausüben. Sie überwacht, inwiefern die hauptamtlichen Funktionsträger die Pläne einhalten und sich dementsprechend innerhalb des Rahmens bewegen, der eine Realisierung der Organisationsziele erwarten lässt.

Bezogen auf die Sachzielplanung zeigt sich, dass in den betrachteten Verbänden die initialisierten Maßnahmen vielfach in den entsprechenden Fachausschüssen seitens der hauptamtlichen Mitarbeiter vorgestellt und mit den ehrenamtlichen Vertretern diskutiert werden. In sieben Verbänden werden Reaktionsmöglichkeiten in der Form von Gegensteuerungsmaßnahmen oder Revisionen der Pläne mit den ehrenamtlich Tätigen erörtert. In fünf Verbänden werden diese Diskussionen vorrangig zwischen der hauptamtlichen Geschäftsführung und den Verantwortlichen in den Referaten geführt, so dass die ehrenamtlichen Mandatsträger in den Ausschüssen lediglich nachrichtlich über die Entwicklungen informiert werden. Gemäß dem Ablaufplan berichten die Ausschussmitglieder von den dezentral gefassten Beschlüssen – teilweise mit deutlichem zeitlichen Verzug – in den ehrenamtlichen Führungsgremien. In zwei Organisationen sind hingegen die hauptamtlichen Geschäftsführer die Funktionsträger, welche die Entwicklungen in den Referaten verfolgen und mit den zuständigen Mitarbeitern etwaige Anpassungen diskutieren. Die Geschäftsführer legen ferner Rechenschaft gegenüber der ehrenamtlichen Führung ab. In diesen Verbänden sind die Mandatsträger im Ehrenamt somit nur mittelbar an dem Kontrollprozess beteiligt. Die Übermittlung von Informationen über die ergriffenen Maßnahmen und entwickelten Programme erfolgt dabei überwiegend verbal. In sämtlichen Verbänden existiert zwar ein institutionalisiertes Berichtswesen. Die Berichtsinhalte setzen sich jedoch überwiegend aus finanziellen Informationen zusammen. Obwohl in NPOs Sachziele gegenüber Formalzielen priorisiert werden, gehören Tätigkeitsberichte, in denen die einzelnen Referate Rechenschaft über die von ihnen innerhalb eines bestimmten Zeitraums initiierten Aktivitäten ablegen, nur in drei betrachteten Verbänden zur laufenden Berichterstattung.

Während im Hinblick auf die im Rahmen der Sachzielplanung festgelegten Aktivitäten zumindest in einigen Verbänden die ehrenamtlichen Delegierten in die Kontrollpro-

zesse eingebunden werden, ist ihre Mitwirkung an der unterjährigen Budgetkontrolle in der Mehrheit der untersuchten Organisationen noch deutlich geringer ausgeprägt. Entgegen des in der Literatur bestehenden Vorschlags kontrollieren in zehn Verbänden ausschließlich hauptamtliche Mitarbeiter die Einhaltung der Budgets. In der überwiegenden Zahl der Fälle werden seitens des Rechnungswesens Abweichungsanalysen durchgeführt und die Ergebnisse an die hauptamtlichen Geschäftsführer bzw. den Generalsekretär berichtet. Dieser diskutiert die Abweichungen mit den jeweiligen Referaten und entwickelt mit diesen Maßnahmen zur Gegensteuerung.

Die ehrenamtlichen Mandatsträger partizipieren lediglich in vier Verbänden unmittelbar am Kontrollprozess. So sind die Referate des Verbands J bereits bei sich abzeichnenden Budgetüberschreitungen verpflichtet, Rechenschaft gegenüber dem Schatzmeister abzulegen. Neben der Begründung der Überschreitung hat der betroffene Abteilungsleiter einen Antrag auf eine Budgetänderung zu stellen, über den das Präsidium als verantwortliches Gremium entscheidet. Vergleichbare Regelungen bestehen in den Verbänden A und E. Die Gesprächspartner aus den Verbänden A und J berichten ferner, dass das ehrenamtliche Führungsgremium bzw. der Schatzmeister bei erheblichen Budgetüberschreitungen Haushaltssperren verhängen kann.

Eine noch engere Einbindung der ehrenamtlichen Gremien konnte in Verband I beobachtet werden. Basierend auf einem Business Intelligence-Ansatz werden die Leiter der Referate und die Vorsitzenden der korrespondierenden Fachausschüsse auf täglicher Basis über die Einhaltung des jeweiligen Budgets informiert. Die Entwicklung der Budgets wird zudem monatlich im Präsidium diskutiert. Allerdings bedürfen in dieser Organisation Budgetüberschreitungen keiner Bewilligung eines Mitglieds der ehrenamtlichen Führungsgremien, vielmehr reicht hierzu die Zustimmung des Generalsekretärs aus.

Für die insgesamt verhältnismäßig geringe Einbindung des Ehrenamts in die Kontrollprozesse ist nach Einschätzung der Interviewpartner insbesondere ihre eingeschränkte zeitliche Verfügbarkeit verantwortlich. So würden signifikante Abweichungen ein schnelles Gegensteuern bedingen und daher ein Vertagen der Entscheidungen auf Sitzungen der ehrenamtlichen Führungsgremien verbieten. Allerdings wurde aus mehreren Gesprächen deutlich, dass in Abhängigkeit von dem persönlichen Engagement der Ehrenamtlichen teilweise eine Abstimmung zwischen haupt- und ehrenamtlichen Führungskräften außerhalb der formalisierten Procedere stattfindet. Darauf geht etwa der Vertreter des Verbands C ein: *„Also es gibt regelmäßige Besuche des Präsidenten auf der Geschäftsstelle, mit dem ich mich dann auch austausche. [...] Unter mir gibt es eine Referentenebene und die haben immer direkten Kontakt zu ihrem Vizepräsidenten. Das heißt die tauschen sich über Inhalte ihrer Arbeit wie auch über Projekte etc. aus. Da gibt es einen regen Austausch.“* Es zeichnet sich insgesamt eine Tendenz ab, dass der Schatzmeister oder Präsident bei regelmäßigen Besuchen in der Geschäftsstelle oder Telefonaten mit den hauptamtlichen Entscheidungsträgern eher in die Kontrolle der geplanten Aktivitäten und die Selektion möglicher Gegensteuerungsmaßnahmen eingebunden wird als in den Fällen, in denen sich der Einsatz der ehrenamtlichen Akteure im Wesentlichen auf die Teilnahme an den obligatorischen Sitzungen beschränkt. Ein intensiver, bisweilen informeller Austausch wird mitunter als zentrale Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit der Verbandsführung erachtet. So konstatiert der Generalsekretär des Verbands E: *„Es gibt eine ausgeprägte Kommunikation zwischen den Verantwortlichen im Hauptamt und dem Ehrenamt.“*

*Dort gibt es eine ziemlich hohe Kommunikation. Das ist auch die Voraussetzung, sonst funktioniert das nicht.“*

## 6 Zusammenfassung und Diskussion

### 6.1 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

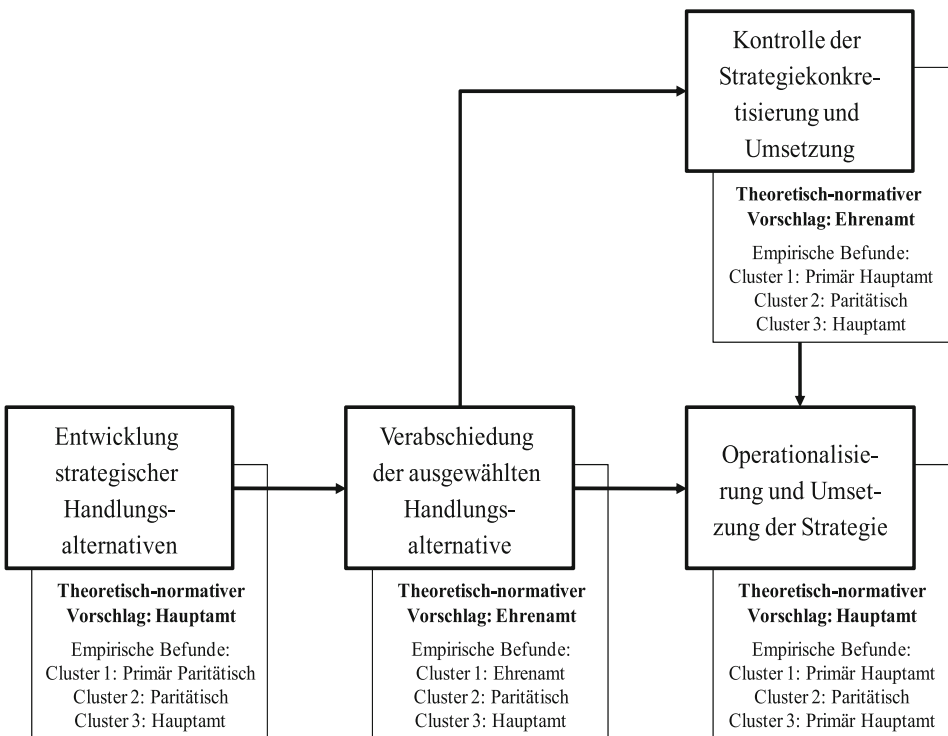
Die vorliegende Untersuchung verfolgt das Ziel, die Governance-Strukturen in deutschen Sportverbänden explorativ zu erschließen. Die Relevanz der Fragestellung ergibt sich aus dem Beitrag, den eine effektive Governance zu der Realisierung eines „sozialen Werts“ leisten kann, sowie aus der Konsumption dieses Werts durch eine breite Öffentlichkeit. Im Rahmen der Studie wird auf die Aufgabenverteilung zwischen haupt- und ehrenamtlichen Führungsgremien abgestellt, welche der einschlägigen Literatur zufolge einen zentralen Governance-Mechanismus in NPOs bildet. Die Analyse der Zusammenarbeit zwischen den haupt- und ehrenamtlichen Führungsgremien bezieht sich auf die strategische Entscheidungsfindung, ihre Operationalisierung und die Kontrolltätigkeiten. Damit werden jene Führungsaufgaben fokussiert, die auch im anglo-amerikanischen Schrifttum untersuchte Aspekte darstellen.

Die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung legen offen, dass die Tätigkeiten in der Verbandspraxis nur partiell in Übereinstimmung mit der Literaturauffassung von einer adäquaten Aufgabenverteilung strukturiert werden. Eine hohe Kongruenz zwischen den Vorschlägen in der Literatur und der Umsetzung in der Verbandspraxis zeigt sich im Hinblick auf die Strategieverabschiedung, an der in der Mehrzahl der Verbände ehrenamtliche Funktionsträger beteiligt sind. Hier zeichnet sich im Vergleich zu anderen empirischen Erhebungen, die auf eine Dominanz des Hauptamts in der strategischen Entscheidungsfindung hindeuten (z.B. Shilbury 2001, S. 268; Miller 2002, S. 437; Hoye/Cuskelly 2003a, S. 70), ein geringerer Handlungsbedarf ab. Auch die Verantwortlichkeiten in Bezug auf die Formalzielplanung, in deren Rahmen eine Freigabe der aufgestellten Budgets durch die ehrenamtlichen Gremien erfolgt, konsentieren mit den in der konzeptionellen Literatur favorisierten und teilweise empirisch bestätigten Vorschlägen (z.B. Brown/Guo 2010, S. 541; Ostrower/Stone 2010, S. 908 ff.). Die in diesem Zusammenhang von anderen Studien identifizierten Umsetzungsdefizite (z.B. Shilbury 2001, S. 266; Zimmermann/Stevens 2008, S. 194) weisen die hier untersuchten Verbände dementsprechend nicht auf. Zugleich zeigen sich insbesondere im Hinblick auf die Kontrolltätigkeiten der ehrenamtlichen Führung einige Handlungspotenziale, die teilweise bereits in früheren Untersuchungen mit anderen Kontexten artikuliert worden sind (z.B. O'Regan/Oster 2005, S. 212; Parker 2007, S. 930; Schnurbein 2009, S. 106; Ostrower/Stone 2010, S. 912) und die es auszuschöpfen gilt, um die Governance-Strukturen in diesen Verbänden nachhaltig zu stärken. Die wesentlichen Ansatzpunkte werden nachfolgend im Rahmen einer fallbezogenen Beurteilung zusammengefasst.

## 6.2 Beurteilung der erschlossenen Aufgabenprofile

Zur abschließenden Beurteilung der gewählten Aufgabenverteilungen und der damit einhergehenden Identifikation von Handlungsbedarfen wird im Folgenden eine Klassifikation der betrachteten Verbände anhand der Aufgabenstrukturen vorgenommen. Hierzu sind drei Cluster gebildet worden. Abbildung 3 greift die eingangs unter Rekurs auf den Prinzipal-Agenten-Ansatz identifizierten Zuständigkeiten auf und stellt diesen die in den jeweiligen Clustern vorherrschenden Ausprägungen der Aufgabenstrukturierung gegenüber. Sie veranschaulicht das Ergebnis, dass die theoretisch-konzeptionellen Gestaltungsempfehlungen nur teilweise in den untersuchten Verbänden beobachtet werden konnten, und unterstreicht zudem, dass keine Organisation den Vorschlägen vollumfänglich gerecht wird.

Das erste Cluster setzt sich aus acht Verbänden zusammen. Mit der Ausnahme eines Verbands, in dem ausschließlich das Ehrenamt strategische Handlungsalternativen erarbeitet, wird in diesen Verbänden die Strategieentwicklung paritätisch durch haupt- und ehrenamtliche Führungskräfte forciert. Die Mitwirkung des Hauptamts erscheint insofern vorteilhaft, als dieses mit seiner Expertise und Verbandskenntnis eine rationale Verbandspositionierung vorantreiben kann (Siebart 2005, S. 860). Die Legitimität der Strategie kann trotz der Partizipation des Hauptamts dadurch gesichert werden, dass ausschließlich



**Abb. 3:** Gegenüberstellung der theoretisch-normativen Vorschläge und der empirisch beobachteten Aufgabenverteilung



die ehrenamtlich Tätigen die Strategie verabschieden. Dass die hauptamtliche Geschäftsführung für die Umsetzung der Strategien verantwortlich zeichnet, erscheint in Anbetracht ihres professionellen Wissens und ihrer zeitlichen Ressourcen folgerichtig. Problematisch erscheint vor dem Hintergrund der Governance aber der geringfügige Einbezug der ehrenamtlichen Gremien in diese Schritte. Die Mitwirkung der Ehrenamtlichen ist in dieser Phase auf die Freigabe der Budgets begrenzt, die Sachzielpläne werden hingegen von den Mitarbeitern in den Referaten und der hauptamtlichen Geschäftsführung verabschiedet. Auch die Kontrolltätigkeiten der ehrenamtlich Tätigen deuten auf Verbesserungspotenziale hin. So unterbleibt die Kontrolle der Formalzielerreichung vielfach, weshalb kritisch zu hinterfragen ist, ob die ehrenamtlichen Führungsgremien sicherstellen können, dass die von ihnen verabschiedeten Strategien realisiert werden. Die in der Mehrzahl dieser Verbände erfolgende Abstimmung zwischen Haupt- und Ehrenamtlichen in den Fachausschüssen im Hinblick auf die Sachzielplanung relativiert diese Problematik zwar. Zur Sicherstellung eines effizienten Einsatzes der finanziellen Mittel sollte aber erwogen werden, die Einhaltung der Budgets zu forcieren und den Schatzmeister als Mitglied des ehrenamtlichen Führungsgremiums in die Budgetkontrolle einzubeziehen. Dieser kann in Zusammenarbeit mit der hauptamtlichen Verbandsführung die Einhaltung der Budgets in den unterschiedlichen Referaten prüfen und signifikante Abweichungen dem Vorstand bzw. Präsidium berichten.

Die beiden Verbände des Clusters 2 zeichnen sich durch einen intensiveren Austausch von haupt- und ehrenamtlichen Mandatsträgern in sämtlichen betrachteten Phasen aus. Im Vergleich zum ersten Cluster ist insbesondere die häufigere Interaktion im Rahmen der Strategiekonkretisierung hervorzuheben. Die ehrenamtlichen Funktionsträger begleiten die operative Planung und beteiligen sich an der Überwachung der Planumsetzung. Problematisch an der für das zweite Cluster charakteristischen Aufgabenteilung erscheint die sich abzeichnende Erosion der im Schrifttum empfohlenen Trennung der strategischen Entscheidungsfindung und -umsetzung. Da die hauptamtlichen Geschäftsführer an der Verabschiedung von Verbandsstrategien beteiligt sind, stellt sich die Frage, ob dadurch die Legitimität der gewählten Strategie beeinträchtigt wird. Daher sollten Maßnahmen zur Stärkung des Ehrenamts erwogen werden, die beispielsweise auch die Inanspruchnahme fachlicher Weiterbildungsangebote umfassen könnte. Diese haben nach Zimmermann/Stevens (2008, S. 198) einen positiven Einfluss auf die Aufgabenstrukturierung in NPOs.

Die Aufgabenverteilung des dritten Clusters, das vier Verbände enthält, wird durch eine Dominanz des Hauptamts in sämtlichen Aspekten geprägt. Der Aufgabenstruktur ist daher die Eignung, Governance-Probleme zu vermeiden bzw. zu verringern, abzusprechen. Der hauptamtlichen Führung obliegt nicht nur die operative Verbandsführung, sondern auch die eigenverantwortliche Festlegung der Verbandsstrategie. Vorteilhaft erscheint die effiziente Entscheidungsfindung, da in diese weniger Instanzen eingebunden sind (Schnurbein 2009, S. 105). Allerdings kann kaum davon ausgegangen werden, dass die ehrenamtlich Tätigen in die Lage versetzt werden, etwaige opportunistische Handlungen der Geschäftsführung identifizieren zu können (Hyndman/McDonnell 2009, S. 26). Ergänzend zu der oben beschriebenen Handlungsempfehlung bezüglich der Budgetkontrolle sollte in Verbänden mit einer solchen Aufgabenverteilung daher die Einbindung der ehrenamtlichen Führungsgremien in die Kontrolle der Sachzielplanung sowie in die Stra-



tegiefindung forciert werden. Dieser Schritt erscheint insbesondere geboten, um die Legitimität der Verbandsführung gegenüber den Mitgliedern zu sichern. Da adäquate Governance-Strukturen aber auch im Rahmen der Akquise von öffentlichen Fördermitteln ein wichtiges Kriterium darstellen, sollte ferner auch aus diesem Grund die Aufgabenstrukturierung weiterentwickelt werden (Taylor/O’Sullivan 2009, S. 690).

### 6.3 Limitationen und Ausblick

Die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung sind im Lichte einiger Limitationen zu sehen, welche weitere Forschungsarbeiten motivieren können. Zunächst ist zu konstatieren, dass sich der Fokus der Studie mit den Spitzen- und Landesfachverbänden sowie Landessportbünden nur auf einen Teil des deutschen Verbandssystems bezieht. Dies erschien insbesondere aus zwei Gründen gerechtfertigt: Zum einen sind diese Verbände von erheblicher Bedeutung für die gesamte Sportorganisation, da sie die Rahmenbedingungen für den Sportbetrieb setzen. Zum anderen verfügen diese Organisationen über beträchtliche Budgets, deren adäquate Allokation zu gewährleisten ist. Allerdings schränkt diese Fokussierung die Generalisierbarkeit der Ergebnisse auf andere Organisationen innerhalb des DOSB ein. Fraglich ist darüber hinaus, inwiefern die Ergebnisse auf Mitgliederorganisationen mit NPO-Charakter außerhalb des Verbandssports übertragen werden können. Weitere Erkenntnisbeiträge könnten daher auf der Basis einer großzahligen Erhebung gewonnen werden, in die NPOs aus weiteren Branchen einbezogen werden.

In Anbetracht des geringen Erkenntnisstands zu Governance-Strukturen in Mitgliederorganisationen des deutschsprachigen Raums stand die Deskription der entsprechenden Strukturen in den Verbänden im Vordergrund. In Folgeuntersuchungen sollte daher eine Priorisierung des explikativen Wissenschaftsziel in Betracht gezogen werden, um mögliche Einflussfaktoren auf die Governance-Strukturen zu erfassen. Zudem sind im Rahmen der vorliegenden Untersuchung verschiedene Governance-Strukturen erfasst worden, über deren Erfolgswirkungen jedoch keine Aussagen getroffen werden konnten. Diese Einschränkung ist insbesondere auf die Schwierigkeit zurückzuführen, infolge der Sachzielorientierung von NPOs, ihre Erfolge zu messen. In einzelnen Studien wird daher auf subjektive Erfolgseinschätzungen der Befragten rekurriert (z.B. Hoye 2006; Hoye/Cuskelly 2003a, 2003b). Fraglich erscheint jedoch, inwiefern die Integration eines solchen Ansatzes in die vorliegende Studie valide Aussagen hervorbringen könnte, weil die Frage nach möglichen Misserfolgen gerade in persönlichen Gesprächen mit den Forschern ein erhebliches Maß an Reaktanz der Befragten hervorrufen dürfte (Kromrey 2009, S. 340). Eine solche für die Identifikation von zielführenden Praktiken und Formulierung von Handlungsvorschlägen vorteilhafte Ergänzung könnte daher möglicherweise ebenfalls in eine großzahlige Anschlussstudie eingehen.

Schließlich legen die Ergebnisse nahe, Fragen der Governance künftig nicht auf die Zusammenarbeit von haupt- und ehrenamtlichen Entscheidungsträgern zu beschränken. So wurde im Rahmen der vorliegenden Untersuchung die Mitwirkung der hauptamtlichen Geschäftsführung an der Strategiefindung insbesondere damit begründet, dass die ehrenamtlichen Mandatsträger ihre Entscheidungen mitunter an persönlichen Präferenzen anstelle von Verbandsinteressen bzw. betriebswirtschaftlichen Erwägungen ausrichten. Die in den Verbänden vielfach beobachtete Zusammenarbeit zwischen Haupt- und

Ehrenamt kann somit als Ergebnis des Bestrebens interpretiert werden, der festgelegten Strategie gleichermaßen Legitimität aus der Perspektive der Mitglieder als auch Rationalität zu verleihen. Die „Irrationalität“ der ehrenamtlichen Handlungsträger stellt einen Aspekt dar, dem im bestehenden Schrifttum nur eine untergeordnete Bedeutung beigemessen worden ist. Bislang werden die ehrenamtlichen Führungskräfte regelmäßig als Akteure betrachtet, die aufgrund ihrer intrinsischen Motivation stets im Sinne der Verbandsinteressen handeln (Caers et al. 2006, S. 26; Enjolras 2006, S. 776). Mit der Erkenntnis, dass auch ihre Entscheidungen mitunter von persönlichen, im Konflikt zu den Verbandszielen stehenden Interessen getrieben werden, erweitert sich das Problem der Governance in NPOs um die Frage, wie sichergestellt werden kann, dass die ehrenamtlichen Delegierten den Erwartungen der wählenden Mitglieder gerecht werden.

## Literatur

- Ahuvia A (2001) Traditional, Interpretive, and Reception Based Content Analyses: Improving the Ability of Content Analysis to Address Issues of Pragmatic and Theoretical Concern. *Soc Indic Res* 54 (2):139–72
- Alexander JA, Weiner BJ (1998) The adoption of the corporate governance model by nonprofit organizations. *Nonprofit Manage Leadersh* 8 (3):223–242
- Andrés-Alonso P de, Azofra-Palenzuela V, Romero-Merino ME (2009) Determinants of nonprofit board size and composition. The case of Spanish foundations. *Nonprofit Volunt Sec Q* 38 (5): 784–809
- Andrés-Alonso P de, Romero-Merino ME (2006) The governance of nonprofit organizations: Empirical evidence from nongovernmental development organizations in Spain. *Nonprofit Volunt Sec Q* 35 (4): 588–604
- Angelé-Halgand N, Helmig B, Jegers M, Lapsley I (2010) Current Research in Non-Profit Organisations' Management. *Eur Manage J* 28 (6):401–402
- Anheier HK, Themudo N (2005) Governance and Management of International Membership Organizations. *Brown J World Aff* 11 (2):185–198
- Auld CJ, Godbey G (1998) Influence in Canadian National Sport Organizations: Perceptions of Professionals and Volunteers. *J Sport Manage* 12 (1):20–38
- Axelrod NR (1994) Board Leadership and Board Development. In: Herman RD (Hrsg) *The Jossey-Bass Handbook of Nonprofit Leadership and Management*, Jossey-Bass, San Francisco, S 119–136
- Bähring K, Hauff S, Sossdorf M, Thommes K (2008) Methodologische Grundlagen und Besonderheiten der qualitativen Befragung von Experten in Unternehmen: Ein Leitfaden. *Unternehm* 62 (1):89–111
- Baldock A-L, Van Rossem A, Buelens M (2010) Identifying Competencies of Volunteer Board Members of Community Sport Clubs. *Nonprofit Volunt Sec Q* 39 (2):213–235
- Balser D, McClusky J (2005) Managing Stakeholder Relationships and Nonprofit Organization Effectiveness. *Nonprofit Manage Leadersh* 15 (3):295–315
- Bortz J, Döring N (2006) *Forschungsmethoden und Evaluation für Human- und Sozialwissenschaftler*, 4. Aufl. Springer, Heidelberg
- Bradshaw P, Murray V, Wolpin J (1992) Do Nonprofit Boards Make a Difference? An Exploration of the Relationships Among Board Structure, Process, and Effectiveness. *Nonprofit Volunt Sec Q* 21 (3):227–249
- Breuer C, Wicker P (2010) Sportentwicklungsbericht 2009/2010 – Aktuelle Situation der Sportvereine in Deutschland, Bundesinstitut für Sportwissenschaft, Deutsche Sporthochschule Köln, Deutscher Olympischer Sportbund

- Brooks AC (2005) What do nonprofit organizations seek? (And why should policymakers care?). *Policy Anal Manage* 24 (3):543–558
- Brown WA (2005) Exploring the Association Between Board and Organizational Performance in Nonprofit Organizations. *Nonprofit Manage Leadersh* 15 (3):317–339
- Brown WA, Guo C (2010) Exploring the Key Roles for Nonprofit Boards. *Nonprofit Volunt Sec Q* 39 (3):536–546
- Bürger S, Helmig B (2009) Interessenskonflikte zwischen Ehrenamt und Hauptamt. *Verb Manage* 35 (2):36–45
- Caers R, Du Bois C, Jegers M, De Gieter S, Schepers C, Pepermans R (2006) Principal-agent relationships on the stewardship-agency axis. *Nonprofit Manage Leadersh* 17 (1):25–47
- Callen JF, Klein A, Tinkelman D (2010) The contextual impact of nonprofit board composition and structure on organizational performance: Agency and resource dependence perspectives. *Voluntas* 21 (1):101–125
- Cornforth C, Edwards C (1999) Board Roles in the Strategic Management of Non-profit Organisations: Theory and Practice. *Corp Gov* 7 (4):346–362
- Daily DR, Dalton DR, Cannella AA (2003) Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Acad Manage Rev* 28 (3):371–382
- Deutscher Olympischer Sportbund (2010) Die Sportfamilie, Retrieved 13-10-2010, URL: <http://www.dosb.de/de/organisation/mitgliedsorganisationen>
- Du Bois C, Caers R, Jegers M, De Cooman R, De Gieter S, Pepermans R (2009) Agency Conflicts Between Board and Manager – A Discrete Choice Experiment in Flemish Nonprofit Schools. *Nonprofit Manage Leadersh* 20 (2):165–183
- Edmondson AC, McManus SE (2007) Methodological Fit in Management Field Research. *Acad Manage Rev* 32 (4):1155–1179
- Eisenhardt KM (1989a) Agency theory: An assessment and review. *Acad Manage Rev* 14 (1):57–74
- Eisenhardt KM (1989b) Building Theories from Case Study Research. *Acad Manage Rev* 14 (4):532–550
- Enjolras B (2009) A Governance-Structure Approach to Voluntary Organizations. *Nonprofit Volunt Sec Q* 38 (5):761–783
- Fama EF, Jensen MC (1983) Separation of ownership and control. *J Law Econ* 26 (2):301–325
- Ferkins L, Shilbury D, McDonald G (2009) Board Involvement in Strategy: Advancing the Governance of Sport Organizations. *J Sport Manage* 23 (3):245–277
- Fleßa S (2009) Betriebswirtschaftslehre der Nonprofit-Organisationen – Proprium einer Speziellen BWL. *Betriebswirtsch Forsch Praxis* 61 (1):1–21
- Flick U (2008) Triangulation in der qualitativen Forschung. In: Flick U, Kardoff E von, Steinke I (Hrsg) *Qualitative Forschung – Ein Handbuch*, 6. Aufl. Rowohlt, Hamburg, S 309–318
- Freyer W (2003) *Sport-Marketing – Handbuch für marktorientiertes Management im Sport*, 3. Aufl. FIT, Wiesbaden
- Gephart R (2004) What is Qualitative Research and Why is it Important? *Acad Manage J* 47 (4):454–462
- Gläser J, Laudel G (2006) *Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse*, 2. Aufl. VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden
- Gmür M, Bächtold S (2009) Einfluss von Leitungsstrukturen auf den Erfolg von NPO. *Verb Manage* 35 (2):16–27
- Grodde M (2007) *Der Einfluss des Europarechts auf die Vertragsfreiheit autonomer Sportverbände*, Lit, Berlin
- Harris S, Mori K, Collins M (2009) Great expectations: Voluntary sports clubs and their role in delivering national policy for english sport. *Voluntas* 20 (4):405–423
- Helmig B, Jegers M, Lapsley I (2004) Challenges in Managing Nonprofit Organizations: A Research Overview. *Voluntas* 15 (2):101–116

- Helmig B, Michalski S (2008) Stellenwert und Schwerpunkte der Nonprofit-Forschung in der allgemeinen Betriebswirtschaftslehre: Ein Vergleich deutscher und US-amerikanischer Forschungsbeiträge. *Z Betriebswirtsch* 78 (Special Issue 3): 23–55
- Helmig B, Michalski S (2009) Wie viel Markt braucht eine Nonprofit-Organisation? *Unternehm* 61 (4):309–324
- Holland TP (2002) Board Accountability – Lessons from the Field. *Nonprofit Manage Leadersh* 12 (4):409–428
- Houle CO (1989) *Governing Boards – Their Nature und Nurture*, Jossey-Bass, San Francisco
- Hoye R, Cuskelly G (2003a) Board-executive relationships within voluntary sport organisations. *Sport Manage Rev* 6 (1):53–74
- Hoye R, Cuskelly G (2003b) Board Power and Performance within Voluntary Sport Organisations. *Eur Sport Manage Q* 3 (2):103–119
- Hoye R (2006) Leadership within Australian voluntary sport organization boards. *Nonprofit Manage Leadersh* 16 (3):297–313
- Hurrle B, Kieser A (2005) Sind Key Informants verlässliche Datenlieferanten? *Betriebswirtsch* 65 (6):584–602
- Hyndman N, McDonnell P (2009) Governance and charities: An exploration of key themes and the development of a research agenda. *Financ Account Manage* 25 (1):5–31
- Inglis S (1997) Roles of the board in amateur sport organizations. *J Sport Manage* 11 (2):160–176
- Inglis S, Alexander T, Weaver L (1999) Roles and responsibilities of community nonprofit boards. *Nonprofit Manage Leadersh* 10 (2):153–167
- Jäger U, Kreutzer K, Beyes T (2009) Balancing acts: NPO-leadership and volunteering. *Financ Account Manage* 25 (1):79–97
- Jegers M (2009) „Corporate“ Governance in Nonprofit Organizations – A Nontechnical Review of the Economic Literature. *Nonprofit Management and Leadership* 20 (2):143–164
- Jensen MC (1993) The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *J Financ* 48 (3):831–880
- Jensen MC, Meckling WH (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *J Financ Econ* 3 (4):305–360
- Kerlin JA (2006) Social Enterprise in the United States and Europe: Understanding and Learning from the Differences. *Voluntas* 17 (3):247–263
- Kikulis LM (2000) Continuity and Change in Governance and Decision Making in National Sport Organizations: Institutional Explanations. *J Sport Manage* 14 (4):293–320
- Kromrey H (2009) *Empirische Sozialforschung – Modelle und Methoden der standardisierten Datenerhebung und Datenauswertung*, 12. Aufl., Lucius & Lucius, Stuttgart
- Kuckartz U (2007) *Einführung in die computergestützte Analyse qualitativer Daten*, 2. Aufl. VS Verlag, Wiesbaden
- Kvale S (2007) *Doing Interviews*, Sage, London
- Mara CM (2000) A Strategic Planning Process for a Small Nonprofit Organization – A Hospice Example. *Nonprofit Manage Leadersh* 11 (2):211–223
- Maxwell JA (2005) *Qualitative Research Design – An Interactive Approach*, 2. Aufl. Sage, Thousand Oaks (CA)
- Mayring P (2007) *Qualitative Inhaltsanalyse – Grundlagen und Techniken*, 9. Aufl. Beltz, Weinheim/Basel
- Miller JL (2002) The board as a monitor of organizational activity – The applicability of agency theory to nonprofit boards. *Nonprofit Manage Leadersh* 12 (4):429–450
- Miller-Millesen JL (2003) Understanding the behavior of nonprofit boards of directors: A theory-based approach. *Nonprofit Volunt Sec Q* 32 (4):521–547
- O'Regan K, Oster SM (2005) Does the structure and composition of the board matter? The case of nonprofit organizations. *J Law Econ Organ* 21 (1):205–227
- Olson DE (2000) Agency theory in the not-for-profit sector: Its role at independent colleges. *Nonprofit Volunt Sec Q* 29 (2):280–296

- Ostrower F, Stone MM (2006) Governance research trends, gaps, and future prospects. In: Powell WW, Steinberg R (Hrsg) *The nonprofit sector – a research hand book*, 2. Aufl Yale University Press, New Haven, S 612–628
- Ostrower F, Stone MM (2010) Moving governance research forward: A contingency-based framework and data application. *Nonprofit Volunt Sec Q* 39 (5):901–924
- Pachmann T (2008) Sportverbände und Corporate Governance, Dike, Zürich
- Parker LD (2007) Internal governance in the nonprofit boardroom: A participant observer study. *Corp Gov* 15 (5):923–934
- Raes AML, Heijltjes MG, Glunk U, Roe RA (2011) The Interface of the Top Management Team and Middle Managers: A Process Model. *Acad Manage Rev* 36 (1):102–126
- Rittner V, Breuer C (2002) Zur Legitimation staatlicher Sportförderung unter veränderten Rahmenbedingungen. In: Horch HD, Heydel J, Sierau A (Hrsg) *Finanzierung des Sports – Probleme und Perspektiven*, Meyer & Meyer, Aachen, S 267–282
- Roßkopf K (2003) Wissensmanagement in Nonprofit-Organisationen, DUV, Wiesbaden
- Schaefer C, Theuvsen L (2008) Public Corporate Governance: Rahmenbedingungen, Instrumente, Wirkungen. *Z öffentl und gemeinwirtsch Unternehm* 31 (Beiheft 36):7–15
- Schnurbein G von (2008) Nonprofit Governance in Verbänden – Theorie und Umsetzung am Beispiel von Schweizer Wirtschaftsverbänden, Haupt, Bern
- Schnurbein G von (2009) Patterns of governance structures in trade associations and unions. *Nonprofit Manage Leadersh* 20 (1):97–115
- Schnurbein G von, Stöckli S (2010) Die Gestaltung von Nonprofit Governance Kodizes in Deutschland und der Schweiz – Eine komparative Inhaltsanalyse. *Betriebswirtsch* 70 (6):495–511
- Schütte N (2008) Professionalisierungsdruck und -hindernisse des Managements in Sportvereinen und Sportverbänden, Free Pen Verlag, Bonn
- Schulz J, Auld C (2006) Perceptions of Role Ambiguity by Chairpersons and Executive Directors in Queensland Sporting Organisations. *Sport Manage Rev* 9 (2):183–201
- Shilbury D (2001) Examining Board Member Roles, Functions and Influence: A Study of Victorian Sporting Organizations. *Int J Sport Manage* 2 (4):253–281
- Siebart P (2005) Corporate Governance of Nonprofit Organizations: Cooperation and Control. *Int J Pub Adm* 28 (9/10):857–867
- Silverman D (2005) *Doing Qualitative Research – A Practical Handbook*, 2. Aufl. Sage, London
- Snow CC, Hambrick DC (1980) Measuring Organizational Strategies: Some Theoretical and Methodological Problems. *Acad Manage Rev* 5 (4):527–538
- Snow CC, Thomas JB (1994) Field Research Methods in Strategic Management: Contributions to Theory Building and Testing. *J Manage Stud* 31 (4):457–480
- Speckbacher G (2008) Nonprofit versus corporate governance: An economic approach. *Nonprofit Manage Leadersh* 18 (3):295–320
- Speckbacher G, Wentges P, Bischof J (2008) Führung nicht-erwerbswirtschaftlicher Organisationen: Ökonomische Überlegungen und Folgerungen für das Hochschulmanagement. *Betriebswirtsch Forsch Praxis* 60 (1):43–64
- Stone MM, Ostrower F (2007) Acting in the public interest? Another look at research on nonprofit governance. *Nonprofit Volunt Sec Q* 36 (3):416–438
- Strob B (1999) Der vereins- und verbandsorganisierte Sport in der Bundesrepublik Deutschland. Ein Zusammenschluß von (Wahl)Gemeinschaften?, Waxmann, Münster
- Taylor M, O’Sullivan N (2009) How Should National Governing Bodies of Sport Be Governed in the UK? An Exploratory Study of Board Structure. *Corp Gov* 17 (6):681–693
- Theuvsen L (2009) Transparenz von Nonprofit-Organisationen: Eine Analyse am Beispiel des SWISS NPO-Code. *Betriebswirtsch Forsch Praxis* 61 (1): 22–40
- Tschirhart M (2006) Nonprofit membership associations. In: Powell WW, Steinberg R (Hrsg) *The nonprofit sector – a research hand book*, 2. Aufl. Yale University Press, New Haven, S 523–541

- Velsen-Zerweck B von (1998) *Dynamisches Verbandsmanagement – Phasen- und krisengerechte Führung von Verbänden*, Gabler, Wiesbaden
- Witt P (2003) *Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb*, DUV, Wiesbaden
- Witt D, Seufert G, Emberger H (1996) Typologisierung und Eigenarten von Verbänden. *Z öffentl gemeinwirtsch Untern* 19 (4):414–427
- Yin RK (2003) *Case Study Research – Design and Methods*, 3. Aufl. Sage, Thousand Oaks (CA)
- Zimmermann JAM, Stevens BW (2008) Best Practices in Board Governance – Evidence from South Carolina. *Nonprofit Manage Leadersh* 19 (2):189–202
- Zitzmann T (2008) *Kollektive Leistungen von Wirtschaftsverbänden*, Gabler, Wiesbaden

### **Delegation between Boards and Managers – Corporate Governance in Sport Associations**

**Abstract:** In non-profit organizations, delegation relationships between voluntary board members and full-time executives exist. Due to conflicts of interests and information asymmetries, the question arises how a “good” organizational leadership can be ensured. Literature suggests that a clear distribution of responsibilities between voluntary board members and full-time executives constitutes an important mechanism to avoid governance issues. This allocation of responsibilities is subject to the present paper. Using the example of German sport associations, we analyze the distribution of responsibilities between voluntary board members and full-time executives within the framework of an exploratory field study. We focus on collaboration in strategy development, its implementation and monitoring. Our results suggest that the distribution of tasks concerning the development and adoption of a strategy as well as financial target planning corresponds to recommendations from literature. We identify needs of action with regard to operational planning and monitoring activities of voluntary board members.

**Keywords:** Corporate governance · Delegation relationship · Nonprofit-organizations · Sport associations

## Sudden top management turnovers and their effects on capital markets: Evidence from a country with low managerial discretion



**Barbara A. Voußem · Cord H. Burchard · Utz Schäffer · Denis Schweizer**

**Abstract:** Top managers can impact company outcomes only to the extent that they possess discretion. Managerial discretion has been shown to differ among managers, companies, industries, and nations. In low discretion countries, corporate governance mechanisms, as well as national values and culture, can limit the range of actions available to managers and hence their individual impact on firm performance. We analyze the factors that constitute the low discretion environment in Germany, and show theoretically and empirically that the capital markets attribute little importance to individual top managers. To gauge manager influence, we use standard event study methodology and analyze stock price reactions around announcements of top management turnover. Our data sample consists of 344 top management turnovers (172 for CEOs, and 172 for CFOs) in companies

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Dr. B.A. Voußem (✉)

WHU – Otto Beisheim School of Management, Institute of Management Accounting and Control,  
56179 Vallendar, Germany  
e-mail: barbara.voussem@whu.edu

Dr. C.H. Burchard

WHU – Otto Beisheim School of Management, Institute of Management Accounting and Control,  
56179 Vallendar, Germany  
e-mail: cord.burchard@whu.edu

Prof. Dr. U. Schäffer

WHU – Otto Beisheim School of Management, Institute of Management Accounting and Control,  
56179 Vallendar, Germany  
e-mail: utz.schaeffer@whu.edu

Jun.-Prof. Dr. D. Schweizer

WHU – Otto Beisheim School of Management, Assistant Professorship of Alternative Investments,  
56179 Vallendar, Germany  
e-mail: denis.schweizer@whu.edu



listed on the German DAX and MDAX from 1998 through 2008. Our study aims to explain stock price reactions to management turnover in a low discretion environment. Contrary to studies conducted for high discretion countries, we find that, for low discretion countries, the standard factors for turnover classification (e.g., forced or routine turnover, insider or outsider succession) are not significant in explaining abnormal returns. We thus introduce another classification, the level of expectedness of top management turnover. We argue that this variable can better predict stock price reactions in this environment. If a turnover is unexpected, uncertainty will occur with the announcement and stock prices will fall temporarily. If a turnover is expected, prior existing uncertainty will be reduced as the probability of the announcement increases, leading to positive abnormal returns prior to the event date. This new variable can help resolve the inconclusive stock returns to management turnover that have been found in previous studies.

**Keywords:** Management turnover · Managerial discretion · Stock market reaction · Event study · Turnover expectedness

**JEL Classification:** G14 · G34

## 1 Introduction

The question of how much top managers impact company performance is an intensely studied research topic (Mackey 2008; Finkelstein et al. 2009). Historically, two opposing research streams emerged: managers able to shape their own fates (Child 1972, 1997) and those who are highly constrained in their decisions by internal and external forces (Hannan and Freeman 1977).

To bridge these opposing views, Hambrick and Finkelstein (1987) developed the concept of managerial discretion, which states that managers can only influence company outcomes to the extent that they possess discretion. In the concept's initial iteration, managerial discretion depended on the task environment, internal organization, and individual managerial characteristics (Hambrick and Finkelstein 1987). A fourth factor, the macro-environment or national level, was introduced by Crossland and Hambrick (2007) to capture the broader social and economic system. In low discretion countries, corporate governance mechanisms limit the range of managers' actions. Hence, their individual impact on firm performance is more limited than it would be in high discretion countries.

There has been some theoretical discussion on how managers' influence is limited in a low discretion context. We extend this research by using a single country to analyze in detail which factors constitute low discretion. We then use management turnover to test Crossland and Hambrick's (2007) arguments empirically. In a low discretion context, the turnover of a top manager can only be used symbolically by the company or board of directors to signal that the company is taking actions to address problems (Arthaud-Day et al. 2006; Shen and Cho 2005). For example, as Zhang and Wiersema (2009: 699) note, the turnover could be used "to signal a firm's commitment to change."

We show that the capital markets see through this strictly symbolic event, and do not respond with stock price changes solely because of a management turnover announcement. We further analyze management turnover from a process view, and we use capital market theory and the efficient market hypothesis (Fama 1980, 1970, 1991) to explain stock price movements around turnovers.

The announcement of a management turnover can be either very abrupt, with no prior anticipation by market participants, or just a confirmation of ongoing information and rumors. Both cases result in different stock price reactions, because the capital markets continually process all information relevant to a company's future expected performance.

Unexpected announcements of top management turnover often convey new information about a company's situation, such as fraudulent activity by an executive, poorer than expected financial results, or a deterioration in market position (Furtado and Karan 1990). Whenever a turnover is announced unexpectedly, however, there will be initial uncertainty about the full informational content and quality of the announcement. An appropriate market adjustment can therefore take time (Epstein and Schneider 2008). Many authors have found that the capital markets will add a discount to stock prices in these cases to reflect the required stock return premium for prior unidentified risk (Fama et al. 1969; Fama 1970; Bernard and Thomas 1989; Worrell et al. 1986).

As an example, consider the dismissal of Karl-Heinz Glauner as CEO of Aareal Bank. In August 2004, the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) concluded an examination of Aareal's risk provisions with rather devastating results. Their provisions needed to be increased by nearly €276.6 million, turning their expected annual surplus of €100 million into a deficit of €100 million.

Aareal's supervisory board immediately decided to suspend Glauner as CEO. The vacant position was filled by the three remaining directors on an interim basis until a new CEO could be found (Manager Magazin 2004). In the five days prior to the announcement, the share price increased slightly by 0.6%, from €28.50 to €28.68. However, two days after the announcement, it dropped significantly to €20.80 (−27.5%).

Aareal had already had problems communicating with the capital markets earlier that year, so market participants seemed especially wary about events at the company. The combined news of the deficit and the management dismissal resulted in further uncertainty for investors. The significance of the large amounts involved partially explains the stock price movements.

On the other hand, an expected change in top management should not result in market reactions after the official announcement, because it does not convey any new information. Investors are thus not faced with ambiguity at the event date (Worrell et al. 1986), and all the necessary information processing and reevaluation surrounding the turnover can be made by investors prior to the announcement.

However, a risk premium does arise from the first appearance of rumors about a management turnover. The amount of uncertainty may exist over a longer period prior to the event, which can result in somewhat lower stock prices. But, as the information crystallizes and finally climaxes in the turnover announcement, investors have had time to evaluate the impact on firm performance. This reduces uncertainty, shrinks the risk premium, and usually reverses the prior decrease in stock price, often resulting in a positive stock price reaction immediately before the turnover announcement. Furthermore, a well-prepared and well-communicated succession plan can be a sign of stability, which also reduces uncertainty and leads to positive stock price reactions (for the importance of a well managed turnover process, see for example, Ballinger and Marcel 2010).

An example of an expected turnover is the announcement of Karl-Ludwig Kley as the successor to Michael Römer as CEO of Merck Pharma KGaA in 2007. This succession

had long been planned by the company and anticipated by shareholders. In fact, in 2006, Kley, a renowned CFO from a German airline, had joined Merck as the #2 position in the company. Rumors quickly spread that he was in line to take over the top position (Frankfurter Allgemeine Zeitung 2007; Manager Magazin 2006).

Over the five days prior to the announcement, Merck's stock price increased by 4.1%, from €93.84 to €97.70 (5.0% abnormal returns); five days later, it fell by 3.7% to €94.05 (1.8% abnormal returns for the overall period). The increasing probability of Kley as the successor to Römer was viewed positively by the markets, and Kley's prior success and frictionless succession decreased investor uncertainty. The result was an increasing stock price during the runup to the announcement. The stock price remained stable in the days after the announcement because the information assessment had already taken place.

These two examples illustrate that a distinction between expected and unexpected turnover announcements is very important from a capital market perspective. In order to measure managers' influence, we use standard event study methodology to analyze stock price reactions around top management turnovers (McWilliams and Siegel 1997; Brown and Warner 1985; Lyon et al. 1999; Fama and French 1993). Contrary to studies in high discretion countries, we show that, in low discretion countries, the standard factors for turnover classification (forced versus routine turnovers, insider versus outsider succession) are not significant as predictors of abnormal returns. Only the inclusion of turnover expectedness and the resulting uncertainty leads to significant results.

The remainder of this paper is organized as follows. Section 2 develops our theory and hypotheses. Section 3 introduces our sample and the methods we use. Our empirical results are presented in section 4. Section 5 discusses the results and provides a conclusion.

## 2 Theoretical Background

The connection between top managers and the performance of the companies they lead is an intensely studied subject in management research (Mackey 2008). Upper echelons theory provides the link between top managers and corporate performance: It argues that top manager decisions are based on their values and on cognitive framing. These decisions lead to organizational outcomes that can ultimately be linked to company performance (Finkelstein et al. 2009; Hambrick 2007; Hambrick and Mason 1984; Carpenter et al. 2004).

Obviously, in order for top managers to strongly impact company performance, they must have a certain degree of freedom in their decision-making. Starting from the question of when and under what circumstances top managers have the most (or least) impact, Hambrick and Finkelstein (1987) introduced the concept of managerial discretion, defined as a general latitude of action. This concept refers to the range of possible actions available to top managers to achieve a certain goal, e.g., a choice between cost-cutting and growth to achieve higher profitability.

This perspective was later complemented by Shen and Cho (2005), who integrated latitude of objectives, which describes the range of goals available to top managers, into the managerial discretion construct. Managerial discretion has been shown to vary among companies, industries (Finkelstein and Hambrick 1990; Hambrick and Abrahamson

1995), and nations, because the regulatory context and corporate governance system set the boundaries for managerial action (Crossland 2009; Crossland and Hambrick 2007, 2011). Crossland and Hambrick (2007: 771) use the term “national system” to “collectively describe the complex milieu of interrelated social and economic factors, or institutions, that characterize the nation state within which a firm is principally located, or headquartered.”

In countries with fewer constraints and hence more managerial discretion, managers will necessarily have more of an impact on company performance than in countries with low managerial discretion (Crossland and Hambrick 2007; Hambrick and Finkelstein 1987). This theoretical assumption, however, has not been the subject of extensive empirical testing thus far. Most tests of the effects of top managers on corporate performance were conducted for the U.S., an environment of high managerial discretion. Only a few studies have been done in single low discretion countries such as China (Li and Tang 2010) or Japan (Kang and Shivdasani 1995). However, some cross-country studies have compared countries with different levels of managerial discretion from an accounting performance perspective (Crossland 2009; Crossland and Hambrick 2007, 2011).

Crossland and Hambrick (2007: 768) find that, in comparison to low discretion countries, “an array of interconnected factors – including national values of individualism and tolerance for uncertainty, a prevailing ownership structure of widely dispersed, well-diversified shareholders who seek share price maximization while having little concern for firm failure and governance arrangements that tend to give CEOs great power – all align to provide the CEOs of American firms relatively great latitude of action”. Germany’s corporate governance system offers an ideal setting for analyzing the importance of top managers in a low discretion environment because it has many checks and balances on the distribution of power:

- There is a two-tier board system, with a clear distinction between top management and the supervisory board, where no person is allowed to serve in both capacities at the same time. This avoids the problem of CEO duality, which can lead to entrenchment and to less intensive and efficient monitoring by the board (Weir et al. 2005; Tuggle et al. 2010; Finkelstein and D’Aveni 1994). It also provides a context from which the board can monitor top management more independently and hence reduce managerial discretion.
- Germany operates within a civil law context (Johnson et al. 2000; La Porta et al. 1999), which focuses on the inclusion of all stakeholder interests instead of on only shareholder interests. The stakeholder orientation requires a balancing of the differing, and sometimes opposing, interests of several groups of stakeholders, which is especially protective of the weak (La Porta et al. 1999; Witt and Redding 2009). Hence, there is a greater latitude of objectives. At the same time, however, it substantially lessens the options available to achieve those goals, and leads to a reduction in the latitude of actions available for top managers (Shen and Cho 2005). In contrast, under a common law system, with a clear shareholder value focus, the range of goals is smaller, because the managers need only adhere to shareholders’ interests. However, managers can choose from a much wider set of actions in order to maximize shareholder wealth, because they do not need to consider other stakeholder interests.<sup>1</sup>

In summary, therefore, the German civil law context particularly limits managerial discretion with regard to stock price influence, which is the focus of our study.

- In Germany, board seats are not only assigned on the basis of shareholding percentage; workers also have a right of codetermination. The workers' representation on the supervisory board enforces the participation of employees and unions in all major company decisions, ensuring that all stakeholder interests are captured. This limits the power of top managers to follow their own goals or only the goals of the shareholders (Crossland and Hambrick 2007). Furthermore, the actions that can be taken to pursue those shareholder value-enhancing goals are clearly limited by stronger stakeholder rights (see our discussion on the civil law context). Not surprisingly, prior research has found that German top managers are dissatisfied with worker representation (Witt and Redding 2009).
- The collective responsibility (§77 AktG) of the top management team, in which all members are collectively liable for company decisions, sets clear boundaries on the "narcissism" of individual top managers (Chatterjee and Hambrick 2007). "Superstar" CEOs, as are sometimes seen in the U.S., are therefore much less likely to exist in Germany (Hayward et al. 2004). The impact of individual members of the top management team is thus limited, which leads to less managerial discretion in Germany than in the U.S.
- Germany has long been characterized by large crossholdings between firms and especially banks, as well as a double role of banks as creditors on the one hand and shareholders on the other (Elsas and Krahnen 2004; Schmidt 2004). Accordingly, bankers hold many board seats (Becht and Boehmer 2003) and take active roles in supervising firms (Franks and Mayer 1998, 2001; Gorton and Schmid 2000). Having voting rights on the supervisory board while at the same time being a large creditor, however, can lead to decisions that are not purely shareholder-oriented. For example, bankers may tend toward more risk-averse strategies that focus primarily on repayment of debt to the bank (Andres et al. 2011). Therefore, the banking-oriented system (Gorton and Schmid 2000; Elsas and Krahnen 2004), along with a system of highly concentrated ownership (Becht and Boehmer 2003), clearly limits the latitude of actions available to managers and hence also limits managerial discretion.

We thus conclude that reduced managerial discretion will limit top managers' influence on companies, and lead to comparatively lower performance effects of German top managers.

## 2.1 Turnover as a measurement context for top manager importance

One potential way to analyze company performance, and indirectly top manager performance and importance (Fee and Hadlock 2004), is to examine stock returns (Warner et al. 1988). The capital markets reflect the expected future performance of companies, which includes managers' contributions (Fama 1970, 1991; Fama et al. 1969; Fama and French 1993). Thus, the importance of top managers to company performance should be clearly observable through the stock market reactions to the announcement of a top manager departure.<sup>2</sup>

There should be a reevaluation of expected future company performance by market participants as soon as the information becomes known (Fama 1980). This should include an assessment of the departing manager compared to the (often unknown) successor, the successor's expected abilities to achieve future performance, and information about the state of the company, including, for example, any intended strategic redirections or change in investment opportunities (Furtado and Karan 1990). Stock price changes will occur if market participants estimate that the company's future performance will differ due to the information contained in the turnover announcement.

In contrast to accounting information, the stock market's evaluation of the importance of top managers provides us with several advantages. First, top managers cannot influence stock prices to the same degree that they can influence financial statements, which several authors have shown are subject to earnings manipulation (Jiang et al. 2010; Geiger and North 2006; Arthaud-Day et al. 2006). Second, market prices reflect turnover decisions in a timelier and more direct manner, because accounting information is available only on a quarterly or annual basis. Therefore, we consider capital market reactions to be a superior measure of company performance, especially during top management turnovers (Bromiley et al. 1988; McWilliams and Siegel 1997).

However, as we noted earlier, when analyzing manager importance, we must consider the manager's degree of discretion in order to fully assess their likely impact. In the past, the question of how much top managers can impact company performance was usually analyzed by looking solely at the CEO (Reinganum 1985; Furtado and Rozeff 1987; Warner et al. 1988; Crossland 2009; Crossland and Hambrick 2007, 2011; Weisbach 1988; Huson et al. 2004; Davidson et al. 1993; Worrell et al. 1986). In order to follow Hambrick's (2007) call to extend the research to other top managers, we propose focusing on the CEO and CFO together. They are generally the two individuals with the most direct impact on a company's financial situation (Jiang et al. 2010), and are regarded as its strategic leaders (Arthaud-Day et al. 2006).

While the CEO is often considered the single most important individual in a company (Mackey 2008), research has begun analyzing CFO performance as well. Earlier research focused primarily on the career paths and capabilities of CFOs (Baxter and Chua 2008; Zorn 2004; Ocasio and Kim 1999; Baker and Phillips 1999; Collier and Wilson 1994). But later research has emphasized CFO turnover (Menon and Williams 2008; Mian 2001; Arthaud-Day et al. 2006; Geiger and North 2006).<sup>3</sup>

CFOs have also been the subject of more recent academic interest because of their increased responsibilities and involvement in specialized decisions such as debt maturity and accrual management (Chava and Purnanandam 2010; Jiang et al. 2010; Li et al. 2010; Gore et al. 2011). As the person responsible for external financial communications, interaction with the capital markets, and ultimately raising capital resources, CFOs can directly influence performance as measured by stock prices (Mian 2001). However, an in-depth empirical analysis of capital market reactions to CFO turnover has not been undertaken thus far, although it has been suggested (Mian 2001).

We have argued in the prior section that Germany tends to provide relatively low discretion to top management, and thus management influence on companies tends to be limited. If we translate this into a capital market-based examination of their influence, it follows that stock price reactions will also be limited, because the regulatory context and



especially the corporate governance system set clear boundaries on how much influence managers are *allowed* to have. Therefore, if the capital markets react to top management turnover at all, we argue that it should occur primarily to CEO and CFO announcements. Our first hypothesis is thus:

*Hypothesis 1: In a low discretion context, the capital markets will tend to exhibit insignificant stock price reactions around top management turnover announcements, whether for CEOs or CFOs.*

Research on top management turnovers typically differentiates between routine and forced turnovers (Fee and Hadlock 2004; Mian 2001; Huson et al. 2004; Bresser and Thiele 2008; Bresser et al. 2005; Zander et al. 2009).<sup>4</sup> Although there are several different methods to reliably distinguish between the two, the informational content is not necessarily publicly visible (Finkelstein et al. 2009). In fact, similar factors such as performance pressure, board conflicts, or job fatigue can be the drivers behind both types of turnover. Future prospects, such as imminent performance downturns, can also lead to both forced and routine turnovers (Finkelstein et al. 2009).

The informational value of the forced/routine dichotomy is thus ambiguous, and we cannot predict the direction of subsequent stock price movements. We therefore posit that no performance differences will result from either scenario.

*Hypothesis 2: In a low discretion context, the capital markets will tend to exhibit insignificant stock price reactions around top management turnover announcements, whether the turnover is forced or routine.*

In addition to a pre-succession context, it is also often necessary to analyze post-succession contextual factors when evaluating performance effects (Karaevli 2007). If an outsider is appointed as the new CEO or CFO, we may assume that the hiring board does not consider any of the internal candidates to be adequate (Shen and Cannella 2002b). On the one hand, we can argue that top managers are hired from the outside to create further disruptions, with the goal of creating strategic changes. This can be achieved by bringing in a manager with new knowledge and a new skill set (Cannella and Lubatkin 1993), as well as by causing management changes at other levels (Kesner and Dalton 1994).

On the other hand, however, outside managers might be hired because the supervisory board feels they are more likely to follow strategic orders from the board, not because of their own open-mindedness (Hambrick 2007). At the time of a turnover announcement, the board's intentions cannot be known, so the informational value is usually ambiguous.<sup>5</sup> The successor is often unknown as well, especially when the turnover is unexpected. We conclude that, in the context of our study, differentiating between insider and outsider succession will not lead to different performance consequences.

*Hypothesis 3: In a low discretion context, the capital markets will tend to exhibit insignificant stock price reactions around top management turnover, whether the turnover is followed by insider or outsider succession.*



From the perspective of informational value, a better distinction than forced/routine turnover or insider/outsider succession is between expected and unexpected turnover. We examine this difference next. In a low discretion context, we posit that the effect of individual top managers on firm performance is so limited that there will be few consequences for firm performance. We argue the turnover will be merely for scapegoating purposes (Shen and Cho 2005). Therefore, the turnover itself has a symbolic value: It reveals information about the company that was previously unknown (Furtado and Karan 1990).

For example, the market may interpret the turnover as a signal of upcoming changes in strategy (Zhang and Wiersema 2009). The changes may result from hitherto unknown troubles that the company is now planning to address (Arthaud-Day et al. 2006). Furthermore, along with a turnover announcement, other news is often made public that may have even more informational content and can lead to stock price reactions. As we noted earlier, such information may pertain, for example, to fraudulent behavior by a top manager, poorer than expected financial results, or to a deterioration in market position.

The turnover at Aareal Bank discussed in the introduction is a good example of this simultaneous news delivery. The Bank's inadequate risk provisions led to a substantial deficit in firm performance. Because the risk provisions had been under debate for a long period, however, investors were uncertain about future developments at Aareal. Therefore, it is not clear at first whether the effect on company performance was positive or negative (Furtado and Karan 1990). It also takes time for capital market participants to process all relevant information and update their assessment of future company performance.

Capital market reactions to an announcement should only be present if the event to which the stock price reacts was itself unexpected (Fama 1991, 1970; Fama et al. 1969). If a turnover is announced rather suddenly, investors will be faced with trying to evaluate all the details of the turnover announcement as well as any additional news to derive a new fair stock price. However, because of the inherent uncertainty in such cases, and the general investor aversion to ambiguity (Epstein and Schneider 2008), it is likely that investors will require a premium to offset it. The capital markets usually add a temporary discount to the stock price when confronted with unexpected changes in top management until the uncertainty is reduced (Fama et al. 1969; Fama 1970; Bernard and Thomas 1989; Worrell et al. 1986). We therefore hypothesize:

*Hypothesis 4: Due to the uncertainty resulting from unexpected turnover announcements, the capital markets will exhibit temporarily negative abnormal returns after the announcement.*

However, when the turnover is expected, no capital market reactions should be observable at the announcement date, because the informational content is minimal. The official announcement is usually just a confirmation of what is already known and has already been priced by capital market participants. Information processing and stock price adjustments will take place – but prior to the official announcement (Keown and Pinkerton 1981).

When rumors about a possible management turnover first appear, there is always a certain amount of uncertainty. And, similarly to the reactions to unexpected turnover announcements, investors may add a risk premium to their perceived fair stock price. Con-

sequently, stock prices may be lower because of possible turnover rumors than they otherwise would be.

Over time, and with the release of more information, the turnover itself becomes more predictable, and investors have time to process the information and any resulting performance consequences. This reduces investor uncertainty (Graffin et al. 2011), and will reduce the risk premium. We expect stock prices to react by reversing their prior downturn as the announcement approaches.

Investors may also interpret a turnover announcement as a sign of good succession planning, transparent communication, and a stable and well-functioning company (Tian et al. 2011). This should also lead to positive capital market reactions because it also reduces investor uncertainty. However, we note again that the expected turnover announcement in this case should cause no noticeable stock market reactions (Furtado and Karan 1990). We thus hypothesize:

*Hypothesis 5: Expected top management turnover announcements are preceded by positive abnormal returns prior to the event because of decreasing investor uncertainty over the probability of the event and any expected performance consequences.*

### 3 Method

#### 3.1 Data and sample

To obtain our sample, we began by identifying all companies listed on the German DAX and MDAX indices<sup>6</sup> for at least one year between January 1998 and December 2008. We chose to conduct our analysis for the largest companies in Germany because information asymmetry tends to be lower for larger companies. Newspaper coverage and hence data availability is also better, and they tend to have well-organized turnover processes in place.

We collected data only until the end of 2008, because we needed information about post-turnover performance. From this date, we went back to the beginning of 1998, which we chose as the base year for our observations, because of its large availability of newspaper articles and financial information.<sup>7</sup> We included all the companies in our analysis for the entire time that they were part of one of the two indices. Our final sample consisted of 157 companies for which turnovers were identified and analyzed; we removed seven companies because they were listed in the indices for less than one year.

Because there is no database in Germany that contains all the data on top management turnovers, we hand-collected our sample. Our first source to identify top management changes was the *Hoppenstedt Aktienführer*.<sup>8</sup> We also used companies' annual reports to identify the names of the CEO and CFO at every year-end. If we could not clearly identify one of the positions, we used newspaper articles from *LexisNexis* to find the name of the executive board member with the corresponding responsibility of either CEO or CFO at year-end.

For all consecutive years in which the name pairs at year-end did not match, we took the further step of searching *LexisNexis* to check whether more than one change occurred during the year. We also conducted an in-depth press analysis for all turnovers of one to two years prior to the date of the top management change, in order to obtain more detailed information on the circumstances behind the change.

To find the exact dates of turnover announcements, we again used *LexisNexis*. In Germany, every stock corporation is required by § 15 *Wertpapierhandelsgesetz* to immediately disclose any facts that can significantly influence a company's stock price. CEO or CFO changes are generally considered to fall within this category.

We eliminated twenty-four top management changes of interim managers, changes that occurred due to mergers or acquisitions, and top management changes for which no clear information was available. Furthermore, in a number of cases, we found that one executive held both the CEO and CFO titles. In these cases, we eliminated the turnover case for the CFO position (twenty-seven cases), and only included it as a CEO position, because that is normally the stronger role.

Finally, we also excluded three cases in which the turnover announcement itself was within our sample period, but for which no calculations could be made due to an insufficient time period between the starting point of trading on the stock exchange and the announcement date.

We ultimately obtained 172 CEO changes in 109 companies, and 172 CFO changes in 107 companies. As Table 1 shows, forty-four companies had no CEO change, and forty-two companies had no CFO change during our sample period.

To classify the turnover reasons, we followed a method used, for example, by Bresser et al. (2005), Bresser and Thiele (2008), and Zander et al. (2009), in which two researchers independently classify a turnover as "forced" or "routine" based on newspaper articles obtained from *LexisNexis*. A turnover is classified as "forced" if the newspaper articles

**Table 1:** Composition of Turnover Cases (January 1998 – December 2008)

<b>I. Companies in DAX/MDAX</b>		
Total number of companies in DAX/MDAX	164	
Companies with less than 1 year in indices	7	
<b>Total number of relevant companies</b>	<b>157</b>	
<b>II. CEO and CFO Turnover Cases</b>	<b>CEO</b>	<b>CFO</b>
Total number of relevant companies	157	157
Firms without turnover cases in relevant time frame*	44	42
<b>Firms with turnover cases</b>	<b>113</b>	<b>115</b>
Total turnover cases	185	213
Interim changes	8	13
Mergers and acquisitions	3	0
Double role CEO/CFO	–	27
Insufficient time for calculation	2	1
<b>Total relevant turnover cases</b>	<b>172</b>	<b>172</b>
Firms with relevant turnover cases	109	107

\*either due to period of analysis or due to time of company listing

indicate 1) it was forced by the supervisory board without any stated reasons, 2) it was due to clear differences between the manager and the supervisory board, 3) that the manager made explicit mistakes that caused the turnover, or 4) that the contract was prematurely and unexpectedly terminated, with no other reasons given.

For “routine” classifications, we included all changes in which managers 1) were promoted to the supervisory board or a higher position within the same company, 2) left the company for a career opportunity elsewhere, 3) left the company for personal reasons or illness, 3) underwent a reorganization, or 4) retired. In 94.77% of the CEO turnover cases and in 96.51% of the CFO turnover cases, the different turnover types for “routine” and “forced,” which were classified by two independent coders, were identical.

Two measures often used to test the reliability of these classifications are the Cohen (1960) kappa and the Perreault and Leigh (1989) coefficient. All values, including the Cohen kappa of 0.8943 for CEOs and 0.9191 for CFOs and the Perreault and Leigh coefficient of 0.9462 for CEOs and 0.9645 for CFOs, indicate a reliable classification and are comparable to results found in other studies (Bresser et al. 2005; Zander et al. 2009).

The two independent coders differed on classifications for nine CEO cases and six CFO cases. All were reclassified afterward by having the two coders discuss these exceptions jointly. Our final sample thus comprised 92 routine changes and 80 forced turnover cases for the CEO sample, and 120 routine changes and 52 forced turnover cases for the CFO sample (see Table 2).

Note that another classic differentiation in turnover characteristics is between type of successor. Successors can either be promoted from inside a firm, or they can be outsiders to the firm (Zhang and Rajagopalan 2003; Karaevli 2007). In our study, we define an insider as a person who has been with the company for more than one year. We classify all others as outsiders. Our CEO sample thus consists of 96 insiders and 76 outsiders; the CFO sample consists of 75 insiders and 97 outsiders (see Table 3).

To adjust our analysis for capital market reactions, specifically for the way stock prices reflect information, we classify all turnovers as “expected” or “unexpected.” The differentiation between forced and routine turnovers overlaps in many cases with expected and unexpected turnovers, for example, when a manager is forced immediately out of office due to fraud or failure. At other times, the coding is methodologically different, because unexpected turnover is sometimes also coded as routine (as with the death of a top executive, for example, because dead executives are not forced out of office).

We used the same method of independent classifications by two researchers to code the turnover cases as “expected” or “unexpected” at the turnover announcement date. If the press indicates that a possible turnover had been discussed for some time, or that general rumors existed in the market, we classified the turnover as expected. If the turnover appeared unexpected to the press and to market participants, we classified it as unexpected.<sup>9</sup>

For the CEO (CFO) sample, we obtain a Cohen kappa of 0.9314 (0.9535), and a Perreault and Leigh coefficient of 0.9651 (0.9767). These coefficients again show a very high rate of inter-rater reliability for the classifications. They also imply that an agreement was reached for any case on which the two researchers initially disagreed. In total, we found 86 CEO turnovers and 79 CFO turnovers that were expected by the market at the announcement date, and 86 CEO and 93 CFO cases that were unexpected (see Table 4).

**Table 2:** Reasons for CEO and CFO Turnover

I. Classification of CEO Turnover Reasons		Observations	
		absolute	relative
<b>Total CEO Turnover Cases</b>		<b>172</b>	<b>100.0%</b>
<b>Routine</b>	<b>Total</b>	<b>92</b>	<b>53.5%</b>
<b>Turnover</b>	Internal promotion (incl. supervisory board/consulting role)	19	11.0%
	External career opportunities	10	5.8%
	Organizational change	3	1.7%
	Personal reasons and motivation	7	4.1%
	Health issues/death	2	1.2%
	Retirement	51	29.7%
<b>Forced</b>	<b>Total</b>	<b>80</b>	<b>46.5%</b>
<b>Turnover</b>	Differences of opinion (incl. other management and super- visory board)	52	30.2%
	Explicit failure	18	10.5%
	Unexpected early contract termination	10	5.8%
II. Classification of CFO Turnover Reasons		Observations	
		absolute	relative
<b>Total CFO Turnover Cases</b>		172	100.0%
<b>Routine</b>	<b>Total</b>	<b>120</b>	<b>69.8%</b>
<b>Turnover</b>	Internal promotion (incl. supervisory board/consulting role)	20	11.6%
	External career opportunities	27	15.7%
	Organizational change	17	9.9%
	Personal reasons and motivation	16	9.3%
	Health issues/death	3	1.7%
	Retirement	37	21.5%
<b>Forced</b>	<b>Total</b>	<b>52</b>	<b>30.2%</b>
<b>Turnover</b>	Differences of opinion (incl. other management and super- visory board)	23	13.4%
	Explicit failure	15	8.7%
	Unexpected early contract termination	14	8.1%

**Table 3:** Successor Type

	CEO		CFO		Total	
	absolute	relative	absolute	relative	absolute	relative
Insider	96	55.8%	75	43.6%	171	49.7%
Outsider	76	44.2%	97	56.4%	173	50.3%
Total	172	100.0%	172	100.0%	344	100.0%
<i>Pearson Chi-Square</i>	5.128					
<i>(Significance)</i>	(0.0235)					

**Table 4:** Turnover Expectation

	CEO		CFO		Total	
	absolute	relative	absolute	relative	absolute	relative
Expected	86	50.0%	79	45.9%	165	48.0%
Unexpected	86	50.0%	93	54.1%	179	52.0%
Total	172	100.0%	172	100.0%	344	100.0%
<i>Pearson Chi-Square</i>	0.571					
<i>(Significance)</i>	(0.4500)					

In addition to turnover-related information, however, we also collected stock information from *Thomson Financial DataStream*, i.e., daily closing prices for all firms in our sample and for the German CDAX index. We used the CDAX index for the event study based on Brown and Warner's (1985) market model. For our regression analyses, we also obtained accounting data from the *Thomson Financial Worldscope* database for our entire sample period.

### 3.2 Empirical analyses

The aim of our study is to analyze CEO and CFO influence by applying a capital market perspective to turnover announcements and by conducting an event study. In our research setting, an event study offers several advantages over an accounting-based analysis of top managers' influence on company performance (McWilliams and Siegel 1997). First, accounting-based measures are often subject to direct manipulation by top managers in a turnover context, as Geiger and North (2006) have shown. These measures are thus potentially endogenous in this context. Stock market prices, on the other hand, are subject to the forces of supply and demand in the capital markets, and are not subject as much to the direct influence of top managers.

Second, accounting-based measures are backward-oriented, but capital market prices include all participants' expectations about future firm performance. The informational content of a turnover announcement is not only backward-oriented, but it also contains information about the company's future. Therefore, the future orientation of stock prices makes them appear more appropriate.

Third, data availability is a major advantage of stock prices. They are available on a daily basis and allow for a very precise measurement of the announcement effects of the turnover itself. Accounting data are available on only an annual or quarterly basis. With such a long time period, it can be very difficult to rule out effects of other disturbing events. Thus, stock prices are the more precise measurement.

It is not surprising that a series of studies has applied this methodology in a turnover context (for example, Tian et al. 2011; Mian 2001; Daily et al. 2000; Finkelstein and Hambrick 1990). Furthermore, as Crossland and Hambrick (2007, 2011) argue, this approach is indeed suitable for single-country studies.

We measure capital market performance as the abnormal returns around the departure of a CEO or CFO (Mian 2001). We define the event date as the date of issuance of the ad hoc announcement. Following Brown and Warner (1985) and Fuller, Netter, and Stege-

moller (2002), we focus our analysis on abnormal returns, using standard event study methodology and applying the market model as the basis for the abnormal returns.<sup>10</sup>

For the benchmark index, we used the German CDAX, which includes all publicly listed German companies. We thus eliminated single market movements (McWilliams and Siegel 1997; McWilliams and McWilliams 2000), and we were able to isolate effects attributable solely to the turnover event.

We calculate our abnormal returns as the difference between the market and predicted returns for each company. Predicted returns were calculated using ordinary least squares regression over a 250-day estimation period, ending 11 days before the event date. We then summed the abnormal returns over the length of the event window to obtain the cumulative abnormal returns (CARs):

$$CAR_{[t_0-\tau_1, t_0+\tau_2], i} = \sum_{t=t_0-\tau_1}^{t_0+\tau_2} (R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i \times R_{CDAX,t})$$

In this case,  $R_{i,t}$  is the return of company  $i$  on day  $t$ ,  $\alpha_i$  and  $\beta_i$  are estimates from the ordinary least squares regression over the 250-day window,  $\tau_1$  and  $\tau_2$  are the trading days prior to and after the announcement date, respectively, that are included in the calculation, and  $R_{CDAX,t}$  is the return of the market on day  $t$ . To test our empirical results, we applied standard  $t$ -tests to our CARs for the different event windows. We also used the Boehmer, Musumeci, and Poulsen's (1991) test for event-induced increased variance, the Lyon, Barber, and Tsai's (1999) test for skewness bias, and the Wilcoxon (1945) rank sum  $z$ -score test. We calculate CARs as well as other test statistics for different event windows prior to the event, on the event date itself, after the event, and for time frames including days both prior to and after the announcement.<sup>11</sup>

As a next step, we performed regression analyses using least squares estimation with White's (1980) correction for heteroscedasticity.<sup>12</sup> The regressions allow us to examine the effects of the "classic" factors forced/routine turnover and insider/outsider succession on the analysis of performance effects, while simultaneously controlling for the expectedness of the turnover announcement.

### 3.3 Dependent variables

*Cumulative abnormal returns.* The dependent variables in the regressions are the cumulative abnormal returns around top management turnovers for both the expected and unexpected sample, as well as for the entire sample. Note that no clear event windows were established in prior event studies for abnormal returns on top management turnover announcements. Different window sizes have been used prior to and after the announcement date, and especially short windows around the announcement date have been used to avoid confounding events (McWilliams and Siegel 1997; Shen and Cannella 2003; Tian et al. 2011).

We use comparatively longer windows<sup>13</sup> of one trading week prior to  $[-5, 0]$ , and one trading week after the turnover announcement  $[0, +5]$ , in order to capture the entire process of adjusting to the new information. For the expected turnovers, we use a window prior to the official announcement, because we hypothesize that reactions would occur



prior to the announcement but not to the actual announcement itself. For the unexpected turnovers, we use a window after the announcement date, because by definition no reactions are expected prior to the announcement date. We report results for the  $[-5, +5]$  event window, including both time windows, for the entire sample to capture the effects of both the expected and unexpected turnover announcements.

### 3.4 Independent variables

*Turnover expectedness.* To determine whether the turnover announcement was expected by the capital markets, we include a dummy variable in our analysis that is equal to 1 if the turnover was unexpected, and 0 otherwise.

*Turnover type.* The market may react differently to the announcement of a CEO turnover than to other top management turnover announcements. Therefore, we include a dummy variable equal to 1 if the announced turnover refers to a CEO, and 0 if it refers to a CFO.

*Turnover reason.* Following prior research, we include the reason for the turnover in our analysis. We use a dummy variable equal to 1 if the turnover was forced, and 0 if it was a routine turnover (Zander et al. 2009; Bresser and Thiele 2008; Bresser et al. 2005; Adams and Mansi 2009; Parrino 1997).

*Successor origin.* Outsiders tend to be associated more with strategic change, but they are usually less well connected within the company (Huson et al. 2001). We posit that the capital markets may react differently to the announcement of an outsider successor. Therefore, we include a dummy variable to control for successor origin that is equal to 1 if the successor is an outsider, and 0 if the successor is an insider.

### 3.5 Control variables

*Joint turnover.* Obviously, stock markets may react more strongly if several manager turnovers are announced simultaneously, because the implications for the company are more serious. Therefore, we include a dummy variable to control for the joint announcement of CEO and CFO turnover that is equal to 1 if both turnovers are announced on the same day, and 0 otherwise.

*Age of departing manager.* We measure the age of the departing manager as the age in years at the announcement date (Cannella and Shen 2001).

*Age of incoming manager.* The age of the successor can be a sign of the turnover strategy: A younger manager can signal more innovative strategies, while an older manager can signal increased risk aversion (Hambrick and Mason 1984).

*Tenure of departing manager.* We measure the tenure of the departing manager as the total number of years spent working for the company.

*Prior firm performance.* Research has found prior firm performance is linked to top management turnover (Shen and Cannella 2002a). We thus include this as a control variable in our analysis, measured as prior company stock performance against the CDAX over the same 250 days used in the market model, to calculate the abnormal returns around the event windows.

*Herfindahl-Hirschman Index.* We include the Herfindahl-Hirschman index based on sales (Datta and Rajagopalan 1998), defined as follows:

$$HHI_{j,t} = \sum_{i=1}^{N_j} s_{ijt}^2$$

where  $s_{ijt}$  is the market share of firm  $i$  (based on sales) in industry  $j$  at turnover day  $t$ , and  $N$  is the number of firms in the industry.<sup>14</sup> The industry classification is based on the four-digit SIC code from *Thomson Worldscope*.

*Firm size.* We measure firm size as the natural logarithm of total assets in € millions (Grusky 1961; James and Soreff 1981).

*Return on assets.* To control for profitability, we include the return on assets of the fiscal year of the turnover, measured in percent.

*Current ratio.* To control for liquidity, we include the current ratio, defined as current assets over current liabilities.

*Market-to-book value.* We included the market-to-book ratio of equity, defined as the firm's market value of equity divided by the book value of equity.

*Investment.* We define investment as the amount of capital expenditures, divided by net property, plant, and equipment at the end of the previous year, in order to measure a company's investment policy.

*Price/earnings ratio.* We define the price/earnings ratio as the ratio of price per share at year-end, divided by earnings per share.

*Closely held shares.* To control for ownership structure, we include the percentage of shares held by insiders, defined as the number of closely held shares over shares outstanding.

## 4 Results

### 4.1 CAR analyses

We first examine our two turnover samples of 172 CEOs (see Table 5) and 172 CFOs (see Table 6). For the CEO turnovers, none of the event windows exhibit significant abnormal returns, which is consistent with the limits on managerial ability in low discretion countries. The CFO turnover cases, however, exhibit significant abnormal returns of 1.4% and 1.2% for the  $[-2, 0]$  and  $[-1, 0]$  event windows, respectively. These are also higher than the abnormal returns for the CEO sample of 0.5% and 0.4% for the respective windows.

This strongly supports our approach to not only include the CEO into a research setting like ours, but to extend the field of analysis to other relevant members of the top management team (Finkelstein et al. 2009), such as, in our case, the CFO. However, at this point, these results do not confirm our argument of limited managerial importance.

We performed a difference in means test for all tested event windows. The results are not reported here. We found no significant differences between the CEO and CFO samples, so we conclude that the limited valuation effects for the samples are not driven by the type of position departing. This supports our Hypothesis 1, that managers overall have

**Table 5:** Cumulative Abnormal Returns to Turnover Announcement**I. CEO Turnover Announcement**

	t-Test		Böhmer et al. (1991) Test	Lyon et al. (1999) Test	Wilcoxon Signed Rank (1945) Test	No. Obs.
Event window	Mean	t-value	z-score	t-value	z-score	
[-5, 0]	1.18%	1.541	1.353	1.546	-1.482	172
[-4, 0]	1.00%	1.413	1.201	1.417	-1.526	172
[-3, 0]	0.86%	1.471	1.231	1.467	-1.6452*	172
[-2, 0]	0.50%	0.970	0.697	0.967	-1.179	172
[-1, 0]	0.40%	0.895	0.619	0.895	-1.234	172
[0, 0]	0.00%	0.011	-0.148	0.011	-0.196	172
[0, +1]	-0.14%	-0.310	-0.381	-0.309	-0.411	172
[0, +2]	-0.19%	-0.318	-0.515	-0.317	-1.057	172
[0, +3]	-0.20%	-0.273	-0.532	-0.271	-0.755	172
[0, +4]	0.02%	0.025	-0.191	0.026	-0.422	172
[0, +5]	0.18%	0.236	0.039	0.238	-0.200	172

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

**Table 6:** Cumulative Abnormal Returns to Turnover Announcement**I. CFO Turnover Announcement**

	t-Test		Böhmer et al. (1991) Test	Lyon et al. (1999) Test	Wilcoxon Signed Rank (1945) Test	No. Obs.
Event window	Mean	t-value	z-score	t-value	z-score	
[-5, 0]	0.69%	1.061	0.698	1.069	-0.341	172
[-4, 0]	0.95%	1.476	1.169	1.494	-0.578	172
[-3, 0]	1.02%	1.7081*	1.524	1.7325*	-0.890	172
[-2, 0]	1.43%	2.1178**	2.1823**	2.1604**	-0.992	172
[-1, 0]	1.15%	2.1949**	2.1096**	2.2455**	-1.427	172
[0, 0]	-0.10%	-0.321	-0.274	-0.319	-0.532	172
[0, +1]	-0.55%	-1.035	-1.015	-1.044	-0.269	172
[0, +2]	-0.89%	-1.281	-1.331	-1.297	-0.765	172
[0, +3]	-1.21%	-1.430	-1.419	-1.450	-0.763	172
[0, +4]	-0.78%	-0.906	-0.870	-0.915	-0.474	172
[0, +5]	-0.40%	-0.494	-0.487	-0.496	-0.491	172

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

**Table 7:** Cumulative Abnormal Returns to Turnover Announcement

<b>I. Forced Turnover Announcement</b>						
	t-Test		Böhrmer et al. (1991) Test	Lyon et al. (1999) Test	Wilcoxon Signed Rank (1945) Test	No. Obs.
Event window	Mean	t-value	z-score	t-value	z-score	
[-5, 0]	0.64%	0.645	0.195	0.647	-0.177	132
[-4, 0]	0.83%	0.906	0.422	0.909	-0.581	132
[-3, 0]	0.91%	1.183	0.686	1.181	-1.145	132
[-2, 0]	0.91%	1.094	0.840	1.100	-0.979	132
[-1, 0]	0.72%	1.172	0.718	1.172	-1.336	132
[0, 0]	-0.19%	-0.421	-0.563	-0.422	-0.304	132
[0, +1]	-1.09%	-1.397	-1.398	-1.409	-0.968	132
[0, +2]	-1.39%	-1.319	-1.395	-1.330	-0.650	132
[0, +3]	-1.50%	-1.135	-1.254	-1.141	-0.704	132
[0, +4]	-1.46%	-1.063	-1.116	-1.069	-1.163	132
[0, +5]	-1.09%	-0.872	-0.958	-0.874	-1.061	132

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

**Table 8:** Cumulative Abnormal Returns to Turnover Announcement

<b>I. Routine Turnover Announcement</b>						
	t-Test		Böhrmer et al. (1991) Test	Lyon et al. (1999) Test	Wilcoxon Signed Rank (1945) Test	No. Obs.
Event window	Mean	t-value	z-score	t-value	z-score	
[-5, 0]	1.11%	2.1034**	2.1563**	2.1241**	-1.617	212
[-4, 0]	1.06%	2.0249**	2.1110**	2.0520**	-1.488	212
[-3, 0]	0.96%	1.9952**	2.1319**	2.0248**	-1.351	212
[-2, 0]	1.00%	2.1882**	2.2958**	2.2308**	-1.147	212
[-1, 0]	0.81%	1.9697*	2.0324**	2.0096**	-1.279	212
[0, 0]	0.04%	0.176	0.231	0.179	-0.098	212
[0, +1]	0.12%	0.405	0.368	0.407	-0.210	212
[0, +2]	-0.00%	-0.012	-0.202	-0.011	-1.060	212
[0, +3]	-0.21%	-0.534	-0.563	-0.533	-0.798	212
[0, +4]	0.29%	0.722	0.624	0.725	-0.180	212
[0, +5]	0.49%	1.088	1.042	1.095	-0.248	212

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

a limited impact on company performance because we observe that their turnover does not lead to significant stock price reactions. Furthermore, this finding is not driven by a differentiation between CEOs and CFOs. We will put the positive abnormal returns for CFOs further into context when we conduct the regression analyses.

To test Hypothesis 2, we divide the samples differently, between forced (see Table 7) and routine turnovers (see Table 8). The forced turnover sample does not show any significant abnormal returns in any of the analyzed event windows. Note, however, that returns are slightly positive prior to the event, and turn negative in the days afterward. This change toward negative abnormal returns is not persistent, though, as the negative peak is in the  $[0, +3]$  event window and decreases for longer event windows.

The routine turnover sample shows positive abnormal returns of around 1% at a 5% significance level for the  $[-5, 0]$ ,  $[-4, 0]$ ,  $[-3, 0]$ ,  $[-2, 0]$ , and  $[-1, 0]$  windows, which become insignificant 0% abnormal returns at the announcement date. This is contrary to our hypothesis of no market reactions. We interpret this result further below.

We again performed a difference in means test (not reported here), which showed that, except for the  $[0, +1]$  window, the differences between the forced and routine turnover samples are not statistically significant. The  $[0, +1]$  window, with a difference of about 1.2%, is significant at the 10% level.

We conclude that this single difference, in just one window for which neither sample provided statistically significant abnormal returns, is not enough to determine that a differentiation between forced and routine turnovers results in different abnormal returns. Instead, we consider these results as support for Hypothesis 2, that the market reaction to the turnover announcement will be insignificant whether the turnover is routine or forced.

To test our next hypothesis, that successor origin is of limited importance for stock market reactions, we analyzed the samples for insider and outsider succession for abnormal returns. We find that no event windows are statistically significant, neither prior to nor after the announcement, except for the  $[-5, 0]$  and  $[-2, 0]$  windows for the outsider sample, which are significant at the 10% level (see Table 9). For turnovers with insider successions (see Table 10), we find that all windows around the event are insignificant, and are only about 0.5% in size. We consider this as confirmation of Hypothesis 3.

#### 4.2 Analysis of the effects of turnover expectedness

The analysis of the unexpected sample (see Table 11) shows no abnormal returns prior to the turnover announcement – neither in size nor statistical significance.<sup>15</sup> However, after the event, abnormal returns are negative for all subsequent event windows, and statistically significant for the  $[0, +1]$  and  $[0, +4]$  windows at the 10% level, as well as for the  $[0, +2]$  and  $[0, +3]$  windows at the 5% level. Because these negative abnormal returns are strongest for the  $[0, +3]$  and  $[0, +4]$  windows, we observe that they first increase for a few days, and then decrease again afterward.

We consider this as confirmation of Hypothesis 4, that an unexpected turnover announcement leads to temporal uncertainty in the market until the true informational content (positive or negative) can be assessed. Temporarily negative abnormal returns will result.

We find opposite results for the sample of expected turnover announcements (see Table 12). Abnormal returns are strongly positive and significant for all analyzed windows lead-

**Table 9:** Cumulative Abnormal Returns to Turnover Announcement

<b>I. Outsider Turnover Announcement</b>						
		t-Test	Böhmer et al. (1991) Test	Lyon et al. (1999) Test	Wilcoxon Signed Rank (1945) Test	No. Obs.
Event window	Mean	t-value	z-score	t-value	z-score	
[-5, 0]	1.60%	1.9082*	1.6513*	1.9207*	-2.0228**	173
[-4, 0]	1.41%	1.7382*	1.466	1.7515*	-1.6636*	173
[-3, 0]	1.25%	1.8084*	1.524	1.8197*	-1.8046*	173
[-2, 0]	1.44%	1.9949**	1.7350*	2.0196**	-1.6727*	173
[-1, 0]	1.07%	1.9086*	1.627	1.9334*	-1.8910*	173
[0, 0]	-0.16%	-0.495	-0.505	-0.496	-0.269	173
[0, +1]	-0.91%	-1.568	-1.518	-1.583	-0.868	173
[0, +2]	-1.13%	-1.431	-1.460	-1.443	-0.674	173
[0, +3]	-1.61%	-1.615	-1.643	-1.625	-1.013	173
[0, +4]	-1.20%	-1.160	-1.273	-1.166	-1.085	173
[0, +5]	-0.58%	-0.604	-0.703	-0.605	-0.637	173

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

**Table 10:** Cumulative Abnormal Returns to Turnover Announcement

<b>I. Insider Turnover Announcement</b>						
		t-Test	Böhmer et al. (1991) Test	Lyon et al. (1999) Test	Wilcoxon Signed Rank (1945) Test	No. Obs.
Event window	Mean	t-value	z-score	t-value	z-score	
[-5, 0]	0.26%	0.480	0.261	0.481	-0.262	171
[-4, 0]	0.54%	1.069	0.816	1.072	-0.403	171
[-3, 0]	0.63%	1.346	1.183	1.351	-0.739	171
[-2, 0]	0.48%	1.097	1.132	1.102	-0.467	171
[-1, 0]	0.47%	1.189	0.982	1.196	-0.634	171
[0, 0]	0.07%	0.214	0.112	0.217	-0.017	171
[0, +1]	0.22%	0.561	0.401	0.563	-0.253	171
[0, +2]	0.06%	0.126	-0.147	0.128	-0.979	171
[0, +3]	0.21%	0.417	0.162	0.419	-0.436	171
[0, +4]	0.44%	0.863	0.782	0.865	-0.230	171
[0, +5]	0.36%	0.639	0.510	0.639	-0.040	171

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

**Table 11:** Cumulative Abnormal Returns to Turnover Announcement**I. Unexpected Turnover Announcement**

	t-Test		Böhmer et al. (1991) Test	Lyon et al. (1999) Test	Wilcoxon Signed Rank (1945) Test	No. Obs.
Event window	Mean	t-value	z-score	t-value	z-score	
[-5, 0]	-0.17%	-0.229	-0.666	-0.229	-0.863	179
[-4, 0]	0.16%	0.239	-0.205	0.240	-0.423	179
[-3, 0]	0.51%	0.838	0.436	0.838	-0.343	179
[-2, 0]	0.79%	1.209	0.988	1.215	-0.617	179
[-1, 0]	0.71%	1.481	1.071	1.487	-1.014	179
[0, 0]	-0.22%	-0.556	-0.694	-0.555	-0.886	179
[0, +1]	-0.97%	-1.633	-1.6622*	-1.645	-1.445	179
[0, +2]	-1.42%	-1.8363*	-1.9727**	-1.8546*	-1.574	179
[0, +3]	-1.73%	-1.8730*	-2.0112**	-1.8957*	-1.448	179
[0, +4]	-1.76%	-1.8637*	-1.8774*	-1.8847*	-1.425	179
[0, +5]	-1.40%	-1.614	-1.628	-1.623	-1.348	179

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

**Table 12:** Cumulative Abnormal Returns to Turnover Announcement**I. Expected Turnover Announcement**

	t-Test		Böhmer et al. (1991) Test	Lyon et al. (1999) Test	Wilcoxon Signed Rank (1945) Test	No. Obs.
Event window	Mean	t-value	z-score	t-value	z-score	
[-5, 0]	2.12%	3.1392***	3.2789***	3.2141***	-3.0059***	165
[-4, 0]	1.86%	2.8097***	2.9624***	2.8829***	-2.7472***	165
[-3, 0]	1.41%	2.4865**	2.6517***	2.5479**	-2.3991**	165
[-2, 0]	1.16%	2.1688**	2.2989**	2.2260**	-1.7076*	165
[-1, 0]	0.85%	1.6957*	1.7060*	1.7299*	-1.6588*	165
[0, 0]	0.14%	0.623	0.697	0.624	-0.783	165
[0, +1]	0.33%	0.961	0.934	0.966	-0.920	165
[0, +2]	0.42%	0.986	0.851	0.997	-0.032	165
[0, +3]	0.40%	0.665	0.706	0.675	-0.154	165
[0, +4]	1.11%	1.7635*	1.6865*	1.7942*	-0.691	165
[0, +5]	1.28%	1.9322*	1.8814*	1.9661*	-0.736	165

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level



ing up to the event. Significance for the  $[-5, 0]$ ,  $[-4, 0]$ , and  $[-3, 0]$  windows is at the 1% level, and at 5% and 10%, respectively, for the  $[-2, 0]$  and  $[-1, 0]$  windows. After the event, however, the first windows from  $[0, 0]$  to  $[0, +3]$  are very close to 0% abnormal returns and are statistically insignificant. Only the  $[0, +4]$  and  $[0, +5]$  windows again show positive abnormal returns of more than 1%, which are statistically significant at the 10% level.

We consider these results as positive support for Hypothesis 5, that the announcement of expected turnovers leads to a reduction in uncertainty and therefore to positive abnormal returns.

### 4.3 Regression analyses

As the results for the expected sample show, abnormal returns prior to the announcement are positive and statistically significant, just like the two windows for the CFO sample and the windows for the routine sample. The majority of routine turnovers are expected (132 of 212), and the majority of CFO turnovers are routine (120 of 172). We could therefore assume that our statistically significant abnormal returns for these samples are also driven more by the expectedness of the events than simply by turnover type and reason.

To control for this possibility, we conducted regression analyses on the CARs for unexpected and expected turnover announcements, as well as for the entire sample. We can thus analyze the effects of turnover announcement expectedness, while controlling for other factors such as turnover reason, top manager position, or successor origin, in order to rule out alternative explanations for the returns.

We used the CARs for the  $[0, +5]$  window for the unexpected sample (model 1). As described above, in this case, the capital markets did react after the announcement. For the expected sample, we used the CARs for the  $[-5, 0]$  window (model 2). Because these turnover announcements are expected, capital market reactions should occur before the turnover announcement. We also used the CARs for the entire sample for the  $[-5, +5]$  window (model 3). The results for all three regressions are in Table 13.

Because the Breusch-Pagan test (1979) indicated the presence of heteroscedasticity<sup>16</sup>, we applied the White (1980) estimator, which provides a heteroscedasticity-robust variance estimator. We also calculated the variance inflation factors (VIF) to control for multicollinearity.<sup>17</sup> All the VIFs were well below or equal to 2.07, so no sign of multicollinearity was found with a critical value higher than 5 (Kutner et al. 2005).

To control for contemporaneous correlation, we followed Certo and Semadeni (2006) and included year dummies into the regressions for all years except 1998, which we used as our base year.<sup>18</sup> The year dummies were not significant, and did not alter our results. However, they were highly correlated with the VIFs up to 21.81. Therefore, we do not include them in the regressions here, in order to avoid the problem of multicollinearity.

The results for the regression on unexpected CARs for the  $[0, +5]$  window (Table 13, model 1) show that turnover type is not significant, i.e., capital market reactions do not differ between departing CEOs and CFOs. The coefficients for turnover reason and successor origin are also not significant, which indicates that capital market reactions do not differ between forced and routine turnovers or between insider and outsider successions.

Note that the coefficient for a joint CEO/CFO turnover is slightly negative at  $-0.12\%$ , and is significant at the 10% level. This indicates, as expected, that the reaction to unex-

pected turnovers tends to be even more negative if the announcement pertains to both top managers. This is attributable to the fact that having two top managers departing unexpectedly is significantly more serious, and could signal more radical changes in strategy or negative company news. The uncertainty in the capital markets will be higher, and hence the risk premium will be larger.

This result also supports Hypotheses 1–3, because none of the classic factors of turnover analyses appears to significantly influence the capital market reactions. This is evidence again that the capital markets do not attribute a great deal of importance to top managers' individual characteristics. Our control variables are all insignificant except for prior firm performance, the Herfindahl-Hirschman index, and investment. Consistent with prior research, prior firm performance is slightly negative ( $-0.07\%$ ), and significant at the 10% level. The Herfindahl-Hirschman index and investment are slightly positive, with 0.09% and 0.06%, respectively, and are significant at the 5% and 10% levels, respectively.

The results for the CAR regressions for expected turnovers are given in model 2 in Table 13. They are similar to the model 1 results. All the independent variables are insignificant, which indicates that, for expected turnovers, the capital markets do not react to turnover type, turnover reason, or successor origin, and do not attribute much importance to them. Of the control variables, prior firm performance is again slightly negative at  $-0.08\%$  and significant at the 5% level. Market-to-book value is slightly positive at 0.01% and significant at the 10% level. All other control variables are insignificant.

The results for the regression on the overall sample are in model 3 in Table 13. In this model as well, we find that the independent variables are not significant except for turnover expectedness, which is negative at  $-0.05\%$  and significant at the 5% level. Capital market reactions thus depend on the expectedness of the news, and unexpected announcements lead to uncertainty and negative reactions. This is additional confirmation for Hypotheses 4 and 5. Interestingly, turnover reason, turnover type, and successor origin are not significant in this regression, indicating that these factors do not appear to have much explanatory power for stock market reactions when we control for the expectedness of the event.

## 5 Discussion and Conclusion

The studies of Crossland and Hambrick (2007, 2011) suggest that national factors influence the extent to which top managers can influence companies. From this starting point, we use standard event study methodology to analyze the effects of CEO and CFO turnover in a low discretion country from a capital markets perspective.

To the best of our knowledge, this study is the first attempt to empirically test, in a turnover context, the limited importance of top executives in Germany, as a country with a low level of managerial discretion. We show that the announcement of a top manager departure does not lead to systematic or statistically significant price movements across our sample. This suggests, as hypothesized, that the capital markets do not attribute much importance to individual managers. We also hypothesize that CEO and CFO turnover will lead only to insignificant capital market reactions, and that the CEO, as the single most

**Table 13:** Regression on CARs Around Unexpected and Expected Turnover

	Model 1	Model 2	Model 3
Sample	unexpected	expected	unexpected+expected
Dependent Variable	CAR [0, +5]	CAR [-5, 0]	CAR [-5, +5]
Constant	-0.091 (0.156)	0.017 (0.127)	0.091 (0.130)
<b>Explanatory Variables</b>			
Expectedness (dummy)	-	-	-0.046**
	-	-	0.021
Turnover type (dummy)	-0.013 (0.028)	0.022 (0.018)	0.022 (0.020)
Turnover reason (dummy)	-0.014 (0.027)	-0.022 (0.027)	-0.016 (0.025)
Successor origin (dummy)	-0.008 (0.026)	0.016 (0.017)	0.013 (0.021)
<b>Control Variables</b>			
<b>Turnover/Manager Variables</b>			
Joint turnover (dummy)	-0.116* (0.068)	0.021 (0.056)	-0.038 (0.058)
Age departing manager	-0.002 (0.002)	-0.001 (0.001)	-0.002 (0.002)
Age incoming manager	0.003 (0.002)	-0.001 (0.002)	0.001 (0.002)
Tenure departing manager	0.001 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
<b>Company Variables</b>			
Prior firm performance	-0.066* (0.033)	-0.076** (0.032)	-0.081** (0.032)
Herfindahl Hirschman index	0.089** (0.045)	-0.039 (0.035)	0.001 (0.045)
Log (total assets)	0.001 (0.008)	0.008 (0.006)	0.001 (0.007)
Return on assets	-0.001 (0.003)	-0.004 (0.003)	-0.006 (0.004)
Current ratio	0.004 (0.022)	0.007 (0.012)	-0.005 (0.013)
Market to book value	0.006 (0.006)	0.013 (0.008)	0.014 (0.011)
Investment	0.055* (0.028)	0.013 (0.010)	0.023 (0.015)
Price earnings ratio	0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Closely held shares	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Included observations	98	99	197
R-squared	23.55%	31.65%	18.57%
Adjusted R-squared	8.45%	18.32%	10.84%
F-statistic	1.560	2.374	2.401
Prob(F-statistic)	0.100	0.006	0.002
Variance inflation factors (maximum)	1.72	2.07	1.94

standard errors in parentheses

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

important individual in a company (Mackey 2008), will not have a larger effect than the CFO, the second most important individual. Both hypotheses are not refuted.

Our analysis of the classic explanatory factors, turnover reason or successor origin, shows only immaterial abnormal returns to turnover. We validated all of our results by using a regression analysis as a robustness check, including different control variables such as prior firm performance, forced versus routine turnovers, and insider versus outsider successions.

For a low discretion country, we show that classifying turnover as expected or unexpected helps explain stock price reactions around the announcement date in a more coherent way. Expected turnovers lead to positive significant abnormal returns *prior* to the event date, and unexpected turnovers lead to negative abnormal returns *after* the event date. We argue that this is attributable largely to uncertainty over the information revealed around the turnover announcement, including possible strategic changes and the ability of the successor to fulfill performance expectations.

For expected turnovers, the market has time to fully process the information. Thus, with the passage of time, uncertainty lessens and positive abnormal returns result. For unexpected turnovers, the opposite seems to be true. The lack of prior rumors or information about the turnover means that markets must first assess the new information and adjust their performance expectations accordingly. This leads to temporal uncertainty, the imposition of a risk premium, and hence negative abnormal returns in the days following the turnover announcement.

To summarize our results, we find that, in a low discretion context, individual managers are not a factor in stock price reactions, and they therefore seem rather interchangeable from a capital market perspective. Instead, the expectedness of the management turnover and any uncertainty resulting from additional information in the announcement drive the stock price. Accordingly, it is important for companies to properly manage the turnover process to reduce uncertainty for investors and disrupt stock price development around the turnover announcement as little as possible.

Our results are quite interesting compared to those obtained for studies in the U.S., where significant abnormal returns are also observed for the classic differentiations between forced versus routine turnovers and insider versus outsider successions (Bonnier and Bruner 1989; Furtado and Rozeff 1987; Warner et al. 1988). Those studies have thus far not integrated the concept of managerial discretion based on the national system into their analyses.

By applying national system-induced managerial discretion to our analysis, we find results that are otherwise not explainable by upper echelons theory. We posit at the beginning of this paper that the comparatively low level of managerial discretion in Germany (Elsas and Krahn 2004; Schmidt 2004; Crossland 2010) will tend to limit the influence that top managers can exert on firm performance. Accordingly, the differentiation between forced and routine turnovers as well as insider versus outsider succession will have no effect on the importance attributed to managers by the capital markets. We find strong support for these ideas, primarily because managers in a low discretion country such as Germany do not have the same importance to the capital markets as managers in the U.S. would appear to have, according to popular press or evidence from the U.S. (Chatterjee and Hambrick 2007; Hayward and Hambrick 1997; Hayward et al. 2004).

We show instead that stock price reactions depend on the expectedness of the management turnover. This variable, a basic prerequisite for event studies, has so far only been included in studies with a certain type of turnover (i.e., death of executives), not in general management turnover studies (Combs et al. 2007; Worrell et al. 1986). The inherent uncertainty around expected and unexpected turnover announcements, however, largely explains the stock price reactions around management turnovers in the German low discretion context. A reassessment of prior studies including our expectedness-variable could therefore lead to new insights, as well as a possible reinterpretation of the real capital market meanings behind forced or routine turnovers and insider or outsider successions that have been found in prior studies. It may help resolve the inconclusive findings for stock market reactions to turnover announcements.

We conducted a single-country study of a country with low managerial discretion. We chose Germany as our example because it is one of the largest economies and has clear and well-known factors that constitute its low discretion environment. However, we would expect other low discretion countries to exhibit similar stock price reactions around management turnover and to find similar conclusions. We were not able to perform any direct, comparative measures here of corporate governance factors or managerial discretion, neither by comparing different low discretion countries, nor by directly comparing high and low discretion countries. However, future research could overcome this limitation by focusing on several countries with differing national systems, corporate governance systems, and cultures.

Another limitation of our study is that we only analyzed the largest companies in Germany, and did not include all publicly traded companies. As we noted in the Method section, we chose the largest companies because of their reduced information asymmetry, availability of turnover information, and the specific meaning of disruptive turnovers in large companies. However, if we applied our findings to smaller companies, we would expect our results to be even stronger, as managerial discretion tends to be even less in smaller companies. At the same time, the capital markets could take more time to update their expectations, because information on smaller companies is not as easily and extensively available. Stock prices might react even less to the individual component of a management turnover, but even more to the uncertainty inherent in the announcement, resulting in higher volatility. We suggest that future studies could also focus on smaller companies such as family firms to confirm these suppositions.

**Acknowledgments:** We thank the special issue editors Peter Witt and Martin Welge as well as the anonymous reviewer for helpful comments and suggestions. Moreover, the paper has benefitted from comments by Ingo Kleindienst, Ansgar Richter and the participants of the EIASM workshops on Top Management Teams in Valencia and Istanbul, the EURAM Conference in Rome, and DFTM. All remaining errors are our own.

## Endnotes

- 1 A more detailed discussion of how the legal context influences managerial discretion can be found in Crossland and Hambrick (2011).
- 2 How stock prices react to management turnover, especially CEO turnover, has been the object of much research in the U.S., but the results differ depending on the context. Some studies have found positive abnormal returns for CEO turnover (Furtado and Rozeff 1987; Weisbach 1988; Bonnier and Bruner 1989; Huson et al. 2004); others find no significant abnormal returns (Reinganum 1985; Warner et al. 1988). One study even identifies negative abnormal returns (Khanna and Poulsen 1995).
- 3 A major reason for the increased academic interest in CFOs was the introduction of the Sarbanes-Oxley Act (SOX) in the U.S. SOX requires that CFOs, in addition to CEOs (Jiang et al. 2010), sign the annual financial statements, substantially increased CFOs' responsibilities.
- 4 Empirical studies that have examined the relationship between a forced/routine turnover and company performance in a high-discretion environment have come to mixed conclusions. Warner et al. (1988) do not find abnormal returns after a forced management turnover while Denis and Denis (1995) and Furtado and Rozeff (1987) find positive abnormal returns for forced turnovers. Huson et al. (2004) find positive abnormal returns for forced turnovers when an outsider is appointed as the successor, but negative abnormal returns when an insider becomes the successor.
- 5 For the forced/routine dichotomy, the empirical findings for abnormal returns for insider and outsider succession in high-discretion countries are also inconclusive. Bonnier and Bruner (1989) and Shen and Cannella (2003) find significantly larger abnormal returns for outside CEO successors than for inside successors. Furtado and Rozeff (1987), on the contrary, find positive abnormal returns for inside successors and negative abnormal returns for outside successors in large firms. Tian, Halebian, and Rajagopalan (2011) find no significant abnormal returns for inside or outside successors, but they do find some for interactions with other board variables.
- 6 The DAX is a German stock index comprised of the thirty largest listed companies by market capitalization on the Frankfurt Stock Exchange. The MDAX is comprised of the next fifty largest companies (prior to March 24, 2003, the MDAX was comprised of the next seventy largest companies).
- 7 We controlled for year effects (see Methodsection), and found no evidence that the choice of analysis period altered our results.
- 8 The Hoppenstedt Aktienführer is a database that contains company profiles for all publicly listed companies in Germany, including the composition of management boards. The website is: <http://www.hoppenstedt-aktienfuehrer.de/>.
- 9 In those cases, the press articles contained words such as "unexpected" or "surprising," so that we could easily classify them as unambiguous.
- 10 Our results remain quantitatively and qualitatively similar when we use the Fama-French (1993) three-factor model or the Carhart (1997) four-factor model. Tables are available from the authors upon request.
- 11 In particular, we tested and reported results for the  $[-5, 0]$ ,  $[-4, 0]$ ,  $[-3, 0]$ ,  $[-2, 0]$ , and  $[-1, 0]$  windows prior to the event  $[0, 0]$ , and the  $[0, +1]$ ,  $[0, +2]$ ,  $[0, +3]$ ,  $[0, +4]$ , and  $[0, +5]$  windows after the event. The  $[-5, +5]$ ,  $[-4, +4]$ ,  $[-3, +3]$ ,  $[-2, +2]$ , and  $[-1, +1]$  windows were also tested, but the results are not reported here for the sake of space.
- 12 The results reported in the next subsection refer only to the  $[-5, 0]$  event window for the expected turnover sample, the  $[0, +5]$  event window for the unexpected turnover sample, and the  $[-5, +5]$  event window for the entire sample. Results for the other windows are not reported here, but are available from the authors upon request.
- 13 In a recent review of event studies, Zhang and Wiersema (2009) noted mainly the application of a three-day window.
- 14 We also use a measure based on total assets, which is not reported here.
- 15 We consider this as an additional check on the reliability of the classifications we use here, because, by definition, there should be no capital market reactions to an unexpected event.
- 16 The tests are not reported here, but are available from the authors upon request.
- 17 The correlation tables for all three regressions are provided in Appendices A, B, and C. The VIFs are available from the authors upon request.
- 18 The results are not reported here, but are available from the authors upon request, as well as the related VIFs.

**Appendix A** Mean, Standard Deviation, and Correlations – Unexpected Sample

	Mean	s.d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 CAR [0, +5]	-0.00	0.12																
2 Turnover type (dummy)	0.46	0.50	-0.05															
3 Turnover reason (dummy)	0.52	0.50	-0.02	0.31***														
4 Successor origin (dummy)	0.55	0.50	-0.04	-0.20*	0.08													
5 Joint turnover (dummy)	0.04	0.20	-0.15	0.02	-0.11	0.08												
6 Age departing manager	52.30	7.11	-0.08	0.38***	0.04	-0.26**	0.14											
7 Age incoming manager	49.54	6.50	0.13	0.26**	0.28***	-0.15	0.01	0.13										
8 Tenure departing manager	10.97	9.82	-0.02	0.20*	0.02	-0.04	-0.00	0.41***	-0.01									
9 Prior firm performance	-0.01	0.39	-0.21**	-0.10	-0.25**	-0.07	0.08	-0.06	-0.05	0.09								
10 Herfindahl Hirschman index	0.47	0.27	0.21**	-0.06	0.02	-0.09	-0.16	0.03	0.04	-0.16	-0.11							
11 Log (total assets)	7.92	1.69	0.02	0.02	0.10	-0.19*	0.02	0.13	-0.01	0.15	0.05	0.08						
12 Return on assets	4.50	4.81	-0.01	-0.02	-0.11	-0.15	0.08	0.07	0.05	0.10	0.29***	-0.01	-0.26**					
13 Current ratio	1.44	0.62	-0.05	0.15	-0.02	-0.04	0.06	-0.01	0.22**	0.02	0.33***	-0.08	-0.29***	0.42***				
14 Market To Book Value	2.69	2.28	0.11	-0.15	-0.07	0.02	0.13	-0.16	-0.07	-0.06	0.08	0.01	-0.21**	0.41***	0.08			
15 Investment	0.28	0.48	0.09	0.11	-0.14	0.09	0.49***	0.09	-0.04	-0.01	0.03	-0.15	0.02	0.09	0.04	0.10		
16 Price Earnings Ratio	17.10	37.13	0.14	-0.10	-0.20*	0.07	-0.03	0.03	-0.04	-0.05	0.02	0.04	-0.01	0.15	0.05	0.08	0.02	
17 Closely held shares	42.90	22.17	-0.20**	0.06	0.02	0.14	0.08	0.07	-0.14	-0.08	-0.02	0.10	-0.20*	0.08	0.09	-0.03	0.01	-0.01

N = 98

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level



**Appendix B** Mean, Standard Deviation, and Correlations – Expected Sample

	Mean	s.d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 CAR [-5, 0]	0.02	0.09																
2 Turnover type (dummy)	0.51	0.50	0.01															
3 Turnover reason (dummy)	0.20	0.40	0.03	0.20*														
4 Successor origin (dummy)	0.41	0.49	0.12	-0.23**	0.19*													
5 Joint turnover (dummy)	0.06	0.24	0.01	0.08	-0.13	-0.13												
6 Age departing manager	58.38	7.75	-0.16	0.31***	-0.27***	-0.29***	0.16											
7 Age incoming manager	47.94	7.01	-0.04	0.31***	0.17*	-0.06	0.15	0.11										
8 Tenure departing manager	17.48	12.60	-0.08	0.22**	-0.34***	-0.29**	0.06	0.59***	0.10									
9 Prior firm performance	0.02	0.32	-0.23**	0.01	-0.20**	-0.15	-0.08	0.12	-0.04	0.25**								
10 Herfindahl Hirschman index	0.44	0.25	-0.09	-0.02	0.31***	0.30***	0.26**	-0.00	0.05	-0.17*	-0.12							
11 Log (total assets)	8.35	1.83	-0.04	-0.06	0.16	-0.08	-0.05	0.03	0.43***	0.15	0.10	-0.11						
12 Return on assets	4.46	5.21	-0.19*	0.05	-0.41***	-0.22**	0.01	0.22**	-0.18*	0.30***	0.33***	-0.16	-0.08					
13 Current ratio	1.68	0.98	-0.03	0.10	-0.08	0.03	-0.05	0.09	-0.15	0.11	0.20*	-0.04	-0.37***	0.41***				
14 Market To Book Value	2.90	3.10	0.38***	-0.02	-0.09	0.07	-0.00	-0.18*	-0.13	-0.04	0.15	-0.05	-0.28*	0.17*	0.18*			
15 Investment	0.31	0.47	0.06	-0.09	-0.11	-0.21**	-0.02	-0.15	-0.25***	-0.04	0.05	-0.17	0.03	0.11	-0.02	0.01		
16 Price Earnings Ratio	19.45	44.70	0.03	0.21**	-0.11	-0.14	0.27***	0.03	-0.02	-0.08	0.01	0.01	-0.19*	0.18*	0.20**	0.22**	0.03	
17 Closely held shares	37.68	21.70	-0.03	0.06	-0.12	0.03	0.02	-0.16	-0.12	-0.13	-0.06	-0.12	-0.27***	0.19*	0.14	0.05	0.06	0.17*

N = 99

\* indicates statistical significance at the 10% level

\*\* indicates statistical significance at the 5% level

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level

Appendix C Mean, Standard Deviation, and Correlations – Full Sample

	Mean	s.d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1 CAR [-5, +5]	0.01	0.14																	
2 Expectedness (dummy)	0.50	0.50	-0.14*																
3 Turnover type (dummy)	0.48	0.50	0.02	-0.05															
4 Turnover reason (dummy)	0.36	0.48	0.01	0.33***	0.23***														
5 Successor origin (dummy)	0.48	0.50	0.09	0.14*	-0.22***	0.16**													
6 Joint turnover (dummy)	0.05	0.22	-0.03	-0.05	0.05	-0.13*	-0.04												
7 Age departing manager	55.35	8.04	-0.10	-0.38***	0.33***	-0.22***	-0.30***	0.15**											
8 Age incoming manager	48.73	6.81	-0.02	0.12	0.28***	0.25***	-0.09	0.08	0.07										
9 Tenure departing manager	14.24	11.76	-0.06	-0.28***	0.21***	-0.23***	-0.21***	0.05	0.56***	0.02									
10 Prior firm performance	0.00	0.36	-0.23***	-0.05	-0.05	-0.23***	-0.11	0.01	0.04	-0.05	0.18**								
11 Herfindahl Hirschman index	0.46	0.26	0.00	0.06	-0.05	0.16**	0.10	0.06	-0.01	0.05	-0.17**	-0.11							
12 Log (total assets)	8.13	1.77	-0.01	-0.12*	-0.02	0.08	-0.15**	-0.01	0.11	0.22***	0.18**	0.08	-0.03						
13 Return on assets	4.48	5.02	-0.21***	0.00	0.02	-0.23***	-0.18	0.04	0.14*	-0.07	0.21***	0.31***	-0.09	-0.16**					
14 Current ratio	1.56	0.83	-0.10	-0.14**	0.12*	-0.10	-0.02	-0.00	0.10	-0.03	0.11	0.25***	-0.06	-0.31***	0.40***				
15 Market To Book Value	2.79	2.72	0.20***	-0.04	-0.07	-0.08	0.04	0.05	-0.14**	-0.11	-0.03	0.11	-0.02	-0.24***	0.27***	0.15**			
16 Investment	0.30	0.47	0.06	-0.03	0.01	-0.13*	-0.06	0.21***	-0.02	-0.15**	-0.02	0.04	-0.16**	0.03	0.10	0.01	0.05		
17 Price Earnings Ratio	18.28	41.13	0.03	-0.03	0.07	-0.15**	-0.05	0.15**	0.04	-0.03	-0.06	0.02	0.02	-0.10	0.17**	0.15**	0.17**	0.02	
18 Closely held shares	40.27	22.09	-0.02	0.12*	0.05	-0.00	0.10	0.04	-0.09	-0.12	-0.14*	-0.04	-0.00	-0.24***	0.13*	0.10	0.02	0.03	0.08

N = 197

\* indicates statistical significance at the 10% level.

\*\* indicates statistical significance at the 5% level.

\*\*\* indicates statistical significance at the 1% level.

## References

- Adams JC, Mansi SA (2009) CEO turnover and bondholder wealth. *J Bank Finance* 33 (3):522–533
- Andres C, Betzer A, Van den Bongard I (2011) Das Ende der Deutschland AG. *Kredit Kapital* 44 (2):185–216
- Arthaud-Day ML, Certo ST, Dalton CMD, Dalton DR (2006) A changing of the guard: Executive and director turnover following corporate financial restatements. *Acad Manage J* 49 (6):1119–1136
- Baker HK, Phillips AL (1999) Career paths of corporate CFOs and treasurers. *Finan Practice Educ* 9 (2):38–50
- Ballinger GA, Marcel JJ (2010) The use of an interim CEO during succession episodes and firm performance. *Strat Manage J* 31 (3):262–283
- Baxter J, Chua WF (2008) Be(com)ing the chief financial officer of an organisation: Experimenting with Bourdieu's practice theory. *Manage Acc Res* 19 (3):212–230
- Becht M, Boehmer E (2003) Voting control in German corporations. *Int Rev Law Econ* 23 (1):1–29
- Bernard VL, Thomas JK (1989) Post-earnings-announcement drift: Delayed price response or risk premium? *J Acc Res* 27 (3):1–36
- Boehmer E, Musumeci J, Poulsen AB (1991) Event-study methodology under conditions of event-induced variance. *J Finan Econ* 30 (2):253–272
- Bonnier K-A, Bruner RF (1989) An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms. *J Acc Econ* 11 (1):95–106
- Bresser R, Thiele R (2008) Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels. *Z Betriebswirtschaft* 78 (2):175–203
- Bresser RKF, Thiele RV, Biedermann A, Lüdeke H (2005) Entlassung des Vorstandsvorsitzenden und Unternehmenserfolg: Eine empirische Untersuchung der größten deutschen Aktiengesellschaften. *Z Betriebswirtschaft* 75 (12):1165–1192
- Breusch TS, Pagan AR (1979) A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Econometrica* 47 (5):1287–1294
- Bromiley P, Govekar M, Marcus A (1988) On using event-study methodology in strategic management research. *Technovation* 8 (1–3):25–42
- Brown SJ, Warner JB (1985) Using daily stock returns: the case of event studies. *J Finan Econ* 14 (1):3–31
- Cannella AA, Lubatkin M (1993) Succession as a sociopolitical process: Internal impediments to outsider selection. *Acad Manage J* 36 (4):763–793
- Cannella AA, Shen W (2001) So close and yet so far: Promotion versus exit for CEO heirs apparent. *Acad Manage J* 44 (2):252–270
- Carhart MM (1997) On persistence in mutual fund performance. *J Finance* 52 (1):57–82
- Carpenter MA, Geletkanycz MA, Sanders WG (2004) Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *J Manage* 30 (6):749–778
- Certo ST, Semadeni M (2006) Strategy Research and Panel Data: Evidence and Implications. *J Manage* 32 (3):449–471
- Chatterjee A, Hambrick DC (2007) It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Adm Sci Q* 52 (3):351–386
- Chava S, Purnanandam A (2010) CEOs versus CFOs: Incentives and corporate policies. *J Finan Econ* 97 (2):263–278
- Child J (1972) Organizational structure, environment and performance: The role of strategic choice. *Sociology* 6 (1):1–22. doi:10.1177/003803857200600101
- Child J (1997) Strategic choice in the analysis of action, structure, organizations and environment: Retrospect and prospect. *Organ Stud* 18 (1):43–76
- Cohen J (1960) A coefficient of agreement for nominal scales. *Educ Psychol Meas* 20 (1):37–46. doi:10.1177/001316446002000104

- Collier B, Wilson MJ (1994) Fortune 1,000 chief financial officers on business school education. *Finan Practice Educ* 4 (2):47–58
- Combs JG, Ketchen Jr DJ, Perryman AA, Donahue MS (2007) The moderating effect of CEO power on the board composition-firm performance relationship. *J Manage Stud* 44 (8):1299–1323
- Crossland C (2009) Why do CEOs matter more in some countries than others? Managerial discretion at the national level. *Academy of Management Proceedings*:1–6
- Crossland C (2010) The buck stops here: How managerial discretion impacts firm performance-CEO dismissal sensitivity across countries. Working Paper
- Crossland C, Hambrick DC (2007) How national systems differ in their constraints on corporate executives: a study of CEO effects in three countries. *Strat Manage J* 28 (8):767–789
- Crossland C, Hambrick DC (2011) Differences in managerial discretion across countries: How nation-level institutions affect the degree to which CEOs matter. *Strat Manage J* 32 (8):797–819. doi:10.1002/smj.913
- Daily CM, Certo ST, Dalton DR (2000) International experience in the executive suite: The path to prosperity? *Strat Manage J* 21 (4):515–523
- Datta DK, Rajagopalan N (1998) Industry structure and CEO characteristics: An empirical study of succession events. *Strat Manage J* 19 (9):833–852
- Davidson WN, Worrell DL, Dutia D (1993) The stock market effects of CEO succession in bankrupt firms. *J Manage* 19 (3):517–533
- Denis DJ, Denis DK (1995) Performance changes following top management dismissals. *J Finance* 50 (4):1029–1057
- Elsas R, Krahn JP (2004) Universal banks and relationships with firms. In: Krahn JP, Schmidt RH (eds) *The German Financial System*. Oxford University Press, Oxford, pp 197–232
- Epstein LG, Schneider M (2008) Ambiguity, information quality, and asset pricing. *J Finance* 63 (1):197–228. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01314.x
- Fama EF (1970) Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *J Finance* 25 (2):383–417
- Fama EF (1980) Agency problems and the theory of the firm. *J Polit Economy* 88 (2):288–307
- Fama EF (1991) Efficient capital markets: II. *J Finance* 46 (5):1575–1617
- Fama EF, Fisher L, Jensen MC, Roll R (1969) The adjustment of stock prices to new information. *Int Econ Rev* 10 (1):1–21
- Fama EF, French KR (1993) Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *J Finan Econ* 33 (1):3–56
- Fee CE, Hadlock CJ (2004) Management turnover across the corporate hierarchy. *J Acc Econ* 37 (1):3–38
- Finkelstein S, D'Aveni RA (1994) CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command *Acad Manage J* 37 (5):1079–1108
- Finkelstein S, Hambrick D, Cannella A (2009) *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. Oxford University Press, New York
- Finkelstein S, Hambrick DC (1990) Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Adm Sci Q* 35 (3):484–503
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (2007) Kley löst Römer ab. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*
- Franks J, Mayer C (1998) Bank control, takeovers and corporate governance in Germany. *J Bank Finance* 22 (10–11):1385–1403
- Franks J, Mayer C (2001) Ownership and control of German corporations. *Rev Finan Stud* 14 (4):943–977
- Fuller K, Netter J, Stegemoller M (2002) What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *J Finance* 57 (4):1763–1793
- Furtado EPH, Karan V (1990) Causes, consequences, and shareholder wealth effects of management turnover: A review of the empirical evidence. *Finan Manage* 19 (2):60–75
- Furtado EPH, Rozeff MS (1987) The wealth effects of company initiated management changes. *J Finan Econ* 18 (1):147–160

- Geiger MA, North DS (2006) Does hiring a new CFO change things? An investigation of changes in discretionary accruals. *Acc Rev* 81 (4):781–809
- Gore AK, Matsunaga S, Yeung EP (2011) The role of technical expertise in firm governance structure: Evidence from chief financial officer contractual incentives. *Strat Manage J* 32 (7):771–786. doi:10.1002/smj.907
- Gorton G, Schmid FA (2000) Universal banking and the performance of German firms. *J Finan Econ* 58 (1–2):29–80
- Graffin SD, Carpenter MA, Boivie S (2011) What's all that (strategic) noise? Anticipatory impression management in CEO succession. *Strat Manage J* 32 (7):748–770. doi:10.1002/smj.906
- Grusky O (1961) Corporate size, bureaucratization, and managerial succession. *Amer J Sociol* 67 (3):261–269
- Hambrick DC (2007) Upper echelons theory: An update. *Acad Manage Rev* 32 (2):334–343
- Hambrick DC, Abrahamson E (1995) Assessing managerial discretion across industries: A multi-method approach. *Acad Manage J* 38 (5):1427–1441
- Hambrick DC, Finkelstein S (1987) Managerial discretion: A bridge between polar views of organizational outcomes Research in Organizational Behavior 9:369–406
- Hambrick DC, Mason PA (1984) Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Acad Manage Rev* 9 (2):193–206
- Hannan MT, Freeman J (1977) The population ecology of organizations. *Amer J Sociol* 82 (5):929–964
- Hayward MLA, Hambrick DC (1997) Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Adm Sci Q* 42 (1):103–127
- Hayward MLA, Rindova VP, Pollock TG (2004) Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity. *Strat Manage J* 25 (7):637–653
- Huson MR, Malatesta PH, Parrino R (2004) Managerial succession and firm performance. *J Finan Econ* 74 (2):237–275
- Huson MR, Parrino R, Starks LT (2001) Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective. *J Finance* 56 (6):2265–2297
- James DR, Soreff M (1981) Profit constraints on managerial autonomy: Managerial theory and the unmaking of the corporation president. *Amer Sociological Rev* 46 (1):1–18
- Jiang J, Petroni KR, Yanyan Wang I (2010) CFOs and CEOs: Who have the most influence on earnings management? *J Finan Econ* 96 (3):513–526
- Johnson S, La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A (2000) Tunneling. *Amer Econ Rev* 90 (2):22–27
- Kang J-K, Shivdasani A (1995) Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan. *J Finan Econ* 38 (1):29–58
- Karaevli A (2007) Performance consequences of new CEO outsidership: Moderating effects of pre- and post-succession contexts. *Strat Manage J* 28 (7):681–706
- Keown AJ, Pinkerton JM (1981) Merger announcements and insider trading activity: An empirical investigation. *J Finance* 36 (4):855–869
- Kesner IF, Dalton DR (1994) Top management turnover and CEO succession: An investigation of the effects of turnover on performance. *J Manage Stud* 31 (5):701–713
- Khanna N, Poulsen AB (1995) Managers of financially distressed firms: Villains or scapegoats? *J Finance* 50 (3):919–940
- Kutner MH, Nachtsheim CJ, Neter J, Li W (2005) Applied linear statistical models. McGraw-Hill, New York
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A (1999) Corporate ownership around the world. *J Finance* 54 (2):471–517
- Li C, Sun L, Ettredge M (2010) Financial executive qualifications, financial executive turnover, and adverse SOX 404 opinions. *J Acc Econ* 50 (1):93–110
- Li J, Tang YI (2010) CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion. *Acad Manage J* 53 (1):45–68

- Lyon JD, Barber BM, Tsai C-L (1999) Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns. *J Finance* 54 (1):165–201
- Mackey A (2008) The effect of CEOs on firm performance. *Strat Manage J* 29 (12):1357–1367
- Manager Magazin (2004) Grob verkalkuliert. *Manager Magazin*
- Manager Magazin (2006) Erst Fusionsstrategie, dann Merck-Chef. *Manager Magazin*
- McWilliams A, Siegel D (1997) Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Acad Manage J* 40 (3):626–657
- McWilliams TP, McWilliams VB (2000) Another look at theoretical and empirical issues in event study methodology. *J Appl Bus Res* 16 (3):1–11
- Menon K, Williams D (2008) Management turnover following auditor resignations. *Contemp Account Res* 25 (2):567–604
- Mian S (2001) On the choice and replacement of chief financial officers. *J Finan Econ* 60 (1):143–175
- Ocasio W, Kim H (1999) The circulation of corporate control: Selection of functional backgrounds of new CEOs in large U.S. manufacturing firms, 1981–1992. *Adm Sci Q* 44 (3):532–562
- Parrino R (1997) CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis. *J Finan Econ* 46 (2):165–197
- Perreault Jr WD, Leigh LE (1989) Reliability of nominal data based on qualitative judgments. *J Marketing Res* 26 (2):135–148
- Reinganum MR (1985) The effect of executive succession on stockholder wealth. *Adm Sci Q* 30 (1):46–60
- Schmidt RH (2004) Corporate governance in Germany: An economic perspective. In: Krahnhen JP, Schmidt RH (eds) *The German Financial System*. Oxford University Press, Oxford, pp 386–424
- Shen W, Cannella AA (2002a) Power dynamics within top management teams and their impacts on CEO dismissal followed by inside succession. *Acad Manage J* 45 (6):1195–1206
- Shen W, Cannella AA (2002b) Revisiting the performance consequences of CEO succession: The impacts of successor type, postsuccession senior executive turnover, and departing CEO tenure. *Acad Manage J* 45 (4):717–733
- Shen W, Cannella AA (2003) Will succession planning increase shareholder wealth? Evidence from investor reactions to relay CEO successions. *Strat Manage J* 24 (2):191–198
- Shen W, Cho TS (2005) Exploring involuntary executive turnover through a managerial discretion framework. *Acad Manage Rev* 30 (4):843–854
- Tian J, Halebian J, Rajagopalan N (2011) The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. *Strat Manage J* 32 (7):731–747. doi:10.1002/smj.909
- Tuggle CS, Sirmon DG, Reutzel CR, Bierman L (2010) Commanding board of director attention: Investigating how organizational performance and CEO duality affect board members' attention to monitoring. *Strat Manage J* 31 (9):946–968
- Warner JB, Watts RL, Wruck KH (1988) Stock prices and top management changes. *J Finan Econ* 20:461–492
- Weir C, Laing D, Wright M (2005) Incentive effects, monitoring mechanisms and the market for corporate control: An analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK. *J Bus Finance Acc* 32 (5/6):909–943
- Weisbach MS (1988) Outside directors and CEO turnover. *J Finan Econ* 20:431–460
- White H (1980) A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity. *Econometrica* 48 (4):817–838
- Wilcoxon F (1945) Individual comparisons by ranking methods. *Biometrics Bull* 1 (6):80–83
- Witt MA, Redding G (2009) Culture, meaning, and institutions: Executive rationale in Germany and Japan. *J Int Bus Stud* 40 (5):859–885
- Worrell DL, Davidson III WN, Chandy PR, Garrison SL (1986) Management turnover through deaths of key executives: Effects on investor wealth. *Acad Manage J* 29 (4):674–694

- Zander K, Büttner V, Hadem M, Schäffer U, Richter A (2009) Unternehmenserfolg, Wechsel im Vorstandsvorsitz und Disziplinierung von Finanzvorständen. *Z Betriebswirtschaft* 79 (12):1343–1386
- Zhang Y, Rajagopalan N (2003) Explaining new CEO origin: Firm versus industry antecedents. *Acad Manage J* 46 (3):327–338
- Zhang Y, Wiersema MF (2009) Stock market reaction to CEO certification: The signaling role of CEO background. *Strat Manage J* 30 (7):693–710
- Zorn DM (2004) Here a chief, there a chief: The rise of the CFO in the American firm. *Amer Sociological Rev* 69 (3):345–364



## Corporate Governance in kleinen und mittleren Unternehmen



**Martin Welge · Peter Witt**

**Zusammenfassung:** Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) unterscheiden sich in ihren Corporate Governance-Strukturen deutlich von Publikumsgesellschaften. Einige der dort typischen Governance-Herausforderungen kommen bei KMU gar nicht oder nur in abgemilderter Form vor. So fehlt es typischerweise an einer Trennung von Eigentum und Leitung, die wesentlichen Anteilseigner übernehmen gleichzeitig auch die Geschäftsführung. Ähnliches gilt für die Mitbestimmung. Sie ist in KMU auf Unternehmensebene nicht gesetzlich vorgeschrieben und kommt damit in der Praxis so gut wie gar nicht vor. Für KMU gelten schließlich deutlich geringere Publizitätsanforderungen als für Großunternehmen. Den spezifischen Governance-Vorteilen von KMU stehen jedoch auch Nachteile gegenüber, z.B. eine erschwerte Kontrolle der Geschäftsführung durch externe Anteilseigner, ein größeres Potenzial für Gesellschafterkonflikte und eine größere Abhängigkeit von der Fremdfinanzierung.

**Schlüsselwörter:** Beiräte · Geschäftsführung · Kleine und mittlere Unternehmen · Kontrolle · Vergütung

**JEL-Klassifikation:** G34 · M10

---

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Prof. em. Dr. M. Welge (✉)

Technische Universität Dortmund, Lehrstuhl für Unternehmensführung, Martin-Schmeißer-Weg 12,  
44221 Dortmund  
E-Mail: m.welge@welgeundcompany.de

Prof. Dr. P. Witt

Bergische Universität Wuppertal, Lehrstuhl für Technologie- und Innovationsmanagement, Gaußstraße 20,  
42119 Wuppertal  
E-Mail: witt@wiwi.uni-wuppertal.de

## 1 Charakteristika kleiner und mittlerer Unternehmen

Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) werden nach einem oder mehreren Größenkriterien definiert. Dabei kann die Größe eines Unternehmens sowohl an Inputmaßen wie der Anzahl der Mitarbeiter<sup>1</sup> oder der Bilanzsumme als auch an Outputmaßen wie dem Umsatz, dem Gewinn oder dem Unternehmenswert gemessen werden. Die genannten Größenmaße können empirisch korrelieren, müssen das aber nicht tun. So könnte z.B. ein Handelsunternehmen mit wenigen Mitarbeitern ähnliche Umsätze machen wie ein Gebäudereinigungsunternehmen mit viel mehr Mitarbeitern. Aus diesem Grund ist vorgeschlagen worden, die Unternehmensgröße vieldimensional zu messen (Mugler 2005, S. 23). In diesem Fall stellt sich die Frage, ob die unterschiedlichen Größenmaße, die zur Definition von KMU verwendet werden, Substitute sein sollen (oder-Verknüpfung) bzw. alle gleichzeitig erfüllt sein müssen (und-Verknüpfung). Und-Verknüpfungen sind deutlich restriktiver, weil sie ein Unternehmen nur dann als KMU klassifizieren, wenn es die Schwellenwerte für alle Größenmerkmale unterschreitet. Wir wollen in diesem Beitrag die eher breite Definition des Instituts für Mittelstandsforschung in Bonn verwenden, wonach ein rechtlich und wirtschaftlich selbstständiges Unternehmen dann als klein bzw. mittelgroß einzustufen ist, wenn es weniger als 500 Mitarbeiter hat oder weniger als 50 Mio. Euro Jahresumsatz macht.<sup>2</sup> Folgt man dieser Definition, dann sind 99,7% der deutschen Unternehmen KMU. Sie stellen über 60% aller privatwirtschaftlichen Arbeitsplätze (Hauser/Wolter 2007, S. 13).

In der deutschsprachigen betriebswirtschaftlichen Forschung werden die Besonderheiten der Unternehmensführung in KMU seit langer Zeit intensiv untersucht (Albach/Heldt 1984, Mugler 1993, Mugler 2005, Letmathe/Eigler/Welter/Kathan/Heupel 2007, Albach/Letmathe 2008, Letmathe/Witt 2009). Dabei werden neben dem Begriff KMU auch die Begriffe „Mittelstand“ bzw. „mittelständische Unternehmen“ verwendet. Wir sehen alle diese Begriffe als Synonyme an und werden im Folgenden der Einfachheit halber immer nur von KMU sprechen. Der Begriff des KMU darf jedoch nicht gleichgesetzt werden mit dem des Familienunternehmens. Familienunternehmen werden nicht nach Größe klassifiziert, sondern nach ihrer Anteilseigner- und Geschäftsführerstruktur. Sie zeichnen sich dadurch aus, dass die Mehrheit der Gesellschaftsanteile in den Händen einiger weniger natürlicher Personen bzw. Familien liegt (Witt 2008, S. 3). Man spricht dann auch von einem „familienkontrollierten Unternehmen“ (Stiftung Familienunternehmen 2011, S. 1). Bei einer engen Definition des Familienunternehmens, dem „eigentümergeführten Familienunternehmen“ (Stiftung Familienunternehmen 2011, S. 1) wird zusätzlich verlangt, dass auch in der Geschäftsführung mindestens ein Anteilseigner vertreten ist. Wieder andere, aber sehr viel schwerer zu operationalisierende Definitionen von Familienunternehmen verwenden Schwellenwerte für den Einfluss, den eine Eigentümerfamilie über Geschäftsführungs- und Beiratsmandate auf ein Unternehmen ausübt (Klein/Astrachan/Smymios 2005). Die wirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen ist in Deutschland ähnlich groß wie die der KMU, 92% aller deutschen Unternehmen sind familienkontrolliert. Es gibt natürlich große Überschneidungen zwischen beiden Gruppen. In Deutschland sind 94% der sehr kleinen Unternehmen (0 bis 9 Beschäftigte), 85% der kleinen Unternehmen (10–49 Beschäftigte) und 58% der mittelgroßen Unternehmen (50–249 Beschäftigte) familienkontrolliert (Stiftung Familienunternehmen 2011, S. 19). Wenn es also überhaupt so etwas wie

ein typisches deutsches Unternehmen gibt, dann ist es ein kleines oder mittleres Familienunternehmen (Schlömer-Laufen 2012, S. 14).

Der vorliegende Beitrag ist wie folgt aufgebaut: Im zweiten Abschnitt stellen wir den Stand der theoretischen Forschung zur Corporate Governance in KMU vor. Es zeigt sich, dass die Principal Agent-Theorie einerseits und die Stewardship-Theorie andererseits am besten geeignet sind, Corporate Governance-Strukturen in mittelständischen Unternehmen zu erklären. Wir gehen daher auch auf die vorliegenden empirischen Befunde zu beiden Theorien ein. Abschnitt drei stellt die Vorteile dar, die KMU durch ihre spezifische Corporate Governance im Vergleich zu Großunternehmen haben. Abschnitt 4 widmet sich den entsprechenden Governance-Nachteilen. Abschnitt 5 leitet aus diesem Vergleich von Governance-Vorteilen und -Nachteilen eine Agenda für die weitere theoretische und empirische Forschung ab.

## **2 Zur Theorie der Corporate Governance in KMU**

Mit dem Begriff Corporate Governance bezeichnet die wirtschaftswissenschaftliche Literatur das Problem der Organisation von Leitung und Kontrolle in einem Unternehmen mit mehreren Interessengruppen. Die bisherigen theoretischen Untersuchungen zu den Corporate Governance-Problemen von Unternehmen wurden maßgeblich geprägt von der Principal Agent-Theorie (vgl. Hart 1995, Shleifer/Vishny 1997, Tirole 2001). Sie untersucht vor allem die Interaktion von externen, d.h. nicht geschäftsführenden Anteilseignern und Geschäftsführern, kann aber auch auf die Interaktion von Fremdkapitalgebern und Geschäftsführern angewendet werden. Wenn eine personelle Trennung von Eigentum (Anteileigentum) und Kontrolle (Geschäftsführung) vorliegt, dann können aufgrund der Informationsasymmetrie und der Interessendivergenz zwischen Anteilseignern und Geschäftsführern Agency-Probleme entstehen. Ähnliches gilt im Fall der personellen Trennung von Fremdkapitalgebern und Geschäftsführung. Konkret bestehen aus der Sicht der Anteilseigner zwei Gefahren. Zum einen besteht die Gefahr, dass Geschäftsführer angestellt werden, die unzureichend für ihre Aufgaben qualifiziert sind (hidden characteristics bzw. adverse selection). Zum anderen besteht die Gefahr, dass die angestellten Geschäftsführer zwar gut qualifiziert sind, aber sich opportunistisch bzw. eigennützig verhalten und dadurch die externen Anteilseigner bzw. die Fremdkapitalgeber schädigen (hidden intention bzw. moral hazard). Corporate Governance-Instrumente wie Berichtspflichten, Beiräte bzw. Aufsichtsräte, leistungsabhängige Vergütungen u.a. beseitigen bzw. verringern Agency-Probleme, indem sie entweder die Informationsasymmetrien abbauen, so dass eine Überwachung der Geschäftsführung durch die Anteilseigner erleichtert wird, oder indem sie den Geschäftsführern Anreize zu einem Verhalten im Interesse der Anteilseigner setzen, also die Interessendivergenz zwischen den beiden Parteien reduzieren.

Das Problem der hidden characteristics, also die Gefahr der Auswahl eines unzureichend qualifizierten Geschäftsführers, droht insbesondere bei kleinen und mittleren Familienunternehmen. Zunächst fällt es allen Menschen schwer, die Qualifikationen der eigenen Verwandten objektiv zu beurteilen. Das gilt besonders für Eltern und deren Beurteilung der Managementfähigkeiten der eigenen Kinder (Klein 2000, S. 221–224). Darü-

ber hinaus fallen die Kontrolle und die Sanktion von Managementfehlern bei Familienangehörigen schwerer als bei Fremdmanagern, weil sie negative Rückwirkungen auf familiäre Beziehungen haben können. Chrisman/Chua/Litz (2003, S. 338) sprechen in diesem Zusammenhang von einer „honest incompetence“ der Geschäftsführer aus der Eigentümerfamilie. Das Problem der hidden intentions nimmt bei KMU immer dann ab, wenn Vertreter der Anteilseigner in der Geschäftsführung vertreten sind. Es ist wegen des gemeinsamen Interesses an einer Wertsteigerung des Unternehmens theoretisch weniger wahrscheinlich als bei reinen Fremdmanagern, dass sich Gesellschafter in ihrer Rolle als Geschäftsführer des Unternehmens opportunistisch gegenüber den anderen Anteilseignern verhalten (Becker 1974, Stewart 2003). Aber das Problem verschwindet auch nicht ganz, denn die Nutzen der Geschäftsführer aus opportunistischem Verhalten könnten durchaus größer sein als die entsprechenden Verluste in ihrer Rolle als Anteilseigner. Das gilt insbesondere für Geschäftsführer mit vergleichsweise wenigen Unternehmensanteilen.

Trotz der Dominanz der Principal Agent-Theorie in der bisherigen Literatur sind die Annahmen dieser Theorie durchaus nicht in allen Unternehmen gültig. Entsprechend ist Kritik an der Generalisierung der Ergebnisse der Principal Agent-Theorie formuliert worden. Albach (1997) hat die Principal Agent-Theorie und ihre Begründung für das Auftreten eines regelungsbedürftigen Corporate Governance-Problems als ein „Konfliktmodell“ bezeichnet. Dieses sehe das Unternehmen als ein Netz von Verträgen, in denen Interessengegensätze geregelt werden, und mache damit den Konflikt und seine Regelung zum Kernstück der Theorie der Unternehmung. Nach Albach taugt aber ein Konfliktmodell nicht als Basis einer Theorie der Firma: „So durchzieht Misstrauen alle Teilbereiche des Unternehmens, und alle Beteiligten sind vollauf damit beschäftigt, anreizverträgliche Verträge auszuhandeln, die das Misstrauen in den Grenzen halten, die einen Zusammenbruch des Gesamtsystems gerade noch verhindern.“ (Albach 1997, S. 1270) Aus diesen Gründen befürwortet er ein „Harmoniomodell“, in dem das Unternehmen eine Erfolgs- und Risikogemeinschaft aller Beteiligten auf der Basis von Vertrauen und Loyalität darstellt. Da es keiner Kontroll- und Anreizmechanismen für Manager oder Mitarbeiter bedarf, müssten Unternehmen mit einem Harmoniomodell der Corporate Governance deutlich niedrigere Agency-Kosten und damit Wettbewerbsvorteile gegenüber Unternehmen mit einem Konfliktmodell der Corporate Governance haben.

Eine ähnliche Grundüberlegung findet sich bei der Stewardship-Theorie (Doucouliagos 1994, Davis/Schoormann/Donaldson 1997). Sie beruht auf sozialwissenschaftlichen Arbeiten, welche die Annahme des opportunistischen Verhaltens in der Principal Agent-Theorie als empirisch nicht haltbar bzw. nicht bewiesen kritisieren (Hirsch/Michaels/Friedman 1987; Tricker 2009, S. 223). Die Stewardship-Theorie nimmt im Gegensatz zur Principal Agent-Theorie an, dass Geschäftsführer in Unternehmen intrinsisch motiviert sind, ihre Aufgaben bestmöglich zu erfüllen, und sich daher nicht opportunistisch gegenüber den Anteilseignern verhalten. Dahinter steht das Menschenbild eines „Stewards“, der aus dem Erfolg der Institution mehr Nutzen zieht als aus individuellen Vorteilen zu Lasten der Institution wie z.B. hohe Vergütung, Konsum am Arbeitsplatz oder vermiedenes Arbeitsleid. Stewards fühlen sich dem Unternehmen, für das sie arbeiten, auf Dauer verbunden und verpflichtet. Für die Gestaltung der Corporate Governance eines Unternehmens mit solchen Geschäftsführern bedeutet das vor allem, dass die Anteilseigner dem Management vertrauen, ihm weitreichende Autonomie geben und auf den Einsatz von Kontrollmechanismen verzichten sollten (Davis/Schoorman/

Donaldson 1997, S. 24–25). Es stellt sich jedoch aus der Sicht der Anteilseigner die praktische Schwierigkeit, bei der Einstellung und der Zusammenarbeit mit den Geschäftsführern nicht leicht erkennen zu können, ob diese dem Typ des Stewards angehören oder sich eher wie Agenten im Sinne der Principal Agent-Theorie verhalten.

In diesem Beitrag soll explizit die Corporate Governance von KMU untersucht werden. Wegen anderer Organisationsformen und wegen einer häufig engeren Verknüpfung von Geschäftsführung und Anteilseigentum unterscheidet sich die Corporate Governance von KMU erheblich von der in Großunternehmen (Jensen/Meckling 1976; Schulze/Lubatkin/Dino 2003; Chrisman/Chua/Litz 2004; Redlefsen/Witt 2006; Witt 2008; Wesel 2010, S. 4). Zudem muss berücksichtigt werden, dass KMU in sehr vielfältigen gesellschaftsrechtlichen und organisatorischen Erscheinungsformen auftreten (vgl. Klein 2000). Sie weisen keineswegs alle genau dieselben Governance-Strukturen und Governance-Probleme auf.

### **3 Governance-Vorteile in KMU**

#### **3.1 Identität von Eigentum und Leitung**

Die klassische Principal Agent-Theorie geht von einer personellen Trennung von Anteilseigentum und Geschäftsführung aus. Sie ist typisch für Großunternehmen, insbesondere wenn diese an einer Börse gelistet sind, aber nicht typisch für KMU. In sehr kleinen Ein Mann- bzw. Ein Frau-Unternehmen sind Anteilseigner und Geschäftsführer per Definition identisch. Folglich fehlt der potenzielle Interessenkonflikt zwischen Leitung und Kontrolle, der eine Grundannahme der Principal Agent-Theorie ist (Berle/Means 1932, Shleifer/Vishny 1997). In solchen Unternehmen gibt es keine Agency-Kosten (Jensen/Meckling 1976, S. 312). Sie haben folglich auch kein Corporate Governance-Problem. Dasselbe gilt für Unternehmen, in denen alle Gesellschafter gleich große Anteile halten und gleichberechtigt die Geschäftsführung wahrnehmen.

Der Principal Agent-Konflikt zwischen Anteilseignern und Managern tritt in einem KMU erst dann auf, wenn nicht alle Gesellschafter in der Geschäftsführung vertreten sind. In diesem Fall haben die geschäftsführenden aktiven Gesellschafter Informationsvorsprünge vor den passiven Gesellschaftern und können sich selbst geldwerte Vorteile verschaffen, die ihnen in Gänze zukommen, deren Kosten aber vom Unternehmen übernommen und damit von den passiven Gesellschaftern mitgetragen werden (Jensen/Meckling 1976, S. 313). Beispiele sind Firmenwagen, persönliche Clubmitgliedschaften oder teure Gemälde im Büro. Weiterhin könnten sich die Risiko- und Zeitpräferenzen von aktiven und passiven Gesellschaftern unterscheiden. Die in der Geschäftsführung aktiven Anteilseigner könnten auch hier ihre Informationsvorsprünge gegenüber den nicht geschäftsführenden Anteilseignern nutzen, um im Unternehmen Entscheidungen herbeizuführen, die ihrer eigenen Präferenzordnung entsprechen. Ein Beispiel für ein solches Verhalten sind Auslandsinvestitionen des Familienunternehmens, die zur Risikopräferenz der Geschäftsführer passen, aber aus Sicht der passiven Gesellschafter zu hohe Risiken für die zukünftige Dividende bergen. Ein Principal Agent-Konflikt tritt in einem KMU bzw. Familienunternehmen insbesondere dann auf, wenn die Geschäftsführung aus Nicht-Gesellschaftern, also einer professionellen Geschäftsführung, besteht (Nicht-Gesell-

schafter-Geschäftsführung). Hier ist eine personelle Trennung von Anteilseigentum und Geschäftsführung gegeben, was zu klassischen Governance-Problemen führt.

Bisherige empirische Untersuchungen zeigen, dass die zumindest teilweise Identität von Geschäftsführung und Anteilseigentum, die für KMU typisch und für Familienunternehmen per Definition gegeben ist, zu Wettbewerbsvorteilen führt (Giovannini 2010, Hansson/Liljebloom/Martikainen 2011, Swamy 2011). Aus der Sicht der Principal Agent-Theorie sind die Agency-Kosten bei Unternehmen mit geschäftsführenden Gesellschaftern geringer als in Unternehmen mit einer strikten Trennung von Leitung und Kontrolle, weil die familiären Bindungen ein opportunistische Verhalten der Geschäftsführer gegenüber den passiven Gesellschaftern unwahrscheinlich machen (Schulz/Lubatkin/Dino 2003, Chrisman/Chua/Litz 2004, S. 336; Witt 2008). Aus der Sicht der Stewardship-Theorie wird bei geschäftsführenden Gesellschaftern eines KMU ebenfalls ein Wettbewerbsvorteil erwartet im Vergleich zu Unternehmen mit Fremdmanagern, weil das Rollenverständnis des Stewards, also ein Verhalten im Interesse des Unternehmens, durch die familiäre Bindung an die anderen Anteilseigner gestärkt wird (Davis/Schoorman/Donaldson 1997).

### 3.2 Erleichterte Mitbestimmung

Mitbestimmung bedeutet die Beteiligung von Mitarbeitervertretern an unternehmerischen Entscheidungen. Auf betrieblicher Ebene bedeutet Mitbestimmung, dass Betriebsräte gebildet werden dürfen, die Informations-, Mitwirkungs- und Mitentscheidungsrechte bei sozialen, personellen und wirtschaftlichen Angelegenheiten des einzelnen Betriebs haben. In Deutschland ist die betriebliche Mitbestimmung im Betriebsverfassungsgesetz geregelt. Bei der Gründung eines Betriebsrats handelt es sich um ein Recht der Mitarbeiter, das ausgeübt werden kann, aber nicht ausgeübt werden muss. Bei weniger als fünf Mitarbeitern ist keine Betriebsratsgründung möglich. Die konkrete Anzahl der Betriebsratsmitglieder sowie deren etwaige Freistellung von ihren Arbeitsaufgaben hängen von der Anzahl der Mitarbeiter ab, in diesem Sinne ist das Ausmaß der betrieblichen Mitbestimmung also größenabhängig. Die materiellen Befugnisse und Pflichten eines Betriebsrats sind aber immer gleich, also nicht größenabhängig. Empirische Untersuchungen auf der Basis eines Betriebspanels des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung zeigen, dass in kleinen und mittleren Unternehmen deutlich seltener Betriebsräte gebildet werden als in großen (Ellguth/Kohaut 2010). Dieser Befund korrespondiert mit den Ergebnissen einer empirischen Studie des IfM Bonn sowie des BfS Kassel (Schlömer et al. 2007, S. 225ff.). Als zentrale Einflussfaktoren auf die Wahrscheinlichkeit der Existenz eines Betriebsrates in KMU wurden die Einstellung der Geschäftsführung zur betrieblichen Mitbestimmung, die Größe des Unternehmens sowie die Entwicklung der Anzahl der Beschäftigten in den letzten drei Jahren in einem logistischen Regressionsmodell identifiziert. D.h. Unternehmen, deren Inhaber bzw. Geschäftsführer eine stark positive Einstellung zur betrieblichen Mitbestimmung haben, weisen eine höhere Betriebsratswahrscheinlichkeit auf als Unternehmen, deren Geschäftsführung über eine stark negative Einstellung zur betrieblichen Mitbestimmung verfügt. Je kleiner das Unternehmen ist, desto geringer ist die Wahrscheinlichkeit, dass es einen Betriebsrat gibt. Solche Unternehmen, die in den letzten drei Jahren ihr Personal stark abgebaut haben, haben eine höhere Wahrscheinlichkeit, über einen Betriebsrat zu verfügen, als



jene Unternehmen, die im gleichen Zeitraum Personal aufgebaut haben. „Hinsichtlich der Auswirkungen anderer Vertretungsformen auf die Wahrscheinlichkeit der Existenz von Betriebsräten konnte gezeigt werden, dass Unternehmen, in denen es eine solche regelmäßige Vertretungsform gibt, seltener einen Betriebsrat haben. Offensichtlich gibt es also ein substitutives Verhältnis zwischen den unterschiedlichen Formen der Arbeitnehmervertretungen“ (Schlömer et al. 2007, S. 226).

Die Gründe für die mittelstandstypische Mitbestimmungsabstinenz werden durch die Fallstudien des BfS Kassel erhellt (Schlömer et al. 2007, S. 227f). Insbesondere das Führungsverständnis der Inhaber sowie die Betriebsgröße und die damit verbundenen Organisations- und Entscheidungsstrukturen waren von Bedeutung. Eine mögliche Erklärung ist der enge Kontakt zwischen Geschäftsführern und Mitarbeitern in KMU. Er führt möglicherweise dazu, dass die Mitarbeiter entweder aus Loyalität oder aus Angst oder wegen bestehender informeller Mitbestimmungsrechte auf die Gründung eines Betriebsrats verzichten (Schlömer-Laufen 2012, S. 3–4).

Auf Unternehmensebene bedeutet Mitbestimmung, dass Mitarbeitervertreter im Aufsichtsrat eines Unternehmens vertreten sind. Deutschland ist eines der wenigen Länder weltweit, das eine Mitbestimmung in diesem Sinne gesetzlich vorschreibt. In der GmbH, einer für den Mittelstand typischen Rechtsform, gibt es im Grundsatz keinen Aufsichtsrat. Nur ausnahmsweise, angesichts der 900.000 GmbHs ist es tatsächlich eine Ausnahme, ist ein Aufsichtsrat nach DrittelbG, MitbestG, MontanMitbestG oder MontanbestErgG erforderlich, wenn das Unternehmen mehr als 500 Arbeitnehmer beschäftigt. KMU im Sinne der von uns gewählten Größendefinition haben immer weniger als 500 Mitarbeiter und unterliegen also generell nicht der Mitbestimmungspflicht.

Vor diesen Hintergrund erlaubt das Gesetz in § 52 GmbHG der mitbestimmungsfreien GmbH die Einführung eines Aufsichtsrates. Das Gesetz erlaubt nicht nur die Einführung, sondern auch seine individuelle Ausgestaltung. KMU können also in ihren Aufsichtsrat, wenn sie freiwillig einen gebildet haben, Mitarbeitervertreter berufen, sie müssen aber nicht. Die Satzung kann beispielsweise festlegen, dass eine bestimmte Anzahl von Arbeitnehmern der Gesellschaft in den Aufsichtsrat gewählt werden muss oder dass der Vorsitzende des Betriebsrates Kraft Amtes Mitglied im Aufsichtsrat ist. Wer die Auswahl der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat unter den Arbeitnehmern trifft, ist wiederum Sache der Satzung (Lutter/Krieger 2008, S. 424). Auch die Rechte und Pflichten des fakultativen Aufsichtsrates nach § 52 GmbHG können nahezu beliebig gestaltet werden. Nur wenn die Satzung der betreffenden GmbH von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch macht, verweist das Gesetz mit § 52 GmbHG auf bestimmte Regeln des AktG (Lutter/Krieger 2008, S. 421).

### 3.3 Geringe Publizitätserfordernisse

Publizitätspflichten sind zunächst ein bekanntes Instrument zur Lösung von Principal Agent-Problemen. Denn zwischen den Anteilseignern und der Geschäftsführung besteht Informationsasymmetrie. Die externen Anteilseigner und die Fremdkapitalgeber sind weniger gut über die Geschäftslage und die strategischen Pläne des Unternehmens informiert als die Mitglieder der Geschäftsführung. Publizitätspflichten führen dazu, dass sich diese Informationsasymmetrie verringert. Sie können somit als Instrument zur Senkung



der Finanzierungskosten einschließlich der Transaktionskosten der Kapitalbeschaffung angesehen werden.

Publizitätspflichten bringen jedoch auch gravierende Nachteile mit sich. Denn die veröffentlichten Unternehmensdaten können nicht nur von externen Anteilseignern oder Fremdkapitalgebern eingesehen werden, sondern auch von Wettbewerbern und von Kunden. Einblicke in eine gute Vermögens- und Ertragslage eines Unternehmens können Kunden veranlassen, bei den nächsten Vertragsverhandlungen auf günstigere Preise zu drängen. Wettbewerber können sich ein besseres Bild von den Kostenstrukturen des publizierenden Unternehmens machen und attraktive Produktangebote erkennen. Auch eine Einschätzung der strategischen Ausrichtung eines Wettbewerbers wird umso leichter, je mehr dieser Wettbewerber Daten aus seinen Jahresabschlüssen und deren Anhängen veröffentlichen muss. Das Governance-Instrument der Publizität, das von seiner Intention her dem Schutz externer Kapitalgeber dient, benachteiligt KMU gegenüber Wettbewerbern, die nicht der Publizitätspflicht unterliegen. Insofern sind geringe oder ganz fehlende Publizitätserfordernisse als Wettbewerbsvorteil anzusehen.

Im Handelsgesetzbuch (HGB) werden die Kapitalgesellschaften zur Festlegung unterschiedlich weit reichender Publizitätspflichten in verschiedene Größenklassen eingeteilt. Nach § 267 (1) HGB ist eine Kapitalgesellschaft dann klein, wenn sie mindestens zwei der drei folgenden Merkmale im Jahresdurchschnitt nicht überschreitet: weniger als 4,84 Mio. Euro Bilanzsumme, weniger als 9,86 Mio. Euro Umsatz und weniger als 50 Mitarbeiter. Für mittelgroße Kapitalgesellschaften gelten nach § 267 (2) HGB die folgenden drei Merkmale: weniger als 19,25 Mio. Euro Bilanzsumme, weniger als 38,5 Mio. Euro Umsatz und weniger als 250 Mitarbeiter. Leider entsprechen diese Größenklassen nicht den Größendefinitionen für KMU, die das IfM Bonn nutzt und die wir auch in diesem Beitrag verwenden. So ist eine GmbH mit 40 Mio. Euro Umsatz und 300 Mitarbeitern zwar ein KMU im Sinne unserer Definition, aber ein großes Unternehmen, wenn es um die Publizitätspflichten geht. Für Personengesellschaften und Einzelunternehmen gelten in Deutschland jedoch ganz andere, weniger restriktive Größendefinitionen, wenn es um Publizitätspflichten geht.<sup>3</sup> Als Nicht-Kapitalgesellschaft wird ein Unternehmen erst publizitätspflichtig, wenn es mindestens zwei der folgenden drei Merkmale überschreitet: weniger als 65 Mio. Euro Bilanzsumme, weniger als 130 Mio. Euro Jahresumsatz und weniger als 5.000 Mitarbeiter. Konkret ist also eine Personengesellschaft mit 100 Mio. Euro Jahresumsatz und 1.000 Mitarbeitern nicht publizitätspflichtig, obwohl sie nach unserer Definition kein KMU mehr darstellt.

Die gesetzlichen Publizitätspflichten deutscher Unternehmen sind also nicht nur größenabhängig, sondern auch rechtsformabhängig. Grundsätzlich sehen sie umso stärkere Erleichterungen vor, je kleiner die Unternehmen sind. Wenn man Publizitätserfordernisse als Wettbewerbsnachteil ansieht, weil Konkurrenten ebenso wie Kunden sich aus veröffentlichten Unternehmensdaten ein mehr oder weniger detailliertes Bild von der Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens machen können, dann haben kleinere Unternehmen einen entsprechenden Governance-Vorteil gegenüber größeren Unternehmen.

## 4 Governance-Nachteile in KMU

### 4.1 Fehlende Kontrolle der Geschäftsführung durch die Stakeholder

Charakteristisch für eine stakeholderorientierte Geschäftsführung ist, dass neben die Verfolgung ökonomischer Ziele gleichberechtigt die Verfolgung interessenbezogener Ziele tritt (Welge/Al-Laham 2012, S. 260). Unter interessenbezogenen Zielen wird die Erfüllung der Forderung der vielfältigen Anspruchsgruppen (Stakeholder) eines Unternehmens, wie z.B. der Lieferanten, Kunden, Mitarbeiter, der Gesellschaft oder des Staates subsumiert. Von Interesse ist an dieser Stelle die Frage, inwieweit die Existenz eines Beirates die Geschäftsführung dazu motivieren kann, stakeholderorientiert zu führen und damit die nachhaltige Unternehmensentwicklung sicherzustellen. Der Beirat bzw. Aufsichtsrat ist das theoretisch wichtigste Instrument der Kontrolle der Geschäftsführung durch die externen Anteilseigner und andere Interessengruppen. Nach einer neueren Studie (Achenbach/Gottschalck 2012, S. 50) verfügen mehr als 60% der deutschen KMU über einen Beirat.

Ob Beiräte diese Kontrollfunktion erfüllen können, hängt in erster Line von ihrer personellen Zusammensetzung und ihrer Kompetenz bzw. Funktion ab, da eine gesetzliche Absicherung der Stakeholderinteressen in Form der Einräumung von Einfluss- und Machtpotenzialen hinter den Verhältnissen von Publikumsgesellschaften regelmäßig zurückbleibt (Oesterle 2007, S. 46–47). In der Praxis der Beiratstätigkeit können folgende Funktionen unterschieden werden (Kuck 2006, S. 101–102; May/Lehmann-Tolkmitt 2006, S. 229):

1. Der Beirat als Krisenmanager
2. Der Beirat als Berater
3. Der Beirat als Prüfer
4. Der Beirat als Entscheider
5. Der Beirat als Repräsentant

Insbesondere in der Rolle als Prüfer und Entscheider hätte der Beirat die Möglichkeit, stakeholderorientierte Interessen gegenüber der Geschäftsführung durchzusetzen. Ob der Beirat dieses Potenzial nutzt, hängt von der Zusammensetzung und der Qualifikation (vgl. dazu Punkt 5.1) des Gremiums ab. Zu der Frage, wie ein Beirat zusammengesetzt sein sollte, lassen sich eine Reihe normativer Aussagen und deskriptiver Befunde nachweisen (Kuck 2006, S. 139ff.; Kormann 2008, S. 445ff., May/Lehmann-Tolkmitt 2006, S. 228ff.). Der Beirat sollte tendenziell klein sein, wobei hinsichtlich der optimalen Größe kein Konsens besteht (Kormann 2008, S. 455). Ein weiteres Postulat geht dahin, familienfremden Sachverstand in den Beirat zu integrieren. Die Studie von May und Lehmann-Tolkmitt (2006, S. 228) weist nach, dass drei Viertel aller Beiräte heute schon ausschließlich oder überwiegend mit familienfremden Personen besetzt sind. Die Bestellung von Familienmitgliedern in den Beirat ist ambivalent zu beurteilen. Einerseits kann die Einbindung von Angehörigen, die nicht in der Geschäftsführung vertreten sind, von Fall zu Fall sinnvoll sein, andererseits können zwischen aktiven und passiven Teilhabern Konflikte entstehen, die dann die Arbeit des Beirates belasten. Eine weitere häufig genannte

Forderung ist, dass Beiräte unabhängig sein sollten und nicht aus wirtschaftlichen Gründen ihr Mandat ausüben sollten.

Neben diesen strukturellen Merkmalen ist entscheidend, welche Rechte und Pflichten dem Beirat eingeräumt werden. Die Beratung muss um eine echte Kontrolle ergänzt werden, die mit weitreichenden Kompetenzen einhergeht. Nach May und Lehmann-Tolkmitt (2006, S. 229) nehmen in nur vier von zehn Unternehmen Beiräte eine solche kontrollierende Funktion wahr.

Als Fazit kann daher festgehalten werden, dass aufgrund mangelnder gesetzlicher Absicherung der Stakeholderinteressen ein Kontrolldefizit besteht. Durch eine entsprechende Ausgestaltung der Satzung, die frei ist hinsichtlich der Zusammensetzung sowie der Rechte und Pflichten des Beirates, wäre es natürlich möglich, Stakeholderinteressen in der Unternehmensführung angemessen zu berücksichtigen. Inwieweit das tatsächlich geschieht, hängt sicherlich ab von dem Verhältnis von Wert- und Werteorientierung sowie der Unternehmenskultur des Unternehmens. Insofern ist es schwierig, generalisierende Aussagen zur Effektivität der Kontrolle der Geschäftsführung durch Aufsichtsräte und Beiräte zu machen. Die empirischen Studien, die zu dieser Frage bisher vorgelegt wurden (Klein 2005, Achenbach/Gottschalck 2012), legen jedoch die Vermutung nahe, dass es in vielen KMU faktisch keine wirksame Kontrolle der Geschäftsführung durch die Stakeholder gibt.

## 4.2 Gesellschafterkonflikte

Bei allen Unternehmen kann es Konflikte zwischen verschiedenen Anteilseignern geben. In der Theorie der Corporate Governance von Publikumsgesellschaften sind vor allem Interessenkonflikte zwischen Großaktionären und Kleinaktionären untersucht worden (Hart 1995, Shleifer/Vishny 1997, Tirole 2001). Großaktionäre verfügen typischerweise über bessere Unternehmensinformationen als Kleinaktionäre. Sie sind weniger einer Informationsasymmetrie gegenüber der Geschäftsführung ausgesetzt. Das liegt daran, dass Großaktionäre eher in den Kontrollgremien des Unternehmens vertreten sind und eher einen direkten Informationszugang zu den Mitgliedern der Geschäftsführung herstellen können als Kleinaktionäre. Wenn Großaktionäre zusätzlich über Möglichkeiten verfügen, sich wirtschaftliche Vorteile zu verschaffen, die Kleinaktionären nicht zugänglich sind (z.B. Vergütungen für eine Tätigkeit im Kontrollgremium, Beraterverträge oder Einkaufsrabatte), dann besteht für Kleinaktionäre das Risiko, von Großaktionären wirtschaftlich übervorteilt zu werden.

In KMU ist die Gefahr der Konflikte zwischen Anteilseignern noch größer als in Publikumsgesellschaften. Dabei geht es nicht nur um Konflikte zwischen den Besitzern großer und kleiner Anteilspakete, sondern auch um Konflikte zwischen passiven und aktiven Anteilseignern, z.B. Familienmitglieder, die nicht alle im Unternehmen tätig sind. Zunächst können aus Gründen des gesellschaftlichen Ansehens Konflikte über die Frage entstehen, welche Gesellschafter im Unternehmen arbeiten bzw. sogar als Geschäftsführer tätig sein dürfen und welche nicht (Baus 2003, S. 31). Passive Gesellschafter tragen zudem das Risiko, von den aktiven Gesellschaftern übervorteilt zu werden, wenn diesen für ihre Tätigkeit im Unternehmen unangemessen hohe Vergütungen oder nicht-monetäre Zusatzleistungen gewährt werden (Baus 2003, S. 39–40). Auch wegen der Dividendenpo-

litik des Unternehmens kann es zu Gesellschafterkonflikten kommen. Passive Gesellschafter befürworten häufig hohe Gewinnausschüttungen, während aktive Gesellschafter Gewinne lieber thesaurieren und für Investitionen nutzen wollen (May 2004, S. 168).

Der Ausstieg von Gesellschaftern ist eine mögliche Reaktion auf Konflikte mit anderen Gesellschaftern. Die Interessenlage der Anteilseigner eines KMU kann hinsichtlich des Ausstiegs anderer Anteilseigner sehr unterschiedlich sein, es gibt drei denkbare Konstellationen. Zunächst könnte ein Anteilseigner das Unternehmen zu verlassen beabsichtigen, die restlichen Anteilseigner dies aber ablehnen. Eine genau umgekehrte Situation tritt ein, wenn jemand Anteilseigner bleiben will, die anderen jedoch seinen Ausstieg wünschen. Schließlich gibt es noch den einvernehmlichen Ausstieg eines Anteilseigners, den alle anderen befürworten. Empirische Studien zeigen, dass die ersten beiden Typen von Gesellschafterausstiegen zu erheblichen Belastungen für das betroffene Unternehmen führen können (Redlefsen 2004, S. 43 und Redlefsen/Witt 2006). Die Übertragung von Anteilen eines ausscheidenden Gesellschafters in einem KMU, das ja typischerweise nicht börsennotiert ist und daher nicht auf einen institutionalisierten Markt für die Gesellschaftsanteile zurückgreifen kann, ist wegen der unklaren Unternehmensbewertung immer schwierig.

Besonders konfliktträchtig wird das Ausscheiden eines Gesellschafters aber, wenn es sich um einen großen Anteilsbesitz handelt und wenn die anderen Anteilseigner nicht gewillt sind, die Anteile eines ausscheidenden Gesellschafters zu übernehmen. Die vielleicht offensichtlichste Belastungswirkung durch einen Ausstieg von Anteilseignern ist der Liquiditätsabfluss im Unternehmen (im Fall von Abfindungszahlungen) oder bei den verbleibenden Anteilseignern (im Fall des Erwerbs der Gesellschaftsanteile durch diese Personen). Der Ausstieg kann über die Liquiditätsabflüsse aus Abfindungs- bzw. Anteilsübernahmen hinaus zu weiteren finanziellen und wirtschaftlichen Belastungen des Unternehmens führen. Dies ist insbesondere dann zu erwarten, wenn Streitereien die Qualität der Unternehmensführung oder die Beziehung zu Mitarbeitern und Geschäftspartnern (insbesondere Banken und Kunden) beeinträchtigen, weil diese durch das Verhalten der Beteiligten verunsichert oder sogar zur Kündigung veranlasst werden. Die Qualität der Unternehmensführung leidet nicht nur durch Streitereien, sondern auch durch den Verlust an unternehmerischer oder technologischer Kompetenz, wenn der ausscheidende Anteilseigner Mitglied der Geschäftsführung oder des Kontrollgremiums ist und im Rahmen des Ausstiegs auch diese Funktion aufgibt. Im schlimmsten Fall ist das Ergebnis eines Gesellschafterausstiegs die Insolvenz des KMU (Redlefsen/Witt 2006, S. 12–13).

#### 4.3 Abhängigkeit von der Fremdfinanzierung

In der Mehrzahl der bisherigen theoretischen Modelle der Corporate Governance steht, ganz der Tradition der Pionierarbeit von Berle und Means (1932) folgend, der potenzielle Interessenkonflikt zwischen Anteilseignern und Geschäftsführern im Vordergrund. In solchen Modellen werden Governance-Probleme der Eigenkapitalfinanzierung betrachtet (Witt 2003, S. 18–36). Zur Lösung dieser Interessenkonflikte kommen traditionelle Governance-Instrumente zum Einsatz. Beispiele sind eine anreizverträgliche Vergütung der Geschäftsführung, eine Kontrolle der Geschäftsführung durch Aufsichtsgremien, Publizitätspflichten der Geschäftsführung, Haftungsvorschriften für Geschäftsführer

oder feindliche Übernahmen. Alle diese Instrumente dienen dem Schutz der externen, also nicht geschäftsführenden Anteilseigner vor opportunistischem Verhalten der Geschäftsführer bzw. der Großanteilseigner.

Wenn ein Unternehmen nicht oder nicht in größerem Umfang externes Eigenkapital aufgenommen hat, dann sind Governance-Instrumente zum Schutz der externen Anteilseigner entbehrlich. Das bedeutet aber noch nicht, dass alle Governance-Instrumente entbehrlich sind. Denn kaum ein Unternehmen kommt ohne externe Finanzierung aus. Der in der Praxis der KMU sehr häufig anzutreffende Fall ist der einer weitgehenden Innen- und Fremdfinanzierung des Unternehmens, z.B. durch Gewinnthesaurierungen und Bankkredite (Albach 1994, S. 675–677). Das zentrale Governance-Problem ist dann nicht mehr der Schutz der externen Anteilseigner, sondern der Schutz der Fremdkapitalgeber vor opportunistischem Verhalten der Geschäftsführer.

Nun kann man die Principal Agent-Theorie grundsätzlich genauso gut auf die Fremdfinanzierung anwenden wie auf die Eigenkapitalfinanzierung. Bestimmte Instrumente des Gläubigerschutzes wie z.B. feste Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen des Unternehmens sind sogar als wirksamer Schutz für beide Arten von Finanziers identifiziert worden (Jensen 1986, Hart 1995). Es ist jedoch zu beachten, dass unterschiedliche Fremdfinanzierungsinstrumente verschiedenartige Schutzbedürfnisse der Kapitalgeber entfalten und aus diesem Grund in der Praxis auch mit unterschiedlichen Informations- und Schutzrechten ausgestattet werden. Gesellschafterdarlehen führen zu anderen Corporate Governance-Problemen als z.B. verbrieft und am Kapitalmarkt gehandelte Unternehmensanleihen.

Bei einer theoretischen Analyse der Fremdfinanzierung im Sinne der Principal Agent-Theorie ist der Principal die Kreditgeberin, der Agent ist die Geschäftsführung des zu finanzierenden Unternehmens. Potenzielle Informationsasymmetrie besteht genau wie im Fall der Eigenkapitalfinanzierung zugunsten der Geschäftsführung. Interessendivergenzen liegen vor, weil Principal und Agent nicht in gleichem Maße an Gewinnen und Verlusten des Unternehmens partizipieren. Kreditgeber haben bei günstiger Geschäftsentwicklung nur Ansprüche auf die vereinbarte Verzinsung und die Kapitalrückzahlung. An den Überschüssen des Unternehmens partizipieren sie nicht. Im Fall einer ungünstigen Geschäftsentwicklung drohen jedoch die Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens und damit der Ausfall des Kredits. Aufgrund dieser asymmetrischen Beteiligung an Gewinnen und Verlusten werden Fremdkapitalgeber deutlich weniger Bereitschaft zeigen, unternehmerische Risiken einzugehen bzw. risikoreiche Projekte zu finanzieren, als Eigenkapitalgeber. Sie werden zudem versuchen, Absicherungen gegen das Kreditausfallrisiko zu erhalten, z.B. in Form von Sicherungsübereignungen oder Pfandrechten. Konkret ist mit zunehmender Fremdfinanzierung eines Unternehmens also zu erwarten, dass Instrumente des Gläubigerschutzes die typischen Instrumente des Anteilseignerschutzes ergänzen oder sogar ersetzen.

Ein wirksamer Gläubigerschutz ist gut für die Kreditgeber, er führt in Verbindung mit eingeschränkten Möglichkeiten der Eigenkapitalfinanzierung jedoch zu erheblichen Nachteilen für KMU. Konkret entsteht die Gefahr, von der Fremdfinanzierung durch Banken abhängig und damit in den strategischen Entwicklungsmöglichkeiten eingeschränkt zu werden. Denn in der Praxis ist die Informationsasymmetrie zwischen kreditgebenden Banken und der Geschäftsführung eines KMU sehr gering (vgl. Albach 1999,

S. 433–439). Inhaltlich umfassende und zeitnahe Berichtspflichten der Geschäftsführung an die kreditgebenden Banken sind die Norm, nicht die Ausnahme. KMU müssen detaillierte Investitions- und Unternehmenspläne vorlegen, wenn sie neue Kredite erhalten wollen. In vielen Beiräten und Aufsichtsräten von KMU sitzen Bankvertreter (Achenbach/Gottschalck 2012), die dann nicht nur über umfassende Informationsrechte, sondern je nach Satzung auch über weit reichende Mitspracherechte verfügen. Je weniger gut andere Quellen der Finanzierung verfügbar sind und je weniger gut prognostizierbar die Innenfinanzierungskraft eines KMU ausfällt, z.B. wegen eines volatilen Marktumfelds oder wegen einer sich schnell verändernden technologischen Basis, desto stärker wird die Abhängigkeit eines KMU vom Wohlwollen bzw. von einer positiven Kreditwürdigkeitsbeurteilung durch die Banken.

## 5 Offene Forschungsfragen zur Corporate Governance in KMU

### 5.1 Qualifikation von Beirats- und Aufsichtsratsmitgliedern

Das Aufsichtsgremium, also der Aufsichtsrat bzw. der Beirat eines Unternehmens, ist grundsätzlich in der bisherigen Literatur zu Corporate Governance sehr intensiv behandelt worden. Es haben sich hier in vielen Bereichen auch klare Empfehlungen ergeben. Erstens geht es um die Frage, welche Interessengruppen im Aufsichtsrat bzw. Beirat vertreten sein sollen. Im Fall einer reinen Eigenkapitalfinanzierung müssen Vertreter der Anteilseigner im Aufsichtsgremium sitzen und dort ihre Kontroll- und Informationsrechte gegenüber der Geschäftsführung ausüben. Im Fall einer weitgehenden Fremdfinanzierung des Unternehmens ohne externe Eigenkapitalgeber, wie sie für kleine Unternehmen ganz typisch ist, wird man im Aufsichtsrat bzw. Beirat eher Vertreter der kreditgebenden Banken erwarten. Im Fall einer Mischung aus externer Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung werden die Sitze im Aufsichtsrat bzw. Beirat zwischen den Vertretern beider Finanziers aufgeteilt werden müssen.

Zweitens sind die konkreten Befugnisse zu benennen, die das Aufsichtsgremium haben sollte. Sie können insbesondere in Unternehmen mit der Rechtsform der GmbH weitgehend frei von der Satzung festgelegt werden. Auch hier gibt es schon viele vorliegende Forschungsarbeiten. Empirischen Studien zufolge nutzen die meisten deutschen KMU in der Rechtsform der GmbH, die überhaupt ein Aufsichtsgremium eingerichtet haben, einen Beirat ohne kontrollierende Funktionen im Sinne der Principal Agent-Theorie, also ohne Personalkompetenz gegenüber der Geschäftsführung (Klein 2005). Ein solches Gremium erfüllt beratende Funktionen, nicht primär Governance-Funktionen. Wenn ein Beirat oder Aufsichtsrat aber kein Recht zur Auswahl und zur Abberufung von Geschäftsführern hat, ist eine wirksame Sanktionierung schlechter Leistungen der Geschäftsführung faktisch unmöglich. Ein nur beratender Beirat ist der Geschäftsführung hierarchisch nicht über-, sondern untergeordnet. Er fungiert als Unterstützungsgremium für die Geschäftsführung, nicht als Kontrollgremium für externe Eigen- oder Fremdkapitalgeber im Sinne der Principal Agent-Theorie. Die Zufriedenheit der Geschäftsführung mit ihrem Beirat kann entsprechend auch nicht als Nachweis guter Corporate Governance angesehen werden, selbst wenn das in manchen Studien zur Corporate Governance im Mittelstand so gemacht wird (vgl. z.B. Wesel 2010, S. 332 ff.).



Drittens geht es um die Frage, welche fachlichen und persönlichen Qualifikationen die Mitglieder des Aufsichtsgremiums mitbringen müssen, um ihre in der Satzung oder in Gesetzen formulierten Aufgaben erfolgreich wahrnehmen zu können. Hier liegen bisher jedoch nur sehr wenige Forschungsergebnisse vor. Es existieren auch in den entsprechenden Gesetzestexten kaum konkret formulierte Anhaltspunkte dafür, welche Anforderungen an Aufsichtsräte und Beiräte gestellt werden. In § 100 (1) AktG heißt es beispielsweise: „Mitglied des Aufsichtsrats kann nur eine natürliche, unbeschränkt geschäftsfähige Person sein“. Da der Begriff „Beirat“ im Gesetz nicht definiert ist, existieren für die Mitglieder von Beiräten gar keine gesetzlich festgelegten Mindestqualifikationen. Im Folgenden soll das Qualifikationsproblem daher als offene Forschungsfrage angesehen und auf drei Ebenen adressiert werden, den Mindestvoraussetzungen, den erforderlichen Kompetenzen der Einzelmitglieder und der Zusammensetzung der Gruppe. Zu den Mindestvoraussetzungen gehören die Kenntnisse der Rechte und Pflichten sowie der gesetzlichen und satzungsmäßigen Aufgaben eines Aufsichtsrates. Darüber hinaus sollte ein Beirats- oder Aufsichtsratsmitglied in der Lage sein, Berichte von Vorstand und Ausschüssen sowie Jahresabschlüsse und Prüfungsberichte des Abschlussprüfers zu verstehen. Da ein Aufsichtsrat Führungsentscheidungen auf Rechtsgültigkeit, Wirtschaftlichkeit und ihren Nutzen begleitet und kontrolliert, ist die Kenntnis der einschlägigen Gesetze und der Satzung notwendig. Im Falle der Nichterfüllung dieser Mindestvoraussetzungen liegt ein Übernahmeverschulden vor (Kuck 2006, S. 128).

Grundsätzlich sind die Kompetenzen der Einzelmitglieder aus den Aufgaben eines Beirates abzuleiten. Diese sind sicherlich in einem Start-up Unternehmen anders als in einem am Markt bereits etablierten Unternehmen (Kormann 2008, S. 458). Dennoch lassen sich bestimmte Kompetenzen identifizieren, die allgemeingültiger Natur sind (Kormann 2008, S. 462–463; Benning-Rohnke/Hasebrook 2012, S. 54). Dazu zählen Branchen- und Marktkennntnisse, Befähigung zu Prüf- und Kontrollaufgaben, Handlungs- und Sozialkompetenz im Hinblick auf das Management, Handlungs- und Sozialkompetenz im Hinblick auf das Personal- und Veränderungsmanagement, persönliche Integrität sowie Unabhängigkeit. Darüber hinaus können – etwa für Beiräte in Familienunternehmen – noch weiter gehende Kompetenzprofile in Betracht gezogen werden, wie z.B. Vertrautheit mit den besonderen Bedingungen von Familienunternehmen (Kormann 2008, S. 462). Dieses Profilmerkmal wäre etwa dann erfüllt, wenn das Beiratsmitglied aus einem Unternehmerhaushalt stammt, Gesellschafter in einem Familienunternehmen ist oder seine berufliche Entwicklung in einem Familienunternehmen stattgefunden hat. Ähnliches gilt für spezielle Technologiekenntnisse, die für die effektive Wahrnehmung von Beratungs- und Kontrollaufgaben im Aufsichtsgremium unerlässlich sein können.

In der praxisnahen Qualifikationsdiskussion wird insbesondere die Zusammensetzung des Gremiums diskutiert. Dazu formuliert der Deutsche Corporate Governance Kodex unter Punkt 5.4.1: „Der Aufsichtsrat ist so zusammenzusetzen, dass seine Mitglieder insgesamt über die zur ordnungsgemäßen Wahrnehmung der Aufgaben erforderlichen Kenntnisse, Fähigkeiten und fachlichen Erfahrungen verfügen“. Ob die genannten Kompetenzen der einzelnen Aufsichtsrats- oder Beiratsmitglieder wirksam werden, hängt also auch von der Zusammensetzung und Interaktion des Gremiums ab. Die Forschung zur Gruppenpsychologie zeigt, dass in effektiven Gruppen nicht etwa Harmonie, sondern kritisches Hinterfragen und Abwägen von Alternativen die Norm ist. Vielfalt kann daher,



die Kompetenz der einzelnen Mitglieder vorausgesetzt, die besondere Stärke eines Aufsichtsgremiums sein, insbesondere wenn es ein im Tagesgeschäft verhaftetes und für kritische Fragen nicht besonders empfängliches Management berät (Benning-Rohnke/Hasebrook 2012, S. 55).

## 5.2 Board Dynamics

Eine Studie von Sonnenfeld (2002), die effiziente und nicht-effiziente Boards miteinander vergleicht, weist keine signifikanten Unterschiede hinsichtlich der Strukturmerkmale von Corporate Governance aus. Sonnenfeld (2002, S. 106ff.) schließt daraus: „It isn't structural, it's social [...] What distinguishes exemplary boards is that they have robust, effective social systems with a virtuous cycle of respect, trust and candour“. Damit rücken Fragestellungen in den Vordergrund, wie z.B.: Was beeinflusst das soziale Verhalten der Beirats- und Aufsichtsratsmitglieder, welche unsichtbaren Blockaden für Transparenz gibt es, welche Einstellungen und Mindsets haben Beirats- und Aufsichtsratsmitglieder und wie kann eine effektive Beirats- und Aufsichtsratskultur geschaffen werden (Cairnes 2003). Damit wird die Corporate Governance-Forschung auf eine personenbezogene Ebene ausgeweitet, die sich mit der Erforschung des Verhaltens und der Einstellungen der Gremienmitglieder befasst, während die bisherige Forschung sich in erster Line auf die regulatorische und die Ebene der freiwilligen Verhaltenskodizes konzentriert hat (Welge/Eulerich 2012, S. 20–21; Tricker 2009, S. 235).

In der eher praxisbezogenen Board Dynamics-Literatur wird die regelmäßige Überprüfung der Aufsichtsrats-effizienz thematisiert, wobei eingeräumt werden muss, dass dieses Instrument nur teilweise Dimensionen der personenbezogenen Ebene adressiert.

Nach § 161 AktG muss der Aufsichtsrat im Rahmen der jährlichen Entsprechenserklärung zur Evaluierung und Effizienzprüfung Stellung nehmen. Auch durch den DCGK wird im Kodexpunkt 5.6 die Notwendigkeit einer regelmäßigen Überprüfung der Effizienz des Aufsichtsrates empfohlen. Trotzdem ist die eigentliche Art der Durchführung für die Unternehmen nicht verbindlich vorgegeben (Eulerich/Welge 2011, S. 129). Die Zielsetzung einer guten Corporate Governance kann aber nur dann realisiert werden, wenn in regelmäßigen zeitlichen Abständen die Leistungsfähigkeit des Kontrollorgans überprüft wird. Durch die Identifikation von Schwachstellen wird nicht nur ein Verbesserungsprozess initiiert, sondern es werden auch konkrete Hinweise zur besseren Struktur und zu besseren Prozessen gegeben (Welge/Eulerich 2012, S. 210–211). Allerdings hat sich bisher noch kein gültiger Standard zur Effizienzprüfung herausgebildet. Es existieren zwar in der Literatur unterschiedliche Darstellungen von Prüfungsmodi und Phasenmodellen, die konkrete praktische Ausgestaltung wird aber eher nur rudimentär betrachtet (Fischhuber 2008, S. 77ff.; Strieder 2007, S. 500–505). Oftmals ist unklar, anhand welcher Kriterien die Evaluation der einzelnen Mitglieder bzw. des Gesamtgremiums erfolgen soll. Nach Debus (2010, S. 147ff.) können drei unterschiedliche Effizienzkriterien unterschieden werden, die Informationseffizienz, die Interaktionseffizienz und die Zeiteffizienz.

In Tabelle 1 sind die positiven und negativen Einflussfaktoren auf die Effizienzkriterien zusammengefasst.

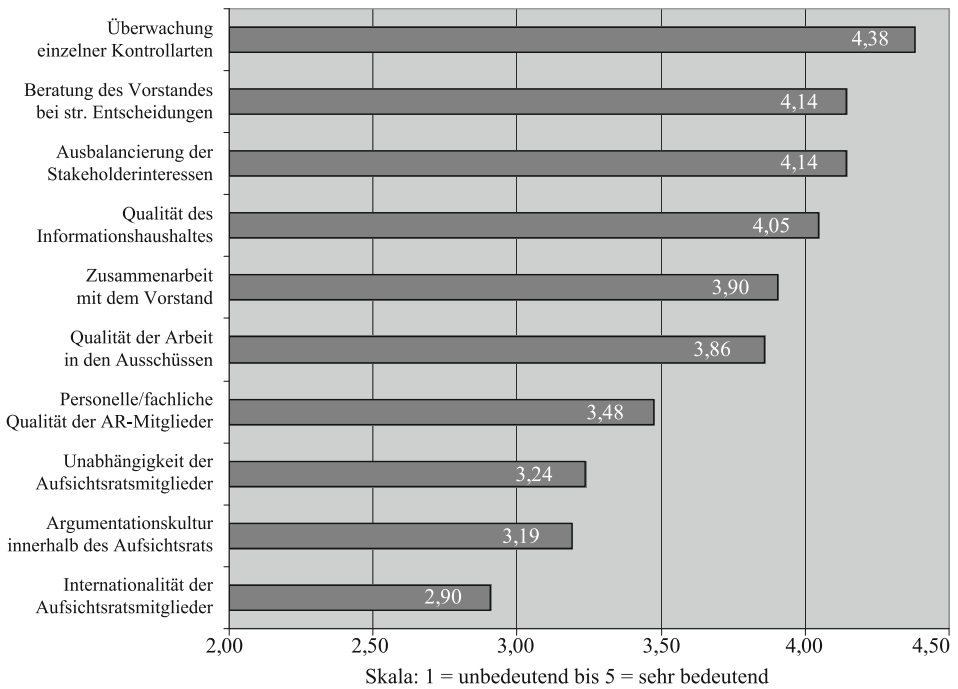
Zur praktischen Ausgestaltung der Effizienzprüfung haben Eulerich und Welge (2010, S. 106) eine qualitative Studie durchgeführt. Es konnte ein relativ stabiles Muster hin-

**Tab. 1:** Effizienzindikatoren im Überblick (nach Debus 2010, S. 120)

Informationseffizienz	Interaktionseffizienz	Zeiteffizienz
<b>Effizienzsteigernd:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Berichtspflicht des Vorstands ist weiter präzisiert als gesetzliches Mindestmaß</li> <li>■ Einladung zur Sitzung erfolgt rechtzeitig (mind. 2 Wochen Vorlauf)</li> <li>■ Tagesordnung ist vollständig (inkl. Vorschläge der Aufsichtsratsmitglieder und Sitzungsunterlagen)</li> <li>■ Existenz von entscheidungsvorbereitenden Ausschüssen</li> <li>■ Sitzungsvorbereitung durch Ausschüsse</li> </ul>	<b>Effizienzsteigernd:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sitzungshäufigkeit (mehr als vier Mal im Jahr)</li> <li>■ Ausschusstätigkeit</li> <li>■ Beschlussfähigkeit setzt Teilnahme von mehr als der Hälfte der Aufsichtsratsmitglieder voraus</li> <li>■ Gemischte Beschlussfassung möglich</li> <li>■ In Patt-Situation erneute Aufnahme der Diskussion vor zweiter Abstimmung</li> </ul>	<b>Effizienzsteigernd:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Außerordentlich Beschlussfassung im Umlaufverfahren ohne Widerspruchsrecht</li> <li>■ In Patt-Situation 2. Stimme des Vorsitzenden in der gleichen Sitzung gibt Ausschlag</li> </ul>
<b>Effizienzmindernd:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Berichtspflicht nur an den Vorsitzenden präzisiert</li> <li>■ Sitzungsvorbereitung allein durch den Vorsitzenden</li> <li>■ Vorsitzender entscheidet allein über Einladungsfrist</li> <li>■ Tagesordnung im Ermessen des Vorsitzenden</li> <li>■ Entscheidungsvorbereitende Ausschüsse ausschließlich mit Kapitaleignern besetzt</li> </ul>	<b>Effizienzmindernd:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Vorsitzender entscheidet allein über Hinzuziehung von Vorstand oder Sachverständigen</li> <li>■ Automatisches Anwesenheitsrecht für Vorstand</li> <li>■ Erschwerung der Beschlussfähigkeit durch einseitig bevorzugende Bestimmung der Anteilseigner</li> <li>■ Verschärfung der Verschwiegenheitspflicht</li> <li>■ In Patt-Situation Ausschluss einer erneuten Diskussion</li> </ul>	<b>Effizienzmindernd:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Vertagung der Sitzung bei Abwesenheit des Vorsitzenden, nichtparitätischer Besetzung oder Stimmenungleichheit</li> </ul>

sichtlich jährlicher Prüfung und Eigenbewertung nachgewiesen werden, während der eigentliche Evaluationsgegenstand – Gesamtgremium oder Einzelmitglied – unterschiedlich ausgeprägt war. Über die Ergebnisse zu den inhaltlichen Bewertungskriterien informiert Abb. 1.

Die Befunde deuten auf eine untergeordnete Rolle von persönlichen Kriterien zur Beurteilung der Effizienz der Einzelmitglieder und des Gesamtgremiums hin. Hierzu zählen sowohl die individuellen Fähigkeiten als auch die Unabhängigkeit oder die Internationalität der einzelnen Aufsichtsratsmitglieder. Viel wichtiger und von eindeutiger praktischer Relevanz sind hingegen die Qualität der Überwachung durch das Gesamtgremium, die Beratung und Zusammenarbeit mit dem Vorstand sowie die Berücksichtigung der Interessen der unterschiedlichen Stakeholder.



**Abb. 1:** Beurteilungskriterien einer Effizienzprüfung (vgl. Eulerich/Welge 2010, S. 107)

### 5.3 Optimale Finanzierung für KMU

Die für ein KMU relevanten Governance-Probleme werden maßgeblich geprägt von seiner Finanzierungsstruktur. Sie legt fest, welche Stakeholder vorhanden sind bzw. welche Stakeholder besonderen Schutzes bedürfen. Bei einer reinen Fremdkapitalfinanzierung hat Corporate Governance die Aufgabe, die Vermögensinteressen der Fremdkapitalgeber zu schützen. Bei einer reinen Eigenkapitalfinanzierung bedarf es dagegen keines Gläubigerschutzes. Die Aufgabe der Corporate Governance besteht dann vielmehr im Schutz der externen, also nicht geschäftsführenden Eigenkapitalgeber. Im typischen Fall einer gemischten Kapitalstruktur kommt es auf die relative Bedeutung der verschiedenen Finanzierungsformen für die Gesamtfinanzierung eines KMU an. Je größer der Verschuldungsgrad ist, desto eher wird man z.B. Bankvertreter in den Aufsichts- oder Beiräten erwarten. Die Finanzierungssituation bzw. die Finanzierungsstrategie eines Unternehmens ist auch jenseits der Kapitalstruktur von großer Bedeutung für seine Corporate Governance. Es kommt nämlich nicht nur auf die Art des Kapitals an, sondern auch darauf, wer es zur Verfügung stellt und wie die Finanzierung vertraglich gestaltet wurde (Achleitner/Wahl 2004, S. 63). Je mehr vertragliche Regelungen zum Schutz des Kapitalgebers vereinbart wurden, desto weniger Bedarf besteht für einen institutionellen Schutz der Kapitalgeber, z.B. durch Beiratsmandate oder durch Informationspflichten des Unternehmens.

Empirische Studien zeigen, dass deutsche KMU im europäischen Vergleich die höchsten Verschuldungsgrade bzw. die niedrigsten Eigenkapitalquoten aufweisen. 38% aller

deutschen KMU sind rein fremdfinanziert, d.h. sie weisen gar kein bilanzielles Eigenkapital auf (Achleitner/Fingerle 2004, S. 13–14). Insofern ist es nicht verwunderlich, dass der Gläubigerschutz in der deutschen Corporate Governance-Praxis eine größere Rolle spielt als in vielen anderen europäischen Ländern. Die betriebswirtschaftliche Forschung sollte verstärkt der Frage nachgehen, wie KMU ihre Eigenkapitalausstattung verbessern können, bzw. was die wesentlichen Hemmnisse einer besseren Eigenkapitalausstattung sind (Albach 1995).

Eine weitere wichtige Forschungsfrage betrifft innovative Fremdfinanzierungsinstrumente für KMU, sogenanntes „Private Debt“ (Achleitner/Wahl 2004). Hier können vertragliche Regelungen des Gläubigerschutzes die traditionellen Instrumente der Corporate Governance wie Beirat oder Informationspflichten ergänzen und teilweise auch ersetzen. Ähnliches gilt für die Mezzanine-Finanzierung, also für Finanzierungsinstrumente mit Eigen- und Fremdkapitalcharakter. Ein Beispiel sind stille Beteiligungen, die bei deutschen KMU häufig vorkommen (Oldenbourg/Preisenberger 2004). Hier leisten externe Kapitalgeber eine zeitlich befristete Einlage, die für die Dauer der Überlassung in das Vermögen des Unternehmens übergeht. Im Gegenzug werden sie am Gewinn des Unternehmens beteiligt, im Fall einer atypischen stillen Gesellschaft auch an den Verlusten. Die stillen Gesellschafter verfügen grundsätzlich über Informations- und Kontrollrechte, treten nach außen aber nicht als Anteilseigner in Erscheinung und sind auch nicht befugt, die Geschäftsführung zu übernehmen. Die konkrete Ausprägung der Informations- und Kontrollrechte der stillen Gesellschafter unterliegt jedoch weitgehend der privaten Vertragsfreiheit und variiert in der Praxis sehr stark (Oldenbourg/Preisenberger 2004). Hier könnte die Forschung zu KMU ansetzen und in empirischen Studien zu klären versuchen, in welcher Art KMU welche Vertragsklauseln eingesetzt werden, in welchem Verhältnis sie zu anderen Governance-Mechanismen stehen und wann stille Beteiligungen aus ökonomischer Sicht Vorteile gegenüber anderen Formen der Finanzierung von KMU haben.

## Anmerkungen

- 1 Im gesamten Artikel wird aus Gründen der besseren Lesbarkeit bei geschlechtsspezifischen Begriffen die masculine Form verwendet. Diese Form versteht sich explizit als geschlechtsneutral. Gemeint sind selbstverständlich immer beide Geschlechter.
- 2 Wesentlich restriktiver ist die KMU-Definition der EU-Kommission, nach der ein Unternehmen dann als klein oder mittelgroß anzusehen ist, wenn es weniger als 249 Mitarbeiter hat und weniger als 50 Mio. Euro Jahresumsatz macht (Mugler 2005, S. 26).
- 3 Die entsprechenden gesetzlichen Vorschriften stehen im Publizitätsgesetz (PublG), die Größenvorschriften finden sich gleich in § 1 (1) PublG.

## Literatur

- Achenbach, C./Gottschalck, F. (2012): Vergütung mittelständischer Beiräte, in: Der Aufsichtsrat 9, 50–52
- Achleitner, A.-K./Wahl, S. (2004): Private Debt als alternative Finanzierungsform für mittelständische Unternehmen, in: Achleitner, A.-K./von Einem, C./von Schröder, B. (Hrsg.): Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Stuttgart, S. 41–80

- Achleitner, A.-K./Fingerle, C. (2004): Finanzierungssituation des deutschen Mittelstands, in: Achleitner, A.-K./von Einem, C./von Schröder, B. (Hrsg.): *Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand*, Stuttgart, S. 5–40
- Albach, H. (1995): Finanzierungspolitik mittelständischer Unternehmen, in: Gerke/W./Steiner, M. (Hrsg.): *Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens*, 2. Auflage, Stuttgart, 673–681
- Albach, H. (1997): Gutenberg und die Zukunft der Betriebswirtschaftslehre, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 67, 1257–1283
- Albach, H. (1999): *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, 1. Auflage, Wiesbaden
- Albach, H./Held, T. (Hrsg.) (1984): *Betriebswirtschaftslehre mittelständischer Unternehmen*, Stuttgart
- Albach, H./Letmathe, P. (Hrsg.) (2008): *Corporate Governance in der Praxis mittelständischer Unternehmen*, Wiesbaden
- Astrachan, J. H./Klein, S. B./Smyrnios, K. X. (2002): The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem, in: *Family Business Review* 15, 45–58
- Baus, K. (2003): *Die Familienstrategie. Wie Familien ihr Unternehmen über Generationen sichern*, Wiesbaden
- Becker, G. S. (1974): A theory of social interaction, in: *Journal of Political Economy* 82, 1063–1093
- Benning-Rohnke, E./Hasebrook, J.P. (2012): Kompetenz, Vielfalt und Kooperation: Aufstellung des Aufsichtsrats als professionelles Kontrollgremium, in: *Der Aufsichtsrat* 9, 53–55
- Bergstrom, T. C. (1989): A fresh look at the rotten kid theorem and other household mysteries, in: *Journal of Political Economy* 97, 1138–1159
- Bernhardt, W. (1994): Keine Aufsicht und schlechter Rat? Zum Meinungsstreit um deutsche Aufsichtsräte, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 64, 1341–1350
- Berle, A. A./Means, G. C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York
- Cairnes, M. (2003): *Board Rooms that work. A guide to Board Dynamics*, Sydney
- Chrisman, J./Chua, J./Litz, R. (2004): Comparing the Agency Costs in Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence, in: *Entrepreneurship Theory & Practice* 28, 335–354
- Davis, J./Schoorman, F./Donaldson, L. (1997): Toward a Stewardship Theory of Management, in: *Academy of Management Review* 22, 20–47
- Debus, M. (2010): *Evaluation des Aufsichtsrats: Theoretische Grundlagen und empirische Befunde*, Wiesbaden
- Doucouliaos, C. (1994): A note on the evolution of Homo Oeconomicus, in: *Journal of Economic Issues* 28, 877–883
- Ellguth, P./Kohaut, S. (2010): Tarifbindung und betriebliche Interessenvertretung: Aktuelle Ergebnisse aus dem IAN-Betriebspanel 2009, in: *WSI-Mitteilungen* 63/2010/4, 204–209
- Eulerich, M./Welge, M.K. (2011): Praxis der Effizienzprüfung in DAX-Aufsichtsräten. Zur Relevanz der genutzten Gestaltungsalternativen, in: *Zeitschrift für Corporate Governance* 6, 129–132
- Eulerich, M./Welge, M.K. (2010): Strategische Unternehmensüberwachung durch den mitbestimmten Aufsichtsrat in Krisenzeiten, Arbeitspapier Nr. 225 der Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf
- Europäisches Zentrum für Arbeitnehmerfragen (2009): *Mitbestimmung in kleinen und mittleren Unternehmen in der EU*, Aachen
- Fama, E. F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, in: *Journal of Political Economy* 88, 288–307
- Fischhuber, S. (2008): Effizienzprüfung: Evaluierung der Aufsichtsratsarbeit. Erfahrungen und Empfehlungen aus der Unternehmens- und Beratungspraxis, in: *Zeitschrift für Corporate Governance* 2, 76–85
- Freund, W./Kayser, G./Schröer, E. (1995): *Generationenwechsel im Mittelstand: Unternehmensübertragungen und -übernahmen*, Bonn

- Gerum, E. (1995): Führungsorganisation, Eigentümerstruktur und Unternehmensstrategie, in: *Die Betriebswirtschaft* 55, 359–379
- Giovannini, R. (2010): Corporate governance, family ownership and performance, in: *Journal of Management & Governance* 14, 145–166
- Hansson, M./Liljeblom, E./Martikainen, M. (2011): Corporate governance and profitability in family SMEs. In: *The European Journal of Finance* 17, 391–408
- Hart, O. (1995): Corporate Governance: Some Theory and Implications, in: *The Economic Journal* 105, 678–689
- Hirsch, P./Michaels, S./Friedman, R. (1987): „Dirty Hands“ versus „Clean Models“, in: *Theory and Society* 16, 317–336
- Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics* 3, 305–360
- Jensen, M.C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *American Economic Review* 76, 323–329
- Klein, S. (2005): Beiräte in Familienunternehmen – Zwischen Kontrolle und Beratung, in: *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship* 53, 185–207
- Klein, S./Astrachan, J. H./Smyrnios, K.X. (2005): The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory, in: *Entrepreneurship Theory & Practice* 29, 321–340
- Kormann, H. (2008): Beiräte in der Verantwortung. Aufsicht und Rat in Familienunternehmen, Berlin/Heidelberg
- Köstler, R./Zachert, U./Müller, M. (2009): Aufsichtsratspraxis. Handbuch für die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat, 9. Aufl., Frankfurt a.M.
- Kuck, B. (2006): Aufsichtsräte und Beiräte in Deutschland, Wiesbaden
- Letmathe, P./Eigler, J./Welter, F./Kathan, D./Heupel, T. (Hrsg.) (2007): Management kleiner und mittlerer Unternehmen, Wiesbaden
- Letmathe, P./Witt, P. (Hrsg.) (2009): Management von kleinen und mittleren Unternehmen, Wiesbaden
- Lutter, M./Krieger, G. (2008): Rechte und Pflichten des Aufsichtsrates, 5. Auflage, Köln
- May, P./Lehmann-Tolkmitt, A. (2006): Good Governance – Familienunternehmen zwischen Wert- und Werte-Orientierung, in: Krüger, W./Klippstein, G./Merk, R./Wittberg, V. (Hrsg.): *Praxishandbuch des Mittelstands: Leitfaden für das Management mittelständischer Unternehmen*, Wiesbaden, 219–231
- Mugler, J. (1993): Betriebswirtschaftslehre der Klein- und Mittelbetriebe, Wien
- Mugler, J. (2005): Grundlagen der BWL der Klein- und Mittelbetriebe, Wien
- Oesterle, M.-J. (2007): Corporate Governance für Familienunternehmen, in: *Zeitschrift für Management* 2, S. 28–59
- Oldenbourg, A./Preisenberger, S. (2004): Stille Beteiligungen als traditionelle Form der Mezzanine-Finanzierung im deutschen Mittelstand, in: Achleitner, A.-K./von Einem, C./von Schröder, B. (Hrsg.): *Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand*, Stuttgart, 139–145
- Papesch, M. (2010): Corporate Governance in Familienunternehmen, Wiesbaden
- Rapp, M. J. (1996): Die funktionalistische Unternehmensverfassung in Familienunternehmen des verarbeitenden Gewerbes, Frankfurt
- Redlefsen, M./Witt, P. (2006): Gesellschafterausstieg in großen Familienunternehmen, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 76, 7–27
- Schlömer-Laufen, N. (2012): Die Entstehung von Betriebsräten in kleinen und mittleren Familienunternehmen, Wiesbaden
- Schlömer, N./Kay, R./Backes-Gellner, U./Rudolph, W./Wassermann, W. (2007): Mittelstand und Mitbestimmung, Münster
- Schulze, W./Lubatin, M./Dino, R. (2003): Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms, in: *Journal of Business Venturing* 18, 473–490

- Shleifer, A./Vishny, R. W. (1997): A Survey of Corporate Governance, in: *Journal of Finance* 52, 737–783
- Smith, A. (1776): *The Wealth of Nations*, Glasgow
- Sonnenfeld, J.A. (2002): What Makes Great Boards Great, in: *Harvard Business Review* 80, 106–113
- Steinitzer, E. (1908): *Ökonomische Theorie der Aktiengesellschaft*, Leipzig
- Stewart, A. (2003): Help one another, use one another: Toward an anthropology of family business, in: *Entrepreneurship Theory & Practice* 27, 383–396
- Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.) (2011): *Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen*, München
- Strieder, Thomas (2007): Erläuterungen der Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex des Jahres 2007, in: *Finanzbetrieb*, Jg. 9, H. 9, S. 500–505
- Swamy, V. (2011): Corporate Governance and Firm Performance in Unlisted Family Owned Firms. In: *International Journal of Business Insights & Transformation* 4, 37–52
- Tirole, J. (2001): Corporate Governance, in: *Econometrica* 69, 1–35
- Tricker, B. A. (2009): *Corporate Governance. Principles, Policies and Practices*, Oxford
- Ulrich, P. (2011): *Corporate Governance in mittelständischen Familienunternehmen: Theoretische und empirische Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Wechselwirkungen zwischen Corporate Governance und Controlling*. Springer
- Welge, M./Al-Laham, A. (2012): *Strategisches Management, Grundlagen – Prozess – Implementierung*, 6. Auflage, Wiesbaden
- Welge, M./Eulerich, M. (2012): *Corporate-Governance-Management*. Wiesbaden
- Wesel, M. A. (2010): *Corporate Governance im Mittelstand*, Berlin
- Witt, P. (2003). *Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb*, Wiesbaden
- Witt, P. (2008): Corporate Governance in Familienunternehmen, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 78, *Ergänzungsheft* 2, 1–19
- Witt, P./Schönbucher, G. (2011): Unternehmerische Orientierung und Wettbewerbsfähigkeit, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 81, *Ergänzungsheft* 4, 125–151

## Corporate governance in small and medium sized companies

**Abstract:** The corporate governance structures of small and medium sized enterprises (SME) differ significantly from those in large corporations. Some of the problems that dominate academic research on corporate governance are non-existent or only partially relevant in SME. Typically, there is no separation of ownership and control in SME, the major shareholders are also active as managing directors of their companies. A similar advantage relates to co-determination. For German SME, co-determination is not legally mandatory, and thus does not play a role in practice. SME also have to fulfill considerably fewer publicity requirements than large corporations. These specific governance advantages for SME are to be compared with some specific disadvantages, e.g. more difficulties for external shareholders to monitor the management of the firm, more potential for conflicts of interest between different shareholders, and a larger dependency on debt financing.

**Keywords:** Boards · Directors · Executive compensation · Monitoring · Small and medium sized enterprises



## Zeitschrift für Betriebswirtschaft

Journal of Business Economics

Springer Gabler | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, Abraham-Lincoln-Straße 46 | 65189 Wiesbaden,

<http://www.springer-gabler.de>, <http://www.zfb-online.de>

Amtsgericht Wiesbaden, HRB 9754, Ust-IdNr. DE8 11148419

**Geschäftsführer:** Dr. Ralf Birkelbach (Vors.) | Armin Gross | Albrecht F. Schirmacher

**Verlagsbereichsleitung:** Andreas Funk

**Gesamtleitung Anzeigen und Märkte:** Armin Gross

**Gesamtleitung Marketing und Individual Sales:** Rolf-Günther Hobbeling

**Gesamtleitung Produktion:** Olga Chiarcos

### Editor-in-Chief:

**Professor Dr. Dr. h.c. Günter Fandel**

FernUniversität in Hagen

Fakultät für Wirtschaftswissenschaft

58084 Hagen

**Tel:** 0 23 31/9 87-2625, **Fax:** 0 23 31/9 87-2575

**E-Mail:** [ZfB@FernUni-Hagen.de](mailto:ZfB@FernUni-Hagen.de)

**Kundenservice:** Springer Customer Service Center GmbH, Service

Gabler Verlag, Haberstr. 7, 69126 Heidelberg,

Telefon: +49 (0)6221/345-4303, Fax: +49 (0)6221/345-4229,

Montag bis Freitag 8.00 Uhr bis 18.00 Uhr,

E-Mail: [gabler-service@springer.com](mailto:gabler-service@springer.com)

**Produktmanagement:** Kristiane Alesch

Tel.: 06 11/78 78-359, Fax: 06 11/78 78-78359,

E-Mail: [Kristiane.Alesch@springer.com](mailto:Kristiane.Alesch@springer.com)

**Gesamtverkaufsleitung Fachmedien:** Britta Dolch

**Mediaberatung:** Yvonne Guderjahn, Tel.: 0611/78 78-155,

Fax: 06 11/78 78-430, E-Mail: [Yvonne.Guderjahn@best-ad-media.de](mailto:Yvonne.Guderjahn@best-ad-media.de)

**Anzeigendisposition:** Monika Dannenberger,

Tel.: 06 11/78 78-148, Fax: 06 11/78 78-430,

E-Mail: [Monika.Dannenberger@best-ad-media.de](mailto:Monika.Dannenberger@best-ad-media.de)

**Anzeigenpreise:** Es gelten die Medieninformationen vom 1.1.2011

©Springer Gabler | Springer Fachmedien Wiesbaden

Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil dieser Zeitschrift darf ohne schriftliche Genehmigung des Verlages vervielfältigt oder verbreitet werden. Unter dieses Verbot fällt insbesondere die gewerbliche Vervielfältigung per Kopie, die Aufnahme in elektronische Datenbanken und die Vervielfältigung auf CD-ROM und allen anderen elektronischen Datenträgern.

**Satzherstellung:** Fotosatz-Service Köhler GmbH, 97084 Würzburg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.

Springer Gabler ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media

Seit dem 1.1.2013 erscheint die „Zeitschrift für Betriebswirtschaft“ (ZfB) in englischer Sprache unter dem Titel „Journal of Business Economics“ (JBE). Weitere Informationen zum Journal sowie zur Einreichung von Beiträgen unter: [www.springer.com](http://www.springer.com)

## Editor-in-Chief

Prof. Dr. Dr. h.c. Günter Fandel ist Universitätsprofessor und Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaft, insbesondere Produktions- und Investitionstheorie an der FernUniversität in Hagen. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Industriebetriebslehre, Produktionsmanagement und Hochschulmanagement.

## Department Editors

**Prof. Dr. Hans-Joachim Böcking** ist Universitätsprofessor und Inhaber der Professur für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftsprüfung und Corporate Governance, an der Goethe-Universität Frankfurt am Main. Seine Forschungsschwerpunkte sind Wirtschaftsprüfung, Corporate Governance, nationale und internationale Rechnungslegung sowie Unternehmensbewertung.

**Prof. Dr. Wolfgang Breuer** ist Universitätsprofessor und Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insb. Betriebliche Finanzwirtschaft, an der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule Aachen. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Finanzierungs- und Investitionstheorie sowie Portfolio- und Risikomanagement.

**Prof. Dr. Oliver Fabel** ist Universitätsprofessor und Inhaber des Lehrstuhls für Personalwirtschaft mit internationaler Schwerpunktsetzung am Institut für Betriebswirtschaftslehre der Universität Wien. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Personal-, Organisations- und Bildungsökonomik.

**Prof. Dr. Dr. h.c. Günter Fandel, s.o.**

**Prof. Dr. Armin Heinzl** ist Universitätsprofessor und Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Wirtschaftsinformatik an der Universität Mannheim. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Wirtschaftsinformatik, Organisationslehre sowie Logistik.

**Prof. Dr. Harald Hruschka** ist Universitätsprofessor und Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Marketing an der Universität Regensburg. Sein Hauptarbeitsgebiet bezieht sich auf Marktreaktionsmodelle unter Einschluss semiparametrischer und hierarchischer Bayes'scher Ansätze.

**Prof. Dr. Jochen Hundsdoerfer** ist Universitätsprofessor und Inhaber der Professur für Betriebswirtschaftslehre, insb. Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, an der Freien Universität Berlin. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Unternehmensbesteuerung und Steuerwirkungsforschung.

**Prof. Dr. Dr. h.c. Hans-Ulrich Küpper** ist Universitätsprofessor und Direktor des Instituts für Produktionswirtschaft und Controlling der Universität München. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Unternehmensrechnung, Controlling und Hochschulmanagement.

**Prof. Dr. Joachim Schwalbach** ist Universitätsprofessor und Inhaber des Lehrstuhls für Internationales Management an der Humboldt-Universität zu Berlin.

**Prof. Dr. Peter Witt** ist Universitätsprofessor und Inhaber des Lehrstuhls für Technologie- und Innovationsmanagement an der Bergischen Universität Wuppertal. Seine Hauptarbeitsgebiete sind Innovationsmanagement, Entrepreneurship und Familienunternehmen.

## Editorial Board

**Prof. (em.) Dr. Dr. h.c. mult. Horst Albach (Chairman)**

**Prof. Alain Burlaud**

**Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. Santiago Garcia Echevarria**

**Prof. Dr. Lars Engwall**

**Dr. Dieter Heuskel**

**Dr. Detlef Hunsdiek**

**Prof. Dr. Don Jacobs**

**Prof. Dr. Eero Kasanen**

**Dr. Bernd-Albrecht v. Maltzan**

**Prof. Dr. Koji Okubayashi**

**Hans Botho von Portatius**

**Prof. Dr. Oleg D. Prozenko**

**Prof. (em.) Dr. Hermann Sabel**

**Prof. Dr. Adolf Stepan**

**Dr. med. Martin Zügel**