

Markus Stiglbauer

# **Corporate Governance Berichterstattung und Unternehmenserfolg**

Eine empirische Untersuchung  
für den deutschen Aktienmarkt

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Andrea Graf



**RESEARCH**

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>XV</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>XVII</b>
<b>Anhangsverzeichnis .....</b>	<b>XIX</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>XXI</b>
<b>1 Gegenstand und Zielsetzung der Untersuchung.....</b>	<b>1</b>
1.1 Bedeutungsgewinn von Corporate Governance in Wissenschaft und Praxis .....	1
1.2 Steigende Relevanz der Corporate Governance Berichterstattung.....	2
1.3 Zielsetzung und intendierter wissenschaftlicher Erkenntnisbeitrag der Untersuchung....	4
1.4 Aufbau der Arbeit .....	6
<b>2 Begriffliche und konzeptionelle Grundlagen von Corporate Governance .....</b>	<b>9</b>
2.1 Definition von Corporate Governance.....	9
2.1.1 Komplexität als Ausgangspunkt unterschiedlicher Definitionen .....	10
2.1.2 Kontinental-europäisches versus anglo-amerikanisches System.....	11
2.1.3 Führungs- und Kontrollsystem versus Führungs- und Kontrollstil .....	12
2.1.4 Corporate Governance Verständnis im Rahmen der vorliegenden Untersuchung ....	12
2.2 Gute Corporate Governance und die Entwicklung von Corporate Governance	
Kodizes.....	14
2.2.1 Klassifizierung von Corporate Governance Kodizes.....	14
2.2.2 Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK).....	15
2.2.2.1 Entwicklung.....	15
2.2.2.2 Aufbau .....	16
2.2.2.3 Zielsetzung.....	17
2.2.3 Corporate Governance Kodizes und gute Corporate Governance.....	18
2.3 Compliance zum DCGK .....	19
2.3.1 Compliance in der Corporate Governance Forschung .....	19
2.3.2 Alternativen der unternehmensspezifischen Intergration des DCGK.....	20
2.4 Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung .....	21
2.4.1 Unternehmenstransparenz und Corporate Governance.....	21
2.4.2 International diskutierte Relevanz transparenter Corporate Governance	
Berichterstattung .....	22
2.5 Unternehmenserfolg: Abgrenzung und Ausprägung .....	23
2.5.1 Bilanzielle Erfolgsmaße .....	23
2.5.2 Kapitalmarktorientierte Erfolgsmaße.....	25
2.5.3 Hybride Erfolgsmaße .....	25

<b>3 Corporate Governance: Theoretische Erklärungsansätze.....</b>	<b>27</b>
3.1 Ausgewählte Theorien der Unternehmung .....	27
3.1.1 Prinzipal-Agent-Theorie als dominierender theoretischer Erklärungsansatz.....	28
3.1.1.1 Agency-Beziehungen und daraus abgeleitete Agency-Probleme .....	28
3.1.1.2 Qualitätsunsicherheit als zentraler Anknüpfungspunkt der Untersuchung .....	29
3.1.1.3 Agency-Kosten: Ausgleich zwischen First- und Second-Best-Lösung .....	30
3.1.2 Transaktionskosten-Theorie .....	31
3.1.2.1 Transaktionskosten-Theorie in der klassischen Form.....	31
3.1.2.2 Theorie inkompletter Verträge.....	32
3.1.3 Theorie der Verfügungsrechte .....	33
3.1.4 Stewardship-Theorie .....	34
3.1.5 Integration von Neuer Institutionenökonomik und Stewardship-Theorie.....	35
3.1.6 Stakeholder-Theorie .....	37
3.2 Wichtige Bezugsgruppen der deutschen Aktiengesellschaft .....	39
3.2.1 Delegation von Überwachungskompetenz: Anteilseigner und Aufsichtsrat.....	40
3.2.2 Trennung von Eigentum und Kontrolle: Anteilseigner und Vorstand .....	42
3.2.3 Trennung von Leitung und Kontrolle: Aufsichtsrat und Vorstand.....	43
3.2.4 Interne und externe Überwachungsträger: Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer .....	44
3.2.5 Delegation in arbeitsteiligen Organisationen: Vorstand und Arbeitnehmer .....	46
3.2.6 Mitbestimmung: Arbeitnehmer und deren Vertreter im Aufsichtsrat.....	47
<b>4 Entwicklung eines theoretischen Wirkungskonzepts und Stand der Forschung .....</b>	<b>49</b>
4.1 Entwicklung eines theoretischen Wirkungskonzepts .....	49
4.1.1 Signaling Theorie und Erwartungsmanagement als Basis .....	49
4.1.2 Signalspiele zur Analyse strategischer Informationsübermittlung .....	50
4.1.3 Ansätze und Maßnahmen für ein Corporate Governance Erwartungsmanagement ..	51
4.1.4 Eigenentwickeltes theoretisches Wirkungskonzept .....	52
4.2 Corporate Governance und Unternehmenserfolg: Stand der Forschung .....	55
4.2.1 Ratingbegriff und Ziele von Corporate Governance Ratings.....	55
4.2.1.1 Corporate Governance Ratings privatwirtschaftlicher Anbieter.....	55
4.2.1.2 Wissenschaftliche Corporate Governance Ratings .....	56
4.2.2 Identifizierte Forschungslücken für Deutschland .....	58
4.2.3 Corporate Compliance und Unternehmenserfolg .....	59
4.2.3.1 Compliance zum Deutschen Corporate Governance Kodex .....	59
4.2.3.2 Compliance zum DCGK und Unternehmenserfolg: Deutsche Studien .....	61
4.2.3.3 Identifizierte Ursachen uneinheitlicher Kausalität deklarerter Compliance.....	62
4.2.3.4 Compliance zu länderspezifischen Corporate Governance Kodizes und Unternehmenserfolg: Internationale Studien .....	63
4.2.3.5 Corporate Governance und Unternehmenserfolg: Internationale Studien .....	65

4.2.3.6 Mangelnde Übertragbarkeit internationaler Studien auf Deutschland .....	66
4.2.4 Corporate Governance, Transparenz der Berichterstattung und Unternehmenserfolg .....	68
4.2.4.1 Deutsche Erkenntnisse zu transparenter Corporate Governance Berichterstattung .....	68
4.2.4.2 Internationale Erkenntnisse .....	69
4.2.4.3 Transparente Corporate Governance Berichterstattung und Unternehmenserfolg: Erkenntnisse für Deutschland .....	70
4.2.4.4 Internationale Erkenntnisse zur Erfolgswirkung transparenter Corporate Governance Berichterstattung.....	70
<b>5 Entwicklung der forschungsleitenden Hypothesen .....</b>	<b>73</b>
5.1 Deklarierte Compliance zum DCGK und Auswahlindex .....	73
5.2 Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung und Auswahlindex .....	74
5.3 Deklarierte Compliance zum DCGK und Branche .....	75
5.4 Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung und Branche .....	77
5.5 Compliance und Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung.....	78
5.6 Deklarierte Compliance zum DCGK und Unternehmenserfolg.....	79
5.6.1 Deklarierte Compliance zum DCGK als Einflussfaktor für Unternehmenserfolg ....	79
5.6.2 Mögliche reversible Kausalität zwischen deklarierter Compliance zum DCGK und Unternehmenserfolg .....	81
5.7 Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung und Unternehmenserfolg.....	82
5.7.1 Transparenz der Governance Berichterstattung beeinflusst Unternehmenserfolg ....	82
5.7.2 Mögliche reversible Kausalität zwischen Transparenz und Unternehmenserfolg ....	84
<b>6 Methodische Grundlagen und Forschungsdesign der empirischen Untersuchung.....</b>	<b>87</b>
6.1 Forschungsdesign der empirischen Untersuchung .....	87
6.1.1 Bedeutungsgewinn des qualitativ-quantitativen Methodenmix .....	87
6.1.2 Sequenziell exploratives Forschungsdesign der Untersuchung.....	88
6.2 Stichprobe .....	90
6.2.1 Eingrenzung der Stichprobe aufgrund von Indexeffekten .....	91
6.2.1.1 Theoretischer und empirischer Hintergrund.....	92
6.2.1.2 Praktische Entscheidungsunterstützung für die Eingrenzung der Stichprobe ....	92
6.2.2 Weitere Eingrenzung der Stichprobe .....	96
6.3 Entwicklung und Einsatz des Ratinginstrumentariums .....	97
6.3.1 Empirische Methode der Inhaltsanalyse .....	97
6.3.2 Ablaufmodell deduktiv-induktiver Kategorienbildung.....	98
6.3.3 Problemkreise bei der Entwicklung von Governance Ratinginstrumenten.....	100
6.3.3.1 Solicited versus Unsolicited Ratings.....	100
6.3.3.2 Systematische Planung, Auswahl und Erhebung des Datenmaterials.....	101

6.3.3.3 Offenlegung von Haupt- und Unterkategorien empirischer Ratings .....	102
6.3.3.4 Berücksichtigung wissenschaftlicher Gütekriterien.....	103
6.3.4 Gewährleistung der Untersuchungsgüte bei der Instrumentenentwicklung.....	103
6.3.4.1 Objektivität .....	103
6.3.4.2 Validität .....	105
6.3.4.3 Reliabilität.....	107
6.3.5 Entwicklung der Compliance Scorecard.....	108
6.3.5.1 Bildung von Haupt- und Unterkategorien .....	108
6.3.5.2 Testung auf Interkoder Reliabilität .....	111
6.3.5.3 Eingesetzte Koeffizienten zur Messung der Beurteilerübereinstimmung .....	112
6.3.5.4 Ergebnisse und Diskussion der formativen Reliabilität .....	113
6.3.5.5 Analyse möglicher Ursachen für Interkoder Abweichungen .....	115
6.3.5.6 Ergebnisse der summativen Reliabilitätsprüfung .....	116
6.3.6 Entwicklung der Transparency & Disclosure Scorecard .....	117
6.3.6.1 Bildung der Haupt- und Unterkategorien.....	117
6.3.6.2 Empirische und theoretische Befunde zur Validierung der Transparency & Disclosure Scorecard.....	119
6.3.6.3 Ergebnisse der formativen Reliabilitätsprüfung .....	123
6.3.6.4 Ergebnisse der summativen Reliabilitätsprüfung .....	124
6.3.7 Transformation der mittels Compliance und Transparency & Disclosure Scorecard qualitativ erhobenen Daten in quantitative Daten .....	125
6.4 Integration von qualitativ gewonnenen und quantitativ erhobenen Daten in einem simultanen Mehrgleichungsmodell.....	126
6.4.1 Methodische Grundlagen ökonomischer Modellierung.....	127
6.4.2 Festlegung der zu integrierenden Variablen bei der Modellspezifikation .....	128
6.4.3 Endogene Variablen für den Unternehmenserfolg .....	130
6.4.3.1 Eigenkapitalrentabilität.....	130
6.4.3.2 Gesamtkapitalrentabilität.....	131
6.4.3.3 Tobin's Q.....	131
6.4.3.4 Marktwert-Buchwert Verhältnis des Eigenkapitals .....	132
6.4.3.5 Aktienrendite .....	132
6.4.4 Exogene Kontrollvariablen.....	133
6.4.4.1 Unternehmensgröße .....	133
6.4.4.2 Risikomaße .....	134
6.4.4.3 Eigentümerstruktur.....	136
6.4.4.4 Wachstum .....	138
6.4.4.5 Verschuldungsgrad.....	138
6.4.4.6 Forschungs- und Entwicklungsintensität.....	139
6.4.4.7 Größe des Vorstandsorgans .....	140

6.4.4.8 Branche .....	141
6.4.5 Exogene Dummyvariablen .....	142
6.4.5.1 Übernahmeaktivitäten .....	142
6.4.5.2 Auswahlindex .....	143
6.4.6 Spezifikation des simultanen Mehrgleichungsmodells .....	143
6.4.6.1 Gewährleistung des Kriteriums der Vollständigkeit .....	143
6.4.6.2 Herleitung der Einzelgleichungen des simultanen Mehrgleichungsmodells.....	144
6.4.6.3 Gewährleistung des Kriteriums der Identifizierbarkeit .....	148
6.4.7 Verfahren zur Schätzung des simultanen Mehrgleichungsmodells .....	149
<b>7 Ergebnisse der Datenauswertung .....</b>	<b>153</b>
7.1 Ergebnisse der Auswertung der Compliance Scorecard.....	153
7.1.1 Deklarierte Compliance zum Deutschen Corporate Governance Kodex.....	153
7.1.2 Analyse kritischer Kodexempfehlungen .....	155
7.1.3 Bivariate Analyse des Zusammenhangs einzelner Hauptkategorien .....	157
7.2 Ergebnisse der Auswertung der Transparency & Disclosure Scorecard .....	158
7.2.1 Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung .....	158
7.2.2 Bivariate Analyse des Zusammenhangs einzelner Hauptkategorien .....	160
7.3 Intendierte Komplexitätsreduktion mittels Korrespondenzanalyse.....	161
7.4 Ergebnisse der Hypothesentestung .....	163
7.4.1 Deklarierte Compliance zum DCGK und Auswahlindex .....	163
7.4.2 Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung und Auswahlindex .....	165
7.4.3 Deklarierte Compliance zum DCGK und Branche.....	167
7.4.3.1 Branchenzugehörigkeit der Unternehmen: Deskriptive Statistik .....	167
7.4.3.2 Deklarierte Compliance zum DCGK und Branche.....	168
7.4.4 Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung und Branche.....	170
7.4.5 Deklarierte Compliance und transparente Corporate Governance Berichterstattung .....	171
7.4.6 Compliance, Transparenz der Berichterstattung und Unternehmenserfolg .....	172
7.4.6.1 Deskriptive Statistik der Variablen des Mehrgleichungsmodells .....	172
7.4.6.2 Ergebnisse der Two Stage Least Squares (2SLS) Schätzung.....	173
7.4.6.3 Ergebnisse der Three Stage Least Squares (3SLS) Schätzung.....	176
7.4.6.4 Beurteilung der Anpassungsgüte der theoretischen Modellstruktur .....	179
<b>8 Diskussion und Bewertung der Ergebnisse und Einschränkung der Aussagefähigkeit.....</b>	<b>183</b>
8.1 Indexspezifisch unterschiedliche Corporate Governance Berichterstattung.....	183
8.1.1 Indexspezifisch deklarierte Compliance zum DCGK.....	183
8.1.2 Indexspezifische Transparenz der Governance Berichterstattung.....	186

8.1.3 Indexspezifischer Zusammenhang zwischen deklarierter Compliance zum DCGK und Transparenz der Corporate Governance Berichterstattung.....	188
8.2 Multivariate Betrachtung der Variablen des simultanen Mehrgleichungsmodells .....	189
8.2.1 Erfolgsrelevanz der deklarierten Compliance zum DCGK.....	189
8.2.2 Erfolgsrelevanz transparenter Corporate Governance Berichterstattung.....	191
8.2.3 Bewertung weiterer Variablen des simultanen Mehrgleichungsmodells.....	194
8.2.3.1 Identifizierung von Size Effekten .....	194
8.2.3.2 Verschuldungsgrad, Volatilität und Wachstum .....	195
8.2.3.3 Freefloat, Blockholding und Closely held shares .....	197
8.2.3.4 Identifizierung von Boardsize Effekten.....	199
8.2.3.5 Übernahmeaktivitäten .....	200
8.3 Einschränkungen der Aussagefähigkeit und Vergleichbarkeit der Ergebnisse.....	201
8.3.1 Stichprobenauswahl .....	201
8.3.2 Durchführung einer Querschnittsbeobachtung.....	202
8.3.3 Bestandteile des Instrumentariums und qualitatives Datenmaterial .....	203
8.3.4 Deklarierte Compliance zum DCGK und reale Umsetzung.....	204
8.3.5 Verwendung von Corporate Governance Aggregaten .....	204
8.3.6 Risk-Return Tradeoff zwischen den gewählten Schätzverfahren.....	205
<b>9 Abschließende Betrachtung.....</b>	<b>207</b>
<b>Anhang.....</b>	<b>215</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>225</b>