

Corporate Governance als Erfolgsfaktor?

Wald, Andreas

Veröffentlichungsversion / Published Version

Zeitschriftenartikel / journal article

Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:

Rainer Hampp Verlag

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Wald, A. (2009). Corporate Governance als Erfolgsfaktor? *Industrielle Beziehungen : Zeitschrift für Arbeit, Organisation und Management*, 16(1), 67-86. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-354786>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

Andreas Wald*

Corporate Governance als Erfolgsfaktor? **

Zusammenfassung – Die Annahme der positiven Wirkung einer „guten“ Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg ist ein Grund für die große Aufmerksamkeit für dieses Themengebiet. In diesem Beitrag wird der Stand der Forschung zur Erfolgswirkung der Corporate Governance aufgearbeitet. Als Ergebnis lässt sich weder ein eindeutig positiver noch ein eindeutig negativer Effekt feststellen. Als Gründe für die Uneinheitlichkeit der Befunde werden methodische Probleme, eine unangemessene theoretische Basis, die Vernachlässigung institutioneller Komplementaritäten sowie persönlicher Merkmale und Entscheidungsprozesse diskutiert. Eine weitere Ursache wird in der Überschätzung der Bedeutung struktureller Merkmale der Corporate Governance vermutet. In ausdifferenzierten und entwickelten Systemen sind die Unterschiede zu gering, um sich deutlich auf den Unternehmenserfolg auszuwirken.

Corporate Governance as a Factor of Success?

Abstract – The rationale for the lively interest in corporate governance is the belief that there is a relationship between corporate governance and firm performance. A “good” governance-system is supposed to have a positive impact on performance. This article provides a state-of-the-art review of empirical work on the link between corporate governance and firm performance. It finds that there are neither clearly positive nor negative effects that can be identified. In the discussion, various reasons for the inconsistent findings are evaluated. Besides methodological problems and inadequate theoretical foundations, the neglect of institutional complementarities, demographic factors and group decision processes are considered. In conclusion, the relevance of structural elements of corporate governance appears to be overrated. The differences within and between highly developed governance-systems are too small to exert a significant impact on firm performance.

Key words: **corporate governance, factors of success, agency theory, stewardship theory, varieties of capitalism**

* Prof. Dr. Andreas Wald, Jg. 1971, Strascheg Institute for Innovation and Entrepreneurship der European Business School (EBS), International University Schloss Reichartshausen, D – 65375 Oestrich-Winkel. E-mail: andreas.wald@ebs.edu.

** Artikel eingegangen: 3.6.2008
revidierte Fassung akzeptiert nach doppelt-blindem Begutachtungsverfahren: 6.1.2009.

1. Einleitung

Die Corporate Governance ist in den Mittelpunkt des Interesses von Wissenschaft und Praxis gerückt (Shleifer/Vishny 1997; Daily et al. 2003; Bassen/Zöllner 2007). Als Ursachen dafür lassen sich die Häufung von Unternehmenskrisen und -skandalen, die darauf folgenden Reformen sowie der verschärfte internationale Wettbewerb um Kapital anführen. In vielen Ländern wurden Reformen initiiert, die auf eine Verbesserung der Corporate Governance abzielen. Dadurch sollen Unternehmenszusammenbrüche als Ergebnis schlechter Governance vermieden und mehr Transparenz für Investoren geschaffen werden. Insgesamt soll dies zu einer Steigerung der wahrgenommenen Attraktivität und damit der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Unternehmen sowie Länder führen. Am Beispiel des Sarbanes-Oxley Act wurde aufgezeigt, dass die Umsetzung der Reformen mit erheblichen Kosten verbunden ist (Gerken 2004; Mintz 2005). Es stellt sich die Frage, ob der erforderliche Aufwand in einem angemessenen Verhältnis zum dadurch erzielten Nutzen steht. Letzterer steht in einem unmittelbaren Zusammenhang mit der Frage nach der Auswirkung der Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg.

Die Annahme des positiven Effektes einer „guten“ Corporate Governance auf den Unternehmenserfolg ist zumindest implizit in einer Vielzahl von Beiträgen enthalten und es wird insbesondere in der populärwissenschaftlichen Literatur und politischen Diskussionen immer wieder darauf Bezug genommen (z.B. McKinsey 2002). Wissenschaftliche Studien, die den Zusammenhang von Corporate Governance und Unternehmenserfolg thematisieren, beschränken sich jedoch häufig nur auf eine oder wenige isolierte Dimensionen. Das Ziel dieses Beitrags ist es daher, die unterschiedlichen Arbeiten dahingehend zu untersuchen, ob und in welchen Dimensionen sich die Corporate Governance auf den Erfolg auswirkt. Eine Beantwortung dieser Frage ermöglicht es, Reformmaßnahmen effektiv auszurichten, d.h. auf die Dimensionen mit den größten Auswirkungen zu fokussieren. Darauf aufbauend ließe sich auch ein Modell „guter“ Governance entwerfen, das mehrere Dimensionen simultan berücksichtigt.

Dazu wird im nächsten Abschnitt der Begriff der Corporate Governance geschärft und auf die in den Studien herangezogenen Maße für den Unternehmenserfolg eingegangen. Im dritten Abschnitt folgt eine Bestandsaufnahme der Forschungsergebnisse zur Erfolgswirkung der Corporate Governance, wobei sich die Betrachtung auf das weltweit vorherrschende angelsächsische Modell und das davon abweichende deutsche System beschränkt. Die anschließende Diskussion eruiert die Gründe für die empirischen Ergebnisse. Der Beitrag schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse und dem Aufzeigen weiteren Forschungsbedarfs.

2. Dimensionen der Corporate Governance und des Unternehmenserfolgs

2.1 *Corporate Governance*

Corporate Governance ist ein komplexes Konstrukt. Autoren mit einem finanzwirtschaftlichen Hintergrund bevorzugen eine eng an die Ziele der Investoren gekoppelte Definition, während weiter gefasste Konzepte explizit auch die Ziele der übrigen Sta-

keholder beinhalten (OECD 2004: 11). Grundsätzlich geht es um die zentrale Agenturbeziehung, die sich durch die Trennung von Eigentum und Kontrolle in Kapitalgesellschaften ergibt. Die Eigentümer bestimmen Agenten, die in ihrem Auftrag die Geschäfte führen. Der Fokus vieler Studien liegt daher auch auf der Ausgestaltung der Führungs- und Kontrollgremien. Die Corporate Governance auf diese Dimensionen zu beschränken, bedeutet jedoch eine erhebliche Verkürzung. Um die Funktionsweise unterschiedlicher Governance-Systeme zu verstehen, sind eine Reihe weiterer Dimensionen zu beachten, die erst in ihrer Gesamtheit ein System konstituieren. Diese schließen die Fragen der zu berücksichtigenden Anspruchsgruppen, der Organisation der Kapital- und Managerarbeitsmärkte sowie der Struktur der industriellen Beziehungen mit ein (Prowse 1994; Aguilera/Jackson 2003).

2.2 Unternehmenserfolg

Auch der Unternehmenserfolg stellt keine einheitliche Größe dar. Bislang liegt kein allgemein akzeptiertes Modell des Unternehmenserfolgs vor. In den empirischen Studien zur Wirkung der Corporate Governance sind finanzielle Maße sowie marktbasierete Indikatoren vorherrschend. Performanzindikatoren sind bilanzielle Kennzahlen wie der Umsatz oder der operative Gewinn (Dalton et al. 1998; Bhagat/Black 1999). Um eine größere Vergleichbarkeit herzustellen, werden diese häufig in Relation zum eingesetzten Kapital oder anderen Input- und Kontingenzfaktoren gesetzt. Ebenso werden aktienmarktbasierete Maßzahlen herangezogen, die auf dem Wert des Unternehmens basieren. Prominentes Beispiel ist Tobin's Q, das die Relation von Marktwert zu den Wiederbeschaffungskosten der Vermögensgegenstände misst und auch als Marktwert-Buchwert-Verhältnis bezeichnet wird (Morck et al. 1988; Landsman/Shapiro 1995; Yermack 1996). Kennzahlen wie die Eigenkapitalrendite sind jedoch nicht unmittelbar zwischen Unternehmen unterschiedlicher Branchen, Größe oder nationaler Rechnungslegungskreise vergleichbar. Daher wird versucht, die Verzerrungen buchhalterischer Größen zu reduzieren. Dulewicz/Herbert (2004) schlagen beispielsweise die Cash Flow basierte Kennzahl „Cash Flow Return on Total Assets“ vor. Weitere Größen, wie der Shareholder Value, berücksichtigen zusätzlich das spezifische Risiko der Investition (Young/O'Byrne 2001).

3. Forschung zur Erfolgswirkung der Corporate Governance

Zur Wirkung der Corporate Governance liegt eine Vielzahl von Studien vor. Die Arbeiten werden vor allem in Fachzeitschriften aus den Bereichen Finanzwirtschaft sowie Strategisches Management publiziert. Die vorliegende Untersuchung basiert daher auf einer Erfassung der von 1987-2007 erschienen Beiträge in den führenden Zeitschriften „Journal of Finance“, „Journal of Financial Economics“, „Journal of Corporate Finance“, „Academy of Management Journal“, „Strategic Management Journal“ und „Journal of Management“. Zudem wurden die Arbeiten in der einschlägigen Zeitschrift „Corporate Governance: An International Review“ durchgesehen. Darüber hinaus werden weitere Arbeiten berücksichtigt, hier jedoch kein Anspruch auf eine vollständige Erfassung erhoben. Erwartungsgemäß zeigt sich ein erheblicher Überhang von Studien zum amerikanischen System. Diese befassen sich schwerpunktmäßig mit der Organisation des Führungs- und Kontrollsystems und insbesondere mit der Zusammensetzung des Board. Mitinigem Abstand folgen Studien, deren erklä-

rende Variable die Aktionärsstruktur darstellt. Arbeiten zur Ausprägung der Aktionärsrechte sowie der Kapitalmarktkommunikation spannen weitere Analysekatoren auf. Um die Besonderheiten des deutschen Systems berücksichtigen zu können, wurden auch Arbeiten in den führenden Zeitschriften „Die Betriebswirtschaft“, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft“ und „Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung“ in die Untersuchung aufgenommen.

3.1 Zusammensetzung und Größe der Führungs- und Kontrollgremien

Aus der Agenturtheorie abgeleitet wurde die Hypothese, dass eine größere Unabhängigkeit der Mitglieder des Board eine objektivere und gründlichere Ausübung der Kontrollfunktion ermöglicht und sich damit positiv auf die Performanz auswirkt. Die Operationalisierung der Unabhängigkeit ist in den einzelnen Studien uneinheitlich, beinhaltet aber meistens das Verhältnis von externen zu internen Direktoren (Bhagat/Black 1999). Insgesamt wird die Hypothese eines Zusammenhangs zwischen der Struktur des Board und dem Unternehmenserfolg nicht bestätigt. Teilweise können positive, teilweise keine Effekte nachgewiesen werden. In einer Studie wirkt sich die Unabhängigkeit sogar negativ auf den Erfolg aus. Bei Chhaochharia und Grinstein (2007) variiert das Vorzeichen des Effekts mit der Unternehmensgröße. Tabelle 1 enthält einen Überblick über die Studien. Dort ist neben der zentralen unabhängigen Variable auch der Erhebungszeitraum sowie die Fallzahl (n) verzeichnet. Liegen wie in vielen Studien mehrere Teilstichproben vor, sind in der Tabelle die Fallzahlen verzeichnet, auf denen die wesentlichen Folgerungen des jeweiligen Beitrags beruhen.

Tab. 1: Zusammensetzung des Board und Unternehmenserfolg

Beitrag	n	Zeitraum	Unabhängige Variable(n)	Effekt
Bhagat/Black (1999)	957	1991, 1985-1995	Unabhängigkeit Board	negativ
Byrd/Hickman (1992)	128	1980-1987	Unabhängigkeit Board	positiv
Chhaochharia/Grinstein (2007)	72, 124, 312	1997-2001	Unabhängigkeit Board	positiv / negativ
Dalton et al. (1998)*	12916, 40160	n.a.	Unabhängigkeit Board	kein
Dulewicz/Herbert (2004)	67-80	1997-2000	Unabhängigkeit Board	kein
Klein (1998)	485, 486	1992, 1993	Unabhängigkeit Board	kein
Millstein/MacAvoy (1998)	154	1991-1995	Unabhängigkeit Board	positiv
Rosenstein/Wyatt (1990)	622, 1251	1981-1985	Unabhängigkeit Board	positiv

* Metaanalyse

Ebenfalls agenturtheoretischen Erwägungen folgen Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen der Größe des Board und dem Unternehmenserfolg. Die zentrale Hypothese postuliert einen negativen Effekt der Größe, da mit einer zunehmenden Anzahl von Mitgliedern die Informationsasymmetrien steigen. Auch hier ist kein eindeutiger Trend zu erkennen, da sowohl positive als auch negative Effekte gefunden werden und in einer Studie kein Zusammenhang nachgewiesen werden kann (Tab. 2). Der Vollständigkeit halber muss hier die Studie von Vafeas (1999) erwähnt werden, die sich nicht in eine der betrachteten Kategorien einordnen lässt. Untersucht wird die

Wirkung der Häufigkeit von Board-Meetings auf den Erfolg (Unternehmenswert), wobei ein negativer Effekt gefunden wird.

Tab. 2: Größe des Board und Unternehmenserfolg

Beitrag	n	Zeitraum	Unabhängige Variable(n)	Effekt
Bhagat/Black (1999)	957	1991, 1985-1995	Größe Board	kein
Dalton et al. (1999)*	20620	n.a.	Größe Board	positiv
Eisenberg et al. (1998)	862-879	1992-1996	Größe Board	negativ
Yermack (1996)	452	1984-1991	Größe Board	negativ

* Metaanalyse

Kontrovers diskutiert wird die personelle Besetzung des Vorsitzenden des Board (Chairman). Anlass dafür ist die Beobachtung, dass in den USA der Chairman und der CEO in über 90% aller Fälle dieselbe Person sind (Monks/Minow 2003: 175). Werden die Positionen der obersten Führungskraft und des Vorsitzenden des Aufsichtsgremiums in Personalunion besetzt (CEO duality), ergibt sich für den Inhaber dieser Position eine fast omnipotente Stellung, eine Konstellation, die sich agenturtheoretisch als äußerst problematisch darstellt. Für den Zusammenhang zwischen CEO duality und Unternehmenserfolg ist daher von einer negativen Beziehung auszugehen. Zwar bestätigt die Mehrzahl der Studien die Hypothese, es wird jedoch mehrfach auch kein Zusammenhang gefunden und in einem Fall sogar ein positiver Effekt nachgewiesen (Tab. 3).

Tab. 3: CEO duality und Unternehmenserfolg

Beitrag	n	Zeitraum	Unabhängige Variable(n)	Effekt
Baliga et al. (1996)	375	1980-1991	CEO duality (angekündigte Veränderung)	kein
Brickley et al. (1997)	661	1988	CEO duality	positiv
Coles/Hesterly (2000)	247	1984-1986	CEO duality via governance provisions	uneinheitlich
Dalton et al. (1998)*	12916, 40160	n.a.	CEO duality	kein
Dulewicz/Herbert (2004)	67-80	1997-2000	CEO duality	kein
Moyer et al. (1996)	375	1980-1991	CEO duality	negativ
Pi/Timme (1993)	112	1987-1989	CEO duality	negativ
Rechner/Dalton (1991)	250	1978-1983	CEO duality	negativ
Rhoades et al. (2001)*	5751	n.a.	CEO duality	negativ

* Metaanalyse

3.2 Eigentümerstruktur

Während in Deutschland der Aktienbesitz nach wie vor vergleichsweise stark konzentriert ist, befinden sich die Aktien in den USA mehrheitlich im Streubesitz. Dies geht im amerikanischen System mit einer geringen Bedeutung der Stimmrechtsausübung als Kontrollinstrument einher (Shleifer/Vishny 1997; Gugler et al. 2004). Ban-

ken als Großaktionäre sind aufgrund des Trennbanksystems kaum anzutreffen. Größere Aktienblöcke werden hier von institutionellen Investoren und von Unternehmensmitgliedern, meist Executive Officers, gehalten (Segler et al. 2007).

Die Eigentümerstruktur kann bei entsprechender Ausgestaltung zur Reduktion des zentralen Agenturproblems beitragen (Edlin/Stiglitz 1995; De Miguel et al. 2005). Grundsätzlich wird von einem positiven Effekte einer konzentrierten Eigentümerstruktur ausgegangen. Für Großaktionäre steht der Aufwand zur Beschaffung von Information und der aktiven Kontrolle des Managements in einem günstigeren Verhältnis zum Nutzen, als dies für den Kleinaktionär der Fall ist (Berle/Means 1932). Besonders ausgeprägt sollte der Effekt bei Großaktionären sein, die bereits über Expertisen hinsichtlich Überwachung und Bewertung verfügen, wie beispielsweise institutionellen Investoren (Shleifer/Vishny 1997). Auch für das deutsche System wurden Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen Eigentümerkonzentration und Erfolg durchgeführt. Im Gegensatz zum amerikanischen System halten hier Banken und Versicherungen größere Aktienpakete.

Die empirischen Befunde sprechen mehrheitlich für den vermuteten positiven Effekt der Eigentümerkonzentration (Tab. 4). Dabei zeigt sich dieser Zusammenhang sowohl im amerikanischen als auch im deutschen System. Allerdings wurden in einigen Arbeiten auch keine bzw. negative Effekte gefunden.

Tab. 4: Eigentümerkonzentration und Unternehmenserfolg

Beitrag	n	Zeitraum	Unabhängige Variable(n)	Effekt
Argawal/Mandelker (1990)	356	1979-1985	Eigentümerkonzentration	positiv
Demsetz/Villalonga (2001)	223	1976-1980	Eigentümerkonzentration	kein
Dittmar/Mahrt-Smith (2007)	1952	1990-2003	Eigentümerkonzentration	positiv
Edwards/Weichenrieder (2004)	97	1992	Eigentümerkonzentration (D)	positiv
Füerst/Kang (2004)	947	1992-1993	Eigentümerkonzentration	kein / negativ
Gorton/Schmid (2000)	42-283	1975, 1986	Eigentümerkonzentration (D)	positiv
Han/Suk (1998)	5500	1988-1992	Eigentümerkonzentration	positiv
Hill/Snell (1989)	122	1980	Eigentümerkonzentration	positiv
Holdernes/Sheehan (1988)	114	1978-1984	Eigentümerkonzentration	kein
Januszewski et al. (2002)	491	1986-1994	Eigentümerkonzentration (D)	positiv / kein
Lehmann/Weigand (2000)	361	1991-1996	Eigentümerkonzentration (D)	negativ / kein
Wruck (1989)	128	1979-1985	Eigentümerkonzentration	positiv

D=Deutschland

Eine weitere Möglichkeit, das aus der Trennung von Eigentum resultierende Agenturproblem zu reduzieren, ist die Beteiligung des Managements am Unternehmen. Stellt diese Beteiligung einen erheblichen Anteil des Einkommens und/oder Vermögens dar, wird der Nutzen der Manager unmittelbar an den der Eigentümer geknüpft, so dass auf umfangreiche Kontrollmechanismen verzichtet werden kann. Der Anteilsbesitz sollte grundsätzlich einen positiven Effekt auf die Performanz des Unternehmens haben. Die Befunde sind hier insgesamt recht unterschiedlich (Tab. 5). Einige Studien

zeigen einen nichtlinearen Zusammenhang, der die Form eines Sägezahns aufweist. Der Zusammenhang mit dem Anteilsbesitz verläuft zunächst positiv. Ab einer bestimmten Höhe (ca. 5%) wird dieser dann negativ. Für höhere Werte des Anteilsbesitzes (ab ca. 25%) ergibt sich wieder ein positiver Zusammenhang (Morck et al. 1988). Andere Studien zeigen einen bis zu einem Schwellenwert positiven und darüber negativen Effekt. Auch die umgekehrte Wirkungsrichtung (Endogenität), d.h. ein hoher Anteilsbesitz ist die Folge einer positiven Wertentwicklung, wird nachgewiesen.

Tab. 5: Anteilsbesitz des Managements und Unternehmenserfolg

Beitrag	n	Zeitraum	Unabhängige Variable(n)	Effekt
Chen et al. (1993)	265, 308, 378	1976, 1980, 1984	Anteilsbesitz Management	positiv / negativ (nichtlinear)
Cho (1998)	326	1990, 1991	Anteilsbesitz Management	positiv / negativ (nichtlinear)
Cho (1998)	326	1990, 1991	Performanz - Anteilsbesitz Management (endogen)	positiv
Core/Lacker (2002)	195	1991-1995	Anteilsbesitz Management	positiv
Davies et al. (2005)	802	1995	Anteilsbesitz Management & Performanz (endogen)	nichtlinear
Demsetz/Villalonga (2001)	223	1976-1980	Performanz - Anteilsbesitz Management (endogen)	teilweise positiv
Demsetz/Villalonga (2001)	223	1976-1980	Anteilsbesitz Management	kein
Griffith (1999)	969	1996	Anteilsbesitz Management	positiv / negativ (nichtlinear)
Han/Suck (1998)	5500	1988-1992	Anteilsbesitz Management	positiv / negativ
Himmelberg et al. (1999)	600-330	1982-1992	Anteilsbesitz Management	kein
Holderness et al. (1999)	1419, 4202	1935, 1995	Anteilsbesitz Management	positiv / negativ (nichtlinear)
Holderness/Sheehan (1988)	114	1978-1984	Anteilsbesitz Management	kein
McConnell/Servaes (1990)	1173, 1093	1976, 1986	Anteilsbesitz Management	positiv / negativ
Mehran (1995)	153	1979-1980	Anteilsbesitz Management	kein
Morck et al. (1988)	371	1980	Anteilsbesitz Management	positiv / negativ (nichtlinear)
Palia/Lichtenberg (1999)	255	1982-1993	Veränderung Anteilsbesitz Management	positiv
Rosenstein/Wyatt (1997)	170	1981-1985	Anteilsbesitz Management (neue Inside Directors)	positiv / negativ (nichtlinear)

Analog zu den uneinheitlichen Befunden werden verschiedene Erklärungsmuster herangezogen. Der sägezahnartige Zusammenhang den u.a. Morck et al. (1988) gefunden haben, lässt sich mit dem Konzept des ungerechtfertigten Schutzes des Managements (management entrenchment) erklären (Shleifer/Vishny 1989). Der stark positive Zusammenhang bei Anteilen bis zu 5% wird darauf zurückgeführt, dass es hier der Unternehmenserfolg ist, der zu einem höheren Anteil von Aktienbesitz als Folge leistungsbezogener Entlohnung führt. Die Wirkungsrichtung ist hier also umgekehrt, vom Unternehmenserfolg auf die Höhe des Anteilsbesitzes. Der moderatere positive Zusammenhang über 25%, wird mit der Angleichung der Interessen von Prinzipal und Agent begründet. Für den negativen Zusammenhang zwischen 5% und 25% Anteilsbesitz wird „management entrenchment“ als Ursache vermutet. Entrenchment (wörtlich: Verschanzung) liegt vor, wenn managerspezifische Investitionen dazu führen, dass das Management nicht oder nur unter unverhältnismäßig hohen Kosten ersetzt werden kann. Das Management kann seine diskretionären Handlungsspielräume ausnutzen und/oder eine übermäßig hohe Entlohnung verlangen. Ein moderater

Anteilsbesitz kann als Ergebnis managementspezifischer Investitionen interpretiert werden.

3.3 Aktionärsrechte

Aktionärsrechte variieren zunächst national: Das eigentümerorientierte amerikanische System weist insgesamt stärker ausgeprägte Aktionärsrechte auf als das gläubigerorientierte deutsche System. Die Aktionärsrechte unterscheiden sich zudem auch zwischen einzelnen Unternehmen innerhalb eines Systems. Gompers et al. (2003) vergleichen Aktiengesellschaften mit repräsentativen Demokratien, bei der die zur Regierung beauftragten Manager von den Aktionären mit Entscheidungsmacht ausgestattet werden. Die Aufteilung der Macht zwischen Aktionären und Managern wird durch die Aktionärsrechte bestimmt. Verschiebt sich diese zu stark in Richtung des Managements (restringierte Aktionärsrechte) wird eine negative Auswirkung auf den Unternehmenserfolg erwartet. Um die Machtverteilung messbar zu machen, werden Indizes gebildet, die einzelne Regelungen (governance provisions), wie beispielsweise „poison pills“¹, umfassen. Empirisch wurde der negative Effekt restringierter Aktionärsrechte mehrfach nachgewiesen (Tab. 6). Allerdings konnte auch die umgekehrte Wirkungsrichtung beobachtet werden: Erfolgreiche Unternehmen führen aktionärsfreundliche Regelungen ein (Endogenität).

Tab. 6: Aktionärsrechte und Unternehmenserfolg

Beitrag	n	Zeitraum	Unabhängige Variable(n)	Effekt
Coles/Hesterly (2000)	247	1984-1986	poison pills (als intermediäre Variable)	uneinheitlich
Ditmar/Mahrt-Smith (2007)	1952	1990-2003	restringierte Aktionärsrechte	negativ
Gompers et al. (2003)	1354, 1343, 1373, 1708	1990, 1993, 1995, 1998	restringierte Aktionärsrechte	negativ
Karpoff et al. (1994)	500	1984-1989	restringierte Aktionärsrechte	negativ
Nelson (2005)	1721	1980-1995	Unternehmenserfolg - Aktionärsrechte (endogen)	positiv

3.4 Kapitalmarktkommunikation

Neben der Kontrolle stellt die Verminderung der Informationsasymmetrie zwischen Prinzipal und Agent einen Stellhebel zur Lösung von Agenturproblemen dar. Zur Wirkung der Kapitalmarktkommunikation auf den Unternehmenserfolg liegen nur wenige empirische Untersuchungen vor, die zudem fast ausschließlich auf das deutsche System bezogen sind. Dabei werden als unabhängige Variablen einerseits Ratings herangezogen, die unterschiedliche Ausprägungsformen der Kapitalmarktkommunikation umfassen, sowie andererseits das Ausmaß der Befolgung entsprechender Regeln des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK). Auch hier sind die Ergebnisse nicht einheitlich. Teilweise werden positive Effekte einer kapi-

¹ Poison pills (Giftpillen) sind Maßnahmen die dazu dienen, eine feindliche Übernahme abzuwehren. Dadurch wird die Attraktivität des Investments aus Sicht des Übernehmenden reduziert, oft aber auch der Wert für die Aktionäre.

talmarktorientierten Kommunikation nachgewiesen, teilweise zeigt diese jedoch auch keine Wirkung (Tab. 7).

Tab. 7: Kapitalmarktkommunikation und Unternehmenserfolg

Beitrag	n	Zeitraum	Unabhängige Variable(n)	Effekt
Bassen et al. (2006)	96	2003	Befolgung DCGK	kein
Drobetz et al. (2004)	91	2002	Rating (inkl. Kommunikation)	positiv
Nowak et al. (2005)	317	2002-2003	Befolgung DCGK	kein
Goncharov et al. (2006)	61	2002, 2003	Befolgung DCGK	teilweise positiv

3.5 Unternehmensverflechtungen

Die Bezeichnung „Insider Control System“ für das deutsche System der Corporate Governance ist unter anderem auf die engen personellen und finanziellen Verflechtungen zwischen den Unternehmen sowie Banken und Versicherungen zurückzuführen. Auch wenn das Ausmaß der Verflechtungen seit den 1990er Jahren abnimmt, ist dieses im internationalen Vergleich nach wie vor als hoch einzustufen (Heinze 2004; Monopolkommission 2008) und wird unter dem Stichwort „Deutschland AG“ als ein Instrument zur Abschottung gegen Marktkontrollen kritisch betrachtet (Adams 1994). Umgekehrt könnten sich kooperativ geprägte Verflechtungen zwischen Unternehmen auch positiv auswirken, wenn dadurch die Marktmacht gesteigert und die Organisationsfähigkeit erhöht wird (Windolf/Nollert 2001).

Der Zusammenhang zwischen Unternehmensverflechtung und Unternehmenserfolg wurde jedoch bislang kaum untersucht. Beyer (1996) überprüft die Hypothese, ob sich Unternehmen mit unterschiedlicher Einbettung in die Verflechtungsnetzwerke hinsichtlich finanzieller Erfolgskennzahlen unterscheiden. Der vermutete negative Effekt der Verflechtungen lässt sich jedoch nicht nachweisen.

3.6 Mehrdimensionale Betrachtungen

Die einzelnen Elemente der Governance-Systeme wirken sich möglicherweise nicht nur isoliert auf den Unternehmenserfolg aus. Die Effekte können sich gegenseitig verstärken oder auch neutralisieren. Methodisch werden dazu als erklärende Variable

Tab. 8: Mehrdimensionale Betrachtung

Beitrag	n	Zeitraum	Unabhängige Variable(n)	Effekt
Agrawal/Knoeber (1996)	383	1987	simultan mehrer Dimensionen der CG	kein
Bauer et al. (2004)	249, 269	2000, 2001	Index aus mehreren Dimensionen	positiv / negativ
Brown/Caylor (2004)	2327	2003	Index aus mehreren Dimensionen	positiv
Coles et al. (2001)	144	1984-1988	simultan mehrere Dimensionen der CG	teilweise
Core et al. (1999)	205	1982-1984	simultan mehrere Dimensionen der CG	positiv
Drobetz et al. (2004)	91	2002	Rating (Befolgung DDCGK aus mehreren Dimensionen)	positiv
Ho (2005)	104	1999	"Befolgung „guter“ Governancepraxis" (Befragung)	teilweise / positiv
Larcker et al. (2004)	2106	2002, 2003	Faktoren aus mehreren Dimensionen der CG	kein / teilweise

Indizes aus einzelnen Dimension gebildet, die additiv/multiplikativ verknüpft oder faktoranalytisch verdichtet werden.

Zusammenfassend müssen auch die Befunde für die simultane Berücksichtigung mehrerer Dimensionen der Corporate Governance sowie daraus gebildeter Interaktionsterme als uneinheitlich bezeichnet werden (Tab. 8). Im Vergleich zu den bisher betrachteten Einzelfaktoren lässt sich allenfalls ein leichter Trend zu einem positiven Zusammenhang erkennen, da keine der Studien einen eindeutig negativen Effekt gefunden hat.

4. Diskussion

Bei der Durchsicht der Studien zur Erfolgswirkung der Corporate Governance wurden zentrale Arbeiten in führenden Fachzeitschriften erfasst. Insofern ist davon auszugehen, dass sich der grundlegende Befund auch durch Hinzuziehen weiterer Arbeiten nicht ändern würde: Es lässt sich weder ein eindeutig positiver noch negativer Zusammenhang zwischen der Ausgestaltung der Corporate Governance und dem Unternehmenserfolg nachweisen. Dieses Ergebnis ist weitgehend unabhängig davon, welche Dimensionen untersucht werden. Im Folgenden werden mögliche Gründe für diesen Befund diskutiert.

4.1 Methodische Aspekte

Insgesamt ist festzuhalten, dass die überwiegende Mehrzahl der betrachteten Studien durch eine stringente Argumentation und ein sehr hohes methodisches Niveau überzeugt. Den hohen Reifegrad dieses Forschungszweigs kann man an dem Vorliegen von Metaanalysen zu einzelnen Dimension der Corporate Governance (Dalton et al. 1998, 1999), der Analyse komplexer, nichtlinearer Zusammenhänge (Morck 1988; Davies et al. 2005) und der Überprüfung der Endogenitätsvermutung (Cho 1998; Demsetz/Villalonga 2001; Nelson 2005) festmachen.

Beim Vergleich der einzelnen Studien ist nicht nur die Uneinheitlichkeit der Befunde auffällig, sondern ebenso die große Spannbreite unterschiedlicher Indikatoren und Messverfahren. Hinsichtlich der abhängigen Variablen ist hervorzuheben, dass die Betrachtung der Erfolgswirkung der Corporate Governance stark auf den (finanziellen) Unternehmenserfolg und damit auf die Ziele der Aktionäre verengt ist. Erfolgsgrößen wie die Beschäftigungsentwicklung, die mögliche Ziele weiterer Anspruchsgruppen darstellen, werden nicht betrachtet. Da bislang kein einheitliches Modell des Unternehmenserfolgs vorliegt, wird die abhängige Variable über unterschiedliche Indikatoren, insbesondere finanzielle Ergebnisgrößen und aktienmarktbasierte Maße operationalisiert. Dabei handelt es sich bei letzteren um eine Bewertung aus (externer) Sicht der Anleger, während Renditekennzahlen in der Regel aus dem Rechnungswesen stammen. Grundsätzlich ist zwar eine positive Korrelation zwischen finanziellen und marktbasierenden Erfolgskennzahlen zu erwarten, in der Praxis ist dies jedoch nicht immer der Fall. Selbst innerhalb der einzelnen Kategorien, z.B. der finanziellen Erfolgskennzahlen, werden unterschiedliche Größen untersucht. Auch die Studien mit weitgehend identischen Indikatoren für die Erfolgsvariable kommen jedoch nicht zu einheitlichen Ergebnissen.

Hinsichtlich der einzelnen Dimensionen der Governance werden ebenfalls sehr unterschiedliche Konstrukte herangezogen. Die erhebliche Varianz im Design der Studien setzt sich bei den betrachteten Grundgesamtheiten, den Stichprobenumfängen, den Untersuchungszeiträumen und der methodischen Vorgehensweisen fort. Insofern kann davon ausgegangen werden, dass die Ergebnisse der Studien zu einem nicht unerheblichen Ausmaß vom jeweils gewählten Untersuchungsdesign abhängen. Interessanter ist jedoch die Frage, ob ein Trend zu erkennen ist, der zu einer stetigen Verbesserung der zugrunde liegenden Daten sowie Methoden führt. Zumindest in methodischer Sicht scheint dies der Fall zu sein, da insbesondere in jüngeren Studien vermehrt komplexere, nichtlineare Zusammenhänge untersucht und auch die Endogenitätsvermutung überprüft wurde. Obwohl letztere in einigen Studien bestätigt wurde (z.B. Nelson 2005), lässt sich auf der Grundlage der vorliegenden Arbeiten hier noch kein eindeutiger Zusammenhang ableiten. Möglicherweise besteht dieser aber genau in die umgekehrte Richtung, d.h. der Unternehmenserfolg beeinflusst die Governance.

4.2 Theoretische Basis

Die überwiegende Mehrzahl der Arbeiten zur Corporate Governance basiert auf den Annahmen der Agenturtheorie. Es geht im Kern um das bereits 1932 von Berle und Means beschriebene Agenturproblem, das aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle resultiert und in Kapitalgesellschaften, zumindest latent, immer vorhanden ist. Die betrachteten Dimensionen machen es deutlich: Entweder werden Variablen untersucht, die mit der Anreiz- und Kontrollwirkung für das Management korrespondieren (z.B. Management als Anteilseigner), oder aber solche, die den Grad der Informationsasymmetrie zwischen Prinzipal und Agenten operationalisieren (z.B. Kapitalmarktkommunikation). Damit wird dem grundlegenden agenturtheoretischen Argumentationsschema gefolgt: Zwischen Prinzipal und Agent bestehen eine Informationsasymmetrie sowie divergierende Interessen. Da zudem opportunistisches und individuell nutzenmaximierendes Verhalten angenommen wird, entsteht ein Agenturproblem. Dieses lässt sich einerseits durch die Verminderung der Informationsasymmetrie und durch Kontrolle sowie andererseits durch Anreizsysteme lösen. Die Annahmen und Prämissen der Agenturtheorie werden im Rahmen der empirischen Anwendungen kaum kritisch hinterfragt. Die uneinheitlichen Ergebnisse sind aber möglicherweise darauf zurückzuführen, dass die theoretische Basis unangemessen ist. Sind die zugrunde liegenden Verhaltensannahmen für den Anwendungskontext nicht zutreffend, folgt daraus, dass die falschen Zusammenhänge geprüft werden.

Dem dominierenden Erklärungsmuster wurde mit der Stewardship-Theorie ein Entwurf gegenübergestellt, der sich insbesondere in der fundamentalen Verhaltensannahme der Akteure von der Agenturtheorie abhebt (Davis et al. 1997). Das Management wird hier nicht als opportunistisch und eigennutzorientiert handelnder Agent betrachtet, sondern als Treuhänder, dessen Motive zu einem erheblichen Ausmaß mit denen des Prinzipals übereinstimmen. Gemäß dieser verhaltenswissenschaftlich fundierten Theorie gilt es, den Steward durch die Schaffung von Handlungsspielräumen, Anerkennung und Vertrauen zu motivieren und nicht durch (monetäre) Anreizsysteme zu steuern sowie den Einsatz von Kontrollmechanismen zu überwachen. Ausge-

prägte Governance-Strukturen, im Sinne von umfänglicher Kontrolle, rufen gemäß der Stewardship-Theorie das Gegenteil der intendierten Wirkung hervor, da sie die Motivation des Managements reduzieren. Für empirische Untersuchungen zur Erfolgswirkung sind aus der Stewardship-Perspektive andere Wirkungsrichtungen zu erwarten als aus agenturtheoretischer Sicht, teilweise müssen auch gänzlich andere Variablen betrachtet werden. Die wenigen empirischen Arbeiten, die explizit aus der Stewardship-Theorie abgeleitete Hypothesen prüfen, liefern jedoch auch keine einheitlichen Ergebnisse. So findet die Studie von Dulewics/Herbert (2004) bezüglich der Personalunion von Chairman und CEO für keine der konkurrierenden Hypothesen Unterstützung. Die Untersuchung von Donaldson und Davis (1991), ebenfalls über die Personalunion, stellt auch die Hypothesen von Agenturtheorie und Stewardship-Theorie gegenüber und findet für letztere Evidenz. Die Betrachtung weiterer Governance-Dimensionen führt jedoch zu keinen überzeugenden Ergebnissen (Donaldson/Davis 1994). Auf der Grundlage der wenigen Studien lässt sich keine Aussagen zum Erklärungspotential der Stewardship-Theorie im Vergleich zur Agenturtheorie treffen. Dass letztere eine nur beschränkt geeignete theoretische Grundlage für die Analyse von Governance-Systemen bietet, erscheint jedoch plausibel. Umgekehrt ist auch das Stewardship-Menschenbild zu einseitig und undifferenziert, um als (vereinfachendes) Abbild realer Situationen gelten zu können. Möglicherweise ließen sich eindeutiger Ergebnisse auf der Basis weiterer Theorien, wie von Dalton et al. (1999) am Beispiel der Resource Dependence-Theorie gezeigt, gewinnen. Konzeptionelle Überlegungen, wie sich agenturtheoretische Argumente und die Resource Dependence-Theorie verbinden lassen, finden sich bei Hillman und Dalziel (2003).

4.3 Institutionelle Komplementaritäten

Die Corporate Governance besteht aus einem mehrdimensionalen und komplexen System unterschiedlicher Elemente. Dass diese möglicherweise nicht unabhängig voneinander funktionieren, wurde bereits in den weiter oben beschriebenen mehrdimensionalen Studien thematisiert. Die Bezeichnung „Ousider Control System“ wird für das amerikanische System gebraucht und hebt auf die Kontrolle durch die Kapitalmärkte und die Arbeitsmärkte von Managern ab. Die hohe Marktkapitalisierung, die Größe der Kapitalmärkte, die Liquidität, die Transparenz, die bedeutende Rolle institutioneller Investoren sowie der hohe Anteil an Streubesitz führen hier zu einer Disziplinierung des Managements. Verstärkt wird diese durch die Flexibilität und Dynamik des Arbeitsmarktes für Manager. Demgegenüber ist die externe Kontrollwirkung durch den Kapital- und Arbeitsmarkt in Deutschland eher gering. Die nach wie vor stark ausgeprägten Kapitalverflechtungen und personellen Verflechtungen sowie die konzentrierte Eigentümerstruktur in Form von großen Aktienpaketen, die insbesondere durch Banken und Versicherungen gehalten werden, reduzieren die Wirkung externer Marktkontrollen. Allerdings stellen diese funktionale Äquivalente in Form interner Kontrollmechanismen dar, woraus sich die Bezeichnung „Insider Control System“ ableitet (Windolf/Nollert 2001; Gugler et al. 2004). Insider- und Outsider Control System sind zwar Idealtypen, d.h. die realen Systeme weichen davon mitunter in einzelnen Bereichen ab, ihre Existenz wurde jedoch empirisch nachgewiesen (Hall/Gingerich 2004).

Die Übertragung eines isolierten Elementes auf das andere System wäre disfunktional. So würde eine weitgehende Entflechtung im deutschen System eine effektive Kontrolle erschweren, wenn nicht gleichzeitig auch die übrigen Elemente entsprechend angepasst würden. Die vorliegenden mehrdimensionalen Betrachtungen könnten diesen Sachverhalt grundsätzlich berücksichtigen, wenn gemessen würde, inwiefern die einzelnen Dimensionen aufeinander abgestimmt sind. Durch die Bildung von Governance-Indizes mittels linearer Addition der Werte der einzelnen Dimensionen, wird die interne „Stimmigkeit“ der einzelnen Dimensionen jedoch nicht erfasst.

Die Theorie differentieller Kapitalismen thematisiert diesen Sachverhalt auf der Makroebene, wonach sich Marktwirtschaften aus unterschiedlichen Subsystemen zusammensetzen, deren Ausprägungen voneinander anhängen, d.h. so genannte „institutionelle Komplementaritäten“ darstellen (Soskice 1999; Hall/Soskice 2001; Hall/Gingerich 2004). Die einzelnen Subsysteme innerhalb eines Systems sind gleichgerichtet aufeinander abgestimmt und begründen den jeweiligen komparativen Leistungsvorteil. In ihrem nationalen Kontext stellen die Systeme ein lokales Optimum dar. Die Entstehung der Systeme ist pfadabhängig, was unter anderem ihre geringe Veränderungsfähigkeit bedingt (Bebchuk/Roe 1999; Whitley 1999). Dieses Argumentationsmuster lässt sich nicht nur auf Unterschiede zwischen nationalen Governance-Systemen beziehen, sondern auch auf die Ebene einzelner Unternehmen herunterbrechen. Auch die Ausprägung der Elemente des Governance-Systems eines Unternehmens stellt möglicherweise ein lokales Optimum dar. In Ansätzen wurde dies bereits angedacht. So argumentieren Kang und Zardkoohi (2005), dass die Frage der Vorteilhaftigkeit der Personalunion von CEO und Chairman nicht generell beantwortet werden kann, sondern nur in Abhängigkeit von einer Reihe von firmenspezifischen internen und externen Faktoren. Mintz (2005) weist darauf hin, dass gute Governance auch von kulturellen Faktoren und nicht zuletzt von den ethischen Grundwerten an der Unternehmensspitze abhängt. Auch hier müssen die einzelnen Elemente aufeinander abgestimmt sein, d.h. institutionelle Komplementaritäten darstellen. Inwiefern die Theorie der differentiellen Kapitalismen dazu geeignet ist, den Zusammenhang zwischen der Corporate Governance und dem Unternehmenserfolg zu erhellen, ist empirisch bisher noch nicht erforscht worden.

4.4 Nichtbeachtung von persönlichen Merkmalen und Entscheidungsprozessen

In seiner Analyse des Falls Enron führt Windolf (2003) zwei mögliche Gründe für den Zusammenbruch des Unternehmens an. Die erste, eng mit der Corporate Governance verknüpfte Ursache, wird in einer institutionellen Fehlsteuerung vermutet. Unangemessene Governance-Strukturen schaffen diskretionäre Handlungsspielräume, die vom Management zu dessen Gunsten ausgenutzt werden. Da bei Enron die Handlungsspielräume zusätzlich durch Aufwendung krimineller Energie erweitert wurden, wird noch eine zweite Ursache angeführt: Die mangelhafte charakterliche Eignung des Top-Managements, das zu betrügerischen Handlungen bereit ist. Letzteres lässt sich durch entsprechende institutionelle Strukturen zwar eindämmen, jedoch nicht gänzlich ausschließen. Das Management großer Kapitalgesellschaften erfordert von der Unternehmensleitung ausgeprägte intellektuelle Fähigkeiten, Führungskompetenz und persönliche Integrität. Ein Grund für die bislang nicht überzeugend nachgewiesene

Erfolgswirkung der Corporate Governance liegt möglicherweise darin, dass weder die persönlichen Merkmale der Mitglieder von Board, Aufsichtsrat und Vorstand, noch die in diesen Gremien ablaufenden Entscheidungsprozesse und Gruppendynamiken in Betracht gezogen wurden. Dies ist umso erstaunlicher, als die Eigenschaften von Führenden und deren Verhalten in der Führungsforschung als maßgebliche Variablen für den Führungserfolg betrachtet werden. Für die obersten Führungskräfte im Unternehmen sollten diese Faktoren ebenfalls von Bedeutung sein. Die Forschung zu Top Management Teams (TMT) hat eine Vielzahl von Hinweisen dazu geliefert, dass demographische Merkmale von Managern, die Homo-/Heterogenität der Zusammensetzung von Teams und das konkrete Verhalten und Zusammenspiel in strategischen Entscheidungsprozessen erhebliche Auswirkung auf den Ausgang der Entscheidungen und auch auf den Unternehmenserfolg haben (Smith et al. 1994; Murray 1998; Iaquineto/Fredrickson 1998; Kauer et al. 2007). Diese verhaltens- und sozialwissenschaftlichen Aspekte wurden in der finanzwirtschaftlich und ökonomisch geprägten Literatur zur Corporate Governance bislang kaum beachtet.

Gleichwohl wurde auf die Notwendigkeit der Beachtung von demographischen Größen, Gruppendynamiken und Entscheidungsprozessen bereits hingewiesen (Pettingrew 1992; Forbes/Milliken 1999; Nicholson/Kiel 2004; Levrau/Van den Berghe 2007). Der Fokus dieser Arbeiten liegt auf dem amerikanischen Board. Forbes/Milliken (1999) entwickeln einen Analyserahmen, der die oben genannten Aspekte beinhaltet und leiten daraus Hypothesen über deren Wirkung (und Wechselwirkungen) auf die Performanz des Board ab. Das Modell beinhaltet neben demographischen Merkmalen der Board-Mitglieder und dem Vorhandensein von Wissen und Fähigkeiten auch Prozessvariablen, wie den tatsächlichen Einsatz der Fähigkeiten und gemeinsam herausgebildeten Normen. Darüber hinaus werden weitere, gruppenbezogene Variablen, wie die Zusammenarbeit und der Zusammenhalt (cohesiveness) der Direktoren, berücksichtigt. Der Effekt auf den Unternehmenserfolg wird nicht direkt sondern indirekt, über die Variable „board task performance“, postuliert, welche den Grad der Erfüllung der Führungs- und Kontrollaufgaben misst. Während die einzelnen Konstrukte begründet aus der Literatur abgeleitet werden, wird auf die für empirische Untersuchungen notwendige Operationalisierung des komplexen Modells kaum eingegangen.

Ähnlich aufgebaut ist das Modell von Nicholson/Kiel (2004) bei dem das „intellektuelle Kapital“ des Board den zentralen Erklärungsfaktor darstellt. Dieses setzt sich wiederum aus einer Reihe von Konstrukten, dem Humankapital, dem individuellen und kollektiven Sozialkapital, dem kulturellen Kapital und dem strukturellen Kapital, zusammen. Betrachtet werden darüber hinaus die innerhalb des Board ablaufenden Prozesse. Die einzelnen Faktoren beinhalten eine Vielzahl von Konstrukten. Auch für dieses Modell ist für eine darauf aufbauende Operationalisierung von einem sehr hohen Aufwand auszugehen. Ein Beispiel, wie sich soziale Aspekte im Rahmen der Corporate Governance empirisch untersuchen lassen, bietet die Studie von Westphal (1999), der die Wirkung von sozialen Beziehungen von CEOs zu Outside Directors untersucht. Dabei wird unter anderem gezeigt, dass sich das (Nicht-)Vorhandensein von sozialen Beziehungen auf das Ausmaß der Beratung durch die Mitglieder des Board auswirkt.

Ebenfalls auf den Board bezogen, jedoch methodisch qualitativ ausgerichtet, ist der Ansatz von Leblanc und Gillies (2005). Neben den institutionellen Governance-Strukturen werden auch die im Board ablaufenden Entscheidungsprozesse, die Kompetenz der Mitglieder und die Verhaltensweisen derselben betrachtet. Den Autoren gelingt es, an Board-Sitzungen teilzunehmen sowie persönliche Interviews durchzuführen. Ohne statistisch belastbare Ergebnisse zu liefern, bietet die Arbeit anschauliche Beispiele die darauf hinweisen, dass sowohl die konkrete personelle Besetzung des Board als auch die Kultur der Zusammenarbeit erheblichen Einfluss auf die Ergebnisse der dort getroffenen Entscheidungen und mittelbar auch auf den Unternehmenserfolg haben.

5. Fazit

Ausgangspunkt für die vorliegende Untersuchung war die Beobachtung, dass sowohl auf der wissenschaftlichen Seite als auch aus Praktikersicht davon ausgegangen wird, dass eine „gute“ Corporate Governance eine positive Auswirkung auf den Unternehmenserfolg hat. Diese oft implizite Annahme muss jedoch empirisch bestätigt werden, um zum einen die große Aufmerksamkeit sowie andererseits, den erheblichen Aufwand für die Unternehmen zu rechtfertigen, den die Reformen mit sich bringen.

In diesem Beitrag wurden die vorliegenden empirischen Studien zum Zusammenhang von Corporate Governance und Unternehmenserfolg daraufhin untersucht, ob sie eindeutige Ergebnisse erzielt haben. Dazu wurde der Komplexität Rechnung getragen, indem zwischen unterschiedlichen Dimensionen der Corporate Governance differenziert wurde. Für keine der betrachteten Dimensionen konnte jedoch ein eindeutiger Zusammenhang, weder positiv noch negativ, gefunden werden. Die Ergebnisse der untersuchten Studien sind uneinheitlich.

Als potentielle Ursachen wurden zunächst methodische Gründe erwogen. Hier ist jedoch nicht davon auszugehen, dass über weitere einschlägige empirische Studien ein Erkenntnisfortschritt zu erzielen ist. Es liegt bereits eine Vielzahl von Untersuchungen vor, die methodisch sehr anspruchsvoll vorgehen und auf einer umfangreichen Datenbasis beruhen. Viel versprechender erscheint die Erweiterung der zugrunde liegenden theoretischen Basis, die mit der dominierenden Agenturtheorie recht einseitig ist. Hier muss sich zeigen, ob sich die Stewardship-Theorie oder weitere Ansätze als besser geeignet erweisen. Dies gilt ebenso für die auf der Mikroebene einzelner Unternehmen kaum in Betracht gezogenen institutionellen Komplementaritäten, die sich auf der Makroebene einzelner Volkswirtschaften bereits als Erfolgsfaktor erwiesen haben (Hall/Gingerich 2004). Durch die Berücksichtigung der komplexen Interdependenzen zwischen den unterschiedlichen Dimensionen der Governance innerhalb der Unternehmen sowie firmenspezifischer Umweltfaktoren, ließen sich stimmige von nicht stimmigen Fällen unterscheiden und die Erfolgswirkung von aufeinander abgestimmten Elementen untersuchen.

Corporate Governance besteht jedoch nicht nur aus institutionellen Regelungen. Es handelt sich vielmehr um ein äußerst anspruchsvolles Führungsproblem, das durch den kollektiven Charakter der Entscheidungen und die damit einhergehenden Gruppenprozesse erschwert wird. Dass damit erhebliche Anforderungen an die Mitglieder der Führungs- und Kontrollgremien verbunden sind, liegt auf der Hand. Umso er-

staunlicher ist es, dass zu diesem Punkt nur sehr wenige empirische Arbeiten vorliegen.

Neben den diskutierten Gründen für die nicht überzeugend nachgewiesene Erfolgswirkung der Corporate Governance muss abschließend noch eine weitere Ursache erwogen werden: Die Bedeutung der Corporate Governance wird überschätzt. Es macht zwar einen erheblichen Unterschied, ob ein Unternehmen in Ländern mit ausgeprägten Systemen, wie Nordamerika oder Europa, agiert, oder aber in weniger entwickelten Systemen (Shleifer/Vishny 1997). Zwischen und innerhalb der entwickelten Systeme sind die Unterschiede jedoch möglicherweise zu gering, um sich deutlich auf den Unternehmenserfolg auszuwirken (Doidge et al. 2007).

Um das Ziel der Erstellung eines umfassenden Modells „guter“ Governance zu erreichen, besteht noch erheblicher Forschungsbedarf. Auf Basis der vorliegenden Untersuchung lässt sich aber schließen, dass die alleinige Betrachtung einzelner struktureller Elemente von Governance-Systemen dazu nicht ausreicht. Es wird aber vermutet, dass sowohl strukturelle Elemente (und deren Wechselwirkungen), die konkreten Zusammensetzung von Führungs- und Kontrollgremien sowie die dort tatsächlich ablaufenden Entscheidungsprozesse Bestandteil eines solchen Modells sein sollten.

Literatur

- Adams, M. (1994): Die Usurpation von Aktionärsbefugnissen mittels Ringverflechtungen in der „Deutschland AG“. In: Die Aktiengesellschaft, 4: 148-158.
- Agrawal, A./Knoeber, C.R. (1996): Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31: 377-397.
- Agrawal, A./Mandelker, G.N. (1990): Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 25: 143-161.
- Aguilera, R./Jackson, G. (2003): The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions And Determinants. In: Academy of Management Review, 29: 447-465.
- Baliga, R.R./Moyer, C.R. (1996): CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss? In: Strategic Management Journal, 17: 41-53.
- Bassen, A./Kleinschmidt, M./Prigge, S./Zöllner, C. (2006): Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg – Empirische Befunde. In: Die Betriebswirtschaft, 66: 375-401.
- Bassen, A./Zöllner, C. (2007): Corporate Governance. US-amerikanischer und deutscher Stand der Forschung. In: Die Betriebswirtschaft, 67: 93-112.
- Bauer, R./Guenster, N./Otten, R. (2004): Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. In: Journal of Asset Management, 5: 91-104.
- Bebchuk, L.A./Roe, M.J. (1999): A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. In: Stanford Law Review, 52: 127-170.
- Berghe, L.v.d./Levrau, A. (2004): Evaluating Boards of Directors: What Constitutes a Good Corporate Board? In: Corporate Governance, 12: 461-478.
- Berle, A./Means, G. (1932): The Modern Corporation and Private Property. New York.
- Beyer, J. (1996): Unternehmensverflechtungen und Unternehmenserfolg in Deutschland. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Ergänzungsheft 3/96): 79-101.
- Bhagat, S./Black, B.S. (1999): The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. In: The Business Lawyer, 54: 921-939.
- Brickley, J.A./Coles, J./Jarrell, G. (1997): Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. In: Journal of Corporate Finance, 3: 189-220.
- Brown, L.D./Caylor, M.L. (2004): Corporate Governance and Firm Performance. Working paper, Georgia State University.

- Byrd, J.W./Hickman, K.A. (1992): Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offers. In: *Journal of Financial Economics*, 32: 195-221.
- Chen, H./Hexter, L.J./Hu, M.Y. (1993): Management Ownership and Corporate Value. In: *Managerial and Decision Economics*, 14: 335-346.
- Cho, M.-H. (1998): Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis. In: *Journal of Financial Economics*, 47: 103-121.
- Chhaochharia, V./Grinstein, Y. (2007): Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules. In: *Journal of Finance*, 62: 1789-1825.
- Coles, J.W./Hesterly, W.S. (2000): Independence of the Chairman and Board Composition: Firm Choices and Shareholder Value. In: *Journal of Management*, 26: 195-214.
- Coles, J.W./McWilliams, V.B./Sen, N. (2001): An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance. In: *Journal of Management*, 27: 23-50.
- Core, J.E./Holthausen, R.W./Larcker, D.F. (1999): Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. In: *Journal of Financial Economics*, 51: 371-406.
- Core, J. E. / Larcker, D. F. (2007): Performance Consequences of Mandatory Increases in Executive Stock Ownership. In: *Journal of Financial Economics*, 64: 317-340.
- Daily, C.M./Dalton, D.R. (1997): CEO and Board Chair Roles Held Jointly or Separately: Much Ado About Nothing? In: *Academy of Management Executive*, 11: 11-20.
- Daily, C.M./Dalton, D.R./Cannella, A.A. (2003): Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. In: *Academy of Management Review*, 28: 371-382.
- Dalton, D.R./Daily, C.M./Ellstrand, Alan E./Johnson, J.L. (1998): Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance. In: *Strategic Management Journal*, 19: 269-290.
- Dalton, D.R./Daily, C.M./Johnson, J.L./Ellstrand, A.E. (1999): Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. In: *Academy of Management Journal*, 42: 674-686.
- Davies, J.R./Hillier, D./McColgan, P. (2005): Ownership Structure, Managerial Behaviour and Corporate Value. In: *Journal of Corporate Finance*, 11: 645-660.
- Davis, J.H./Schoorman, D.F./Donaldson, L. (1997): Toward a Stewardship Theory of Management. In: *Academy of Management Review*, 22: 20-47.
- De Miguel, A./Pindado, J./De la Torre, C. (2005): Ownership Structure and Performance: A Comparison of Different Corporate Governance Systems. In: *Corporate Ownership & Control*, 2: 76-85.
- Demsetz, H./Villalonga, B. (2001): Ownership Structure and Corporate Performance. In: *Journal of Corporate Finance*, 7: 209-233.
- Ditmar, A./Mahrt-Smith, J. (2007): Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. In: *Journal of Financial Economics*, 83: 599-634.
- Doidge, C./Karolyi, A.G./Stulz, R.M. (2007): Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance? In: *Journal of Financial Economics*, 86: 1-39.
- Donaldson, L./Davis, J.H. (1991): Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. In: *Australian Journal of Management*, 16: 48-64.
- Donaldson, L./Davis, J.H. (1994): Boards and Company Performance – Research Challenges the Conventional Wisdom. In: *Corporate Governance*, 2: 151-160.
- Donaldson, T./ Preston, L.E. (1995): The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. In: *Academy of Management Review*, 20: 65-91.
- Drobetz, W./Schillhofer, A./Zimmermann, H. (2004): Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften. In: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 74: 5-25.
- Dulewicz, V./Herbert, P. (2004): Does the Composition and Practices of Boards of Directors Bear Any Relationship to the Performance of their Companies? In: *Corporate Governance*, 12: 263-280.
- Edlin, A./Stiglitz, J.E. (1995): Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies. In: *American Economic Review*, 85: 1301-1312.
- Edwards, J.S.S./Weichenrieder, A.J. (2004): Ownership Concentration and Share Valuation. In: *German Economic Review*, 5: 143-171.
- Eisenberg, T./Sundgren, S./Wells, M.T. (1998): Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. In: *Journal of Financial Economics*, 48: 35-54.

- Forbes, D.P./Milliken, F.J. (1999): Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups. In: *Academy of Management Review*, 24: 489-505.
- Fürst, O./Kang, S.-H. (2004): Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing. In: *Corporate Ownership & Control*, 1: 13-30.
- Gerken, A. (2004): Projekt SOX 404 – Umsetzung der Section 404 bei der deutschen Telekom. In: Menzies, C. (Hrsg.): *Sarbanes-Oxley Act: Professionelles Management interner Kontrollen*. Stuttgart: 300-305.
- Gompers, P./Ishii, J./Metrick, A. (2003): Corporate Governance and Equity Prices. In: *Quarterly Journal of Economics*, 118: 107-155.
- Gorton, G./Schmid, F.A. (2000): Universal Banking and the Performance of German Firms. In: *Journal of Financial Economics*, 58: 29-80.
- Griffith, J.M. (1999): CEO Ownership and Firm Value. In: *Managerial and Decision Economics*, 20: 1-8.
- Gugler, K./Mueller, D.C./Yurtoglu, B.B. (2004): Corporate Governance and Globalization. In: *Oxford Review of Economic Policy*, 20: 129-156.
- Hall, P.A./Soskice, D. (2001): An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Hall, P.A./Soskice, D. (eds.): *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: 1-68.
- Hall, P.A./Gingerich, D.W. (2004): „Spielarten des Kapitalismus“ und institutionelle Komplementaritäten in der Makroökonomie – Eine empirische Analyse. In: *Berliner Journal für Soziologie*, 14: 5-30.
- Han, K.C./Suk, D.Y. (1998): The Effect of Ownership Structure on Firm Performance. In: *Review of Financial Economics*, 7: 143-155.
- Heinze, T. (2004): Dynamics in the German System of Corporate Governance? Empirical Findings Regarding Interlocking Directorates. In: *Economy and Society*, 33: 218-238.
- Hermalin, B.E./Weisbach, M.S. (2003): Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. In: *FRBNY Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, April: 7-21.
- Hill, C.W.L./Snell, S.A. (1989): Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity. In: *Academy of Management Journal*, 32: 25-46.
- Hillman, A.J./Dalziel, T. (2003): Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. In: *Academy of Management Review*, 28: 383-396.
- Himmelberg, C.P./Hubbard, G.R./Palia, D. (1999): Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. In: *Journal of Financial Economics*, 53: 353-384.
- Ho, C.-K. (2005): Corporate Governance and Corporate Competitiveness: An International Analysis. In: *Corporate Governance*, 13: 211-253.
- Holderness, C./Sheehan, D.P. (1988): The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations. In: *Journal of Financial Economics*, 20: 317-346.
- Holderness, C./Kroszner, R.S./Sheehan, D.P. (1999): Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression. In: *Journal of Finance*, 54: 435-469.
- Hopt, K.J. (1997): The German Two-Tier Board (Aufsichtsrat): A German View on Corporate Governance. In: Hopt, K.J./Wymeersch, E. (eds.): *Comparative Corporate Governance – Essays and Materials*. Berlin: 3-20.
- Iaquinto, A.L./Fredrickson, J.W. (1998): Top Management Team Agreement about the Strategic Decision Process: A Test of some of its Determinants and Consequences. In: *Strategic Management Journal*, 18: 63-75.
- Januszewski, S.I./Oke, J.K./Winter, J. (2002): Product Market Competition, Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Analysis for Germany. In: *Research in Economics*, 56: 299-332.
- Kang, E./Zardkoobi, A. (2005): Board Leadership Structure and Firm Performance. In: *Corporate Governance*, 13: 785-799.
- Karpoff, J.R./Marr, W.M./Danielson, M.G. (1994): *Corporate Governance and Firm Performance*. Malden.

- Kauer, D./Prinzessin zu Waldeck, T.C./Schäffer, U. (2007): Effects of Top Management Team Characteristics on Strategic Decision Making: Shifting Attention to Team Member Personalities and Mediating Processes. In: *Management Decision*, 45: 942-967.
- Klein, A. (1998): Firm Performance and Board Committee Structure. In: *Journal of Law and Economics*, 41: 275-303.
- Landsman, W.R./Shapiro, A.C. (1995): Tobin's q and the Relation between Accounting ROI and Economic Return. In: *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 10: 103-118.
- Larcker, D.F./Richardson, S.A./Tuna, A.I. (2004): Does Corporate Governance Really Matter? The Wharton School Working Paper Series 1281, Philadelphia.
- Leblanc, R./Gillies, J. (2005): Inside the Board Room. How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance. Mississauga.
- Lehmann, E./Weigand, J. (2000): Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany. In: *European Finance Review*, 4: 157-195.
- Levrau, A./Van den Berghe, L.A.A. (2007): Corporate Governance and Board Effectiveness: Beyond Formalism. Working Paper, 2007/448, Universiteit Gent, Gent.
- McConnell, J.L./Servaes, H. (1990): Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. In: *Journal of Financial Economics*, 27: 595-612.
- McKinsey (2000): Investor Opinion Survey on Corporate Governance. London.
- Mehran, H. (1995): Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance. In: *Journal of Financial Economics*, 38: 163-184.
- Millstein, I.M./MacAvoy, P.W. (1998): The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation. In: *Columbia Law Review*, 98 (5), S. 1283-1321.
- Mintz, S.M. (2005): Corporate Governance in an International Context: Legal Systems, Financing Patterns and Cultural Variables. In: *Corporate Governance*, 13: 582-507.
- Monks, R.A.G./Minow, N. (2003): *Corporate Governance*. Malden (MA).
- Monopolkommission (2008): Siebzehntes Hauptgutachten der Monopolkommission 2006/2007. Deutscher Bundestag, Drucksache 16/10140.
- Morck, R./Shleifer, A./Vishny, R.W. (1988): Management Ownership and Market Valuation. In: *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- Moyer, C.R./ Rao, R.P./Baliga, R.R. (1996): CEO Duality and Firm Performance: What is the Fuss? In: *Strategic Management Journal*, 17: 41-53.
- Murray, A. (1989): Top Management Group Heterogeneity and Firm Performance. In: *Strategic Management Journal*, 10: 125-141.
- Nelson, J. (2005): Corporate Governance Practices, CEO Characteristics and Firm Performance. In: *Journal of Corporate Finance*, 11: 197-228.
- Nicholson, G.J./Kiel, G.C. (2004): A Framework for Diagnosing Board Effectiveness. In: *Corporate Governance*, 12: 442-460.
- Nowak, E./Rott, R./Mahr, T.G. (2005): Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? In: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 34: 252-279.
- OECD (2004): *OECD-Grundsätze der Corporate Governance*. Paris.
- Palia, D./Lichtenberg, F. (1999): Managerial Ownership and Firm Performance: A Re-examination Using Productivity Measurement. In: *Journal of Corporate Finance*, 5, 323-339.
- Pettigrew, A.M. (1992): On Studying Managerial Elites. In: *Strategic Management Journal*, 13: 163-182.
- Pi, L./Timme, S.G. (1993): Corporate Control and Bank Efficiency. In: *Journal of Banking Finance*, 17: 515-530.
- Prowse, S. (1994): Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany. BIC Economic Papers No. 41, Basle.
- Rechner, P.L./Dalton, D.R. (1991): CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis. In: *Strategic Management Journal*, 12: 155-160.
- Rhoades, D.L./Rechner, P.L./Sundaramurthy, C. (2001): A Meta-analysis of Board Leadership Structure and Financial Performance: Are „two Heads Better than One? In: *Corporate Governance*, 9: 31-319.

- Rosenstein, S./Wyatt, J.G. (1990): Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth. In: *Journal of Financial Economics*, 26: 175-191.
- Segler, G./Wald, A./Weibler, J. (2007): Corporate Governance im internationalen Wettbewerb: Bewertung des deutschen Governance-Systems aus der Sicht institutioneller Anleger. In: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 59: 72-89.
- Shleifer, A./Vishny, R.W. (1989): Management Entrenchment. The Case of Manager-specific Investments. In: *Journal of Financial Economics*, 25: 123-139.
- Shleifer, A./Vishny, R.W. (1997): A Survey of Corporate Governance. In: *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Smith, K./Olian, J./Sims, H./O'Bannon, D./Scully, J. (1994): Top Management Demography and Process: The Role of Social Integration and Communication. In: *Administrative Science Quarterly*, 39: 412-438.
- Soskice, D. (1999): Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s. In: Kitschelt, H./Lange, P./Marks, G./Stephens, J.D. (eds.): *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*. Cambridge: 101-134.
- Tosi, H.L./Werner, S./Katz, J.P./Gomez-Mejia, L.R. (2000): How much Does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies. In: *Journal of Management*, 26: 301-339.
- Whitley, R. (1999): *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems*. Oxford.
- Windolf, P. (2003): Korruption, Betrug und ‚Corporate Governance‘ in den USA – Anmerkungen zu Enron. In: *Leviathan*, 31: 185-218.
- Windolf, P./Nollert, M. (2001): Institutionen, Interesse, Netzwerke. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich. In: *Politische Vierteljahresschrift*, 42: 51-78.
- Winter, S. (2004): Management- und Aufsichtsratsvergütung unter besonderer Berücksichtigung von Stock-Options – Lösung eines Problems oder zu lösendes Problem. In: Hommelhoff, P./Hopt, K.J./von Werder, A. (Hrsg.): *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*. Köln: 335-358.
- Vafeas, N. (1999): Board Meeting Frequency and Firm Performance. In: *Journal of Financial Economics*, 53: 113-142.
- Westphal, J.D. (1999): Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties. In: *Academy of Management Review*, 42: 7-24.
- Wruck, K.H. (1989): Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings. In: *Journal of Financial Economics*, 23: 3-28.
- Yermack, D. (1996): Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. In: *Journal of Financial Economics* 40: 185-212.
- Young, D.S./O'Byrne, S.F. (2001): *EVA and Value Based Management. A Practical Guide to Implementation*. New York.
- Zimmermann, J./Goncharov, I./Werner, J.-R. (2006): Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis. In: *Corporate Governance*, 14: 432-445.