

Stefan Jaeger

# **Managerkontrolle und Unternehmenswert**

Theorie und empirische Untersuchung  
börsenkotierter Unternehmen in der Schweiz

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	
<b>1.1</b>	<b>Problemstellung und Zielsetzung</b>	<b>24</b>
<b>1.2</b>	<b>Aufbau der Arbeit</b>	<b>25</b>
<b>1.3</b>	<b>Abgrenzung zur Corporate-Governance-Diskussion</b>	<b>27</b>
<b>2</b>	<b>Eigentum und Unternehmenskontrolle aus Sicht der ökonomischen Theorie der Firma</b>	
<b>2.1</b>	<b>Fundamente der ökonomischen Theorie der Firma</b>	<b>32</b>
2.1.1	Principal-Agent-Ansätze	32
2.1.2	Entwicklungsgeschichte der Theorie der Firma	34
<b>2.2</b>	<b>Theorie managementkontrollierter Unternehmen</b>	<b>36</b>
2.2.1	Modell der Umsatzmaximierung	36
2.2.2	Nutzenmaximierungsmodell der Manager	38
2.2.3	Maximierung des Unternehmenswachstums	39
<b>2.3</b>	<b>Organisationstheoretische Ansätze der Theorie der Firma</b>	<b>40</b>
2.3.1	Transaktionskosten und die Kosten der unternehmerischen Koordination	41
2.3.2	Theorie der Verfügungsrechte ( <i>Property Rights</i> )	42
2.3.3	Theorie der Eigentumsstrukturen ( <i>Agency Relationship</i> )	44
2.3.4	Dynamische Theorien	47

<b>3</b>	<b>Institutionen der Unternehmenskontrolle</b>	
<b>3.1</b>	<b>Instrumentalisierung eines unternehmensspezifischen Kontrollsystems</b>	<b>50</b>
<b>3.2</b>	<b>Diskretionäres Verhalten der Manager</b>	<b>52</b>
3.2.1	Wirtschaftskriminalität	54
3.2.2	Fallbeispiel Vontobel	56
3.2.3	Fallbeispiel Adecco	58
<b>3.3</b>	<b>Markt für Unternehmenskontrolle</b>	<b>59</b>
3.3.1	Formen der Übernahme der Kontrollrechte	64
	3.3.1.1 Proxy Fights	64
	3.3.1.2 Erwerb der Aktienmehrheit	65
	3.3.1.3 Fusion	66
3.3.2	Empirische Resultate	68
3.3.3	Power of Control: Kontrolle des Unternehmens vs. Kontrolle der Agents	69

4	Unternehmensexterne Kontrollmechanismen	
<b>4.1</b>	<b>Markt für Manager</b>	72
4.1.1	Hemmnisse des Marktes für Manager	73
4.1.2	Empirische Resultate	75
<b>4.2</b>	<b>Kapitalmarkt</b>	76
4.2.1	Kontrolle durch Fremd- oder Eigenkapital	77
4.2.2	Kontrolle bei bankdominierten Systemen	79
4.2.3	Empirische Resultate	80
<b>4.3</b>	<b>Gesellschaftliche Regelsysteme</b>	81
4.3.1	Ordnungspolitische Regeln der Corporate Governance	82
4.3.2	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance	83
4.3.3	SWX-Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance	84
4.3.4	Ergebnis der SWX-Studie Umsetzung der Corporate-Governance-Richtlinie	85
4.3.5	Externe Wirtschaftsprüfung und Managerkontrolle	86
4.3.5.1	Aufgaben des Wirtschaftsprüfers	86
4.3.5.2	Veränderungen im Aufgabenbereich des Wirtschaftsprüfers	88
<b>4.4</b>	<b>Wettbewerb am Absatzmarkt</b>	89
4.4.1	Intensiver Wettbewerb an den Absatzmärkten	89
4.4.2	Marktform und Produktpositionierung	90
4.4.3	Empirische Resultate	91
<b>4.5</b>	<b>Finanzintermediäre</b>	92
4.5.1	Managerkontrolle durch Finanzintermediation	92
4.5.2	Empirische Resultate	95
<b>4.6</b>	<b>Kontrolle durch Transparenz</b>	95
4.6.1	Transparenzfördernde Berichterstattung	96
4.6.2	Finanzanalyse und Value Reporting	99
4.6.3	Empirische Resultate	100

<b>5</b>	<b>Unternehmensinterne Kontrollmechanismen</b>	
<b>5.1</b>	<b>Interne Steuerungs- und Kontrollelemente der Unternehmensführung</b>	104
5.1.1	Internes KontrallSystem (IKS)	104
5.1.2	Compliance	105
5.1.3	Interne Revision	106
5.1.4	Verwaltungsrat und die interne Kontrolle	107
5.1.5	AuditCommittee	108
5.1.6	Risikomanagement und die interne Kontrolle	109
5.1.7	Prozessorganisation des internen KontrallSystems	110
5.1.8	Kommunikation innerhalb des internen Kontrollsystems	112
5.1.9	Empirische Resultate	113
5.2	Management(-mitglieder)	114
5.2.1	Verantwortlichkeit und Kontrollkultur	114
5.2.2	Managerpersönlichkeit	115
5.2.3	Wechselseitige Kontrolle	116
5.2.4	Wirkungszusammenhänge der Reputation	118
5.2.5	Empirische Resultate	121
5.3	<b>Arbeitnehmer</b>	123
5.3.1	Kontrolle durch Mitbestimmung	124
5.3.2	Motivation und Demotivation	125
5.3.3	Unternehmenskontrolle durch Pensionskassen	128
5.3.4	Empirische Resultate	130
5.4	<b>Verwaltungsrat</b>	130
5.4.1	Aufgaben und Pflichten im Unternehmen	130
5.4.2	Unabhängigkeit des Verwaltungsrates	131
5.4.3	Mehrfachmandate und Zusammensetzung des Verwaltungsrates	134
5.4.4	Kontrollfunktion des Verwaltungsrates	135
5.4.5	Informationsbeschaffung im Verwaltungsrat	136
5.4.6	Empirische Resultate	137

5.5	Anreizstrukturen**	138
5.5.1	Optimierungsverhalten der Manager	140
5.5.2	Beförderungs basierte Anreizstrukturen ( <i>Promotion-based Incentives</i> )	142
5.5.3	Leistungsabhängige Entlohnungssysteme ( <i>Payfor Performance System</i> )	144
5.5.4	Bonussysteme	146
5.5.5	Aktien- und Aktienoptionspläne	146
5.5.6	Kontrolle der Managerentlohnung	150
5.5.7	Bemessungsgrößen für erfolgsabhängige Entlohnung	152
5.5.8	Verhältnis variable vs. fixe Entlohnung	154
5.5.9	Empirische Resultate	155
<b>5.6</b>	<b>Generalversammlung</b>	156
5.6.1	Mitwirkungsrechte der Aktionäre	156
5.6.2	Aktionärsvertreter	158
5.6.3	Traktandierungs- und Einberufungsrecht	159
5.6.4	Auskunfts- und Einsichtsrecht	160
5.6.5	Information und Transparenz	161
5.6.6	Treue- und Sorgfaltspflicht	162
5.6.7	Empirische Resultate	163

<b>6</b>	<b>Empirische Untersuchung der Kontrollmechanismen in der Schweiz</b>	
<b>6.1</b>	<b>Untersuchungsgegenstand</b>	166
6.1.1	Ausprägungen und Struktur der Managerkontrolle in der Schweiz	166
6.1.2	Instrumentalisierung eines unternehmensspezifischen Kontra II Systems	166
6.1.3	Kontrollintensität als Messziel	168
<b>6.2</b>	<b>Kontrollindex-Modell</b>	169
6.2.1	Indexmodel I-Ansatz	169
6.2.2	Kontrollfaktoren	170
6.2.3	Kontrollfaktorsensitivitäten	172
6.2.4	Konsolidierung mittels Indexierung	174
<b>6.3</b>	<b>Methodik der Datenerhebung</b>	175
6.3.1	Grundgesamtheit und Ansprechpersonen	175
6.3.2	Fragebogen	176
6.3.2.1	Design	176
6.3.2.2	Rücklaufstatistik	176
6.3.2.3	Auswertung	177
<b>6.4</b>	<b>Kontrollfaktoren-Analyse und Ergebnisse</b>	178
6.4.1	Gewichtung der Kontrollinstitutionen	178
6.4.1.1	Fragestellung	179
6.4.1.2	Bewertungsmethodik und Resultate	180
6.4.2	Vergleich unterschiedlicher Unternehmensgruppen	182
<b>6.5</b>	<b>Kontrollfaktorsensitivitäten-Analyse und Ergebnisse</b>	182
6.5.1	Merkmalsausprägungen der Kontrollinstitutionen	182
6.5.2	Ausgewählte Ergebnisse der Kontrollfaktorsensitivitäten-Analyse	184
6.5.3	Diskussions- und Kritikpunkte	185
6.5.3.1	Form der Fragestellung	185
6.5.3.2	Anzahl Fragen pro Kontrollinstitution	186
6.5.3.3	Effizienzbeurteilung der einzelnen Fragen	186
6.5.3.4	Kritik und Interpretation der Ergebnisse	187

<b>6.6</b>	<b>Ergebnis der Indexierung</b>	187
6.6.1	Berechnung der Kontrollindex-Werte	187
6.6.2	Kontrollindizes börsenkotierter Unternehmen	189
6.6.3	Eigentumsverhältnisse und Kontrolle	190
<b>6.7</b>	<b>Interpretation der Wirkungszusammenhänge und Konsequenzen für die Praxis</b>	194
6.7.1	Gegenüberstellung von Gewichtungen und Ausprägungen der Kontrollinstitutionen	194
6.7.2	Gegenüberstellung der Ergebnisse für die Grundgesamtheit und die SMI-Unternehmen	196
6.7.3	Verbesserung der Managerkontrolle durch interne Kontrollinstitutionen	198
	6.7.3.1 Verwaltungsrat	198
	6.7.3.2 Management (-mitglieder)	198
	6.7.3.3 Interne Kontrollgremien	199
6.7.4	Verbesserung der Managerkontrolle durch externe Kontrollinstitutionen	200

<b>7</b>	<b>Unternehmenswert und Managerkontrolle in der Schweiz</b>	
<b>7.1</b>	<b>Untersuchungsgegenstand</b>	204
7.1.1	Hypothese: Inwieweit generiert Managerkontrolle Unternehmenswert?	204
7.1.2	Spieltheoretische Analyse: Gegenseitiger Einfluss von Kontrolle und diskretionärem Managerverhalten	204
7.1.3	Kumulierte Betrachtung börsenkotierter Unternehmen	210
7.1.4	Würdigung bestehender Untersuchungen	211
7.1.4.1	Allgemeines Forschungsumfeld	211
7.1.4.2	Ausgewählte Pionierarbeiten im Bereich der Stimmrechtskontrolle	212
<b>7.2</b>	<b>Tobin's Q: Variable für den Unternehmenswert</b>	215
7.2.1	Anforderungen an die Variable für den Unternehmenswert	215
7.2.1.1	Quantifizierbarkeit als Analysevoraussetzung	216
7.2.1.2	Aktienpreis als einer der Hauptbestandteile	216
7.2.2	Tobin's Q.	217
7.2.2.1	Begründung für die Verwendung von Tobin's Q.	217
7.2.2.2	Interpretation von Tobin's Q	218
7.2.2.3	Operationalisierung von Tobin's Q	220
7.2.2.4	Kritik am Tobin's Q	222
<b>7.3</b>	<b>Wirkungszusammenhang von Managerkontrolle und Unternehmenswert</b>	224
7.3.1	Einführende Erläuterungen	224
7.3.1.1	Umgang mit intertemporaler Dynamik	224
7.3.1.2	Charakteristik einer Vollerhebung	225
7.3.1.3	Preis als schwierig erklärbare Komponente	225
7.3.1.4	Differenzierung zwischen Eigner- und Managementkontrolle	226
7.3.2	Univariate Regression von Kontrollindex und Tobin's Q	229
7.3.2.1	Vorgehensweise	229
7.3.2.2	Ergebnis	230

7.3.3	Multiple Regression: Erklärung von Tobin's Q. mittels wertdeterminierender Variablen	230
7.3.3.1	Vorgehensweise	230
7.3.3.2	Ergebnis bei Einbezug exogener Variablen	230
7.3.3.3	Ergebnis bei Einbezug endogener Variablen	233
<b>7.4</b>	<b>Interpretation der Wirkungszusammenhänge</b>	235
7.4.1	Wert vs. Wertschaffung	235
7.4.2	Kontrolle als Enabler von Wertschaffung	235

<b>8</b>	<b>Zusammenfassung und Folgerungen</b>	
<b>8.1</b>	<b>Rekapitulation in Kürze</b>	<b>240</b>
<b>8.2</b>	<b>Disziplinierungskräfte gegenüber dem Management</b>	<b>242</b>
<b>8.2.1</b>	Beurteilung der zentralen Kontrollinstitutionen	242
8.2.1.1	Verwaltungsrat	242
8.2.1.2	Management (-mitglieder)	244
8.2.1.3	Interne Kontrollgremien	<b>246</b>
8.2.1.4	Investoren/Fremdkapitalgeber	247
8.2.1.5	Externe Revision	248
8.2.1.6	Aktienmarkt (-preis)	<b>249</b>
<b>8.2.2</b>	Kontrollstrukturen in Schweizer Unternehmen	<b>250</b>
<b>8.3</b>	<b>Managerkontrolle und Unternehmenswert</b>	<b>252</b>
<b>8.4</b>	<b>Fazit</b>	<b>254</b>
<b>9</b>	<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>256</b>