

Corporate Governance, Produktmarkt Wettbewerb und Unternehmensbewertung

DISSERTATION
der Universität St. Gallen,
Hochschule für Wirtschafts-,
Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG)
zur Erlangung der Würde eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaften

vorgelegt von

Stefan Beiner

von

Schupfen (Bern)

Genehmigt auf Antrag der Herren

Prof. Dr. Heinz Zimmermann

und

Prof. Dr. Manuel Ammann



Difo-Druck GmbH, Bamberg 2005

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XI
Tabellenverzeichnis	XIII
Abkürzungsverzeichnis	XV
1 Einführung	1
1.1 Motivation.....	3
1.2 Zielsetzung.....	7
1.3 Aufbau der Arbeit.....	8
2 Corporate Governance	11
2.1 Corporate Governance-Definitionen der Finance-Literatur.....	11
2.2 Dieser Arbeit zugrunde liegende Corporate Governance-Definition.....	15
2.2.1 Unternehmen.....	15
2.2.2 Agency-Kosten.....	15
2.2.3 Corporate Governance-Instrumente.....	18
2.2.4 System.....	19
2.2.5 Interessengruppen.....	20
2.3 Corporate Governance-Framework.....	21
2.4 Typische Corporate Governance-Instrumente.....	23
2.4.1 Überwachung durch den Verwaltungsrat.....	23
2.4.2 Monetäre Leistungsanreize für das Management.....	26
2.4.3 Grossaktionäre.....	28
2.4.4 Markt für Unternehmenskontrolle.....	31
2.4.5 Fremdkapital.....	33
2.4.6 Arbeitsmarkt Wettbewerb.....	35
2.4.7 Produktmarkt Wettbewerb.....	35
2.4.8 Informationspolitik.....	38
2.4.9 Rahmenbedingungen.....	40
3 Ein einfaches Modell	45
3.1 Marktwert und Monitoringaktivitäten.....	45
3.2 Monitoringaktivitäten sind mit Kosten verbunden.....	47
3.3 Kapitalgeber minimieren Agency-Kosten.....	50
3.4 Einfluss auf den Unternehmenswert.....	52

Empirische Corporate Governance-Studien und damit verbundene Probleme	55
4.1 Kurzer Überblick der empirischen Literatur.....	55
4.1.1 LOMBARDO (2000).....	56
4.1.2 MITTON(2002).....	57
4.1.3 GOMPERS, ISHII UND METRICK (2003).....	59
4.1.4 BLACK, JANG UND KIM (2003).....	61
4.1.5 DROBETZ, SCHILLHOFER UND ZIMMERMANN (2004).....	62
4.1.6 KIAPPER UND LOVE (2004).....	64
4.2 Ökonometrische Probleme der empirischen Corporate Governance-Forschung.....	65
Methodologischer Ansatz	71
5.1 Gleichungssystem.....	74
5.2 Three Stage Least Squares (3SLS).....	82
Daten und Variablen	87
6.1 Corporate Governance-Index.....	87
6.1.1 Fragebogen.....	88
6.1.2 Konstruktion des Corporate Goveance-Indexes.....	89
6.1.3 Deskriptive Statistik.....	91
6.1.4 Objektivität und Validität der Antworten.....	98
6.2 Restliche Variablen.....	101
6.2.1 Definitionen.....	101
6.2.2 Deskriptive Statistik.....	105
6.2.3 Non-Response Blas.....	108
Determinanten von CGI und Tobin's Q: OLS-Resultate	111
7.1 Determinanten des Corporate Governance-Indexes.....	111
7.1.1 Ohne Berücksichtigung der fünf anderen Governance-Mechanismen.....	111
7.1.2 Unter Berücksichtigung der fünf anderen Governance-Mechanismen.....	115
7.2 Determinanten der Unterschiede zwischen CG/01 und CG/02.....	118
7.3 Corporate Governance und Unternehmensbewertung.....	120
Wechselbeziehungen zwischen Tobin's Q und den Corporate Governance-Mechanismen: 3SLS-Resultate	125
8.1 DURBIN-Wu-HAUSMAN-Test.....	126
8.2 3SLS-Resultate.....	12B
8.2.1 Q-Gleichung.....	128
8.2.2 Wechselbeziehungen zwischen den Corporate Governance-Machanismen und Tobfn'sO.....	130
8.2.3 Exogene Variablen.....	132
8.2.4 Spezifikationstests.....	134
8.3 Robustheit der Ergebnisse.....	136
8.3.1 Alternative Unternehmenswert-Proxies.....	136
8.3.2 Alternative CG/s.....	138
8.3.3 Kontrollvariablen.....	140
8.3.4 Die fünf Kategorien des CG-Indexes.....	141
Die Rolle des Produktmarkt Wettbewerbs	145
9.1 Literaturüberblick.....	147
9.1.1 Theoretische Literatur.....	147
9.1.2 Empirische Literatur.....	150
9.2 Modell und Hypothesen.....	154
9.2.1 Modellauftau.....	155

9.2.2	Maximierung des Unternehmensgewinns.....	157
9.2.3	Nutzenmaximierung des Managers.....	158
9.2.4	Optimaler Anreizvertrag.....	160
9.2.5	Der Einfluss des Produktmarkt Wettbewerbs auf die leistungsabhängige Entlohnung und den Unternehmenswert.....	161
9.3	Daten und Stichprobe.....	164
9.3.1	Proxies für den Produktmarkt Wettbewerb.....	165
9.3.2	Stichprobe.....	170
9.3.3	Deskriptive Statistik.....	170
9.4	Empirische Analyse.....	173
9.4.1	Vergleich von wettbewerbsintensiven Unternehmen mit wettbewerbschwachen Unternehmen.....	173
9.4.2	Multivariate OLS-Regression.....	175
9.4.3	3SLS-Regression.....	182
9.5	Robustheitstest.....	186
10	Zusammenfassung und Ausblick	191
10.1	Corporate Governance und Unternehmensbewertung.....	192
10.2	Produktmarkt Wettbewerb.....	194
10.3	Ausblick.....	196
10.4	Schlusswort.....	197
	Literaturverzeichnis	199
	Anhang	A-1