

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 |