
Corporate Governance Best Practices: Der Weisheit letzter Schluss?



Pascal Gantenbein und Christophe Volonté



Zusammenfassung: Die Corporate Governance adressiert das zwischen Kapitalgeber, Unternehmer und Management existierende Prinzipal-Agent-Problem. Im Rahmen der verschiedenen Corporate Governance-Mechanismen, welche darauf ausgerichtet sind, Agency-Kosten zu minimieren und zunehmend auch Interessen weiterer Anspruchsgruppen einzubeziehen, haben sich «Best Practices» herausgebildet. Diese internen Mechanismen umfassen das Aktionariat und die Aktionärsrechte, den Verwaltungsrat – und dabei die Themen Doppelmandat, Unabhängigkeit, Mehrfachmandate, Diversität, Kompetenzen und Gremiumsgröße – sowie die Vergütungspolitik. Doch sind diese akzeptierten Corporate Governance-Praktiken auch zielführend und empirisch fundiert? Der Beitrag gibt einen Überblick über die Corporate Governance-Mechanismen und die wissenschaftliche Debatte zu diesen Empfehlungen. Es zeigt sich, dass «Best Practices» zwar den Vorteil der Einfachheit und Verlässlichkeit haben, jedoch empirisch nicht zweifelsfrei abgestützt und daher kontrovers sind.

Stichworte: Corporate Governance, Verwaltungsrat, Agency-Kosten, Best Practice, Doppelmandat, Unabhängigkeit, Mehrfachmandate, Diversität, Endogenität, Aktionärsrechte, Vergütungspolitik

Corporate Governance Best Practices: The last word in wisdom?

Summary: *Corporate governance deals with the principal agent problem among a firm's investors, entrepreneur, and management. In this setting, corporate governance mechanisms are designed to minimize the agency costs and incorporate further stakeholders' interests. The "best practice" of these mechanisms typically comprise shareholders and shareholder rights, the board of directors—and hereby issues such as dual mandate, independence, multiple mandates, diversity, competencies, and the size of the board—as well as compensation policy. But how useful and well-founded empirically are these practices? Against this backdrop, this paper gives an overview of corporate governance mechanisms and the debate in research on these recommendations. It turns out that "best practices" in corporate governance benefit from their simplicity and reliability, but they are anything but undisputed, based on empirical research.*

Key words: *Corporate governance, board of directors, agency costs, best practice, dual mandate, independence, multiple mandates, diversity, endogeneity, shareholder rights, compensation policy*

1. Einleitung

Die grosse gesellschaftliche Leistung von Kapitalgesellschaften besteht darin, dass sie Unternehmern mit innovativen Ideen den Zugang zu finanziellen Mitteln vereinfachen. Insbesondere die Rechtsform der Aktiengesellschaft ermöglicht eine breite Verteilung der Eigentumsrechte an einer Unternehmung und damit eine entsprechende Skalierung der Finanzierung für grosse Vorhaben. Die Investoren müssen dabei den Unternehmern das Vertrauen entgegenbringen, dass sowohl das Geschäftsmodell als auch dessen Umsetzung gelingen und dass ihr Geld wertbringend eingesetzt wird.

Die Trennung von Geschäftsidee und Kapital bringt aber auch Probleme mit sich, wenn es um die Frage geht, wie die Ressourcen durch die Unternehmer eingesetzt werden oder wenn die Entscheidungen an ein Management delegiert werden. Das Bestehen im Wettbewerb setzt voraus, schnell agieren zu können, was es erforderlich macht, Entscheidungsrechte an das Management zu übertragen. Gleichzeitig verlangen die Eigner der Unternehmung gewisse Informationen und Mitwirkungsmöglichkeiten. In diesem Spannungsfeld befasst sich die Corporate Governance mit der Gestaltung von Prozessen und Verantwortlichkeiten unter Einbezug sowohl der unternehmerischen Rahmenbedingungen als auch der Erwartungen von Eignern und Gesellschaft an die Unternehmung.

Die Corporate Governance umfasst mithin Mechanismen, welche verhindern sollen, dass potenziell eigennützige Manager Handlungen zum Nachteil der Eigner vornehmen. Es handelt sich um eine Anwendung der Prinzipal-Agenten-Theorie mit den Managern als Agenten und den Aktionären als Prinzipale. In diesem Konzept führen Interessenkonflikte und Informationsasymmetrien zwischen Prinzipal und Agent zu sogenannten «Agency-Kosten»: Die Prinzipale (hier also die Kapitalgeber) können die Agenten (das Management) überwachen, was zeitaufwändig und kostspielig ist. Verzichten sie indessen auf eine Kontrolle, gewärtigen sie möglicherweise Nachteile, wenn die Agenten den Spielraum zu ihren eigenen Gunsten ausnutzen. In beiden Fällen führen Agency-Kosten zu einer Beeinträchtigung des Unternehmenswerts. Hier setzen Corporate Governance-Mechanismen an. Durch eine Angleichung der Interessen von Eignern und Management sowie durch effiziente Kontrollprozesse soll in der langen Frist Unternehmenswert und damit Wert für die Eigner geschaffen werden («Shareholder Value»), darüber hinaus aber auch für weitere Anspruchsgruppen («Stakeholder Value»).

An den Finanzmärkten hat der Druck der Aktionäre auf das Management seit den 1980er Jahren zugenommen. Die Forderung nach einer stärker am Wert ausgerichteten Unternehmensführung ist durchaus auch mit Wohlstandsgewinnen verbunden gewesen. Zudem waren weltweit Gesetzgeber und Verbände bestrebt, Minimalstandards für die Corporate Governance zu definieren. Viele dieser Bestrebungen gehen jedoch von der impliziten Prämisse aus, dass es einheitliche «Best Practices» gibt, deren Befolgung zu insgesamt besserer Kontrolle und höherer Unternehmensleistung führt. Solche Standards sind im Bereich der Information und Transparenz wichtig. Indessen gibt es wenig empirische Evidenz dafür, dass ein «one size fits all»-Ansatz mit einheitlichen Standards für die Corporate Governance mit besseren Unternehmensergebnissen verbunden wäre. Die Praxis zeigt, dass sich je nach Kontext verschiedene Governance-Ansätze als zielführend erwiesen haben. Zugleich ist es aber auch eine Tatsache, dass die meisten Unternehmenskrisen eine Folge ungenügender Corporate Governance waren. Es stellt sich daher die Frage, welche der typischen Vorkehrungen angesichts der Heterogenität der Rahmenbedingungen

und Unternehmenssituationen effektiv einen Beitrag zu den Kernanliegen der Corporate Governance leisten.

Die wissenschaftliche Debatte hierzu ist stark von den Besonderheiten des US-amerikanischen Marktes geprägt, hat jedoch im Zuge von Unternehmensskandalen in Europa und Asien auch in anderen Teilen der Welt an Relevanz gewonnen. Obschon sich in den Corporate Governance-Standards im Zuge der Globalisierung und internationaler Finanzströme weltweit eine Konvergenz feststellen lässt, unterscheidet sich die Praxis je nach Rechtssystem oder kulturellem Umfeld nach wie vor in wesentlichen Aspekten.

Der folgende Beitrag gibt einen Überblick über die wissenschaftliche Debatte entlang der Kernelemente der Corporate Governance. Ausgehend von einer Einordnung der verschiedenen Corporate Governance-Mechanismen liegt der Fokus auf den «Best Practices». Diese Corporate Governance-Praktiken zählen zu den internen Mechanismen und umfassen das Aktionariat und die Aktionärsrechte, den Verwaltungsrat sowie die Vergütungspolitik. Beim Verwaltungsrat stehen die Themen Doppelmandat, Unabhängigkeit, Mehrfachmandate, Diversität, Kompetenzen und Gremiumsgröße im Vordergrund. Die Analyse verdeutlicht, dass viele der heute breit akzeptierten «Best Practices» der Corporate Governance empirisch durchaus kontrovers sind.

2. Corporate Governance und empirische Herausforderungen

Die Corporate Governance umfasst eine Vielzahl von Instrumenten, die das Verhalten von Unternehmenskernern dahingehend beeinflussen sollen, dass ihre Entscheidungen mit den Zielen der Eigner langfristig konsistent sind. Dazu zählen unternehmensseitig die zielführende Zusammensetzung von Verwaltungsrats-Gremien, geeignete Aktionärsrechte und kritische Aktionäre sowie anreizbasierte Vergütungssysteme. Daneben gibt es externe Mechanismen: Regeln, der Wettbewerb, die Öffentlichkeit sowie finanzielle Rahmenbedingungen.

2.1 Corporate Governance Mechanismen und Best Practices

Tabelle 1 zeigt eine Übersicht über interne und externe Corporate Governance-Mechanismen.

Je nach Unternehmen unterscheiden sich Ausgestaltung und Rolle dieser Instrumente. Regulatoren und Verbände haben dazu im Rahmen der Selbstregulierung «Best Practices» definiert, zum Teil gibt es aber auch gesetzliche Vorgaben wie etwa Quoten auf Ebene des Verwaltungsrats. Zu den typischen Empfehlungen zählt, dass Verwaltungsräte zur Verhinderung von Interessenkonflikten möglichst unabhängig und die Gremien divers zusammengesetzt sein sollten und dass die einzelnen Mitglieder möglichst wenig Mandate auf sich vereinen dürfen. Die Vergütungspolitik sollte so ausgestaltet sein, dass CEOs möglichst nur dann Boni erhalten, wenn nachhaltig Wert geschaffen wurde («pay-for-performance»). Zudem sollen alle Aktionäre nach identischen Grundsätzen behandelt werden, die gleichen Rechte haben («one share, one vote») und zu bestimmten Themen Mitspracherechte erhalten (z.B. «say-on-pay»). Diese und weitere Massnahmen dienen dazu, die Aktionärsdemokratie zu stärken. Informationsrechte und Transparenz sollen dazu beitragen, dass Aktionäre die Leistung der Unternehmensführung möglichst präzise beurteilen können.

Tabelle 1: Übersicht Corporate Governance Mechanismen

	Interne Mechanismen	Externe Mechanismen
<i>Regeln</i>	Statuten Organisationsreglement Verhaltenskodex	Gesetzliche Rahmenbedingungen Kultur
<i>Überwachung</i>	Verwaltungsrat (vgl. Abschnitt 3.3) Aktionariat und Aktionärsrechte (vgl. Abschnitt 3.1) Interne Revision Mitarbeiter (z.B. «Whistleblowing»)	Fremdkapitalgeber Ratingagenturen Analysten, Stimmrechtsberater Medien Externe Revision
<i>Anreize</i>	Vergütungspolitik (vgl. Abschnitt 3.4)	Verschuldung
<i>Wettbewerb</i>	Unternehmenshierarchien	Markt für Unternehmenskontrolle (vgl. Abschnitt 3.2) Markt für Manager Produktmarkt Wettbewerb

Hinsichtlich des Nutzens von «Best Practices» stellen sich die folgenden grundsätzlichen Fragen: Gibt es eine «Good Governance», und wie steht es um die Governance der Unternehmen? Welche Unternehmensziele sollen durch die Corporate Governance erreicht werden, und wessen Interessen müssen geschützt werden (Aktionäre, Banken, andere Akteure)? Gilt «one size fits all», und stehen dementsprechend alle Unternehmen vor den gleichen Herausforderungen?

2.2 Empirische Evidenz und Messprobleme

Zur Messung dieser Zusammenhänge und der Effekte von Corporate Governance-Instrumenten ist seit den 1980er Jahren eine reichhaltige Literatur entstanden. Zum einen ist diese getragen von der Vielfalt der Corporate Governance sowie der Brisanz und Relevanz des Themas. Zum anderen bietet sich das Thema für empirische Untersuchungen an, weil verschiedene Elemente der Corporate Governance durch die Unternehmen offengelegt werden müssen und damit beobachtbar gemacht werden.

Im Untersuchungsdesign gehen die Studien typischerweise von der Vorstellung aus, dass durch die Corporate Governance Unternehmensentscheidungen und die Performance beeinflusst werden. Daher werden häufig statistische Zusammenhänge zwischen Merkmalen der Corporate Governance (z.B. Unabhängigkeit des Verwaltungsrats) und den Unternehmensergebnissen (z.B. Tobin's Q, Investitionsentscheide, Vergütungspolitik) untersucht. Eine Reihe empirischer Arbeiten liefert denn auch Evidenz dafür, dass verschiedene Elemente der Corporate Governance den Unternehmenswert beeinflussen (vgl. *La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer und Vishny* 2002; *Gompers, Ishii und Metrick* 2003; *Bebchuk, Cohen und Ferrell* 2009).

Indessen zeigt sich, dass die empirischen Befunde je nach Untersuchungsgegenstand (z.B. Zeitperiode, Industrie, Länder, Unternehmensarten) oder Methoden nicht robust sind. Die Korrelation spezifischer Corporate Governance-Eigenschaften mit Unternehmenswerten und der Performance bedeutet weder, dass Erstere die Letzteren beeinflusst, noch dass es einen kausalen Zusammenhang zwischen diesen Grössen gibt. Zwei grundlegende En-

dogenitätsprobleme können zu Fehlschlüssen führen (vgl. *Hermalin und Weisbach* 1998; 2003):

1. **Umgekehrte Kausalität (*reverse causality*):** Beispielsweise stellt sich die Frage, ob bestimmte Eigenschaften der Corporate Governance zu einer anderen Unternehmensleistung führen, oder ob stattdessen die Unternehmensleistung die Ausgestaltung der Corporate Governance beeinflusst.
2. **Nicht berücksichtigte Einflüsse (*omitted variables*):** Nicht auszuschliessen ist zudem, dass weitere Einflussfaktoren aus dem Unternehmensumfeld oder nicht berücksichtigte Corporate Governance-Mechanismen die Corporate Governance, die Unternehmensleistung und die scheinbare Beziehung zwischen diesen beiden Grössen beeinflussen (*spurious correlation*).

Verbesserte ökonomische Ansätze können diese Probleme abschwächen, aber sie stellen je nach Untersuchungsgegenstand hohe methodologische Anforderungen. Neuere Untersuchungen lassen den Schluss zu, dass die Wirksamkeit der Corporate Governance erheblich von den Rahmenbedingungen des Unternehmens abhängt und nicht immer die gleichen Instrumente der Corporate Governance zielführend sind.

2.3 Implikationen für Forschung und Regulierung

Um das Problem der ausgelassenen Variablen zu reduzieren, müssen diejenigen Elemente berücksichtigt werden, die potenziell die Optimalität der Corporate Governance beeinflussen. Grundsätzlich finden sich die Determinanten der Corporate Governance-Ausgestaltung in folgenden Bereichen:

1. **Institutionell:** z.B. zwingendes Recht (z.B. Sorgfalts- und Treuepflichten), «Soft Law» (z.B. Corporate Governance-Kodizes), Politik und Kultur (Normen und Werte);
2. **Operationell:** z.B. Unternehmensgrösse, Industriezugehörigkeit (Produkte, Struktur, Wettbewerb), Strategie (z.B. Diversifikation, Internationalisierung, Turnaround, Wachstum), Alter des Unternehmens (etabliertes Unternehmen, Start-up);
3. **Aktionärsstruktur:** z.B. Familienunternehmen, staatsnahes Unternehmen, breit gestreutes Aktionariat mit relativer Stärke unterschiedlicher Aktionäre.

Das für die Ausgestaltung der Corporate Governance wichtige Umfeld des Unternehmens wird durch die institutionellen Rahmenbedingungen, das operationelle Umfeld und die Aktionärsstruktur geprägt.

Nicht berücksichtigte Variablen aus diesen Bereichen können den empirischen Zusammenhang zwischen Corporate Governance und Unternehmensleistung verfälschen (vgl. *Hermalin und Weisbach* 2003), und die Ergebnisse können zu irreführenden Schlussfolgerungen führen. Dies gilt ebenso für den Fall, dass kein Zusammenhang identifiziert wird.

3. Corporate Governance Mechanismen: Grundlagen, Best Practices und empirische Resultate

Die «Best Practices» fokussieren sich im Wesentlichen auf die Stärkung des Aktionariats und der Aktionärsrechte, auf den Verwaltungsrat als wichtigstes Governance-Instrument des Aktionariats sowie auf die Vergütungspolitik. Im Zusammenhang mit den Aktionärsrechten relevant ist überdies der Markt für Unternehmenskontrolle, der hier ebenfalls erwähnt wird, obschon es sich hierbei um einen externen Mechanismus handelt. Hinsicht-

lich des Verwaltungsrats sind vorab die Empfehlungen im Zusammenhang mit Doppelmandat, Unabhängigkeit, Mehrfachmandaten, Diversität, Kompetenzen und der Grösse des Gremiums wichtig.

3.1 Aktionariat und Aktionärsrechte

Mit dem Stimmrecht haben die Aktionäre die Möglichkeit, an den Generalversammlungen Einfluss auf die Unternehmensführung sowie auf die Gestaltung der Corporate Governance auszuüben. Sie können Statutenänderungen herbeiführen, die Zusammensetzung des Verwaltungsrats festlegen und häufig auch über die Vergütungspolitik abstimmen. Die Ausübung der Stimmrechte verursacht jedoch Kosten (z.B. Informationskosten). Aufgrund des Trittbrettfahrerproblems bleiben viele Aktionäre, insbesondere *institutionelle Investoren* mit breit diversifiziertem Portfolio, passiv und üben die Stimmrechte nicht aus, sofern es dazu keinen gesetzlichen Zwang gibt.

Demgegenüber haben *aktivistische Aktionäre* (z.B. Hedge Funds) das Potenzial der Wertschöpfung durch Einflussnahme im Rahmen der vorhandenen Governance oder durch deren Änderung erkannt, indem sie beispielsweise direkt auf die Besetzung des Verwaltungsrats oder die Vergütungspolitik einwirken. *Grossaktionäre* ihrerseits können aufgrund ihres Stimmengewichts einen Einfluss auf die Corporate Governance und die Unternehmensperformance ausüben. Da sie indes möglicherweise eigene Interessen zulasten der Minderheitsaktionäre verfolgen, kann dieser Einfluss für einen Teil des Aktionariats auch nachteilig sein. Nicht zuletzt aufgrund der empirischen Schwierigkeiten präsentieren sich die Resultate zum Einfluss von Grossaktionären auf die Unternehmensperformance als relativ uneinheitlich.

In den letzten Jahren ist mit dem zunehmenden Einfluss von *Stimmrechtsberatern* (proxy advisors) auch deren Rolle in der Corporate Governance in den Fokus geraten. Die Empirie liefert indessen auch hier keine einheitlichen Resultate über deren Wertbeitrag. Immerhin gibt es aus der Literatur Evidenz dafür, dass diese bei Unternehmen mit breit gestreutem Aktionariat wertvoll sein können (vgl. *Calluzzo und Dudley* 2019).

3.2 Aktienstruktur und Markt für Unternehmenskontrolle

Mit den Aktionärsrechten eng verbunden ist der Markt für Unternehmenskontrolle. Die Disziplinierung des Managements kann zum einen wie oben beschrieben über die Organisation und Ausübung von Stimmrechten erfolgen, zum anderen über eine Neuordnung der Vermögensrechte am Markt. Insbesondere kann sie von der als Gefahr wahrgenommenen Möglichkeit ausgehen, als Unternehmung am Markt von einem Käufer übernommen zu werden, wenn die Wertentwicklung unter den Erwartungen liegt. Fallende Aktienpreise sind oft ein Resultat von Managementversagen und rufen oppositionelle Aktionäre oder Unternehmenskäufer auf den Plan mit dem Ziel, das unausgeschöpfte Potenzial zu heben.

Der Markt für Unternehmenskontrolle kommt somit vor allem dann zum Tragen, wenn die internen Governance-Mechanismen versagen, beispielsweise falls der Verwaltungsrat es verpasst, ein ungenügendes Management-Team zu ersetzen. Je umfangreicher die Aktionärsrechte sind, desto grösser ist die Erfolgchance für einen Kontrollwechsel. Manager und Verwaltungsräte haben daher Mechanismen implementiert, die sie vor dem Druck der Aktienmärkte schützen sollen. Dies wird damit begründet, dass das Management längerfristig planen muss und gegebenenfalls eine höhere Übernahmeprämie erzielt werden kann,

doch reduzieren diese Abwehrmassnahmen auch die Qualität der Corporate Governance und damit den Unternehmenswert (vgl. *Gompers, Ishii und Metrick 2003; Bebchuk, Cohen und Ferrell 2009*).

Während in den USA vor allem «Poison Pills» oder gestaffelte Verwaltungsräte eingesetzt werden, sind in der Schweiz die Schutzmassnahmen wie Stimmrechtsbeschränkungen in den Statuten kodifiziert. Die wichtigste Abweichung vom «one share, one vote»-Prinzip ist die doppelte oder mehrfache Aktienstruktur (vgl. *Masulis, Wang und Xie 2009*). Obwohl diese als dem Unternehmenswert abträglich angesehen wird, wurden Alphabet, Facebook oder LinkedIn mit solchen Aktienstrukturen an die Börse gebracht, und auch die Börsen in Hong Kong und Singapur lassen diese Strukturen inzwischen zu. Mithin zeigt sich, dass die doppelte Aktienstruktur als Corporate Governance-Instrument, welches *nicht* der «Best Practice» entspricht, noch nicht ausgedient hat.

3.3 Verwaltungsrat

Der Verwaltungsrat wird als das wichtigste Corporate Governance-Instrument der Eigner angesehen. Die Mitglieder werden von den Aktionären für die Oberleitung der Gesellschaft gewählt und nehmen in der Corporate Governance eine zentrale Funktion wahr. Ihre wichtigste Aufgabe ist die Festlegung der Strategie und der Corporate Governance (inklusive des Vergütungssystems) sowie die Besetzung und die Kontrolle der Geschäftsleitung. Der Verwaltungsrat hat einen erheblichen Ermessensspielraum bei der Festlegung der Corporate Governance, da er als gesetzlicher Kontrollmechanismus der Aktionäre fungiert und die Verbindung zwischen Aktionären und Management herstellt. Ein Grossteil der empirischen Literatur zur Corporate Governance geht von der Hypothese aus, dass beobachtbare Merkmale des Verwaltungsrats wie dessen Grösse, Unabhängigkeit oder Diversität die Qualität des Gremiums spiegeln und diese sich auf die Unternehmensperformance niederschlägt (vgl. *Adams, Hermalin und Weisbach 2010*). Dieser Vorstellung folgend wurden verschiedene Aspekte betreffend den Verwaltungsrat in der Literatur behandelt und in die Best Practices übernommen:

▪ *Doppelmandat*

Eine beinahe unwidersprochene Forderung bezüglich der Verwaltungsräte betrifft deren Spitze. Verwaltungsratspräsidenten sollten nicht gleichzeitig CEO sein, weil damit eine zentrale Funktion, nämlich die Kontrolle des Managements, unterminiert wird. Wenn gleich dieser Leitlinie gerade vor dem Hintergrund funktionierender «checks and balances» eine grundlegende Bedeutung zukommt, finden sich in der Forschung auch relativierende Sichtweisen. Mitunter wird argumentiert, dass unter gewissen Umständen, beispielsweise wenn rasche Entscheidungen nötig sind (z.B. bei schnell wachsenden Unternehmen oder in Turnarounds), die Doppelspitze sinnvoll sein kann. Auch die empirische Forschung belegt nicht eindeutig, dass die Trennung der Führungsspitze konsistent die Qualität der Unternehmensführung und -performance verbessert (vgl. *Dey, Engel und Liu 2011*).

▪ *Unabhängigkeit*

In eine ähnliche Richtung zielt eine zweite prominente Forderung, jene nach unabhängigen Verwaltungsräten. Hiermit sollen Interessenkonflikte und Entscheidungen zulasten der Unternehmung verhindert werden. Diese könnten entstehen, wenn Verwaltungsräte in der Geschäftsleitung aktiv sind (exekutive Verwaltungsräte) oder früher Mitglieder der Ge-

schäftsleitung waren, aber auch wenn sie Grossaktionäre sind oder solche vertreten. Unabhängige Mitglieder sind solche, welche «keine wesentliche Beziehung» zum Unternehmen haben (z.B. gemäss der Definition der NYSE). Die Forschung belegt im Allgemeinen die Wichtigkeit unabhängiger Verwaltungsräte und zeigt, dass diese einen positiven Einfluss auf die Profitabilität und die operative Performance haben. Dagegen dokumentieren Bhagat und Black (2002) sowie Volonté (2015) keinen bzw. einen statistisch signifikant negativen Zusammenhang. Hinzu kommt, dass die Unabhängigkeit nicht nur mit der Rolle des Verwaltungsrats in der Unternehmung zusammenhängt, sondern auch aufgrund der sozialen Beziehung zum CEO beeinträchtigt werden kann.

▪ *Mehrfachmandate*

Die Tendenz, mehr unabhängige Mitglieder in den Verwaltungsrat zu wählen, hat insgesamt zu einer höheren Professionalität von Verwaltungsräten beigetragen. Deren Mitglieder haben indes häufig mehrere Mandate gleichzeitig inne. Die empirischen Untersuchungen hierzu legen nahe, dass so genannte «busy boards» (Mitglieder mit drei und mehr Mandaten) ihre Kontrollfunktionen weniger gut wahrnehmen, was mitunter auch zu tieferer langfristiger Unternehmensperformance führen kann. Ebenso zeigt sich, dass sie z.B. schlecht performende CEOs seltener entlassen und höhere Vergütungen gewähren. Hingegen finden Ferris, Jagannathan und Pritchard (2003), dass die Gremiumsleistung durch Mehrfachmandate nicht beeinträchtigt wird. Field, Lowry und Mkrtchyan (2013) zeigen, dass Verwaltungsräte mit Mehrfachmandaten bei Unternehmen mit besonderem Beratungsbedarf (z.B. IPOs) wertvoll sind. Bei diesen Firmen rückt die Überwachungsfunktion des Verwaltungsrats in den Hintergrund.

▪ *Diversität*

Stärker geworden ist in den letzten Jahren der Ruf nach mehr Diversität im obersten Führungsorgan. In empirischen Arbeiten wird Diversität gewöhnlich mit dem Anteil weiblicher Verwaltungsratsmitglieder umschrieben oder mit der Zusammensetzung des Gremiums nach Ethnie (vgl. Carter, Simkins und Simpson 2003). Diversität wird als wertstiftend angesehen, weil dadurch ein breiteres Spektrum von Wissen, Perspektiven und Hintergründen im Verwaltungsrat abgebildet wird. Während der Grossteil der Studien einen positiven Einfluss der Diversität auf die Unternehmensperformance identifiziert, dokumentieren andere einen nachteiligen Effekt von Frauenquoten für jene Unternehmen, welche bereits eine gute Governance aufweisen (vgl. Adams und Ferreira 2009) oder wo die Quote zu starken Anpassungen von Board-Strukturen führt (vgl. Ahern und Dittmar 2012).

▪ *Kompetenzen*

Dem Verwaltungsrat kommt auch eine wichtige Rolle als Beratungsgremium und Sparringpartner für die Geschäftsleitung zu. Um diesem Anspruch gerecht zu werden, müssen die Mitglieder über entsprechendes Fachwissen sowie über komplementäre Kompetenzen verfügen. Die Forschung zeigt, dass Mitglieder mit Industrierfahrung zu höherer Performance und mehr Innovation beitragen. Die Verwaltungsräte müssen jedoch Kompetenzen aufweisen, die zur Bewältigung der konkreten Herausforderungen dienlich sind. Volonté und Gantenbein (2016) zeigen, dass der Wert des Humankapitals von der Unternehmensstrategie abhängt. Andere Arbeiten zeigen, dass ein breiteres Spektrum an Kompetenzen im Verwaltungsrat bei komplexen Unternehmen zu besseren Resultaten führen kann.

▪ *Gremiumsgrösse*

Grosse Gremien verfügen im Schnitt über mehr Know-how und über vielfältigere Verbindungen in die Gesellschaft, Wirtschaft und Politik. Ebenso erlauben sie einen höheren Spezialisierungsgrad, etwa zur Besetzung verschiedener Ausschüsse. Dagegen können grosse Gremien die Entscheidungsfähigkeit und die Agilität erschweren, was vor allem bei schnell wachsenden Unternehmen oder solchen in einer Krisensituation nachteilig sein kann. Ebenso können sie höhere Koordinationskosten verursachen. Die empirische Evidenz zeigt, dass grosse Verwaltungsratsgremien ihre Kontrollfunktion tendenziell schlechter ausüben und mit tieferen Bewertungen einher gehen (vgl. *Yermack* 1996). Gleichwohl muss die Grösse des Gremiums auf die der Unternehmung abgestimmt sein. Grössere Unternehmen verfügen grundsätzlich auch über grössere Gremien. So finden *Coles, Daniel und Naveen* (2008) empirische Evidenz dafür, dass Verwaltungsräte mit mehr Mitgliedern bei grossen komplexen Unternehmen vorteilhaft sind.

3.4 Vergütungspolitik

Die Vergütungspolitik soll die Unternehmung dabei unterstützen, die richtigen Personen anzuziehen und zu halten. Anreizbasierte Vergütungen («pay-for-performance») können dazu beitragen, die Interessen zwischen Aktionären und Managern anzugleichen. Kritisch können indessen die Aushandlung der Managementverträge sein sowie der Umstand, dass CEOs für das Glück einer guten Performance bezahlt werden, wenn die Corporate Governance schwach ist. Eine weitere Gruppe von Arbeiten macht geltend, dass eine inadäquate Vergütungspolitik zu einem übermässigen Eingehen von Risiken und Kurzfristen denken verleiten können.

Correa und Le (2016) dokumentieren, dass die Einführung von «say-on-pay»-Gesetzen in mehreren Ländern zu tieferen CEO-Vergütungen, zu höherer «pay-for-performance»-Sensitivität und zu höheren Unternehmenswerten geführt hat. Der grössere Aktionäreinfluss auf die Vergütungspolitik und damit auf die Corporate Governance schlägt sich auch in den Aktienpreisen nieder, wenngleich dieser Effekt von den Unternehmensmerkmalen abhängig ist. In Bezug auf den Zusammenhang zwischen dem Aktienbesitz des CEOs und dem Unternehmenswert fallen die Resultate indessen gemischt aus. Während die Angleichung der Interessen einen positiven Einfluss auf die Performance haben kann, führt ein hoher Aktienbesitz potenziell zu «Entrenchment» und einem entsprechend negativen Einfluss auf den Unternehmenswert.

Die ökonometrische Analyse der Vergütungspolitik ist noch herausfordernder als jene zu anderen Elementen der Corporate Governance. Zunächst würde man keinen Performanceeffekt erkennen, wenn alle Unternehmen optimale Vergütungssysteme implementiert hätten. Hinzu kommt, dass die Vergütungspolitik von einer grossen Anzahl beobachtbarer und nicht beobachtbarer Variablen abhängt, die überdies eine kausale Interpretation des Zusammenhangs stark erschweren (vgl. *Edmans, Gabaix und Jenter* 2017). Denn wichtige Erklärungsvariablen für die CEO-Vergütung, wie z.B. die Unternehmensgrösse oder das Risiko, werden ihrerseits durch die Anreize und Handlungen der CEOs beeinflusst und korrelieren mit beobachtbaren Unternehmens-, Branchen- und Führungsmerkmalen, die die Vergütung beeinflussen. Folglich sind ihre Korrelationen mit der Vergütung schwer zu interpretieren.

4. Schlussfolgerungen

«Best Practices» der Corporate Governance sind darauf ausgerichtet, dass Unternehmensentscheidungen im langfristigen Interesse der Eigner erfolgen und der Verwaltungsrat seine Überwachungsfunktion gegenüber der Geschäftsleitung möglichst gut wahrnehmen kann. Die Frage, was eine «Good Corporate Governance» ausmacht und wie effektiv und ziel führend Best Practices sind, ist jedoch sowohl theoretisch wie empirisch komplex, weil die Kausalität oftmals schwierig identifizierbar ist und die optimale Corporate Governance von den institutionellen Rahmenbedingungen, dem operativen Umfeld und der Aktionärsstruktur abhängt.

In der Literatur vergleichsweise unbestritten ist der Verzicht auf ein Doppelmandat, die Sicherstellung der Unabhängigkeit des Verwaltungsrats, von dessen Diversität sowie der Fachkompetenz der Mitglieder und die Mitsprache der Aktionäre bei Vergütungen. Doch weist die Forschung zugleich auf Situationen hin, wo z.B. ein Doppelmandat sinnvoll ist und wo eine fehlende Unabhängigkeit sich nicht nachteilig auswirkt — etwa, wenn spezifische Kenntnisse über die Unternehmung erforderlich sind sowie zur Sicherstellung des Informationsflusses. Ebenso gibt es Unternehmenssituationen, wo die Erfahrung aus Mehrfachmandaten nützlich ist — etwa, wenn andere Aspekte situativ wichtiger sind als die Überwachungsfunktion des Verwaltungsrats. Auch können Quoten problematisch sein.

Angesichts des beträchtlichen Risikos unbeabsichtigter Folgen von Regulierungen ist es daher wichtig, dass Reformen evidenzbasiert, auf qualitativ hochwertige Daten gestützt, verhältnismässig und alternativlos sind.

Literaturverzeichnis

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291–309.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58–107.
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137–197.
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), 231–274.
- Calluzzo, P., & Dudley, E. (2019). The real effects of proxy advisors on the firm. *Financial Management*, 48(3), 917–943.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, 38(1), 33–53.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329–356.
- Correa, R., Lel, U., 2016. Say on pay laws, executive compensation, CEO pay slice, and firm valuation around the world. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 500–520.
- Dey, A., Engel, E., & Liu, X. (2011). CEO and board chair roles: To split or not to split? *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1595–1618.

- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). Executive compensation: A survey of theory and evidence. In *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Vol. 1, 383–539, North-Holland.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087–1111.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtychyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63–82.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003): Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey on the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7–26.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2009). Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance*, 64(4), 1697–1727.
- Volonté, C. (2015). Boards: Independent and committed directors? *International Review of Law and Economics*, 41, 25–37.
- Volonté, C., & Gantenbein, P. (2016). Directors' human capital, firm strategy, and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 20(1), 115–145.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.

Pascal Gantenbein, Prof. Dr., ist Professor für Finanzmanagement an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Basel.

Anschrift: Universität Basel, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Peter Merian-Weg 6, CH-4002 Basel, E-Mail: pascal.gantenbein@unibas.ch

Christophe Volonté, Dr., ist Lehrbeauftragter für Corporate Finance an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Basel.

Anschrift: Universität Basel, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Peter Merian-Weg 6, CH-4002 Basel, E-Mail: christophe.volonte@unibas.ch