



^b
**UNIVERSITÄT
BERN**

Wirtschafts- und
Sozialwissenschaftliche Fakultät
Departement Betriebswirtschaft
Institut für Finanzmanagement

Verwaltungsräte nicht kotierter Schweizer Unternehmen

Institutsdirektor: Prof. Dr. Claudio Loderer

Verfasser: Markus Senn, MSc BA
Jonas Zeller, MSc Ec

Bern, 23. Dezember 2007

Disclaimer:

Die in der vorliegenden Arbeit vertretenen Ansichten sind diejenigen des Verfassers und nicht notwendigerweise die Ansichten des Instituts für Finanzmanagement. Das Institut für Finanzmanagement übernimmt keine Verantwortung für allfällige Fehler.

Prof. Dr. Claudio Loderer
Institutsdirektor
Engehaldenstrasse 4
CH-3012 Bern
www.ifm.unibe.ch

I. Executive Summary

Kaum eine Funktion in heutigen Unternehmen ist annähernd so oft das Ziel von öffentlichem Argwohn und Hohn wie der Verwaltungsrat. Doch woher stammt dieser Mangel an Vertrauen? Die Ursache ist in der Thematik der Trennung von Eigentum und Kontrolle in der modernen Aktiengesellschaft zu suchen. Kapitaleigner entscheiden sich in der Regel dafür, ihr Vermögen diversifiziert zu investieren. Da der Investor nicht all diese Unternehmen persönlich leiten kann, ist er auf Agenten – das Management – angewiesen. Wie aber kann er sicherstellen, dass er im Gegenzug auf seiner Investition je einen Ertrag erzielt? – Der Verwaltungsrat ist ein vom Investor eingesetztes Gremium, das eben dies gewährleisten soll. Was auf den ersten Blick durchaus sinnvoll erscheint, erweist sich bei genauerer Betrachtung als Zirkelschluss. Das Problem wird ganz einfach verschoben. Die Frage lautet nun: Wer überwacht die Wächter?

Das Thema Corporate Governance im Verwaltungsrat ist nicht neu und steht bereits seit einiger Zeit im Fokus akademischer Forschung. Nicht kotierte Unternehmen jedoch blieben von diesen Untersuchungen weitgehend unberührt. Dieses Segment mag zunächst eher unwichtig erscheinen, spielt jedoch für die Volkswirtschaft eine bedeutende Rolle. Die nicht kotierten Unternehmen übertreffen beispielsweise in der Schweiz die öffentlich gehandelten Unternehmen zahlenmässig um einen Faktor von annähernd 300. Der gewaltige Nachteil und wohl mit ein Grund für das weitgehende Ausbleiben von Forschung auf diesem Gebiet, sind die beinahe vollständig fehlenden Veröffentlichungspflichten für private Aktiengesellschaften.

Um aussagekräftige Daten zu erhalten, wird eine Befragung bei Verwaltungsratspräsidenten nicht kotierter Unternehmen durchgeführt. Aus einem Versand von 9'443 Fragebögen resultiert ein Datensatz mit 1'514 Beobachtungen. Im Zuge der vorliegenden Arbeit werden diese Daten erhoben, aufbereitet und beschrieben. Die Arbeit schliesst mit einer vertieften Betrachtung zu den Themen *Schutz von Minderheitsaktionären in nicht kotierten Schweizer Familienunternehmen* und *Charakteristiken des Verwaltungsrates und Shareholder Value Maximierung*.

Eine grundlegende Erkenntnis der vorliegenden Untersuchung ist, dass auch in nicht kotierten Unternehmen eine Trennung von Eigentum und Kontrolle stattfindet. Das heisst, dass potentiell auch für dieses Segment Agency Probleme auftreten. Konkret finden sich Hinweise, dass insbesondere der Schutz von Minderheitsaktionären in diesen Unternehmen ein Thema ist. So existieren in nahezu zwei von drei beobachteten Unternehmen Grossaktio-

näre Seite an Seite mit Minderheitsaktionären. Bei der Formulierung allgemeiner Aussagen darüber, wie mit dieser Problematik umgegangen wird, ist grosse Vorsicht geboten, da die im Sample vertretenen Aktiengesellschaften in vielen Punkten äusserst heterogen sind. Es gibt beispielsweise Unternehmen im Streubesitz und andere die vollkommen den Gründern gehören; solche die von der öffentlichen Hand und andere die von privaten Unternehmen gehalten werden. Bei einem Median von 60 Mitarbeitern, beträgt die Interquartilsspanne 95. Derart mannigfaltige Unternehmen weisen auch äusserst unterschiedliche Bedürfnisse bezüglich Corporate Governance auf.

Die Vielseitigkeit der Ansprüche an die Corporate Governance spiegelt sich auch in den Massnahmen wieder, welche zur Bekämpfung von Agency Problemen ergriffen werden. Das zeigt sich beispielsweise an der Zusammensetzung des Verwaltungsrates: Während rund die Hälfte der befragten Unternehmen gar keine unabhängigen Verwaltungsräte haben, finden sich andere Unternehmen mit ausschliesslich unabhängigen Verwaltungsräten. Ähnlich sieht es aus bei der Frage, ob der Vorsitzende der Geschäftsleitung auch Verwaltungsrat ist. Beinahe ein Viertel der Unternehmen verwehren dem CEO den Einsitz im Verwaltungsrat; ungefähr die Hälfte ernennen ihn hingegen direkt zum Präsidenten oder dessen Vize. Die verschiedenen Bedürfnisse sind auch bei der Entschädigung des Verwaltungsrates zu erkennen. Von vollkommen fixer Entschädigung, über ausschliesslich Beratungshonorare, bis hin zu 100 Prozent Bonuszahlungen findet sich ein nahezu beliebiges Spektrum an Entschädigungsplänen. Schliesslich schlagen sich die Unterschiede zwischen den Unternehmen ebenfalls in der Arbeitsweise des Verwaltungsrates nieder. Während beispielsweise 80 Prozent der Verwaltungsräte gar keine Ausschüsse einsetzen, weisen andere bis zu sieben auf.

Neben diesen allgemeinen Beobachtungen zu Verwaltungsräten nicht kotierter Unternehmen, wird vertiefend die Situation in Unternehmen mit Familienkontrolle untersucht. Das Spezielle an diesem Subsample ist, dass zwischen den Beteiligten mitunter besonders enge Beziehungen bestehen. Die univariate Analyse ergibt, dass sich Familien- von anderen Unternehmen in einer ganzen Reihe von Punkten unterscheiden. Insbesondere scheinen Familienunternehmen weniger formelle Corporate Governance Massnahmen rund um den Verwaltungsrat zu ergreifen. Überraschenderweise schlägt sich dies jedoch nicht in inferiorer Unternehmensperformance nieder. Dies könnte darauf hinweisen, dass aufgrund der besonderen Nähe zwischen den Beteiligten in Familienunternehmen ausserordentliche Überwachungs- und Bestrafungsfähigkeiten existieren oder, dass Altruismus eine Rolle spielt.

Eine weitere vertiefende Analyse untersucht den Unterschied zwischen Unternehmen, welche als Ziel die Maximierung des Aktionärswertes angeben und solchen, die dies explizit

nicht tun. Auch hier zeigt die univariate Analyse, dass sich aktionärstreue von anderen Unternehmen in einer ganzen Reihe von Punkten unterscheiden. Insbesondere scheinen aktionärstreue Unternehmen vermehrt Wert auf die Überwachung des Managements zu legen und haben auch eine striktere Gewaltentrennung innerhalb der Unternehmensführung. Allerdings ist die Unternehmensperformance – gemessen am ROE – in solchen aktionärstreuen Unternehmen nicht besser. Dies könnte jedoch auch an der mangelnden Zuverlässigkeit des Performancemasses liegen und muss nicht zwingen auf das Fehlen eines Zusammenhangs zurückzuführen sein.

II. Inhaltsverzeichnis

I.	Executive Summary	I
II.	Inhaltsverzeichnis	IV
III.	Tabellenverzeichnis	VII
IV.	Abbildungsverzeichnis	VIII
V.	Abkürzungsverzeichnis	VIII
VI.	Frageverzeichnis	IX
1.	Einleitung	1
Teil I: Theorie		3
2.	Theoretische Grundlagen	3
2.1	Agency Probleme	3
2.2	Mechanismen der Corporate Governance	6
2.2.1	Der Stimmrechtskampf	7
2.2.2	Feindliche Übernahmen	7
2.2.3	Grossaktionäre	8
2.2.4	Fremdkapital	9
2.2.5	Das Managementvergütungssystem	10
2.3	Der Verwaltungsrat	10
2.3.1	Aufgabe und Rolle des Verwaltungsrates	11
2.3.2	Agency Kosten zwischen Verwaltungsrat und Aktionären	11
2.3.3	Mechanismen zur Bekämpfung der Agency Kosten	12
2.4	Besonderheiten nicht kotierter Unternehmen	14
Teil II: Empirie		16
3.	Datenerhebung und Auswertung	16
3.1	Schriftliche Befragung	16
3.1.1	Adressdatensatz und Stichprobe	17
3.1.2	Aufbau und Ziele des Fragebogens	18

3.1.3 Versand	20
3.1.4 Rücklauf.....	21
3.2 Daten.....	27
3.2.1 Unternehmensdemographie	28
3.2.2 Zusammensetzung des Verwaltungsrates.....	34
3.2.3 Entschädigung des Verwaltungsrates	39
3.2.4 Arbeitsweise	46
3.2.4.1 Aufgaben des Verwaltungsrates	46
3.2.4.2 Verwaltungsratssitzungen.....	51
3.2.4.3 Ausschüsse des Verwaltungsrates	54
3.2.4.4 Nominations- und Wahlverfahren.....	54
3.3 Schutz von Minderheitsaktionären in nicht kotierten Schweizer Familienunternehmen.....	56
3.3.1 Definition von Familienunternehmen.....	57
3.3.2 Empirischer Vergleich von Familien- und Nicht-Familienunternehmen.....	57
3.3.2.1 Aufgaben des Verwaltungsratspräsidenten	58
3.3.2.2 Grösse des Verwaltungsrates.....	59
3.3.2.3 Nomination neuer Verwaltungsratsmitglieder	59
3.3.2.4 Grossaktionäre im Verwaltungsrat	61
3.3.2.5 Ämterkumulation	62
3.3.2.6 Unabhängige Verwaltungsräte.....	62
3.3.2.7 Doppelmandate.....	63
3.3.2.8 Amtszeit.....	63
3.3.2.9 Anzahl Sitzungen	64
3.3.2.10 Komitees.....	64
3.3.2.11 Entschädigung	64
3.3.2.12 Unternehmensperformance	65
3.3.3 Fazit.....	66
3.4 Charakteristiken des Verwaltungsrates und Shareholder Value Maximierung.....	67
3.4.1 Oberstes Unternehmensziel: Shareholder Value Maximierung.....	67
3.4.2 Univariate Ergebnisse	69
3.4.2.1 Auswahl von Verwaltungsräten.....	70
3.4.2.2 Aufgaben des Verwaltungsrates	71
3.4.2.3 Strukturen und Prozesse im Verwaltungsrat	71
3.4.2.4 Unternehmensperformance	77

4.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen	79
VII.	Anhang	82
VIII.	Literaturverzeichnis	95

III. Tabellenverzeichnis

Tabelle 3-1: Regionale Verteilung der Schweizer Aktiengesellschaften	22
Tabelle 3-2: Anzahl Verwaltungsräte pro Unternehmen im Adresssample und beim Rücklauf.....	23
Tabelle 3-3: Unternehmensgrösse im Adresssample und beim Rücklauf	24
Tabelle 3-4: Unternehmensalter im Adresssample und beim Rücklauf.....	26
Tabelle 3-5: Masse für Grösse, Internationalität und Performance	28
Tabelle 3-6: Aktienbesitz verschiedener Aktionärsgruppen	32
Tabelle 3-7: Hintergrund der Verwaltungsratsmitglieder	35
Tabelle 3-8: Unabhängige Verwaltungsräte	36
Tabelle 3-9: Doppelmandate.....	38
Tabelle 3-10: Fragebatterie zum Thema Entschädigung des Verwaltungsrates	39
Tabelle 3-11: Höhe und Veränderung der Verwaltungsratsentschädigung	40
Tabelle 3-12: Zusammensetzung der Verwaltungsratsentschädigung.....	43
Tabelle 3-13: Bemessungsgrundlagen der leistungsabhängigen Verwaltungsratsentschädigung	44
Tabelle 3-14: Variabilität der Verwaltungsratsentschädigung	45
Tabelle 3-15: Aufgabeneinteilung des Verwaltungsrates	46
Tabelle 3-16: Abweichung von Ist und Soll der Aufgabeneinteilung des Verwaltungsrates	47
Tabelle 3-17: Aufgabeneinteilung des Verwaltungsrates im Idealfall	48
Tabelle 3-18: Wichtigkeit der Aufgaben des Verwaltungsrates	49
Tabelle 3-19: Fragebatterie zum Thema Arbeitsweise des Verwaltungsrates (Teil 1)	50
Tabelle 3-20: Fragebatterie zum Thema Arbeitsweise des Verwaltungsrates (Teil 2)	51
Tabelle 3-21: Verwaltungsratsausschüsse	54
Tabelle 3-22: Aufgaben des Verwaltungsrates, Familien- versus Nicht-Familienunternehmen	58
Tabelle 3-23: Vergleich von Familien- und Nicht-Familienunternehmen mittels t-Tests.....	60
Tabelle 3-24: Vergleich von Familien- und Nicht-Familienunternehmen mittels Mann-Whitney Tests....	61
Tabelle 3-25: Aufgaben des Verwaltungsrates und Shareholder Value Maximierung	72
Tabelle 3-26: Auswahl, Strukturen und Prozesse im Verwaltungsrat (Dummies)	74
Tabelle 3-27: Unternehmensperformance und Strukturen und Prozesse im Verwaltungsrat.....	76
Tabelle 3-28: Performance und Shareholder Value Maximierung.....	77

IV. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1: Prinzipal-Agent-Beziehung.....	4
Abbildung 3-1: Rücklauf des Fragebogens	21

V. Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BFS	Bundesamt für Statistik
CEO	Chief Executive Officer
IPO	Initial Public Offering
KMU	Klein- und Mittelunternehmen
OR	Obligationenrecht
OTC	over the counter
ROE	Return on Equity
SIC	Standard Industry Classification, Klassifizierungssystem für die Branchenzugehörigkeit von Unternehmen
SWX	Swiss Exchange (Schweizer Börse)
S&P	Standard & Poor's
VR	Verwaltungsrat

VI. Frageverzeichnis

Frage 01

Aus wie vielen Mitgliedern setzt sich der VR zurzeit zusammen?23, 35, 59, 60, 73

Frage 02

Gehört der Vorsitzende der Geschäftsleitung dem VR an?37, 60, 63, 75

Frage 03

Wie setzt sich der VR Ihres Unternehmens zusammen?35, 60

Frage 03 a.

Wie viele VR-Mitglieder sind zusätzlich in einem VR eines kotierten Unternehmens?37

Frage 03 b.

Wie viele VR-Mitglieder sind zusätzlich in einem VR eines nicht kotierten Unternehmens?.....37

Frage 03 c.

Wie viele VR-Mitglieder sind Gründer des Unternehmens?.....36

Frage 03 d.

Wie viele VR-Mitglieder sind Mitglied der Gründerfamilie?36

Frage 03 e.

Wie viele VR-Mitglieder sind Grossaktionär oder deren Vertreter?35, 61

Frage 03 f.

Wie viele VR-Mitglieder sind Vertreter eines institutionellen Investors?37

Frage 03 g.

Wie viele VR-Mitglieder sind Geschäftspartner?37

Frage 03 h.

Wie viele VR-Mitglieder sind unabhängig?36, 62, 74

Frage 04 a.

Werden die VR-Mitglieder gestaffelt erneuert (staggered boards)?.....55

Frage 04 b.

Werden VR-Mitglieder einzeln gewählt?55

Frage 04 c.

Besteht eine Alterslimite für VR-Mitglieder?55

Frage 04 d.

Besteht eine Amtszeitbegrenzung für VR-Mitglieder?55

Frage 04 e.

Werden neue VR-Mitglieder von der Geschäftsleitung nominiert?55, 70

Frage 05

Für welche Amtsdauer werden die VR-Mitglieder Ihres Unternehmens jeweils gewählt?55, 60, 74

Frage 06

Wie oft traf sich der gesamte VR im Jahr 2006?51, 60, 73

Frage 07

Wie lange dauert eine VR-Sitzung im Durchschnitt?52

Frage 08

Wie viele VR sind an VR-Sitzungen durchschnittlich anwesend?.....53

Frage 09

Bitte nehmen Sie zur Arbeitsweise des VR Stellung.* 36, 37, 50, 51, 52, 53, 55, 59, 61

Frage 10

Welche der folgenden Ausschüsse existieren in Ihrem VR?54, 64

Frage 11

Geben Sie bitte das Alter der Mitglieder Ihres VR an.38, 60

Frage 12

Bitte nehmen Sie zur Entschädigungspolitik Ihres Unternehmens Stellung.*39, 40, 41, 42, 44

Frage 13

Aus welchen Komponenten (in Prozent) setzt sich die VR-Entschädigung zusammen?.....42, 65

Frage 14

Welche Faktoren beeinflussen die Höhe der leistungsabhängigen Entlohnung?44

Frage 15

Wie viel betrug im Vergleich zum Vorjahr die Zu- oder Abnahme der gesamten Entschädigungssumme, welche an den VR Ihres Unternehmens ausbezahlt wurde?40, 41

Frage 16

Nehmen Sie an, dass die gesamte Entschädigung des VR im letzten Jahr 100 betrug. Wie viel hätte sie bei deutlich schlechterem Geschäftsgang minimal betragen? Wie viel bei deutlich besserem Geschäftsgang maximal?45, 60, 65

Frage 17

Werden die VR-Mitglieder durch Ihr Unternehmen gegen Haftungsklagen versichert?.....45

Frage 18

In welcher Bandbreite lagen im letzten Jahr die einzelnen Vergütungen, welche Ihr Unternehmen an VR-Mitglieder auszahlte, die nicht der Geschäftsleitung angehörten?40, 43, 60, 65

Frage 19

Wie verteilt sich Ihre für das VR-Präsidium eingesetzte Zeit?46, 58

Frage 20	
Wie viel Zeit wenden Sie in der Regel zur Vorbereitung einer VR-Sitzung auf?.....	52
Frage 21	
Welchen Anteil Ihrer Arbeitszeit wenden Sie im Durchschnitt für das VR-Präsidium auf?.....	41, 49
Frage 22	
Wie viele VR-Mandate halten Sie (ohne Stiftungen und wohltätige Organisationen)?	37
Frage 23 a.	
Bei meiner Entscheidung, das VR-Mandat anzutreten, spielte das Honorar eine untergeordnete Rolle.	39, 41
Frage 23 b.	
Ich würde ein Entschädigungspaket mit einer höheren leistungsabhängigen Komponente bevorzugen.....	39, 45
Frage 23 c.	
Unser VR strebt den grösstmöglichen Nutzen für die derzeitigen Aktionäre an. ..	53, 69, 72, 74, 76, 77
Frage 23 d.	
Unser VR strebt den grösstmöglichen Nutzen für die Aktionäre an, ohne dass dies auf Kosten der anderen Anspruchsgruppen geschieht.	53
Frage 23 e.	
Für unseren VR stehen die Interessen des Unternehmens über denjenigen der Aktionäre.	53
Frage 23 f.	
Die Anforderungen an einen VR haben in den letzten Jahren zugenommen.	49
Frage 23 g.	
Die Komplexität gewisser Aufgaben im Unternehmen übersteigt die Qualifikationen einzelner VR-Mitglieder.....	49, 59
Frage 23 h.	
Unsere VR-Mitglieder erscheinen gut vorbereitet zu den Sitzungen.	52
Frage 23 i.	
Die regelmässige Teilnahme aller VR-Mitglieder an den Sitzungen ist aus meiner Sicht dringend notwendig.....	53
Frage 23 j.	
Ein Sitzungsgeld in der Höhe von einem Prozent der gesamten Entschädigung eines VR-Mitglieds würde genügen, um die Anwesenheitsquote spürbar zu erhöhen.....	39
Frage 23 k.	
Die Risiken, welche ein VR-Mandat mit sich bringt, haben in den letzten Jahren zugenommen.....	49

Frage 23 l. Der Einfluss unseres Hauptaktionärs schränkt den Handlungsspielraum des Unternehmens ein.....	33, 53
Frage 23 m. Einem VR-Mitglied wird der Rücktritt nahegelegt, wenn es die Erwartungen nicht erfüllt.	50
Frage 23 n. Der VR richtet sich in der Regel nach der Meinung des Präsidenten.	53
Frage 23 o. Im letzten Jahr schloss unser Unternehmen im Konkurrenzvergleich überdurchschnittlich gut ab.	29, 65, 77
Frage 23 p. Unsere Aktionäre erwarten von uns regelmässige Ausschüttungen (z.B. Dividenden).	31
Frage 24 Können externe Investoren Aktien Ihres Unternehmens erwerben?	34
Frage 25 Existieren in Ihrem Unternehmen mehrere Aktienkategorien?	34
Frage 26 Existiert eine Stimmrechtsbegrenzung für Aktionäre Ihres Unternehmens?	33
Frage 27 Aktionärsbindungsverträge und Verteilung der Stimmrechte.....	26, 29, 33
Frage 27 a. Aktionäre aufgeteilt nach Familienzugehörigkeit	30
Frage 27 b. Aktionäre aufgeteilt nach ihrer Rolle im Unternehmen	31
Frage 27 c. Aktionäre aufgeteilt nach Aktienbesitz.....	33
Frage 27 d. Kontrollierende Unternehmen.....	33
Frage 27 e. Sonstige Aktionäre	33
Frage 28 Wie alt sind Sie (VR-Präsident)?	38
Frage 29 Geschlecht (VR-Präsident)?.....	38

Frage 30	
Wie lange sind Sie bereits in diesem VR tätig (VR-Präsident)?.....	38
Frage 31	
In welchem Jahr wurde Ihr Unternehmen gegründet?.....	25
Frage 32	
Wie viele Mitarbeitende beschäftigt Ihr Unternehmen?	24, 28
Frage 33	
In welchen Branchen ist Ihr Unternehmen hauptsächlich tätig?	25
Frage 34	
Wie hoch war der Umsatz, der im vergangenen Geschäftsjahr erzielt wurde?.....	24, 26, 28
Frage 35	
Wie hoch war die Bilanzsumme Ihres Unternehmens im vergangenen Jahr?.....	26, 28
Frage 36	
Wie hoch war das Fremdkapital Ihres Unternehmens im vergangenen Jahr?.....	26
Frage 37	
Wie hoch war der Reingewinn / -verlust Ihres Unternehmens im vergangenen Jahr?	26
Frage 38	
Kommentare zum Fragebogen.....	26

* Diese Fragen wurden anhand einer Fragebatterie mit Likert-Skalen erfasst. Zur genauen Formulierung der einzelnen Aussagen sei auf die Tabellen und den Fragebogen im Anhang verwiesen.

1. Einleitung

Kaum ein Tag vergeht ohne Medienberichte zum Thema Corporate Governance. Alleine in der Neuen Zürcher Zeitung finden sich im Jahr 2006 mehr als 190 Artikel, welche den Begriff „Corporate Governance“ enthalten. Oft stehen dabei das geschäftsführende Organ der Unternehmung, der Verwaltungsrat, und seine Rolle als Vertreter der Aktionäre im Mittelpunkt der Diskussion. Während die Verwaltungsräte stets bemüht sind, die Wichtigkeit ihrer Funktion im Unternehmen zu betonen, prangern die Medien sie als *Kopfnicker-Gremium* an [vgl. Keller (2002)] oder kritisieren sie aufgrund grosszügiger Entschädigungen. Bereits die Existenz derart harter Fronten lässt erahnen, dass die Diskussion nicht nur mit sachlichen und stichhaltigen Argumenten geführt wird, sondern oft wenig fundiert ist und polemischen Charakter hat. Dieser Mangel an gefestigtem Wissen charakterisiert nicht bloss die Mediendiskussion.

Obwohl die Corporate Governance ganz allgemein und auch speziell der Verwaltungsrat im Zentrum des Interesses einer immer grösser werdenden Forschergemeinde stehen, können kaum klare Aussagen zu guter Corporate bzw. Board Governance formuliert werden. Zu diesem Schluss kommen verschiedene Übersichtsstudien, welche sich mit der Corporate Governance Literatur befassen. Ein relativ umfassendes Beispiel ist Becht, Bolton und Röell (2002), spezifischer auf den Verwaltungsrat fokussiert sind dies Bhagat und Black (2002) sowie Hermalin und Weisbach (2003). Die Literatur zur Agency Thematik im Verwaltungsrat scheint sich vermehrt um zwei zentrale Ansatzpunkte zu drehen: die Zusammensetzung des Verwaltungsrates und dessen Entschädigung.

Die bestehenden empirischen Studien analysieren primär Daten von grossen kotierten Unternehmen. Zudem fällt die starke regionale Konzentration auf die USA auf. Dabei stellt sich jedoch die Frage, ob von grossen kotierten Unternehmen aus den USA auf andere Unternehmen aus anderen Wirtschaftsräumen geschlossen werden kann [vgl. Zingales (2000)]. Unternehmen, welche an keiner Börse kotiert sind, finden ebenfalls kaum Beachtung. Angesichts der Wichtigkeit dieser Unternehmen in der globalen Wirtschaft überrascht diese Vernachlässigung. Mögliche Gründe für die Forschungslücke sind die beschränkte Datenverfügbarkeit aufgrund der fehlenden Veröffentlichungspflichten sowie Schwierigkeiten bei der Messung der Unternehmensperformance als Folge des Fehlens einer Marktbewertung. Eine Ausnahme bilden Loderer und Waelchli (2007); sie untersuchen einen Datensatz, welcher neben 83 kotierten auch 185 nicht kotierte Unternehmen enthält. Bei letzteren ist insbesondere der Schutz

von Minderheitsaktionären ein wichtiges Thema. Weiter sehen sie signifikante Unterschiede zwischen den Governance-Bedürfnissen von kotierten und nicht kotierten Unternehmen; ein weiterer Hinweis, dass nicht kotierte Unternehmen vermehrt untersucht werden sollten.

Das Ziel der vorliegenden Arbeit ist es, einen Beitrag zu leisten, um der Schliessung dieser Lücke in der bestehenden Forschung einen Schritt näher zu kommen. Zu diesem Zweck wird ein Datensatz zu Verwaltungsräten nicht kotierter Unternehmen in der Schweiz erhoben. Der Datensatz soll über diverse Aspekte des Verwaltungsrates Auskunft geben. Als zentrale Themenkreise können die Zusammensetzung, die Entschädigung und die Arbeitsweise des Verwaltungsrates genannt werden. Diese drei Hauptgebiete sollen durch Informationen zu den jeweiligen Unternehmen ergänzt werden. Gegenstand der Untersuchung ist der nicht kotierte Teil von *Corporate Switzerland*.

Um den Leser auf interessante Eigenheiten der vorliegenden Daten aufmerksam zu machen, sollen ihm neben der Datenqualität erste Inhalte der Daten vermittelt werden. Hierfür werden zu jeder erhobenen Variable deskriptive Statistiken aufgezeigt und diese – wo immer möglich und sinnvoll – mit bisherigen Erkenntnissen aus der Literatur verglichen. Der empirische Teil wird dadurch zahlreiche Verweise auf die aktuelle empirische Forschung enthalten.

Abgerundet wird die Arbeit von einer univariaten Analyse, welche zwei spezifische Themengebiete untersucht: Zum einen den Einfluss von Familienkontrolle und zum andern den Unterschied zwischen Unternehmen, welche als Ziel die Maximierung des Shareholder Value angeben und solchen, die dies explizit nicht tun.

Teil I: Theorie

2. Theoretische Grundlagen

Das nun folgende Kapitel befasst sich mit den theoretischen Grundlagen der oben geschilderten Problematik. Kapitel 2.1 gibt einen kurzen Überblick über die allgemeine Theorie der Agency Probleme als Ausgangspunkt der Corporate Governance. In einem zweiten Schritt werden im Kapitel 2.2 die bekanntesten Mechanismen zur Bekämpfung von Agency Kosten in Wirtschaftsunternehmen vorgestellt. Das Kapitel 2.3 befasst sich anschliessend etwas eingehender mit dem Verwaltungsrat – einem dieser Mechanismen. Zum einen werden Aufgabe und Rolle des Verwaltungsrates im Unternehmen untersucht, zum andern soll abgeklärt werden, ob zwischen Verwaltungsrat und Aktionären Agency Probleme bestehen und wie diese allenfalls bekämpft werden können. Kapitel 2.4 schliesst den Theorieteil ab und soll aufzeigen, welche Besonderheiten bei den in dieser Arbeit untersuchten nicht börsenkotierten Unternehmen insbesondere auch im Bezug auf die Agency Problematik zu beachten sind.

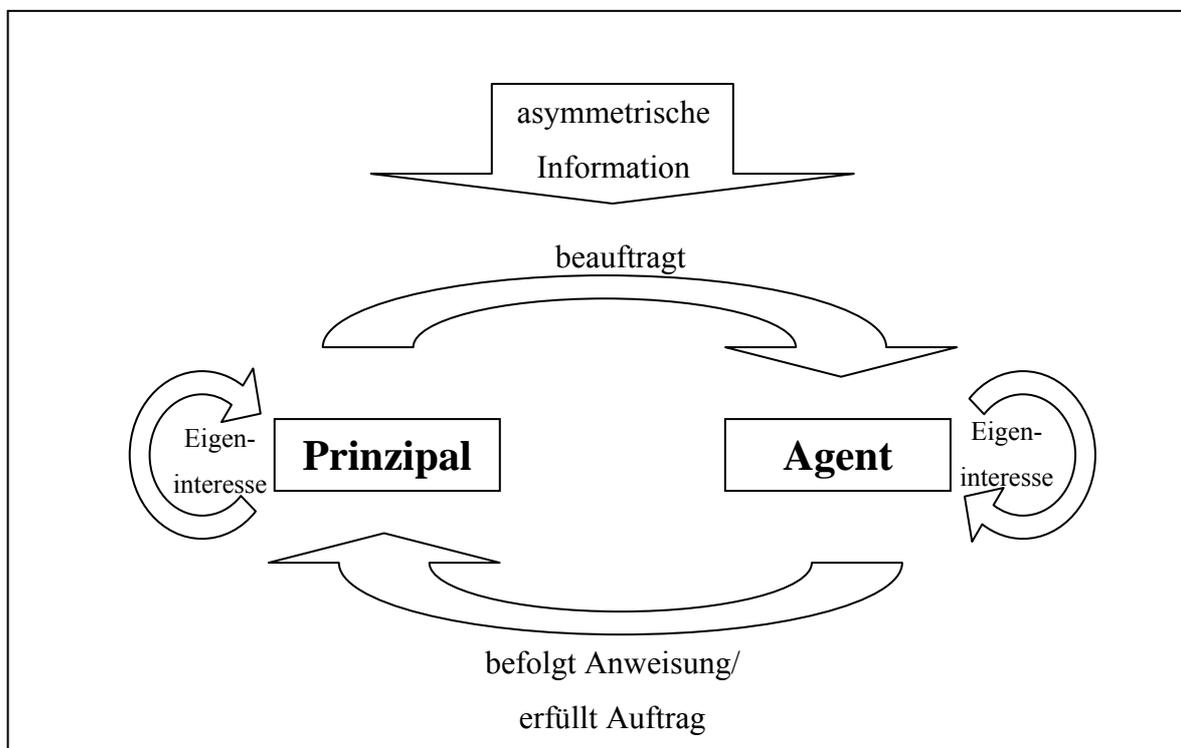
2.1 Agency Probleme

Eine Grundlage für die theoretische Analyse der gesamten Corporate Governance bildet die Agency Theorie. Der Grundstein für die Agency Theorie wurde bereits 1776 von Adam Smith gelegt. Er untersucht in seiner richtungsweisenden Arbeit *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Smith (1776), die Implikationen, welche sich aus einer Trennung von Eigentum und Kontrolle bei Aktiengesellschaften ergeben. Smith kommt zum Schluss, dass die Manager von solchen Unternehmen in ihrer Funktion als Verwalter von fremdem Geld nicht mit derselben Sorgfalt handeln, wie sie es tun würden, wenn es ihr eigenes Geld wäre. Die Problematik der Trennung von Eigentum und Kontrolle wird von Berle und Means (1932) aufgegriffen und weiterentwickelt. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Industrialisierung vertreten sie die These, dass sich vermehrt Grossunternehmen bilden und dadurch die Kapitalgesellschaften zur dominierenden Organisationsform einer modernen Gesellschaft werden. Dabei kommt es zu einem Problem, dessen Ursprung in der Verteilung des Eigentums auf zahlreiche Anteilseigner liegt. Bei der Kontrolle der Unternehmensleitung unterliegen die Aktionäre einem Koordinationsproblem, was die Problematik um die Trennung von Eigentum und Kontrolle weiter verschärft.

Das hierdurch entstehende Anreizproblem wird seit der Arbeit von Jensen und Meckling (1976) als Agency Problem bezeichnet. In ihrem Aufsatz untersuchen sie in systematischer Weise die Beziehung zwischen dem als *Prinzipal* benannten Auftraggeber und dem als *Agent* bezeichneten Auftragnehmer, welcher vom Prinzipal einen Auftrag erhält. Der Agent muss also nach bestem Wissen und Gewissen die Aufgaben des Prinzipals erfüllen. Diese als Vertrag definierte *Prinzipal-Agent-Beziehung* kann problematisch sein, wenn die beiden Parteien nicht die gleichen Interessen haben. Je nach Charaktereigenschaft und der jeweiligen Situation der Vertragspartner sind unterschiedliche Ziele sowie unterschiedliche Risikoneigungen vorstellbar. Wenn der Prinzipal nun versucht seine eigenen Ziele zu erreichen, indem er einen Agenten einsetzt, kann er sich dabei nicht sicher sein, ob der Agent tatsächlich im Sinn des Prinzipals handelt. Der Agent genießt einen Informationsvorsprung, da ausschliesslich er sein eigenes Verhalten im Hinblick auf die Zielerreichung unverzerrt beurteilen kann. Die Abbildung 2-1 fasst den Sachverhalt der Prinzipal-Agent-Beziehung grafisch zusammen.

Abbildung 2-1: Prinzipal-Agent-Beziehung

Die Abbildung zeigt systematisch die Beziehungen des Prinzipals mit dem Agenten.



Die durch Informationsasymmetrie entstehenden Probleme zwischen Prinzipal und Agent lassen sich in drei Kategorien einteilen. Ein erstes Problemfeld stellen die verborgenen Eigenschaften (Hidden Characteristics) dar. Darunter wird gemäss Akerlof (1970) verstanden, dass

dem Auftraggeber nicht alle Eigenschaften des Auftragnehmers bekannt sind. Dies kann zur Auswahl ungeeigneter Agenten führen. Da der Auftraggeber die potentiellen Auftragnehmer nicht richtig einschätzen kann, erkennt er auch nicht, welche Auftragnehmer sich besonders gut eignen. Er bildet deshalb einen Erwartungswert und ist dementsprechend nur bereit eine Entschädigung gemessen an diesem Erwartungswert zu entrichten. Die wirklich guten Agenten werden aber auf dieses Angebot nicht einsteigen und dem Auftraggeber stehen nur noch ungeeignete Agenten zur Verfügung (Adverse Selection).

Die zweite Kategorie sind die verborgenen Handlungen (Hidden Actions). Dabei wird nach Holmström (1979) unterstellt, dass der Prinzipal die Handlungen des Agenten nur beschränkt kontrollieren kann. Diese beschränkte Beobachtbarkeit führt dazu, dass der Agent sein Verhalten unbemerkt zu Ungunsten des Auftraggebers ändern kann (Moral Hazard).

Die dritte und letzte Kategorie von Problemen bilden die verborgenen Absichten (Hidden Intentions). Hier wird angenommen, dass der Prinzipal die Handlungen des Agenten zwar beobachten kann, jedoch dessen Absichten nicht im Voraus kennt. Der Prinzipal hat somit keine Möglichkeit, Verhaltensänderungen des Agenten vorauszusehen oder zu unterbinden (Hold Up) [vgl. Grossman und Hart (1983)].

Diese drei durch die Informationsasymmetrie entstehenden Problemfelder verursachen verschiedene Arten von Kosten. Erstens versucht der Prinzipal, den Agenten zu kontrollieren und Anreizmechanismen so zu setzen, dass der Agent möglichst ähnliche Ziele wie der Prinzipal verfolgt. Jensen und Meckling (1976) bezeichnen diese Kosten als *Monitoring Expenditures*. Zweitens entstehen Signalisierungskosten oder *Bonding Expenditures*. Für den Agenten kann es sich lohnen, dem Prinzipal glaubhaft zu machen, dass er bestimmte, den Prinzipal schädigende Handlungen unterlässt oder beim Ergreifen dieser Handlungen für die Kosten aufkommt. Die dritte Kostenart ist der verbleibende Verlust oder *Residual Loss*. Trotz allen Anstrengungen, die unterschiedlichen Anreize von Prinzipal und Agent zu beseitigen, gibt es immer noch eine Abweichung von einer optimalen Situation mit vollständiger und symmetrischer Information beider Parteien.

Die Beziehung zwischen Prinzipal und Agent charakterisiert jede Form von kooperativer Zusammenarbeit, bei der zwei oder mehrere Personen beteiligt sind. Damit lässt sich die Agency Problematik auch auf die Beziehung zwischen Aktionären und Geschäftsleitung von Unternehmen übertragen. Konflikte können dabei aus verschiedenen Gründen auftreten. Vorausgesetzt den Managern gehört nur ein Bruchteil ihres Unternehmens, hat dies zur Folge, dass das Management nicht den gesamten Ertrag seiner eigenen Leistung abschöpfen kann. Ein Grossteil des Gewinns wird an die aussenstehenden Aktionäre ausgeschüttet. Dadurch

strengen sich die Manager nicht im selben Ausmass an, wie sie es tun würden, wenn sie den gesamten Ertrag für sich behalten könnten. Sie investieren die Unternehmensressourcen deshalb möglicherweise in Projekte, welche weniger persönlichen Aufwand bedeuten, aber im Gegenzug auch weniger rentieren. Ein weiteres Problem ist, dass die Manager nicht die gesamten Kosten ihrer Ausgaben selber tragen müssen. Dadurch sind die Anreize gross, Unternehmensressourcen abzuzweigen und selber zu konsumieren [vgl. Jensen und Meckling (1976)]. Den Interessen der Manager stehen jene der Aktionäre gegenüber. Die Aktionäre möchten auf ihrer Investition ins Unternehmen die höchstmögliche Rendite erzielen. Dabei sind sie sich der unterschiedlichen Interessenslage der Manager bewusst. Oft ist es jedoch so, dass die Aktionäre keine eigentlichen Unternehmer sind und deshalb das Wissen oder der Wille fehlt, eine Kontroll- oder Überwachungstätigkeit auszuüben. Es kann sogar sein, dass keiner der Aktionäre Massnahmen trifft, obwohl ein Fehlverhalten seitens des Managements vermutet wird. Dies gründet darin, dass die Kontrolle und Überwachung der Geschäftsführung für den einzelnen Aktionär kostspielig ist, während schliesslich alle Aktionäre vom Resultat profitieren. Speziell bei Aktiengesellschaften mit einem breit gestreuten Aktionariat können diese Trittbrettfahrerprobleme auftreten [vgl. Hart (1995)]. Da eine solche breit gestreute Aktionärsstruktur ungeeignet für Kontroll- und Überwachungsaufgaben ist, wird ein aus wenigen Mitgliedern bestehendes Gremium eingesetzt: der Verwaltungsrat. Der Verwaltungsrat soll helfen, Agency Probleme zu bekämpfen. Es gibt jedoch noch andere Mechanismen, die dazu eingesetzt werden können. Die wichtigsten werden in Kapitel 2.2 vorgestellt. Auf den Verwaltungsrat wird im Kapitel 2.3 zudem genauer eingegangen.

2.2 Mechanismen der Corporate Governance

Nach Becht, Bolton und Röell (2002) und Hart (1995) sind die wichtigsten Mechanismen zur Kontrolle des Managements der Stimmrechtskampf, feindliche Übernahmen, Grossaktionäre, Fremdkapital, das Managementvergütungssystem und der Verwaltungsrat.¹ Während die ersten fünf Mechanismen nur kurz diskutiert werden, ist dem Verwaltungsrat als zentralem Gegenstand dieser Arbeit das ganze Kapitel 2.3 gewidmet.

¹ Es existieren noch eine Vielzahl weiterer Mechanismen, die der Kontrolle des Managements dienlich sind. So zum Beispiel der Wettbewerb auf dem Arbeitsmarkt [vgl. Holmström (1999)], der Wettbewerb auf dem Absatz- und Produktmarkt, die Medien [vgl. Dyck und Zingales (2002)] oder gesetzliche Bestimmungen. Diese Mechanismen können jedoch weder von den Aktionären noch vom Management direkt beeinflusst werden und sollen deshalb an dieser Stelle nicht weiter kommentiert werden.

2.2.1 Der Stimmrechtskampf

Ein erster Mechanismus, der zum Ziel hat, das Management zu disziplinieren, ist der Stimmrechtskampf. Dabei setzt sich ein Aktionär oder eine Gruppe von Aktionären zum Ziel, den Verwaltungsrat oder das Management oder einzelne Mitglieder der beiden Gremien zu ersetzen. Die Motivation einer solchen Aktion kann ein ungenügender Unternehmenserfolg oder anderweitig schlechte Leistungen der Unternehmensführung sein. Für einen erfolgreichen Stimmrechtskampf müssen möglichst viele Stimmen mobilisiert werden, so dass Mehrheitsentscheide getroffen werden können. Allerdings ist dieses Aufbieten von Stimmen häufig mit hohen Kosten verbunden, so dass es sich für den einzelnen Aktionär meist nicht auszahlt, einen solchen Machtkampf auszutragen. Erschwerend kommt hinzu, dass der Ausgang von solchen Kräfterennen trotz aller Anstrengungen des initiiierenden Aktionärs ungewiss ist. Insofern ist dieser Mechanismus eher beschränkt wirksam [vgl. Manne (1965)].

2.2.2 Feindliche Übernahmen

Eine der radikalsten Massnahmen der Corporate Governance ist die feindliche Übernahme. Typischerweise macht bei einer feindlichen Übernahme ein Investor (Raider) ein Übernahmeangebot an die bestehenden Aktionäre. Wenn die Aktionäre das Angebot akzeptieren, kann der Investor die Kontrolle über das Unternehmen gewinnen und dessen Führungsspitze ersetzen. Der Investor erhofft sich von der neuen Unternehmensführung eine Wertsteigerung und eine daraus resultierende Rendite. Diese stete Gefahr einer feindlichen Übernahme, kann das Management dazu bringen, im Interesse der Aktionäre zu handeln. Allerdings funktioniert dieser Mechanismus nur unter gewissen Vorbehalten. Dafür sind in der Literatur drei Hauptgründe auszumachen.

Erstens sind feindliche Übernahmen mit hohen Kosten verbunden. Grossman und Hart (1980) zeigen, dass es für einen Kleinaktionär eine dominante Strategie ist, seine Aktien dem Investor nicht anzudienen. Dies hat zur Folge, dass der Investor den gesamten Wertzuwachs, welcher durch die Übernahmen entsteht, den bestehenden Aktionären überlassen muss. Er selbst kann nur dann einen Gewinn erzielen, wenn er im Vorfeld unbemerkt selbst Aktien gekauft hat. Eine andere Art von Kosten entsteht dadurch, dass ein öffentliches Übernahmeangebot weiteren Investoren eine Unterbewertung des Unternehmens signalisiert und diese ebenfalls ein Übernahmeangebot unterbreiten. Es kann zu einem Übernahmekampf kommen,

was den Unternehmenspreis ebenfalls in die Höhe treibt [vgl. Hart (1995)].² Ein weiteres Problem bei feindlichen Übernahmen stellen die Abwehrmechanismen des Managements dar. Mit diesen sogenannten *Takeover Defenses* versucht das bestehende Management, die Übernahme zu verhindern.³ Mittels derartiger Massnahmen kann das Management den Übernahmepreis ebenfalls in die Höhe treiben.

Zweitens argumentieren Shleifer und Vishny (1988), dass durch eine Übernahme das Agency Problem gar verschärft werden kann. Vorausgesetzt, das Übernahmeangebot kommt von einem Unternehmen, bei dem sich das Management zum Ziel gesetzt hat, ein möglichst grosses Firmenimperium aufzubauen, ist die Übernahme möglicherweise ineffizient.

Drittens setzen Übernahmen aufgrund des beträchtlichen Finanzierungsbedarfs liquide Kapitalmärkte voraus, da der Finanzierungsbedarf beträchtlich sein kann. Diese Voraussetzung ist oft nicht gegeben, so dass eine Übernahme nicht möglich ist, obwohl sie eigentlich effizient wäre [vgl. Shleifer und Vishny (1997)].

2.2.3 Grossaktionäre

Ein Mechanismus, der dem Trittbrettfahrerproblem der Aktionäre bei einer breit gestreuten Aktionärsstruktur entgegenwirkt und die Überwachungsaktivität durch die Eigentümer des Unternehmens erhöht, ist die Existenz eines Grossaktionärs. In der Literatur finden sich drei unterschiedliche Richtungen, wie Grossaktionäre ihren Einfluss auf das Management entfalten können.

Der Grossaktionär hat durch seine substanzielle Beteiligung am Unternehmen per se einen grösseren Anreiz, mehr in die Überwachung des Managements zu investieren, da er im Vergleich zu Kleinaktionären durch diesen höheren Anteil auch mehr profitiert. Es fällt dem Grossaktionär ausserdem leichter, Druck auf den Verwaltungsrat auszuüben oder direkt mit dem Management zu verhandeln [vgl. Shleifer und Vishny (1997)]. Allerdings trägt der Grossaktionär immer noch die gesamten Überwachungskosten alleine, profitiert jedoch nur proportional zu seinem Anteil. Somit ist der Anreiz zur Überwachung des Managements zwar grösser, als wenn nur Kleinaktionäre vorhanden sind, jedoch noch nicht ausreichend, um die Agency Kosten komplett zu eliminieren. Erst wenn der Grossaktionär 100 Prozent des Unter-

² Denkbar wäre auch, dass ein zusätzlicher Investor vom Management eingeladen wird. Diese Konstellation ist unter dem Namen *White Knight* bekannt.

³ Als *Takeover Defenses* kommen eine Vielzahl von Mechanismen in Frage, für eine Übersicht vgl. Becht, Bolton und Röell (2002).

nehmens besitzt, hat er genau die richtigen Kontroll- und Überwachungsanreize [vgl. Hart (1995)].

Ein zweites Argument ist die Erleichterung von Übernahmen durch die Anwesenheit von Grossaktionären [vgl. Shleifer und Vishny (1986)]. Allerdings ist die aus oben beschriebenen Gründen beschränkte Wirkung von feindlichen Übernahmen auch bei Grossaktionären ein Problem. Einzig die Erleichterung der Verhandlung mit dem Käufer und die damit verbundene Möglichkeit eines Aufteilens des Übernahmegewinns verleihen diesem zweiten Argument etwas Gewicht.

Ein dritter Weg, wie Grossaktionäre das Management beeinflussen können, ist der Stimmrechtskampf [vgl. Kapitel 2.2.1]. Zwar hat grundsätzlich jeder Aktionär die Möglichkeit, einen Stimmrechtskampf auszutragen, Grossaktionäre haben jedoch einen grösseren Anreiz, da sie einen grösseren Anteil des allfälligen Ertrags abschöpfen können und bedeutend tiefere Koordinationskosten bei der Organisation des Kräftemessens haben [vgl. Shleifer und Vishny (1986)].

Die Anwesenheit eines Grossaktionärs kann zwar helfen, Agency Probleme zu bekämpfen, verursacht jedoch auch neue Probleme. Möglicherweise könnten Grossaktionäre ihre Macht dazu missbrauchen, sich auf Kosten der andern Aktionäre zu bereichern und *Private Benefits of Control* abzuschöpfen [vgl. Hart (1995)].

2.2.4 Fremdkapital

Alle bisher diskutierten Mechanismen machen sich das Mitbestimmungsrecht der Aktionäre zunutze. Eine weitere wichtige Möglichkeit das Management zu disziplinieren, bildet das Fremdkapital bzw. die Fremdkapitalgeber [vgl. Hart (1995)]. Die periodisch anfallenden Schuldzinsen stellen einen Anspruch auf die freien Cash Flows des Unternehmens dar. Dies hält Manager davon ab, die freien Mittel in wertvernichtende Projekte zu investieren. Zudem werden die Manager gezwungen, die nötigen Mittel für die Bezahlung der Schuldzinsen aufzubringen. Dies Mittel können entweder durch erfolgreiche Geschäftsführung oder am Kapitalmarkt beschafft werden. Soll Geld am Kapitalmarkt aufgenommen werden, prüfen die Fremdkapitalgeber die Kreditwürdigkeit des Unternehmens und die Manager stehen unter massivem Druck, den Kapitalbedarf zu rechtfertigen. Dies ist verbunden mit der Offenlegung von Informationen über Pläne und Absichten des Kapitaleinsatzes. Darin besteht den auch der dritte Weg, wie Fremdkapital undiszipliniertes Verhalten von Managern einschränken kann.

2.2.5 Das Managementvergütungssystem

Das Managementvergütungssystem ist in seiner Funktionsweise grundlegend anders als die bisher diskutierten Mechanismen. Das Ziel eines guten Vergütungssystems ist es, das Management nicht durch Überwachung und Kontrolle zum erwünschten Verhalten zu zwingen, sondern durch die Ausgestaltung entsprechender Anreize dazu zu bewegen. Anders ausgedrückt sollen die Interessen von Aktionären und Managern möglichst ähnlich sein, damit der Kontrollaufwand schliesslich auf ein Minimum reduziert werden kann.

Gemäss Murphy (1999) bestehen die meisten Managementvergütungssysteme aus vier Komponenten: einem Basissalär, einem jährlichen Bonus, basierend auf kurzfristigen Performancemassen, Aktienoptionen und einem langfristigen Anreizsystem, häufig in Form von Aktien. Oft kommen noch Vereinbarungen über Abgangsentschädigungen oder Beiträge für Versicherungen und die Altersvorsorge hinzu. Die explizite Ausgestaltung des Vergütungspakets stellt das Unternehmen oft vor grosse Schwierigkeiten. Einerseits stellt sich die Frage, wer überhaupt die Entschädigung festlegen soll. Insbesondere die Möglichkeit der Einflussnahme durch das Management ist dabei oft problematisch. Andererseits ist die Ausgestaltung selbst oft äusserst schwierig. Beispielsweise müssen für das Basissalär marktgerechte Vergleichsgrössen gefunden werden. Für die leistungsabhängigen Komponenten gilt es, die richtigen Performancemasse zu definieren. Je nachdem, welche Masse dabei gewählt werden, entstehen neue Anreize für die Manager, diese Masse in ihrem Sinne auf legale oder illegale Weise zu manipulieren. Ausserdem schafft beispielsweise die Entschädigung mit Aktien und Optionen Anreize, die Aktienkurse zu manipulieren. All diese Faktoren gilt es bei der Festlegung des Vergütungspakets gegeneinander abzuwägen.

2.3 Der Verwaltungsrat

Nach dieser relativ breiten Einführung in die vorhandene Literatur im Bereich Corporate Governance soll im Folgenden der theoretische Hintergrund zum Teilgebiet Verwaltungsrat erarbeitet werden. Das Kapitel 2.3.1 wird sich mit den Aufgaben und der Rolle des Verwaltungsrates im Unternehmen auseinandersetzen. Danach wird in Kapitel 2.3.2 anhand der bestehenden Literatur argumentiert, dass es zwischen Verwaltungsrat und Aktionären in der Tat zu Agency Problemen kommen kann. Im dritten und letzten Teil (vgl. Kapitel 2.3.3) soll geklärt werden, wie diese Agency Kosten bekämpft werden können.

2.3.1 Aufgabe und Rolle des Verwaltungsrates

Laut schweizerischem Obligationenrecht, Art. 716 hat der Verwaltungsrat eine Reihe unübertragbarer Aufgaben zu erfüllen. Ein Teil dieser Aufgaben ist eher formeller Natur, wie beispielsweise die Benachrichtigung des Richters im Falle der Überschuldung. Ein anderer Teil besteht dagegen aus effektiven Pflichten in der Leitung des Unternehmens. Die bestehende Literatur befasst sich insbesondere mit den drei Hauptfunktionen strategische Beratung des Managements [vgl. Fama und Jensen (1983)], Überwachung und Kontrolle des Managements [vgl. Fama (1980), Hermalin und Weisbach (1998) sowie Adams (2001)] sowie Vertretung der Interessen der Stakeholder [vgl. Adams (2003)]. Loderer und Waelchli (2007) finden, dass in nicht kotierten Unternehmen häufig Grossaktionäre vorhanden sind, die auch im Verwaltungsrat sitzen. Sie argumentieren, dass diese Grossaktionäre die Überwachung und auch die Strategiegestaltung oft selber wahrnehmen. Damit werden diese Aufgaben dem Verwaltungsrat abgenommen, und er wird in diesen Unternehmen an Bedeutung einbüßen. Es ist denkbar, dass er gar zu einer rein formellen Institution verkommt. Die empirischen Resultate ihrer Studie deuten jedoch an, dass der Verwaltungsrat in kotierten Unternehmen zwar aktiver ist, aber auch in nicht kotierten Unternehmen eine wichtige Rolle spielt.

2.3.2 Agency Kosten zwischen Verwaltungsrat und Aktionären

Fama (1980) und Fama und Jensen (1983) glauben nicht an das Auftreten von Agency Problemen zwischen Verwaltungsrat und Aktionären. Laut ihrer Argumentation sehen sich insbesondere unabhängige Verwaltungsräte dem Risiko ausgesetzt, die Reputation als gute Überwacher zu verlieren. Als Folge davon orientieren sie ihre Handlungen an den Interessen der Aktionäre.

Zahlreiche andere Autoren widersprechen dieser Sichtweise. Sie begründen dies beispielsweise mit dem Unterschied zwischen einem Verwaltungsrat, der ein guter Überwacher ist, und einem, der ein guter Überwacher zu sein scheint [vgl. Holmström (1999)]. Ein weiteres Argument ist, dass die Vorteile, die einem Verwaltungsrat aus einer CEO-freundlichen Reputation erwachsen, möglicherweise diejenigen einer Reputation als guter Überwacher übersteigen [vgl. Hermalin und Weisbach (1998)]. Hintergrund dieser zweiten These sind Resultate, welche auf einen bedeutenden Einfluss des CEO im Verwaltungsrat hinweisen [vgl. Shivdasani und Yermack (1999)]. Beispielsweise nominiert der CEO häufig die Kandidaten bei Verwaltungsratswahlen.

Ein weiteres Indiz für unterschiedliche Interessen von Verwaltungsrat und Aktionären findet sich in der Untersuchung von Weisbach (1988). Die Wahrscheinlichkeit für eine Entlassung des CEOs bei schlechter Unternehmensperformance ist signifikant grösser, wenn der Verwaltungsrat mehr unabhängige Mitglieder hat. Dieselben Auswirkungen attestiert Perry (2000) der anreizbasierten Entschädigung für Verwaltungsräte. Sowohl Unabhängigkeit, als auch anreizbasierte Entschädigung werden dabei als Instrumente gesehen, welche den Verwaltungsrat zu einem besseren Agenten der Aktionäre machen.

All dies sind Hinweise darauf, dass die Handlungen und Absichten des Verwaltungsrates nicht zwingend von vornherein im besten Interesse der Aktionäre sind. Diese Evidenz legt die Vermutung nahe, dass die abweichenden Arbeitsweisen, wie sie Adams (2003) beobachtet, nicht ausschliesslich auf Besonderheiten der Unternehmen beruhen. Vielmehr scheint die Arbeitsweise durchaus gezielt beeinflussbar zu sein, dies obwohl (zumindest in der Schweiz) jeder Verwaltungsrat gleichzeitig Aktionär des Unternehmens sein muss. Wie die Beeinflussung der Arbeitsweise aussehen könnte, ist Thema des nächsten Kapitels.

2.3.3 Mechanismen zur Bekämpfung der Agency Kosten

Vor dem Hintergrund der Hinweise auf die Existenz von Agency Problemen zwischen Verwaltungsrat und Aktionären wird die in der Corporate Governance zentrale Frage gestellt, mit welchen Mitteln diese Schwierigkeiten bekämpft werden können. Konkret soll die Arbeitsweise des Verwaltungsrates auf die Interessen der Aktionäre abgestimmt werden. Die grundlegende Idee dahinter lautet, dass die Arbeitsweise des Verwaltungsrates einen Einfluss auf die Performance des Unternehmens hat. Die Literatur auf diesem Gebiet ist zwar relativ spärlich, deutet aber auf die Existenz eines solchen Zusammenhangs hin. Als Beispiel sei Vafeas (1999) genannt. Er findet ein negatives Verhältnis zwischen der Häufigkeit von Verwaltungsratssitzungen und der Performance des Unternehmens und erklärt dies folgendermassen: Schneidet ein Unternehmen ungenügend ab, reagiert der Verwaltungsrat durch erhöhte Aktivität. Im Anschluss an diese gesteigerte Aktivität verbessert sich die Performance signifikant. Angesichts derartiger Resultate überrascht die geringe Anzahl an Publikationen zu solchen Zusammenhängen. Der Grund dafür liegt wohl weniger in fehlender Relevanz der Thematik, als in der schwierigen Beobachtbarkeit der Arbeitsweise.

Wollen die Aktionäre die Arbeitsweise des Verwaltungsrates beeinflussen um die Performance zu steigern, bieten sich ihnen zwei Ansatzpunkte, welche beide im vorangehenden Kapitel bereits angesprochen wurden: die Zusammensetzung des Verwaltungsrates sowie des-

sen Entschädigung. Der Zusammenhang zwischen Zusammensetzung und Arbeitsweise des Verwaltungsrates ist Thema einer sehr breiten Literatur; eine Übersicht liefern zum Beispiel Bhagat und Black (1999). Dabei werden vor allem zwei gegenläufige Effekte besonders oft diskutiert: Zum einen ist kaum zu erwarten, dass die exekutiven Mitglieder sich selbst wirkungsvoll überwachen, zum andern ist aus mehreren Gründen anzunehmen, dass auch externe Verwaltungsräte ihre Überwachungsaufgabe nur beschränkt erfüllen.⁴ Es ist demnach auch nicht überraschend, dass die Empirie keine eindeutige Antworten zu liefern vermag, ob mittels Zusammensetzung des Verwaltungsrates die Performance des Unternehmens massgeblich gesteigert werden kann [vgl. Hermalin und Weisbach (1991) sowie Bhagat und Black (2002)]. Die Literatur lässt es jedoch ziemlich wahrscheinlich erscheinen, dass die Zusammensetzung des Verwaltungsrates einen Einfluss auf seine Arbeitsweise hat. Als Beispiel seien die Studien von Weisbach (1988) sowie Scott und Kleidon (1994) genannt, wonach unabhängige Verwaltungsräte den CEO bei schlechter (guter) Performance häufiger (seltener) ersetzen, als dies andere Verwaltungsräte tun. Diese Resultate werden jedoch auch angezweifelt; einige Studien finden gar entgegengesetzte Effekte [vgl. Mikkelson und Partch (1997) sowie Fisman, Khurana und Rhodes-Kropf (2005)]. Ein anderes Beispiel sind Übernahmen: Unabhängige Verwaltungsräte im Zielunternehmen erhöhen anscheinend die Übernahmeprämie, während unabhängige Verwaltungsräte beim Käufer Verluste durch die Übernahme zu verringern scheinen [vgl. Cotter, Shivdasani und Zenner (1997) sowie Byrd und Hickman (1992)].

Der Einfluss der Entschädigung auf die Arbeitsweise des Verwaltungsrates ist ebenfalls ein oft diskutiertes Thema.⁵ In der bisherigen Forschung erweist sich eine anreizbasierte Entschädigung des Verwaltungsrates als wünschenswert. Bereits Shleifer und Vishny (1988) plädieren für eine aktienbasierte Entlohnung des Verwaltungsrates, ohne diese Forderung jedoch empirisch zu untermauern. Die Empirie dazu liefern neben Perry (2000) beispielsweise auch die Erkenntnisse von Adams und Ferreira (2006): Verwaltungsräte, welche Sitzungsgelder erhalten, weisen signifikant höhere Anwesenheitsquoten auf als Verwaltungsräte ohne

⁴ Erstens kann es für externe Verwaltungsräte schwierig sein, die für eine wirksame Kontrolle benötigten Informationen im Unternehmen zu beschaffen. Zweitens besteht das Problem der knappen Zeitressourcen bei externen Verwaltungsräten. Drittens verdanken auch externe Verwaltungsräte ihr Mandat vielfach dem CEO des Unternehmens und stehen insofern in seiner Schuld (vgl. Kapitel 2.3.2). Viertens haben die externen Verwaltungsräte keine grossen finanziellen Anreize, das Unternehmen effektiv zu überwachen, da sie selber nicht genügend Aktien besitzen.

⁵ Noch weit umfassender ist die Literatur, welche sich mit Anreizbasierter Entschädigung für die Geschäftsleitung befasst. Auch hier ist die Evidenz nicht eindeutig, es scheint sich jedoch abzuzeichnen, dass variable Entschädigung die Unternehmensperformance verbessern kann [vgl. Murphy (1999) für eine Übersicht].

anwesenheitsbasierte Entschädigung. Diese Beobachtung trifft selbst dann zu, wenn das Sitzungsgeld bloss etwa ein Prozent der gesamten Verwaltungsratsentschädigung beträgt. Diese anscheinende Irrelevanz der Höhe der variablen Entschädigung lässt einen Signaleffekt vermuten. Der Verwaltungsrat interpretiert aus dem Sitzungsgeld, dass seine Teilnahme an den Treffen als wichtig erachtet wird und bleibt ihnen weniger oft fern.

Laut Yermack (2004) darf Entschädigung nicht nur als materielle Entgeltung verstanden werden. Sie beinhaltet neben einer monetären Komponente auch Reputationseffekte und die Möglichkeit weiter im Amt zu verbleiben. Stout (2003) geht noch einen Schritt weiter und postuliert gar negative Auswirkungen monetärer Entschädigung auf die Motivation von Verwaltungsräten. Im Einklang mit dieser These kommen Brick, Palmon und Wald (2006) zum Schluss, dass eine überhöhte Entschädigung zu geringerer Unternehmensperformance führt. Sie orten darin jedoch Anzeichen für Vetternwirtschaft. Stout (2003) hingegen vermutet die Ursache solcher Effekte bei der Untergrabung der intrinsischen Motivation. Eine empirische Untersuchung für die Schweiz weist auf eine allgemein geringe Verbreitung variabler Verwaltungsratsentschädigungen hin [vgl. Loderer und Waelchli (2007)].

2.4 Besonderheiten nicht kotierter Unternehmen

Bisher wurde die Corporate Governance Forschung und die Rolle des Verwaltungsrates allgemein erläutert, ohne näher auf das Untersuchungsobjekt der nicht kotierten Unternehmen einzugehen. Die vorliegende Befragung befasst sich jedoch ausschliesslich mit dieser ausgewählten Teilgruppe von Aktiengesellschaften. Wie bereits in der Einführung erwähnt, gibt es kaum empirische Forschung zu dieser speziellen Gruppe. Im Folgenden wird deshalb vor allem aufgezeigt, wie sich die gesetzlichen Rahmenbedingungen für nicht kotierte von denjenigen für kotierte Unternehmen unterscheiden und wie sich diese Unterschiede auf verschiedene Aspekte der Unternehmen auswirken.

Zunächst soll festgehalten werden, dass es sich bei beiden Gruppen um Aktiengesellschaften gemäss Schweizerischem Obligationenrecht Art. 620 ff. handelt. Das OR unterscheidet nicht zwischen kotierten und nicht kotierten Unternehmen. Beide haben demnach dieselben Organe (Generalversammlung, Verwaltungsrat und Revisionsstelle), welche auch bei beiden die grundsätzlich gleichen Aufgaben wahrnehmen. Die juristische Unterscheidung der Gruppen gründet im Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) welches die Anforderungen an Börsen regelt. Eine dieser Anforderungen ist die Erstellung eines Kotierungsreglements (BEHG Art. 8), welches unter anderem festlegen muss, *welche Informati-*

onen für die Beurteilung der Eigenschaften der Effekten und der Qualität des Emittenten durch die Anleger nötig sind. Daraus ergeben sich für kotierte Gesellschaften zahlreiche Veröffentlichungspflichten, welche sich in einem Kotierungsprospekt und regelmässigen Veröffentlichungen als Bedingungen zur Aufrechterhaltung der Kotierung manifestieren.⁶ Nicht kotierte Unternehmen müssen dagegen kaum etwas veröffentlichen und sind dadurch von der Öffentlichkeit weitgehend abgeschirmt [vgl. Loderer und Waelchli (2007)]. Als Folge davon sind hier die Medien sowie der *Market for Corporate Control* als Mechanismen der Corporate Governance stark eingeschränkt (vgl. Kapitel 2.2.2).

Ein weiterer Aspekt, welcher zumindest ansatzweise im *Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange* geregelt ist, ist die Streuung des Aktienbesitzes. Das Reglement schreibt vor, dass mindestens 25 Prozent der Aktien in Publikumsbesitz übergehen.⁷ Für die Unternehmen ergeben sich dadurch mitunter massgebliche Veränderungen in der Aktionärsstruktur. In der Regel kommen sie von einer Struktur mit relativ wenigen, dem Unternehmen oft bekannten Aktionären mit bedeutenden Anteilen und gehen in eine Struktur mit Streubesitz über, wo eine unbekannte Masse an Kleinaktionären den grössten Anteil am Unternehmen besitzt [vgl. Demsetz und Lehn (1985), Schulze, Lubatkin, Dino und Buchholtz (2001) sowie Loderer und Waelchli (2007)]. Diese unterschiedlichen Aktionärsstrukturen führen zu grossen Unterschieden im Rahmen der Corporate Governance. Bei kotierten Unternehmen ist der Einfluss der Grossaktionäre, wenn es denn welche gibt, oft kleiner als bei nicht börsenkotierten Gesellschaften. Nicht zuletzt sind bei kotierten Unternehmen die Agency Kosten deshalb ein ernst zu nehmendes Problem, weil der Grossaktionär als einer der Mechanismen zur Reduktion von Agency Kosten seine diesbezügliche Funktion nicht wahrnehmen will oder kann. Bei nicht kotierten Unternehmen stellt sich demgegenüber eher die Frage, wie Kleinaktionäre vor den aktiven Blockholdern geschützt werden können (vgl. Kapitel 2.2.3).

Somit wurden die wichtigsten Felder des theoretischen Hintergrundes dieses Forschungsprojekts aufgezeigt: Die Corporate Governance als Rahmenbedingung, der Verwaltungsrat als Untersuchungsobjekt, sowie die Besonderheiten nicht kotierter Unternehmen. Weiter wurden bereits einige offene Fragestellungen angesprochen. Der nun folgende empirische Teil der Arbeit wird sich mit der Datenerhebung und -auswertung auseinandersetzen.

⁶ vgl. für die Schweiz das *Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange* Art. 32 bis 49 sowie Art. 64 und 65

⁷ vgl. *Kotierungsreglement SWX Swiss Exchange*, Art. 17

Teil II: Empirie

3. Datenerhebung und Auswertung

Das Ziel des empirischen Teils dieser Arbeit besteht darin, mit der Erhebung und Beschreibung eines Datensatzes die Grundlage für weitere Untersuchungen der im Kapitel 1 genannten Problemfelder zu schaffen. Als erstes wird im Kapitel 3.1 die Vorgehensweise der Datenerhebung aufgezeigt. Um den Leser auf Vorzüge und mögliche Mängel der Daten hinzuweisen, erfolgt anschliessend im Kapitel 3.2 eine Beschreibung der Daten. Zum Schluss wird eine erste univariate Analyse zu den Themen *Schutz von Minderheitsaktionären in nicht kotierten Schweizer Familienunternehmen* (Kapitel 3.3) sowie *Charakteristiken des Verwaltungsrates und Shareholder Value Maximierung* (Kapitel 3.4) gemacht. Die im Kapitel 2 vorgestellten Konzepte und Modelle bilden die theoretische Grundlage für den empirischen Teil. Insbesondere in der Beschreibung des Datensatzes finden sich zahlreiche Verweise auf den Theorieteil. Diese Verweise sollen es dem Leser erleichtern, die Daten thematisch im Kontext der Literatur einzuordnen. Zusätzlich werden die gefundenen Resultate mit empirischen Ergebnissen von Studien anderer Autoren verglichen.

3.1 Schriftliche Befragung

Im nun folgenden Kapitel wird die Erhebung des Datensatzes erläutert. Als Grundgesamtheit für die Datenerhebung gelten alle Verwaltungsratspräsidenten nicht börsenkotierter Schweizer Aktiengesellschaften. Wie bereits erwähnt, müssen nicht börsenkotierte Unternehmen in der Schweiz kaum Informationen über das eigene Geschäft veröffentlichen. Dies ist der Grund, weshalb als Erhebungsmethode die Umfrage gewählt wurde.

Die Befragung soll schriftlich durchgeführt werden. Dies hat im Vergleich zur telefonischen oder persönlichen Befragung die Vorteile einer hohen Standardisierbarkeit sowie eines verhältnismässig geringen Erhebungsaufwands bei grossen Stichproben. Der erhobene Datensatz sollte rund 1'000 Beobachtungen pro Variable aufweisen. Dieser Umfang ermöglicht detaillierte statistische Auswertungen und erhöht die Aussagekraft der Resultate.

Die nachfolgenden Kapitel befassen sich mit der Zusammenstellung der Versandadressen (Kapitel 3.1.1), der Struktur des Fragebogens und der mit der Befragung verbundenen

Zielsetzung (Kapitel 3.1.2), dem Versand (Kapitel 3.1.3) und schliesslich dem Rücklauf der Antworten (Kapitel 3.1.4).

3.1.1 Adressdatensatz und Stichprobe

Die Adressen für die Befragung stammen aus einer Datenbank des Beratungsunternehmens Dun & Bradstreet Schweiz. Die Gesellschaft, welche sich mit Dienstleistungen im Bereich der Kreditprüfung befasst, stellt zum Zweck dieser Untersuchung kostenlos ein Verzeichnis aller aktiven AGs der Schweiz zu Verfügung.⁸

Der Datensatz enthält 162'399 AGs mit folgenden Angaben: Name des Unternehmens, Firmenadresse, Kanton, Rechtsform, Datum des Handelsregistereintrages, SIC-Code, Anzahl Mitarbeiter, Nominalkapital, Finanzjahr, Währung, Umsatz, Anzahl der Verwaltungsräte und schliesslich Titel, Anrede, Name und Vorname des höchsten Entscheidungsträgers und des Verwaltungsratspräsidenten.⁹ Um den Umfang des Samples zu reduzieren, werden verschiedene Filterkriterien angewendet. Als Erstes muss mindestens der Umsatz oder die Mitarbeiterzahl vorhanden sein. Dadurch reduziert sich die Stichprobe bereits um 91'946 Unternehmen. Danach werden alle Unternehmen ausgeschlossen, welche nur einen einzigen Verwaltungsrat haben. Dadurch reduziert sich das Sample um weitere 24'792, auf insgesamt noch 45'661 Unternehmen. Sämtliche Unternehmen mit weniger als 25 Mitarbeitern und mit weniger als CHF 3'000'000 Umsatz bei gleichzeitigem Fehlen der Mitarbeiterzahl werden ebenfalls von der Untersuchung ausgeschlossen.¹⁰ Im Sample verbleiben dadurch noch 11'875 Unternehmen. Es gibt Personen, die mehrere Verwaltungsräte präsidieren. Diese werden aussortiert und nur zum jeweils grössten Unternehmen befragt.¹¹ Schliesslich werden noch alle Unternehmen ausgeschlossen, bei welchen der Name des Verwaltungsratspräsidenten fehlt

⁸ Der Stand des Datensatzes ist per 22. August 2006. Besonderer Dank gilt Herrn Markus Stotz, Dun & Bradstreet Schweiz. Herr Stotz hat den Datensatz aufbereitet und zugänglich gemacht.

⁹ Die Angaben sind teilweise nicht vollständig vorhanden.

¹⁰ Es gilt zu beachten, dass die im Datensatz von Dun & Bradstreet Schweiz ausgewiesenen Zahlen zu Anzahl Mitarbeiter und Umsatz sich ausschliesslich auf die Schweiz beziehen. Für ein internationales Unternehmen würde folglich nur die Anzahl Mitarbeiter in der Schweiz und der Umsatzanteil in der Schweiz ausgewiesen.

¹¹ Die Grössenauswahl dieser Firmen, welche vom gleichen Verwaltungsratspräsidenten geführt werden, wird wie folgt vorgenommen: Grösse nach Anzahl Mitarbeiter, wenn bei allen Firmen identisch oder nicht für alle Firmen vorhanden, dann Grösse nach Umsatz, wenn bei allen Firmen identisch oder nicht für alle Firmen vorhanden, dann nach Grösse des Verwaltungsrates, wenn bei allen Firmen identisch oder nicht für alle Firmen vorhanden, dann die Holding, wenn bei allen Firmen identisch oder nicht für alle Firmen vorhanden, jenes Unternehmen mit einer Ausprägung bei der Mitarbeiterzahl und schliesslich wenn immer noch keine Auswahl möglich ist, dann nach dem Zufallsprinzip.

und welche an der Schweizer Börse SWX gelistet sind. Durch diesen mehrstufigen Auswahlprozess reduziert sich das Sample von anfänglich mehr als 160'000 auf 9'443 Unternehmen. Die Vorgehensweise beim Erstellen des Adresssamples könnte zu Verzerrungen des Samples führen. Im Hinblick auf die Problemstellung und die Zielsetzung (vgl. Kapitel 1) erscheint die Auswahl jedoch sinnvoll. So sind beispielsweise Agency Kosten typischerweise erst bei grösseren Unternehmen mit einer Trennung von Eigentum und Kontrolle zu beobachten (vgl. Kapitel 2.1). Um Hinweise auf mögliche Verzerrungen zu erhalten, werden im Kapitel 3.1.4 die Eigenschaften des Samples jenen des Subsamples der Antwortenden gegenübergestellt. Dabei können Charakteristiken wie regionale Verteilung der Unternehmen, Umsatz, Anzahl Mitarbeiter, Grösse des Verwaltungsrates sowie Alter der Unternehmen über einen möglichen Selbstselektionsbias Aufschluss geben. Insbesondere bei grösseren Unterschieden zwischen Sample und Rücklauf müsste ein Augenmerk auf diese potentielle Problematik gerichtet werden.

3.1.2 Aufbau und Ziele des Fragebogens

Der Fragebogen enthält verschiedene Arten von Fragen und verschiedene Frageblöcke. Im folgenden Abschnitt soll darauf näher eingegangen werden. Eine erste Gruppe von Fragen können die Teilnehmer mittels vorgegebener, geschlossener Antwortkategorien beantworten. Dabei kommt bei einigen Fragen eine Likert-Antwortskala von 1 (Stimme gar nicht zu) bis 4 (Stimme voll zu), zum Einsatz. Zusätzlich gibt es eine fünfte Kategorie 0 (Unentschieden).¹² Bei einer weiteren Art von Fragen besteht die Möglichkeit, zusätzlich zu den vorgegebenen Antwortkategorien ergänzende Angaben zu machen. Die restlichen Fragen beziehen sich grösstenteils auf Prozentsätze oder absolute Zahlen wie beispielsweise Anzahl Stunden, Franken, Jahre, Mandate oder Mitarbeitende.

Der Fragebogen beginnt mit einem allgemeinen Informationsteil. Der Teilnehmer erfährt worum es im Fragebogen geht, dass das Ausfüllen etwa 20 Minuten dauert, dass die Auswertung anonym erfolgt, wozu die Antworten dienen, wie der Teilnehmer durch das Ausfüllen selber profitieren kann und schliesslich, was bei Rückfragen zu tun ist.

¹² die Antworten für die Auswertung wurden anders codiert: Die Skala verläuft nicht mehr von 1 bis 4 mit 0 als *Unentschieden*, sondern von 1 bis 5 mit 3 als *Unentschieden* (1 alt = 1 neu; 2 alt = 2 neu, 3 alt = 4 neu; 4 alt = 5 neu; 0 alt = 3 neu).

Im zweiten Teil werden Fragen zum gesamten Verwaltungsrat gestellt. Dabei soll primär geklärt werden, wie sich der Verwaltungsrat zusammensetzt. *Wie viele Mitglieder gibt es? Weshalb sind die einzelnen Mitglieder im Verwaltungsrat? Existieren Ausschüsse?* Die Beantwortung dieser und ähnlicher Fragen ist wichtig, da in der Zusammensetzung des Verwaltungsrates eine zentrale Möglichkeit zur Beeinflussung seiner Arbeitsweise und Leistung liegt (vgl. Kapitel 2.3.3). Weitere Fragen in diesem Teil betreffen die eben genannte Arbeitsweise. *Gibt es eine Amtsdauer? Wie häufig trifft sich der Verwaltungsrat? Wie lange dauert eine Verwaltungsratssitzung? Führt der Verwaltungsrat Selbstbeurteilungen durch?* Mit dieser Art von Fragen wird versucht, einzelne Aspekte der Arbeitsweise zu messen.

Im dritten Teil steht die Entschädigung des Verwaltungsrates im Zentrum. Werden Verwaltungsräte analog zum Management anreizbasiert entschädigt, um Agency Problemen vorzubeugen? Kann die Optimierung der Entschädigungspolitik die Agency Kosten zwischen Verwaltungsrat und Aktionären reduzieren? Um Antworten auf solche Fragen zu finden, müssen insbesondere die Strukturierung und Variabilität, aber auch die Höhe der Entschädigung erhoben werden. *Gibt es Sitzungsgelder für Verwaltungsräte? Werden Boni bezahlt? Welche Faktoren beeinflussen die Höhe der leistungsabhängigen Entschädigung?* Mit solchen und ähnlichen Fragen lässt sich ein detailliertes Bild der Entschädigungspolitik in Verwaltungsräten von nicht kotierten Schweizer Unternehmen zeichnen. Zudem ist die Entschädigung des Verwaltungsrates der zweite zentrale Ansatzpunkt zur Beeinflussung von dessen Arbeitsweise und Leistung (vgl. Kapitel 2.3.3).

Im vierten Teil stehen nochmals Fragen zur Arbeitsweise im Zentrum. Diesmal interessiert jedoch die persönliche Sicht des Verwaltungsratspräsidenten. *Wofür wendet der Verwaltungsratspräsident seine Zeit auf? Wie viele Mandate hält er? Werden Beschlüsse demokratisch gefasst oder wird der Verwaltungsrat von einzelnen Mitgliedern dominiert?* Solche Faktoren sind nur schwer messbar. Es ist jedoch ausserordentlich wichtig sie zu kennen, wenn Aussagen über den Zusammenhang von Entschädigung, Zusammensetzung, Arbeitsweise und Leistung des Verwaltungsrates möglich sein sollen.

Die Charakteristiken eines Verwaltungsrates können nicht alle frei nach Belieben gewählt und beeinflusst werden. Bei einigen wird die Wahl durch Eigenschaften des Unternehmens selbst oder durch dessen Umfeld eingeschränkt. Die Unterscheidung zwischen Alleineigentümer und einem breit gestreuten Aktionariat beispielsweise könnte auf die Art, wie der Verwaltungsrat geführt wird, einen wichtigen Einfluss haben. Ein Alleineigentümer eines Unternehmens wird wohl in der Regel kein demokratisches Gremium als Verwaltungsrat zulassen, da unter Umständen gar keine Trennung von Eigentum und Kontrolle vorliegt. Aus

diesem Grund soll der Datensatz auch Informationen zu den jeweiligen Unternehmen enthalten. Neben der Aktionärsstruktur werden weitere Eckdaten benötigt. Die Grösse und Branche oder Variablen, welche Schlüsse auf die Kapitalstruktur und die Unternehmensperformance zulassen, werden im sechsten Teil des Fragebogens erhoben. Diese Eigenschaften der Antwortenden Unternehmen, können zudem mit denen der Grundgesamtheit verglichen werden, um Hinweise auf eine mögliche Verzerrung des Rücklaufs zu erhalten (vgl. Kapitel 3.1.4).

Im siebten und letzten Teil des Fragebogens werden so genannte Kontrollfragen gestellt. Der Befragte kann angeben, welche Informationen er nur ungern preisgibt, ob einige Fragen schwer verständlich sind, wie kompetent er sich bei der Beantwortung der Fragen gefühlt hat und schliesslich noch, wie viel Zeit er zum Ausfüllen benötigt hat. Die Antworten auf diese Fragen könnten Hinweise auf allfällige Problemfragen und Anhaltspunkte zur Datenqualität liefern. Ein Exemplar des Fragebogens befindet sich im Anhang.

3.1.3 Versand

Die Mitglieder des 9'443 Adressen umfassenden Datensatzes erhalten am 20. Februar 2007 den Umfragebogen per Briefpost zugestellt. Zusätzlich werden ein vorfrankiertes Rückantwortcouvert und ein Begleitbrief (vgl. Anhang) mitgesendet. Im Begleitbrief werden die Verwaltungsratspräsidenten gebeten an der Umfrage teilzunehmen und den Fragebogen bis zum angegebenen Einsendeschluss (19. März 2007) zu retournieren. Als Motivation dienen einerseits die Mitwirkung an einem wissenschaftlichen Forschungsprojekt und andererseits die Möglichkeit, kostenlos einen exklusiven Auswertungsbericht anzufordern (vgl. Anhang). Der Bericht kann nach dem Ausfüllen des Fragebogens per Talon bestellt werden. Dabei können die Teilnehmer frei entscheiden, ob sie anonym bleiben wollen.

Reagiert ein Verwaltungsratspräsident bis nach Ablauf der Rücksendefrist nicht auf das Anschreiben, erhält er ein Erinnerungsschreiben, in welchem er erneut zur Teilnahme aufgefordert wird. Dabei werden auch der Fragebogen und das vorfrankierte Rückantwortcouvert nochmals beigelegt. Von der zweiten Versandwelle werden all jene Adressaten ausgeschlossen, welche beim ersten Versand die Antwort verweigert haben, indem sie den leeren Fragebogen retournierten (129 Teilnehmer) oder nicht erreichbar waren (98 Teilnehmer) oder welche einen Auswertungsbericht bestellt haben (427 Teilnehmer). Der zweite Versand wird am 15. März 2007 gestartet und richtet sich an die 8'790 im Sample verbleibenden Personen. Beim Eingang werden die beantworteten Fragebögen mit einer Laufnummer, der Postleitzahl vom Poststempel und dem Eingangsdatum versehen. Die Laufnummer dient zur einfachen

Identifikation der Antworten, die Postleitzahl bietet sich später für die Analyse regionaler Unterschiede an und das Eingangsdatum kann Hinweise liefern, ob allenfalls ein *Non-Response-Bias* vorliegt. Wenn zwischen rasch antwortenden und spät antwortenden Teilnehmern keine systematischen Unterschiede festgestellt werden können, darf davon ausgegangen werden, dass das Problem eines *Non-Response-Bias* vernachlässigt werden kann [vgl. Graham und Harvey (2001)].

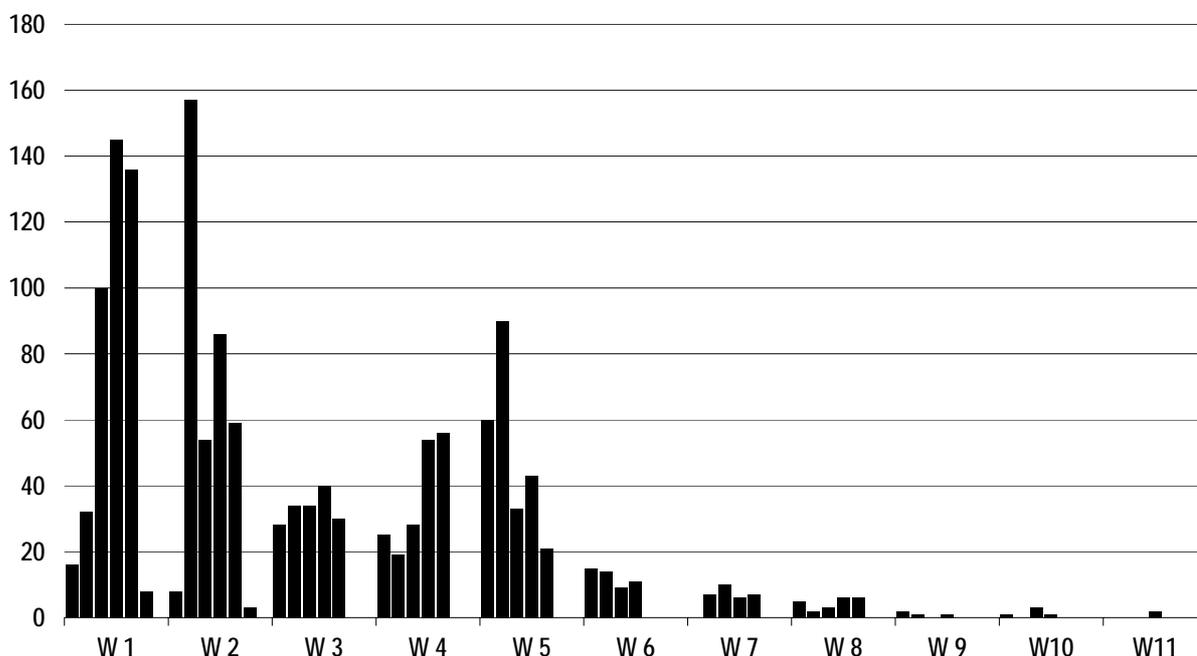
3.1.4 Rücklauf

Auf den ersten Versand haben bis am 18. März 2007 bereits 970 Teilnehmer geantwortet. Ab dann vermischen sich die Antworten mit der zweiten Versandwelle, welche am 15. März 2007 gestartet wurde. Abbildung 3-1 zeigt, wie sich nach dem Nachfassen der Rücklauf nochmals intensiviert hat.

Abbildung 3-1: Rücklauf des Fragebogens

Die Abbildung zeigt den absoluten Rücklauf des Fragebogens ab dem 26. Februar 2007. *W* steht für Woche.

Rücklauf pro Tag



Bei schriftlichen Befragungen ist üblicherweise der Rücklauf in den ersten beiden Wochen am stärksten. Auch bei dieser Umfrage sind in der ersten Woche bereits 28.9 Prozent aller Antworten eingegangen. In der zweiten Woche kamen weitere 24.2 Prozent hinzu, so dass nach zwei Wochen mit 53.1 Prozent bereits über die Hälfte aller Antworten eingetroffen wa-

ren. Schliesslich sind bis zum 20. Juni 2007 insgesamt 1'514 ausgefüllte Fragebögen eingetroffen.¹³ Dies entspricht einer Rücklaufquote von 16.2 Prozent.¹⁴ Der durchschnittliche Zeitaufwand für das Ausfüllen des Fragebogens beläuft sich auf 22 Minuten. In Anbetracht dieses relativ grossen Zeitaufwandes und der Tatsache, dass Verwaltungsratspräsidenten oft sehr beschäftigt sind, ist der erreichte Rücklauf sehr zufrieden stellend.

Eine erste Analyse soll zeigen, ob sich bekannte Eigenschaften des Adresssamples vom Rücklauf unterscheiden. Um herauszufinden, wie sich die antwortenden Unternehmen geografisch verteilen, wird anhand der Postleitzahl im Poststempel auf dem Rückantwortcouvert eine Zuteilung des Unternehmens zu einer Schweizer Grossregion gemacht.

Tabelle 3-1: Regionale Verteilung der Schweizer Aktiengesellschaften

Die Tabelle vergleicht den prozentualen Anteil der Aktiengesellschaften nach Schweizer Grossregion. Es werden Daten der Betriebszählung des BFS (N = 83'006) jenen des Adresssamples (N = 9'443) und dem Rücklauf (N = 1'511) gegenüber gestellt.

	Aktiengesellschaften gemäss Betriebszählung	Anteil Unternehmen im Adresssample	Anteil Unternehmen im Rücklauf
Genferseeregion	16.7	14.2	12.4
Espace Mittelland	18.6	20.1	23.6
Nordwestschweiz	12.7	14.4	13.4
Zürich	19.7	21.0	20.7
Ostschweiz	14.2	15.0	15.3
Zentralschweiz	11.8	10.9	10.9
Tessin	6.3	4.2	3.7

Ein Vergleich mit unternehmensdemografischen Daten des Bundesamtes für Statistik (BFS) kann Klarheit darüber schaffen, ob diese Verteilung der tatsächlichen Verteilung von Unternehmen nach Grossregionen in der Schweiz entspricht. Tabelle 3-1 zeigt einen Vergleich des Samples und des Rücklaufs mit Daten der Betriebszählung [vgl. BFS (2007a)]. Die regionale Verteilung der Unternehmen nach Grossregionen scheint sowohl im Sample als auch in den Antworten mit den Daten der Betriebszählung vergleichbar zu sein. Lediglich eine leichte Tendenz zu überproportionaler Antworthäufigkeit in der Deutschschweiz zeichnet sich ab. Angesichts der Tatsache, dass in den anderssprachigen Landesteilen möglicherweise eine ge-

¹³ Für die nachfolgende deskriptive Auswertung dienen die 1'514 retournierten Fragebögen als Grundlage.

¹⁴ Für die Berechnung der Rücklaufquote wurden die 98 unzustellbaren Adressaten nicht berücksichtigt. Die Quote von 16.2 Prozent ergibt sich somit wie folgt: $1'514 / (9'443 - 98) = 16.2$ Prozent.

ringere Affinität zur Universität Bern vorliegt, scheint dieser Unterschied jedoch erklärbar. Beim Vergleich der regionalen Verteilung von Adresssample und Rücklauf mittels χ^2 -Test resultiert jedoch ein Wert von 24.44, welcher auf dem 99 Prozent-Niveau signifikant ist. Aus statistischer Sicht müsste also geschlossen werden, dass die regionalen Verteilungen von Adresssample und Rücklauf markant unterschiedlich sind.

Bei der Anzahl der Verwaltungsrate zeigt sich, dass zwischen dem Adresssample und dem Rücklauf zum Teil beträchtliche Unterschiede bestehen (vgl. Tabelle 3-2). Es fällt auf, dass Unternehmen mit kleinen Verwaltungsrate im Antwortsample stark unterrepräsentiert sind (Frage 01). Dafür gibt es zwei mögliche Erklärungen. Ersten könnte es sein, dass die zugrunde liegenden Adressdaten von Dun & Bradstreet Schweiz ungenau sind. Eine zweite, plausiblere Erklärung ist, dass sich Unternehmen mit kleinen Verwaltungsrate weniger mit dem Fragebogen identifizieren konnten. Etliche Fragen bezüglich Arbeitsweise oder auch Entschädigung spielen bei kleinen Gremien eine kleinere Rolle oder sind gar hinfällig.

Tabelle 3-2: Anzahl Verwaltungsrate pro Unternehmen im Adresssample und beim Rücklauf

Die Tabelle zeigt, wie sich die Grösse der Verwaltungsrate prozentual verteilt. Verglichen werden die beiden Populationen Adresssample (N = 9'443) und Rücklauf (N = 1'500).

Anzahl Verwaltungsrate	Anteil Unternehmen im Adresssample (%)	Anteil Unternehmen im Rücklauf (%)
1	0.00	0.80
2	24.75	15.87
3	34.22	32.67
4	18.01	18.60
5	11.69	17.40
6	4.95	5.87
7	2.85	4.27
8	1.40	1.60
9	0.86	1.40
>9	1.28	1.54
Median	3.00 (Anzahl)	4.00 (Anzahl)
Mittelwert	3.67 (Anzahl)	4.04 (Anzahl)

Im Gegensatz zu den kleinen Verwaltungsrate sind die grossen Verwaltungsrate ab fünf Mitgliedern teilweise stark übervertreten. Dies kann als weitere Evidenz dafür gewertet werden, dass einige Fragen erst ab einer gewissen Grösse des Verwaltungsrates relevant werden und dass die Teilnehmer dementsprechend geantwortet haben. Damit lässt sich auch

rechtfertigen, dass Verwaltungsräte mit lediglich einem Mitglied von der Befragung ausgeschlossen werden. Aus statistischer Sicht sind die Unterschiede auf dem 99 Prozent-Niveau signifikant. Der t-Test für den ungepaarten Zweistichprobenfall ergibt einen t-Wert von 6.85 und der Mann-Whitney-Test einen z-Wert von 8.42.

Um zu überprüfen, ob es bei den Antworten auch eine Verzerrung hin zu grösseren Unternehmen gibt, werden Mittelwert und Median der Anzahl Mitarbeiter und des Umsatzes im Adresssample den entsprechenden Werten des Rücklaufs gegenübergestellt (Frage 32 und Frage 34).¹⁵

Tabelle 3-3: Unternehmensgrösse im Adresssample und beim Rücklauf

In der Tabelle werden die Mittelwerte und Mediane der Anzahl Mitarbeiter und des Umsatzes aus dem Adresssample und dem Rücklauf einander gegenübergestellt. Die im Datensatz von Dun & Bradstreet Schweiz ausgewiesenen Zahlen zu Anzahl Mitarbeiter und Umsatz beziehen sich ausschliesslich auf die Schweiz. Für ein internationales Unternehmen würde folglich nur die Anzahl Mitarbeiter in der Schweiz und der Umsatzanteil in der Schweiz ausgewiesen. Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, werden deshalb auch beim Rücklauf nur die Werte für die Schweiz verwendet. Bei den Teststatistiken basieren der t-Wert auf einem t-Test (Test der Mittelwerte auf Unterschiede) und der z-Wert auf einem Mann-Whitney-Test. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Signifikanzniveau. Als letzte Variable ist die Anzahl der Beobachtungen ausgewiesen.

	Mittelwert		Median		Teststatistik		N	
	Adress-sample	Rücklauf	Adress-sample	Rücklauf	t-Wert	z-Wert	Adress-sample	Rücklauf
Anzahl Mitarbeiter	110	169	50	55	4.25***	7.50***	9'302	1'487
Umsatz (Mio. CHF)	59.74	37.24	11	11	-1.28	5.43***	5'054	1'325

Wie Tabelle 3-3 zeigt, besteht bei der Anzahl Mitarbeiter tatsächlich eine Differenz. Sowohl der Mittelwert als auch der Median liegen beim Rücklauf höher als im Adresssample. Die Unterschiede sind mit einem t-Test für den ungepaarten Zweistichprobenfall und einem Mann-Whitney Zweistichproben Rangsummentest auf Signifikanz geprüft worden. Der t-Test zeigt mit einem t-Wert von 4.25 einen signifikanten Unterschied der Mittelwerte an. Und auch der Mann-Whitney-Test ist auf dem 99 Prozent Niveau signifikant. Ein anderes Bild zeigt sich beim Umsatz. Während die Mediane identisch sind, liegt der Mittelwert beim Rücklauf sogar tiefer als im Adresssample. Allerdings ist der Unterschied gemäss t-Test nicht signifikant.

¹⁵ Es werden jeweils der Anteil der Mitarbeiter, welche effektiv in der Schweiz tätig sind, sowie der Anteil des Umsatzes, welcher effektiv in der Schweiz erzielt wird, miteinander verglichen. Für eine Analyse der beiden Grössenmasse insgesamt vgl. Kapitel 3.2.1.

Bei der Betrachtung der Grössenmasse offenbart sich also kein homogenes Bild. Die Verzerrung hin zu grösseren Unternehmen im Antwortsample scheint sich im Bezug auf die Anzahl Mitarbeiter zu bestätigen. Die Vermutung liegt nahe, dass grössere Unternehmen auch eher eine administrative Struktur haben, welche das Ausfüllen und Retournieren des Fragebogens begünstigt. Insofern ist ein *Self-Selection Bias* hier durchaus plausibel. Die deskriptive Statistik dürfte wohl leicht verzerrte Ergebnisse liefern. Bei der univariaten und insbesondere bei späteren multivariaten Untersuchungen dürften die Verzerrungen hingegen kaum Probleme bereiten, da hier für Grössenunterschiede kontrolliert werden kann. Im Gegensatz zur Anzahl Mitarbeiter scheint beim Umsatz keine Verzerrung vorzuliegen.

Eine weitere Vergleichsmöglichkeit bietet die Branchenanalyse. Die an der Befragung teilnehmenden Unternehmen verteilen sich relativ breit über die verschiedenen Branchen, einzig die Branchen Baugewerbe sowie Industriegüter und Dienstleistungen sind übermässig häufig vertreten (Frage 33).¹⁶ In der Schweizer Branchenlandschaft ist eine derartige Dominanz dieser Branchen auf aggregierter Ebene nicht üblich.¹⁷ Das legt die Vermutung nahe, dass es sich bei den Unternehmen dieser Branchen vornehmlich um kleinere Unternehmen handelt. Diese Hypothese wurde mittels eines Mann-Whitney Tests geprüft: Die Mitarbeiterzahlen dieser beiden Branchen sind tatsächlich auf einem Signifikanzniveau von 99 Prozent kleiner als diejenigen der restlichen Wirtschaftszweige. Am anderen Ende der Liste mit den häufigsten Nennungen finden sich die Banken sowie die Versicherungen. Hier würde erwartet, dass diese Unternehmen grösser sind als die anderen, was sich denn auch auf einem 95 Prozent Signifikanzniveau bestätigt.

Als letzte Variable soll das Alter der Unternehmen verglichen werden (Frage 31). Tabelle 3-4 zeigt, dass sich beim Alter ein grosser Unterschied ergibt. Bei der Interpretation der Altersdifferenz ist jedoch Vorsicht geboten. Der Fragebogen erfragt das Gründungsdatum des Unternehmens. Die Adressdatenbank von Dun & Bradstreet Schweiz führt hingegen das Datum des Handelsregistereintrags. Während der Handelsregistereintrag Rückschlüsse auf das Alter der juristischen Entität eines Unternehmens zulässt, verweist das Alter auf die Aufnahme der Geschäftstätigkeit und orientiert sich somit eher an betrieblichen als an juristischen

¹⁶ In 367 Fällen machte der Teilnehmer vom Feld *Andere* Gebrauch. Während einige Verwaltungsräte es anscheinend schwierig fanden, sich den gegebenen Branchen zuzuordnen, nutzten manche diese Möglichkeit vor allem dazu, ihre Branche präziser zu spezifizieren. Diese Nennungen wurden den 18 gegebenen Branchen zugeordnet.

¹⁷ Das BFS listet als die beiden wichtigsten privaten Branchen gemäss Produktionskonto 2006 den Handel und das Kreditgewerbe.

Tabelle 3-4: Unternehmensalter im Adresssample und beim Rücklauf

Es wird das Unternehmensalter gemäss Angaben der Antwortenden dem Datum des Handelsregistereintrages im Adresssample gegenübergestellt.

	Handelsregistereintrag gemäss Adresssample	Unternehmensalter gemäss Angaben im Rücklauf
Mittelwert	30.2	51.7
Standardabweichung	21.0	42.9
Minimum	1.0	1.0
unteres Quartil	14.0	19.0
Median	27.0	43.0
oberes Quartil	40.0	77.0
Maximum	107.0	449.0
N	9'341	1'479

Eigenschaften. Sollte also ein Unternehmen nach der Gründung die Rechtsform ändern, datiert der Handelsregistereintrag auf diesen Änderungszeitpunkt. Das betriebliche Alter bleibt jedoch unverändert. Im vorliegenden Datensatz beträgt dieses Alter der Unternehmen durchschnittlich 52 Jahre, was etwa 21 Jahre über dem Alter liegt, welches aus dem Handelsregistereintrag abgeleitet wurde.

Eine weitere Möglichkeit zur Untersuchung der Datenqualität bieten die so genannten Kontrollfragen (Frage 38). Rund 42 Prozent der Befragten geben an, dass der Fragebogen Fragen enthält, die nur ungern beantwortet werden, da es sich um vertrauliche Informationen handelt. Dabei werden fast ausschliesslich die Fragen zu den Finanzkennzahlen des Unternehmens als problematisch klassifiziert (Fragen 34, 35, 36 und 37). Zwar ist die Anzahl der Antworten bei diesen Fragen kleiner, es deutet jedoch nichts darauf hin, dass jene Teilnehmer, die geantwortet haben, systematisch verzerrte Werte angegeben haben. Im Gegensatz zu den Finanzkennzahlen werden die Fragen zur Verwaltungsratsentschädigung überraschenderweise nur äusserst selten als kritisch angesehen. Zum Teil mag dies jedoch am Aufbau des Fragebogens liegen, denn die Entschädigungsfragen sind im Mittelteil des Fragebogens angesiedelt und die Finanzkennzahlen werden unmittelbar vor den Kontrollfragen gestellt. Überdies wurde gefragt, ob es auch schwer verständliche Fragen im Fragebogen gibt. Immerhin 19 Prozent der Befragten geben an, dass dem so ist. Die unverständlichste Frage ist demnach die Frage 27 zur Aktionärsstruktur des Unternehmens. Bei der Interpretation der Ergebnisse ist hier also besondere Vorsicht geboten (vgl. Kapitel 3.2.1). Die letzte Kontrollfrage untersucht, wie kompetent sich die Befragten beim Beantworten des Fragebogens gefühlt haben. Nur 12 Prozent geben an, dass sie sich beim Ausfüllen des Fragebogens nicht *sehr kompetent* ge-

fühlt haben. Zusammengefasst lassen die Kontrollfragen darauf schliessen, dass der Fragebogen im Allgemeinen gut verstanden wurde und keine gravierenden Datenerhebungsprobleme aufgetreten sind. Bei den Finanzkennzahlen ist zwar die Antworthäufigkeit kleiner, jedoch deutet nichts auf eine systematische Verzerrung hin. Insofern dürften auch hier die Probleme nicht gravierend sein.

Abschliessend kann festgehalten werden, dass beim Auswahlverfahren der Versandadressen nur die grössten rund 10'000 nicht börsenkotierten Schweizer Unternehmen berücksichtigt wurden. Dadurch lassen sich später keine Aussagen zu Mikro- oder Kleinstunternehmen machen. Es darf jedoch vermutet werden, dass die Thematik von Agency Problemen im und rund um den Verwaltungsrat für diese Unternehmenskategorie kaum relevant ist, da solche Unternehmen vermutlich äusserst selten eine Trennung von Besitz und Kontrolle aufweisen. Ausgehend von den untersuchten Unternehmen ist der Rücklauf, soweit dies anhand der oben diskutierten Variablen beurteilt werden kann, wohl nicht schwerwiegend verzerrt. Die Kontrollfragen decken keine gravierenden Mängel im Fragebogen oder bei der Datenerhebung auf. Insgesamt darf davon ausgegangen werden, dass die erhobenen Daten die Sachverhalte in den befragten Unternehmen weitgehend korrekt wiedergeben.

3.2 Daten

Nachdem nun die Methodik erläutert, sowie Fragebogen, Sample und Rücklauf beschrieben sind, soll im Folgenden auf die Resultate der Befragung eingegangen werden. Der Aufbau der einzelnen Kapitel folgt dem Ziel, dem Leser einen inhaltlich sinnvollen Ablauf zu präsentieren. Dies führt dazu, dass die Abfolge der Fragen im Text nicht zwingend mit derjenigen im Fragebogen übereinstimmt. Um dennoch eine gewisse Übersicht zu wahren, finden sich im Text explizite Verweise auf die jeweiligen Fragen.¹⁸ Die Fragen werden ausserdem im Frageverzeichnis der Reihe nach aufgeführt.

Die vier Abschnitte von Kapitel 3.2 orientieren sich an den vier Themenblöcken des Fragebogens: Kapitel 3.2.1 steht unter dem Titel Unternehmensdemographie und befasst sich mit den Eigenschaften der antwortenden Unternehmen. Im Zentrum des Interesses stehen die betrieblichen Faktoren Unternehmensgrösse, Performance und dann vor allem schwerwichtig die Besitz- und Kontrollverhältnisse im Unternehmen. Als nächstes folgt im Kapitel 3.2.2 ein Teil über die Zusammensetzung des Verwaltungsrates: *Wie viele Mitglieder hat der Ver-*

¹⁸ Im Datensatz wird als Notation anstatt *Frage* jeweils *q* verwendet.

waltungsrat? Wer sind diese Mitglieder? Gibt es auch unabhängige Mitglieder? – Das dritte Themengebiet (Kapitel 3.2.3) befasst sich mit der Entschädigung des Verwaltungsrates. Angefangen bei der Höhe und Zusammensetzung der Entschädigung soll in einem weiteren Schritt Ziel und Funktion der Entschädigung diskutiert werden. Abschliessend folgt im Kapitel 3.2.4 eine Untersuchung der Arbeitsweise des Verwaltungsrates. Neben eher harten Zahlen, wie Anzahl Sitzungen und Sitzungsdauer wird auch versucht weichere Faktoren zu erfassen. Insbesondere interessiert die Frage, ob der Verwaltungsrat als kritisches Gremium arbeitet, oder ob sich einzelne Mitglieder als dominant erweisen.

3.2.1 Unternehmensdemographie

Bereits die Beschreibung des Samples hat gezeigt, dass die befragten Unternehmen in der Grösse stark variieren. Es wird in weiteren Untersuchungen wichtig sein für Grösseneffekte zu kontrollieren. Beispielsweise besagt eine verbreitete Theorie, dass steigende Grösse und Komplexität des Unternehmens einen grösseren, professionelleren Verwaltungsrat erfordert [vgl. Boone, Casares Field, Karpoff und Raheja (2007)]. Im vorliegenden Fragebogen stehen verschiedene Variablen zur Messung der Unternehmensgrösse zur Verfügung. Die erste und zugleich wohl auch wichtigste ist die Anzahl Mitarbeiter (Frage 32). Dieses Mass spielte schon bei der Konstruktion des Samples eine wichtige Rolle (vgl. Kapitel 3.1.1). Der Mittelwert liegt mit 1'266 Mitarbeitern pro Unternehmen sehr hoch, was sich allerdings bei Betrachtung des Medianwertes von 60 Angestellten stark relativiert. Ebenfalls stark rechtsschief präsentiert sich die Situation bei der Bilanzsumme (Frage 35) und dem Umsatz (Frage 34) der untersuchten Unternehmen (vgl. Tabelle 3-5). Die Mittelwerte sind eindeutig durch einige wenige ausserordentlich grosse Unternehmen verzerrt.

Tabelle 3-5: Masse für Grösse, Internationalität und Performance

	Mittelwert	Standardabweichung	Min.	unteres Quartil	Median	oberes Quartil	Max.	N
Anzahl Mitarbeiter Total	1'266.46	13'387.77	0.0	35.0	60.0	130.0	360'000	1'472
davon in der Schweiz (%)	91.86	21.86	0.1	100.0	100.0	100.0	100	1'458
Umsatz Total (Mio. CHF)	233.38	3'183.80	0.0	6.1	15.0	35.0	10'000	1'342
davon in der Schweiz (%)	86.11	28.28	0.0	91.7	100.0	100.0	100	1'310
Bilanzsumme (Mio. CHF)	115.17	1'049.48	0.0	4.3	10.0	25.0	29'000	1'101
Gewinn/Verlust (Mio. CHF)	2.92	18.57	-166.0	0.1	0.4	1.2	335	1'133

Für die Variablen Umsatz und Mitarbeiterzahl wurde jeweils auch der entsprechende Anteil in der Schweiz erfragt. Die Resultate sind einigermaßen überraschend: Lediglich rund 20 Prozent der Antwortenden haben Mitarbeiter ausserhalb der Schweiz und gerade einmal 30 Prozent erzielen Umsatz im Ausland. Wenn man bedenkt, dass die Schweizer KMU im Ruf stehen ausserordentlich international zu sein, muten diese Werte doch ziemlich bescheiden an.¹⁹

Als nächstes soll die Performance der Unternehmen diskutiert werden. Wie im Theorieteil bereits festgestellt wurde, kann der Verwaltungsrat auf verschiedene Arten beeinflusst werden, mit dem Ziel seine Leistung zu steigern (vgl. Kapitel 2.3.3); im Idealfall sollte sich diese gesteigerte Leistung auch in der Unternehmensperformance widerspiegeln. Die Schwierigkeiten der Suche nach einem geeigneten Performancemass sind generell nicht zu unterschätzen. Bei nicht kotierten Unternehmen wird die Performancemessung zusätzlich durch die Tatsache erschwert, dass keine Marktbewertung vorliegt. Somit kommen Kennzahlen wie *Alpha* oder *Tobin's Q* nicht in Frage. Die Zahlen, welche im vorliegenden Datensatz zur Verfügung stehen, sind in erster Linie der Reingewinn/-verlust, auf welchem basierend sich der ROE ableiten lässt sowie eine Likert-Frage, bei welcher die Teilnehmer aufgefordert werden, die eigene Unternehmensperformance mit derjenigen der Konkurrenz zu vergleichen (Frage 23 o.).

Die nun folgenden Abschnitte widmen sich den Besitz- und Kontrollverhältnissen im Unternehmen. In einem ersten Schritt wird ermittelt, wer die Eigner des Unternehmens sind. Darauf folgt die Frage, ob die verschiedenen Aktionäre anteilmässig an der Kontrolle des Unternehmens partizipieren, oder ob es Einrichtungen gibt, welche das *one-share-one-vote Prinzip* durchbrechen. Mit den zur Verfügung stehenden Informationen sollte es später möglich sein, für die verschiedenen Unternehmen jeweils abzuschätzen, wo Agency Kosten auftreten können. Dies wird äusserst wichtig sein, um zu verstehen, weshalb bestimmte Corporate Governance Instrumente angewendet werden, bzw. weshalb auf deren Anwendung verzichtet wird.

Um nun herauszufinden, wie sich die Macht unter den Aktionären verteilt, wird im Fragebogen die Stimmrechtsstruktur erhoben (Frage 27). Die Teilnehmer werden gebeten, die Aktionäre nach verschiedenen Kriterien gruppiert zu betrachten. Es zeigt sich, dass diese Ein-

¹⁹ Am Rande ist zu erwähnen, dass sich gemäss den gemachten Angaben 50 der antwortenden Unternehmen eigentlich gar nicht erst für das Sample qualifizieren dürften (weder mindestens 25 Mitarbeiter noch CHF 3 Mio. Umsatz). Hierfür gibt es zwei mögliche Erklärungen: Zum einen könnten die von Dun & Bradstreet Schweiz geführten Daten ungenau sein. Andererseits ist es denkbar, dass sich die jeweiligen Zahlen zwischen Konstruktion des Samples und Beantwortung des Fragebogens geändert haben.

teilung in Gruppen zu einer ganzen Reihe von Schwierigkeiten bei der Beantwortung der Frage führt: Die Unterscheidung der einzelnen Gruppen erweist sich als ziemlich komplex und für die Teilnehmer nicht immer nachvollziehbar. Weiter beansprucht die Frage wegen der Vielfalt der Kriterien viel Zeit, was anscheinend negative Auswirkungen auf die Exaktheit der Antworten hat. Daraus ergeben sich nicht zu vernachlässigende Probleme in den Daten. Eine Plausibilitätsprüfung der Antworten weist auf logische Widersprüche hin. Beispielsweise besitzen die exekutiven Verwaltungsräte in 195 Fällen einen grösseren Aktienanteil als die gesamte Geschäftsleitung, deren Teilmenge sie sind. Derartige Widersprüche können zwar fallweise erkannt und entsprechende Beobachtungen prinzipiell ausgeschlossen werden, es gibt allerdings viele potenziell falsche Antworten, welche nicht in erkennbaren Widersprüchen enden und welche deshalb auch nicht als falsch erkannt werden können. Ein Ausschliessen der klar widersprüchlichen Beobachtungen würde also mit grosser Wahrscheinlichkeit bloss einen Teil der fehlerhaften Daten eliminieren. Das zweite Problem liegt in einer grossen Anzahl von Fragen, bei welchen das Antwortfeld leer gelassen wurde. Während dies wohl häufig mit dem Wert null gleichzusetzen ist, kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Frage unbeantwortet blieb. Als Konsequenz davon, dass häufig diese Null-Werte nicht explizit angegeben wurden, sind die folgenden Werte alle nach oben verzerrt. Um das Ausmass dieser Verzerrungen abschätzen zu können, wird versuchsweise für alle fehlenden Werte null eingesetzt. Dadurch erhöht sich die Zahl der Beobachtungen im Durchschnitt um 57 Prozent und die Mittelwerte sinken durchschnittlich um 34 Prozent. Weniger problembehaftet ist hingegen die Spalte *Anteil Ausprägungen* in Tabelle 3-6. Es wird hier ausgewiesen, welcher Anteil der Antwortenden überhaupt Stimmrechte haben.

Trotz der oben beschriebenen Probleme enthalten die Daten zur Stimmrechtsstruktur interessante Informationen. Das erste Kriterium, welches erhoben wird, ist die Zugehörigkeit zur Gründerfamilie (Frage 27 a.). Familienunternehmen zu erkennen ist äusserst wichtig, da in diesem Umfeld besondere Rahmenbedingungen für die Corporate Governance gelten: Einerseits meinen Fama und Jensen (1983), dass Familienmitglieder über einen langen Zeitraum enge Beziehungen pflegen und deshalb die gegenseitige Überwachung und Sanktionierung erleichtert wird. Auf der anderen Seite kann diese Nähe auch zu altruistischen Motiven führen, was im Sinne der Maximierung des Unternehmenswertes Kosten verursachen kann [vgl. Schulze, Lubatkin, Dino und Buchholtz (2001)].

Wie Tabelle 3-6 zeigt, ist im vorliegenden Datensatz der Gründer an beinahe 80 Prozent der Unternehmen finanziell beteiligt und hält dabei im Durchschnitt einen Anteil von rund 62 Prozent. Die Variable *alle ins Unternehmen involvierten Mitglieder der Gründerfami-*

lie gemeinsam lässt sich kaum sinnvoll interpretieren, da offenbar für einen Teil der Antwortenden nicht klar war, ob diese mit *alle Gründer gemeinsam* disjunkt ist. Als Folge davon qualifiziert sich der Gründer in einigen Fällen als ein *ins Unternehmen involviertes Mitglied der Gründerfamilie* und in anderen nicht. Die Frage nach *ins Unternehmen nicht involvierten Mitgliedern der Gründerfamilie* ist dagegen wieder äusserst interessant und aussagekräftig. Mit einem Vorkommen in mehr als 50 Prozent der Unternehmen und einer durchschnittlichen Beteiligung von über 20 Prozent nimmt diese Gruppe im Sample eine bedeutende Stellung ein. Interessant ist dabei, dass diese Gruppe insbesondere dann auftritt, wenn der Gründer noch am Unternehmen beteiligt ist. Offenbar veräussern die nicht involvierten Familienmitglieder ihre Anteile am Unternehmen erst beim Ausscheiden des Gründers. Die besonderen Umstände in Familienunternehmen können ausserdem dazu führen, dass vom Unternehmen regelmässige Ausschüttungen erwartet werden. Durch den Wertzuwachs des Unternehmens besitzen die Familienmitglieder oft ein beträchtliches Vermögen, das allerdings äusserst illiquide ist. Um dennoch einen gewisse Liquidität sicherzustellen, sei es auch nur um die Vermögenssteuern zu bezahlen, sind diese Familienmitglieder auf einen gewissen Mittelfluss aus dem Unternehmen angewiesen. Aus diesem Grund wurde die Frage gestellt, ob die Aktionäre regelmässige Ausschüttungen erwarten (Frage 23 p.). Dies scheint in der Tat vor allem in Unternehmen mit nicht involvierten Familienmitgliedern als Aktionäre der Fall zu sein (nicht gezeigt).

Eine weitere Dimension zur Einteilung der Aktionäre ist deren Tätigkeit im Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung (Frage 27 b.). Hier erweist sich wiederum die erste Frage (*VR, die nicht Mitglieder der Geschäftsleitung sind*) als relativ unproblematisch. Verwaltungsräte, welche nicht in der Geschäftsleitung tätig sind, kommen in rund 78 Prozent der Unternehmen vor. Ihre durchschnittliche Beteiligung am Unternehmen beträgt 37 Prozent. Die Frage nach dem *Aktienbesitz der Geschäftsleitung* wird nochmals aufgeteilt danach, ob das jeweilige *Mitglied im Verwaltungsrat ist* oder *nicht*. Diese beiden Variablen sind ausserordentlich stark mit Widersprüchen belastet. So kontrolliert gemäss den Antwortenden die gesamte Geschäftsleitung im Mittel 51 Prozent der Stimmrechte. Jene Verwaltungsräte, welche gleichzeitig in der Geschäftsleitung Einsitz nehmen, kontrollieren jedoch 61 Prozent der Stimmrechte. Offenbar haben einige Teilnehmer bei der Frage nach dem Stimmrechtsanteil der gesamten Geschäftsleitung die exekutiven Verwaltungsräte nicht berücksichtigt. Aufgrund dieser Probleme soll an dieser Stelle lediglich ausgewiesen werden, dass die Geschäftsleitung in rund 80 Prozent der Fälle am Unternehmen beteiligt ist.

Tabelle 3-6: Aktienbesitz verschiedener Aktionärsgruppen

Ausgewiesen ist die Verteilung der Stimmrechte nach verschiedenen Kriterien. Aufgrund häufiger Probleme mit der Beantwortung der Frage sollte insbesondere die Dummy-Variablen (zweitletzte Spalte) beachtet werden. Variablen, welche von den Problemen kaum betroffen sind und für welche auch die restlichen Angaben verlässlich sind, werden mit * gekennzeichnet.

	Mittelwert	Standardabweichung	Minimum	unteres Quartil	Median	oberes Quartil	Maximum	Anteil Ausprägungen	N
Gründer*	61.64	41.24	0.00	10.00	80.00	100.00	100.00	78.83	874
Involvierte Mitglieder der Gründerfamilie	67.42	38.88	0.00	40.00	90.00	100.00	100.00	83.24	883
Nicht involvierte Mitglieder der Gründerfamilie	20.73	32.00	0.00	0.00	1.00	32.00	100.00	50.24	629
Verwaltungsräte (ohne Mitglieder der Geschäftsleitung)*	38.26	37.17	0.00	1.00	30.00	70.00	100.00	77.96	980
Verwaltungsräte (Mitglieder der Geschäftsleitung)	60.73	38.31	0.00	25.00	70.00	100.00	100.00	86.59	1'044
Geschäftsleitung Total	50.91	39.65	0.00	5.00	52.00	97.50	100.00	80.48	876
Hauptaktionär*	62.15	28.71	0.00	40.00	57.00	95.00	100.00	99.46	1'285
Aktionäre >10%	69.51	33.49	0.00	47.00	85.00	100.00	100.00	92.73	963
Aktionäre 5 bis 10%	20.26	28.36	0.00	0.00	10.00	25.00	100.00	70.76	643
Kotierte Unternehmen*	7.66	24.14	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	13.76	596
Nicht kotierte Unternehmen*	33.75	44.81	0.00	0.00	0.00	100.00	100.00	40.69	752
Institutionelle Investoren*	2.20	12.04	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	7.02	726
Private Equity*	2.59	13.41	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	6.42	717

Das nächste Kriterium, welches angewendet wird, ist die Grösse der von den einzelnen Aktionären gehaltenen Aktienpakete (Frage 27 c.). Hier wird nach dem *grössten Aktionär*, nach *allen Grossaktionären mit Blöcken über 10 Prozent* sowie nach den *mittelgrossen Aktionäre mit Blöcken zwischen 5 und 10 Prozent* gefragt. Die Frage nach dem grössten Aktionär wird erwartungsgemäss gut beantwortet. Es zeigt sich, dass dieser im Durchschnitt 62 Prozent des Unternehmens hält. Die Frage nach dem totalen Aktienanteil im Besitz von Grossaktionären kann nicht sinnvoll interpretiert werden, da hier nicht klar ist, welche Teilnehmer den grössten Aktionär als Grossaktionär betrachten und welche die beiden Fragen als disjunkt beurteilen. Die mittelgrossen Aktionäre besitzen durchschnittlich rund 20 Prozent der Aktien. Ergänzend dazu werden die Teilnehmer gefragt, ob der *Einfluss des Hauptaktionärs den Handlungsspielraum des Unternehmens einschränkt* (Frage 23 l.). Es zeichnet sich ab, dass je grösser der Anteil des Hauptaktionärs ist, desto eher das Unternehmen durch dessen Einfluss eingeschränkt wird.

Die letzten beiden Dimensionen sind die *kontrollierenden Unternehmen* (Frage 27 d.) und die *institutionellen Investoren* (Frage 27 e.). Die Kontrolle durch *Unternehmen wird weiter unterteilt nach nicht börsenkotierten* (Auftreten in 14 Prozent der Fälle) und *börsenkotierten* (40 Prozent der Fälle). Interessant ist, dass, falls börsenkotierte Unternehmen im Aktionariat vorhanden sind, ihr Stimmrechtsanteil durchschnittlich über 80 Prozent beträgt, während der entsprechende Wert bei nicht börsenkotierten Mutterhäusern lediglich bei etwa 56 Prozent liegt. In beiden Fällen handelt es sich jedoch klar um Mehrheitsbeteiligungen, welche wohl dem Ziel der Unternehmenskontrolle dienen. Im Gegensatz dazu begnügen sich institutionelle und Private Equity Investoren im Durchschnitt mit Minderheitsbeteiligungen von 35 Prozent. Beteiligungen durch Investoren dieser beiden Kategorien sind jedoch mit einer Auftretenshäufigkeit von 6 bis 7 Prozent eher selten.

Nachdem ein erster Eindruck zur Stimmrechtsstruktur der antwortenden Unternehmen gewonnen ist, gilt es zu untersuchen, ob irgendwelche weiteren Mechanismen existieren, welche das Machtgefüge im Unternehmen beeinflussen. Eine erste Kategorie solcher Mechanismen sind Aktionärsbindungsverträge (Frage 27). Der Datensatz lässt grundsätzlich zu, nach diversen Aktionärsgruppen (vgl. oben) zu unterscheiden, ob Aktionärsbindungsverträge vorhanden sind. Im Rahmen dieser ersten Analyse scheint eine derart detaillierte Unterscheidung jedoch kaum angebracht. Generell sind in knapp einem Drittel der antwortenden Unternehmen derartige Einschränkungen vorhanden. Stimmrechtsbegrenzungen (Frage 26) sind eine zweite Einrichtung, die zu einem Abweichen vom *one-share-one-vote Prinzip* führt. Diese treten mit knapp 5 Prozent relativ selten auf. Falls sie jedoch auftreten, so kann durchschnittlich

lich für maximal rund 24 Prozent des Kapitals gestimmt werden. In knapp einem Drittel der Unternehmen mit Stimmrechtsbegrenzungen gibt es allerdings auch Ausnahmen von diesen geltenden Stimmrechtsbegrenzungen. Ein weiterer Mechanismus ist die Existenz verschiedener Aktienkategorien (Frage 25). Mit einer Auftretenshäufigkeit von knapp 12 Prozent kommt dieser Mechanismus etwa gleich häufig vor wie in den USA [vgl. Becht, Bolton und Röell (2002)]. Im vorliegenden Sample führt die Existenz mehrerer Aktienkategorien dazu, dass in entsprechenden Unternehmen bereits mit 35 Prozent des Kapitals die Hälfte der Stimmen kontrolliert werden kann.

Als letzte Variable zu den Besitz- und Kontrollverhältnissen wird die Frage gestellt, ob externe Investoren Aktien des Unternehmens erwerben können (Frage 24). Diese Frage wird in 14 Prozent der Fälle mit ja beantwortet. Dieser hohe Anteil mag erstaunen, da ja ausschliesslich nicht börsenkotierte Unternehmen befragt worden sind. Es gibt jedoch eine ganze Reihe denkbarer Erklärungen: Es könnte sich beispielsweise um einen Fehler in der Zusammenstellung des Adresssamples handeln. Insbesondere Unternehmen, welche im Ausland börsenkotiert sind, können enthalten sein. Gleiches gilt für Tochterfirmen von börsenkotierten Unternehmen. Weiter ist es denkbar, dass die Aktien des Unternehmens ausserbörslich (OTC) erhältlich sind. Schliesslich wäre es auch möglich, dass Unternehmen beispielsweise bei Kapitalerhöhungen Aktien direkt der Öffentlichkeit zum Kauf anbieten.

Mit diesen Informationen sollte es dem Leser möglich sein, sich ein Bild der befragten Unternehmen zu machen. Dies erlaubt es zu den konkreten Untersuchungsgebieten fortzuschreiten. Zunächst handelt es sich dabei um die Zusammensetzung, im Weiteren dann um die Entschädigung und schliesslich um die Arbeitsweise des Verwaltungsrates.

3.2.2 Zusammensetzung des Verwaltungsrates

Wie in Kapitel 2.3.3 gesehen, ist Zusammensetzung des Verwaltungsrates ein zentraler Gegenstand einer ganzen Reihe bisheriger Forschungsprojekte. Fragen wie zum Beispiel *Welches ist die optimale Grösse eines Verwaltungsrates?* oder *Zu welchen Teilen sollte der Verwaltungsrat mit unabhängigen Mitgliedern besetzt sein?* interessieren ebenso wie Doppelmandate und Diversität des Verwaltungsrates. Die Beantwortung dieser Fragen sollte später helfen, die Arbeitsweise und Entschädigung des Verwaltungsrates besser zu verstehen.

Im vorliegenden Sample beträgt die durchschnittliche Grösse des Verwaltungsrates 4 Mitglieder (Frage 01).²⁰ Diese Zahl ist vergleichbar mit dem Durchschnitt von 3.7, welchen Eisenberg, Sundgren und Wells (1998) für 879 kleine und mittlere finnische Unternehmen ausweisen. Andere Studien, welche sich auf börsenkotierte Unternehmen konzentrieren, finden jedoch deutlich grössere Verwaltungsräte: Laut Beiner, Drobetz, Schmid und Zimmermann (2006) umfasst der Verwaltungsrat bei SWX Unternehmen 7.3 Mitglieder und für S&P 500 Unternehmen weist SpencerStuart (2006) im Board Index 2006 gar einen Durchschnitt von 10.7 Mitgliedern auf. Diese Beobachtung scheint konsistent mit der Hypothese, dass grössere, komplexere Unternehmen einen grösseren Verwaltungsrat benötigen [vgl. Boone, Casares Field, Karpoff und Raheja (2007)].

Betrachtet man den persönlichen Hintergrund der Verwaltungsratsmitglieder (vgl. Tabelle 3-7), so fällt auf, dass fast die Hälfte Grossaktionäre sind (Frage 03 e.).²¹ Bei nicht kotierten Unternehmen ist dies typischerweise so, weil eine relativ geringe Streuung der Aktien vorliegt (vgl. Kapitel 3.2.1). Es ist nachvollziehbar, dass die wenigen Aktionäre eines

Tabelle 3-7: Hintergrund der Verwaltungsratsmitglieder

Die Teilnehmenden wurden nach der Zusammensetzung des Verwaltungsrates gefragt (Frage 03). Ausgewiesen wird der Anteil der verschiedenen Gruppen am gesamten Verwaltungsrat, sowie der Anteil der Unternehmen, in deren Verwaltungsrat die betreffende Gruppe vertreten ist.

	Mittelwert	Standardabweichung	Min.	unteres Quartil	Median	oberes Quartil	Max.	Anteil > 0	N
Grossaktionäre	47.4	33.8	0.0	20.0	44.4	66.7	100.0	82.0	1'301
Gründer	22.6	30.9	0.0	0.0	0.0	33.3	100.0	46.0	1'054
Geschäftspartner	11.1	25.5	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	21.0	843
Institutionelle Investoren	1.8	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	5.3	753
Mitglied der Gründerfamilie	39.2	36.6	0.0	0.0	33.3	66.7	100.0	65.8	1'237
Unabhängige Verwaltungsräte	25.1	30.7	0.0	0.0	14.3	42.9	100.0	50.8	1'042
Zusätzlich Verwaltungsrat bei einem kotierten Unternehmen	6.9	16.1	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	20.6	899
Zusätzlich Verwaltungsrat bei einem nicht kotierten Unternehmen	45.7	36.0	0.0	0.0	50.0	75.0	100.0	74.0	1'238

²⁰ Es gilt festzuhalten, dass zwölf antwortende Unternehmen lediglich einen einzigen Verwaltungsrat haben und somit eigentlich die Kriterien zur Aufnahme ins Adresssample nicht erfüllen.

²¹ Mindestens 10 Prozent Aktienbesitz

Unternehmens ihren Einfluss auch im Verwaltungsrat geltend machen wollen, insbesondere diejenigen, welche bedeutende Anteile am Unternehmen halten. Verwandt mit der Frage nach dem Aktienbesitz ist diejenige, ob der Gründer des Unternehmens jeweils Mitglied des Verwaltungsrates ist (Frage 03 c.). Dies ist fast in der Hälfte aller Unternehmen der Fall, so dass die Unternehmensgründer im Durchschnitt 23 Prozent des Verwaltungsrates ausmachen. Mitglieder der Gründerfamilie sind sogar in etwa zwei Dritteln der Unternehmen im Verwaltungsrat vertreten (Frage 03 d.) und erreichen so einen durchschnittlichen Anteil von 39 Prozent Sitze im Verwaltungsrat. Als Einschränkung ist hier zu sagen, dass nicht klar ist, ob der Gründer jeweils selbst auch zur Gründerfamilie gezählt wird. Unabhängig von dieser Unsicherheit scheinen Familienunternehmen einen bedeutenden Teil des vorliegenden Samples auszumachen. Es ist fraglich, ob und wie weit in derartigen Unternehmen Eigentum und Kontrolle getrennt sind.

Einer der am meisten diskutierten Faktoren der Zusammensetzung von Verwaltungsräten ist dessen Unabhängigkeit vom Management. In der vorliegenden Befragung wurde eine in der empirischen Forschung gängige Definition von Unabhängigkeit angewandt. Demnach gilt ein Verwaltungsrat als unabhängig, wenn er in den vergangenen 3 Jahren weder der Geschäftsleitung angehört, noch eine bedeutende geschäftliche Beziehung mit dem Unternehmen unterhalten hat [vgl. Loderer und Waelchli (2007)]. Gemäss den Antworten können 25 Prozent der Verwaltungsräte als unabhängig bezeichnet werden (Frage 03 h.). Verglichen mit den 81 Prozent von SpencerStuart (2006) oder 89 Prozent von Beiner, Droetz, Schmid und Zimmermann (2006) ist der Anteil unabhängiger Verwaltungsräte somit äusserst klein. Dieser

Tabelle 3-8: Unabhängige Verwaltungsräte

Die Tabelle weist Antworten zu Frage 09 aus. Die Teilnehmer werden gebeten zu den aufgeführten Aussagen Stellung zu nehmen. Es standen fünf Antwortkategorien zur Auswahl, von 1 (*Stimme gar nicht zu*) über 3 (*Unentschieden*) bis hin zu 5 (*Stimme voll zu*).

	Mittelwert	Standardabweichung	Median	Relative Häufigkeit der Antwortkategorie (%)					N
				Stimme gar nicht zu		Unentschieden		Stimme voll zu	
				1	2	3	4	5	
Frage 9									
d Für unabhängige VR-Mitglieder ist es schwierig, das Geschäft wirklich zu verstehen.	2.66	1.38	2	27.3	25.1	13.0	23.3	11.3	1'389
e Für unabhängige VR-Mitglieder ist es schwierig, Einfluss auf den Geschäftsverlauf zu nehmen.	2.83	1.38	3	22.7	24.6	13.1	26.9	12.8	1'385

Vergleich ist jedoch schwierig, da die beiden Publikationen entweder gar nicht auf die verwendete Definition von Unabhängigkeit eingehen oder eine etwas weitere Definition zulassen, welche sich lediglich auf gegenwärtige Verbindungen bezieht. Trotzdem darf wohl festgehalten werden, dass die Unternehmen im Sample einen geringeren Anteil unabhängiger Verwaltungsräte aufweisen als die kotierten Vergleichsunternehmen. Das die unabhängigen Verwaltungsräte in nicht kotierten Unternehmen einen schwierigen Stand haben zeigen auch die Ergebnisse in Tabelle 3-8: Rund 35 Prozent der Unternehmen geben an, dass es für unabhängige Verwaltungsratsmitglieder schwierig ist, das Geschäft wirklich zu verstehen (Frage 09 d.). Noch schwieriger scheint für unabhängige Verwaltungsräte die Einflussnahme auf den Geschäftsverlauf zu sein. Rund 40 Prozent der Befragten geben an, dass in ihrem Verwaltungsrat unabhängige Mitglieder Schwierigkeiten haben, Einfluss auf den Geschäftsverlauf zu nehmen (Frage 09 e.). Diese Resultate tragen weiter zur Unsicherheit um den Wert unabhängiger Verwaltungsräte bei (vgl. Kapitel 2.3.3).

Auch Geschäftspartner (Frage 03 g.) und institutionelle Investoren (Frage 03 f.) als Verwaltungsräte sind selten zu beobachten. Geschäftspartner kommen lediglich in jedem fünften und institutionelle Investoren gar nur jedem zwanzigsten Unternehmen vor. Dies dürfte wohl als weiteren Hinweis auf die Nähe von Eigentum und Kontrolle in den Stichprobeunternehmen gewertet werden.

Ein weiteres spannendes Thema ist die Ämterkumulation von Verwaltungsräten. Dabei ist zwischen zusätzlichen Mandaten in börsenkotierten (Frage 03 a.) und in nicht börsenkotierten (Frage 03 b.) Unternehmen zu unterscheiden. Die Wichtigkeit dieser Unterscheidung gründet in den Resultaten von Loderer und Peyer (2002). Sie finden, dass Ämterkumulation per se für den Unternehmenswert schlecht ist. Der Unternehmenswert wird allerdings gesteigert, falls der Verwaltungsratspräsident zusätzliche Mandate in kotierten Unternehmen innehat. Im vorliegenden Sample kommt Ämterkumulation mit börsenkotierten Unternehmen in lediglich 21 Prozent, mit nicht börsenkotierten dagegen in 74 Prozent der Unternehmen vor. Der Verwaltungsratspräsident hält im Durchschnitt 3.34 Mandate (Frage 22). Es gibt Hinweise darauf, dass diese letzte Zahl nach unten verzerrt sein könnte: Die Frage richtete sich nach dem Total aller Mandate, dennoch antworteten 76 Verwaltungsratspräsidenten mit null. Offenbar ist die Frage in manchen Fällen missverstanden worden, so dass nur die zusätzlichen Mandate angegeben wurden.

Eine andere Form von Ämterkumulation sind Doppelmandate. Die Antworten auf Frage 02 zeigen, dass gegen 80 Prozent der CEOs im Verwaltungsrat Einsitz nehmen (vgl. Tabelle 3-9). In etwa 47 Prozent der Unternehmen ist der CEO gleichzeitig auch noch

Tabelle 3-9: Doppelmandate

In den Untergruppen wird zwischen Unternehmen ohne und solchen mit mindestens einem Gründer im Verwaltungsrat unterschieden. Die Anzahl der beiden Untergruppen summiert sich dabei nicht auf die Gesamtanzahl von 1'503, weil in 73 Fällen keine Angaben zur Zusammensetzung des Verwaltungsrates bekannt sind. Die Spalten gliedern die Daten nach dem Kriterium ob und in welcher Funktion die jeweiligen Vorsitzenden der Geschäftsleitung (CEO) dem Verwaltungsrat angehören. Die Tabelle weist jeweils die relativen Anteile in Prozent aus.

	Nein (%)	Ja, als Mitglied (%)	Ja, als Vizepräsident (%)	Ja, als Präsident (%)	N
Gehört der Vorsitzende der Geschäftsleitung (CEO) dem Verwaltungsrat an?	22.29	25.55	5.46	46.71	1'503
Untergruppe: Gründer im Verwaltungsrat	13.72	26.37	6.25	53.66	656
Untergruppe: Kein Gründer im Verwaltungsrat	28.94	25.32	4.78	40.96	774

Verwaltungsratspräsident. Angesichts der Medienkampagne, wie sie in der Schweiz gegen Doppelmandate geführt wird [vgl. Aebersold Szalay (2007)], scheint dies viel zu sein. Im Vergleich mit den 67 Prozent, welche SpencerStuart (2006) für die S&P 500 ausweisen, ist es wiederum eher wenig. Tabelle 3-9 zeigt, dass Doppelmandate besonders häufig vorkommen, wenn der Gründer im Verwaltungsrat ist. Die Vermutung liegt nahe, dass der Gründer in dem Fall auch die Rolle des CEO wahrnimmt.

Ein weiteres Thema, welches in den Medien öfters angesprochen, von der Fachliteratur jedoch grösstenteils ignoriert wird, ist die Diversität des Verwaltungsrates. Bisherige Studien fokussieren dabei auf den Anteil weiblicher Verwaltungsräte sowie auf ethnische Unterschiede [Carter, Simkins und Simpson (2003)]. Ein weitestgehend vernachlässigter Faktor ist dagegen die Altersspanne im Verwaltungsrat. Einzig Bøhren und Strøm (2007) haben sich damit auseinandergesetzt. Im vorliegenden Sample beträgt das durchschnittliche Alter der Verwaltungsräte 53 Jahre (Frage 11) und ist somit bedeutend tiefer als bei S&P 500 Unternehmen, wo es laut SpencerStuart (2006) 61 Jahre beträgt. Der jeweils jüngste und älteste Verwaltungsrat eines Unternehmens ist im Durchschnitt 44 bzw. 67 Jahre alt. Der Verwaltungsratspräsident gehört mit einem Durchschnittsalter von 57 Jahren eher zu den älteren Verwaltungsräten (Frage 28). Dementsprechend ist er denn im Durchschnitt auch bereits seit 16 Jahren im Verwaltungsrat tätig (Frage 30). Bezüglich Geschlechterdiversität muss festgehalten werden, dass 97 Prozent aller befragten Verwaltungsräte von Männern präsidiert werden (Frage 29).

3.2.3 Entschädigung des Verwaltungsrates

In den vorangegangenen Kapiteln wurden die erhobenen Eckdaten zu den Unternehmen (Kapitel 3.2.1) sowie zur Zusammensetzung des Verwaltungsrates (Kapitel 3.2.2) diskutiert. Im Folgenden werden die ersten Erkenntnisse zum dritten Themenkreis der Umfrage, der

Tabelle 3-10: Fragebatterie zum Thema Entschädigung des Verwaltungsrates

Die Tabelle weist die Antworten zu Frage 12 (vollständig) und Frage 23 a., Frage 23 b. sowie Frage 23 j. aus. Die Teilnehmer werden gebeten zu den aufgeführten Aussagen Stellung zu nehmen. Es standen fünf Antwortkategorien zur Auswahl, von 1 „Stimme gar nicht zu“ über 3 „Unentschieden“ bis hin zu 5 „Stimme voll zu“.

	Mittelwert	Standardabweichung	Median	Relative Häufigkeit der Antwortkategorie (%)					N	
				Stimme gar nicht zu		Unentschieden	Stimme voll zu			
				1	2		3	4		5
Frage 12										
a Eine höhere VR-Entschädigung könnte einzelne VR-Mitglieder motivieren, sich mehr für das Unternehmen einzusetzen.	1.68	1.07	1	63.0	18.3	8.7	7.5	2.5	1'463	
b In unserem Unternehmen wird die VR-Entschädigung bewusst so gestaltet, dass die VR-Mitglieder die Aktionärsinteressen wahren.	3.01	1.60	3	29.3	12.2	14.7	16.0	27.8	1'439	
c Die Form der VR-Entschädigung führt dazu, dass die VR-Mitglieder die Interessen des Unternehmens wahren.	3.41	1.53	4	19.8	10.7	12.6	22.5	34.4	1'435	
d VR-Entschädigungen sind in unserem Unternehmen eine wichtige Ausschüttungsvariante für VR-Mitglieder, die auch Eigentümer sind.	2.00	1.44	1	60.3	12.0	7.6	8.0	12.1	1'449	
e Für unser Unternehmen ist die Verwässerung der Stimmrechtsanteile der entscheidende Nachteil von aktienbasierter Entlohnung.	1.69	1.08	1	67.0	5.1	22.5	2.2	3.1	1'386	
f Der VR nimmt in unserem Unternehmen Einfluss auf die Festlegung seiner eigenen Entschädigung.	3.49	1.63	4	22.8	10.0	5.5	19.0	42.8	1'445	
g Unser Unternehmen ist bei der Entschädigungspolitik eingeschränkt, da es nicht kotiert ist.	2.05	1.45	1	58.7	9.2	13.0	6.8	12.5	1'420	
h Sitzungsgelder sind in unserem VR notwendig, um eine zufriedenstellende Anwesenheitsquote bei den VR-Sitzungen sicherzustellen.	1.32	0.82	1	83.6	6.2	5.8	2.9	1.4	1'442	
Frage 23										
a Bei meiner Entscheidung, das VR-Mandat anzutreten, spielte das Honorar eine untergeordnete Rolle.	4.28	1.36	5	11.5	3.3	3.6	9.1	72.6	1'458	
b Ich würde ein Entschädigungspaket mit einer höheren leistungsabhängigen Komponente bevorzugen.	2.18	1.38	2	48.8	15.3	14.1	13.0	8.7	1'434	
j Ein Sitzungsgeld in der Höhe von einem Prozent der gesamten Entschädigung eines VR-Mitglieds würde genügen, um die Anwesenheitsquote spürbar zu erhöhen.	1.52	0.95	1	73.1	7.0	16.2	2.1	1.6	1'424	

Verwaltungsratsentschädigung, präsentiert. Im Zentrum des Interessens stehen die Fragen: Wie sieht die Entschädigung des Verwaltungsrates aus und welche Ziele werden damit verfolgt? In der medialen Kritik an der Entschädigung von Verwaltungsrat und Top-Management ist ein häufig gehörtes Argument dasjenige der Selbstbedienung. Es wird argumentiert, der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung gewähren einander gegenseitig, aber insbesondere auch sich selbst, unverhältnismässig hohe Gehälter [vgl. Schiltknecht (2004)]. Empirische Evidenz für solche Vorgänge liefern beispielsweise Brick, Palmon und Wald (2006).

In der Umfrage werden die Teilnehmer gebeten, zur Festsetzung ihrer Entschädigung Stellung zu nehmen (Frage 12). Dabei wird ersichtlich, dass in mehr als 60 Prozent der Fälle der Verwaltungsrat seine Entschädigung selbst festsetzt (vgl. Tabelle 3-10). Dies ist an und für sich noch kein Problem, interessant ist vielmehr, wie diese selbst gewählte Entschädigung aussieht. Frage 18 beschäftigt sich mit der Höhe der ausbezahlten Entschädigungen. Erfragt werden die kleinste sowie die grösste Entschädigung an nicht exekutive Verwaltungsräte. Wie Tabelle 3-11 zeigt, beträgt der Median der schlechtestdotierten Entschädigung CHF 10'000 und der Median für die bestdotierte Entschädigung beläuft sich auf CHF 15'000. Die höchste ausbezahlte Entschädigung an einen nicht exekutiven Verwaltungsrat beträgt CHF 1.8 Mio. Da Entschädigungen in der Regel durch null begrenzt sind, wird eine rechtsschiefe Verteilung erwartet. Dementsprechend überrascht es nicht, dass die Mittelwerte der jeweiligen Antworten mit CHF 15'255 bzw. CHF 34'638 deutlich höher liegen als die Mediane. Auffällig ist insbesondere auch die grosse Streuung der bestdotierten Entschädigungen (Standardabweichung CHF 92'612).

Tabelle 3-11: Höhe und Veränderung der Verwaltungsratsentschädigung

Die Tabelle zeigt die kleinste und die grösste Entschädigung, welche das Unternehmen im vergangenen Jahr an einen nicht exekutiven Verwaltungsrat ausbezahlt hat (Frage 18). Zudem wird die Veränderung der Entschädigung im Vergleich zum Vorjahr ausgewiesen (Frage 15).

	Mittelwert	Standardabweichung	Min.	unteres Quartil	Median	oberes Quartil	Max.	N
Bestdotierte Vergütung (CHF)	34'683	92'612	20	10'000	15'000	30'000	1'800'000	840
Schlechtestdotierte Vergütung (CHF)	15'255	20'674	0	5'000	10'000	20'000	200'000	820
Veränderung zum Vorjahr (%)	4.7	22.4	-100.0	0.0	0.0	0.0	500.0	1'255

Um die gefundenen Werte in ein Verhältnis setzen zu können bietet sich als Vergleichsgrösse beispielsweise die Lohnhöhe in der Schweiz an. Laut der Schweizerischen Lohnstrukturerhebung 2004 [vgl. BFS (2006)] beträgt diese für das Anforderungsniveau 2 (Verrichtung selbstständiger und qualifizierter Arbeiten) rund CHF 82'000 pro Jahr. Werden die Mediane der oben diskutierten Entschädigung ins Verhältnis zu diesem Referenzwert gesetzt, ergeben sich Arbeitspensen von rund 12 bzw. 18 Prozent. Effektiv geben die Verwaltungsräte an, dass sie im Median rund 6 Prozent ihrer Arbeitszeit für das Verwaltungsratsmandat aufwenden (Frage 21, vgl. Kapitel 3.2.4). Die Differenz könnte durch das generell etwas höhere Risiko bzw. die grosse Verantwortung erklärt werden. Eine weitere Vergleichsgrösse findet sich bei Perry (2000). Er weist für das Jahr 1995 eine totale durchschnittliche Verwaltungsratsentschädigung von USD 75'990 aus. Sein Sample umfasst jedoch ausschliesslich kotierte US-Unternehmen, welche im Durchschnitt bedeutend grösser sind als die Unternehmen dieser Umfrage (vgl. Kapitel 3.2.1). Zudem sind in diesen Beobachtungen wahrscheinlich auch exekutive Verwaltungsräte enthalten. Bei diesen dürfte eine Trennung zwischen Management- und Verwaltungsratsentschädigung schwer fallen.

Neben der Höhe der Entschädigung interessiert auch die Veränderung der Entschädigung über die Zeit. Aus diesem Grund werden die Teilnehmer nach der Zu- oder Abnahme der gesamten Entschädigungssumme im Vergleich zum Vorjahr gefragt (Frage 15). Tabelle 3-11 liefert deskriptive Statistiken zu den Antworten. Mit einem Mittelwert von 4.7 Prozent ist die Zunahme der Entschädigung deutlich grösser als die durchschnittliche Zunahme des Nominallohns in der Schweiz von 1.2 Prozent [BFS (2007b)]. Perry (2000) weist von 1992 bis 1995 eine durchschnittliche Zunahme der Verwaltungsratsentschädigung von rund 5.5 Prozent aus, was im Bereich des Werts dieser Umfrage liegt.

Weder die Höhe der Entschädigung noch deren Zunahme weichen also bedeutend von ihren Vergleichsgrössen ab. Damit lässt sich kaum generell von missbräuchlicher Entschädigung, Selbstbedienung oder Vetternwirtschaft sprechen. In dieselbe Richtung zeigen auch die Antworten auf Fragen nach der Wichtigkeit der Entschädigung. Die Teilnehmer nahmen Stellung zu den Aussagen: *Eine höhere VR-Entschädigung könnte einzelne VR-Mitglieder motivieren, sich mehr für das Unternehmen einzusetzen.* (Frage 12 a.) und *Bei meiner Entscheidung, das VR-Mandat anzutreten, spielte das Honorar eine untergeordnete Rolle.* (Frage 23 a., vgl. Tabelle 3-10). Gemäss den Aussagen der Antwortenden kommt der Entschädigung in lediglich etwa 10 Prozent der Fälle eine motivierende Wirkung zu und nur rund 15 Prozent geben an, das Mandat aufgrund der Entschädigung angetreten zu haben. Weitere Fragen beschäftigen sich mit der Funktion der Entschädigung. Diese könnte analog zur Ma-

nagemententschädigung dazu dienen, die jeweiligen Interessen der Verwaltungsräte, denjenigen der Aktionäre (Frage 12 b.) bzw. des Unternehmens (Frage 12 c.) anzugleichen. Das scheint, wie Tabelle 3-10 zeigt, in etwa 45 bzw. 55 Prozent der Fälle so zu sein.

Diese Ergebnisse werden einer weiterführenden Untersuchung bedürfen. Eine mögliche Erklärung für das weitgehende Ausbleiben einer motivierenden Wirkung der Entschädigung ist das Vorhandensein einer Reihe nichtmonetärer Motivationsgründe, wie beispielsweise Yermack (2004) behauptet (vgl. Kapitel 3.2.2). Bevor jedoch die motivierende Wirkung monetärer Anreize abgelehnt wird, sollte eine samplespezifische Möglichkeit ins Auge gefasst werden: Es ist denkbar, dass die Verwaltungsräte ihre monetären Anreize nicht in erster Linie mittels Verwaltungsratsentschädigung beziehen. Da es sich bei den Verwaltungsräten häufig um Grossaktionäre des Unternehmens handelt (vgl. Kapitel 3.2.2), ist durchaus denkbar, dass die Dividenden bei erfolgreichem Geschäftsgang die Verwaltungsratsentschädigung bei weitem übertreffen. Insbesondere gilt es zu bedenken, dass der Verwaltungsratspräsident befragt wird und dieser sehr häufig auch exekutiv tätig ist. Es wäre denkbar, dass sein Mandat Teil dieser exekutiven Anstellung ist und er deshalb auch für diese Rolle entschädigt wird und nicht für das Präsidium. Vollkommen offen bleibt dabei, wie das angebliche Fehlen motivierender Wirkung von Entschädigung mit deren Funktion der Interessensangleichung vereinbar ist. Vor dem Hintergrund dieser Aussagen stellt sich die Frage, welche Rolle die Verwaltungsratsentschädigung denn tatsächlich einnimmt.

Eine vollkommen andere, aber durchaus denkbare Funktion der Entschädigung ist die steuergünstige Ausschüttung von Gewinnen an die Aktionäre. Denn während Dividenden doppelt besteuert werden, müssen Honorare in der Regel nur einmal versteuert werden [vgl. Forstmoser und Meier-Hayoz (2004)]. Gerade in Familienunternehmen, in welchen sich das Aktionariat weitgehend mit dem Verwaltungsrat deckt, kann die Umgehung der Doppelbesteuerung mithilfe höherer Entschädigungen attraktiv sein. Die Stellungnahmen hierzu (Frage 12 d.) finden sich in Tabelle 3-10. Es zeigt sich, dass dies tatsächlich in gut 20 Prozent der Fälle eine Funktion der Entschädigung ist.

Neben der Höhe und dem Zweck der Entschädigung interessiert auch deren Zusammensetzung (Frage 13). Die Umfrage ergibt, dass sich die Verwaltungsratsentschädigung im Durchschnitt aus einer fixen Komponente, welche rund 75 Prozent beträgt, und einer variablen Komponente von rund 20 Prozent zusammensetzt. Die variable Komponente besteht aus einem leistungsabhängigen Teil sowie Sitzungsgeldern (vgl. Tabelle 3-12). Bei nicht exekutiven Verwaltungsräten enthält die variable Komponente einen grösseren Anteil Sitzungsgelder und bei exekutiven Verwaltungsräten einen grösseren Anteil leistungsabhängige Zahlungen

wie beispielsweise Boni. Beim Verwaltungsratspräsidenten halten sich die beiden Komponenten etwa die Waage. Die neben fixer und variabler Komponente verbleibenden rund 5 Prozent bestehen grösstenteils aus Beratungshonoraren und Spesen.

Tabelle 3-12: Zusammensetzung der Verwaltungsratsentschädigung

Erhoben wurden die prozentualen Anteile der verschiedenen Entschädigungsarten an der gesamten Entschädigung. Von der Auswertung ausgeschlossen wurden alle Beobachtungen, welche sich nicht zu 100 aufsummieren, sowie bei den nicht exekutiven Verwaltungsräten jene, welche bei Frage 18 angegeben haben, dass alle Verwaltungsräte exekutiv tätig sind.

	nicht exekutive Verwaltungsräte	exekutive Verwaltungsräte	Verwaltungsratspräsident
Fix vereinbartes Jahresgehalt (%)			
Mittelwert	75	74	77
Standardabweichung	37	37	35
Median	100	100	100
Sitzungsgelder			
Mittelwert	14	7	9
Standardabweichung	30	23	24
Median	0	0	0
Leistungsabhängige Entlohnung (%)			
Mittelwert	7	15	10
Standardabweichung	20	28	24
Median	0	0	0
Sonstige (%)			
Mittelwert	3	4	5
Standardabweichung	16	18	19
Median	0	0	0
N	837	840	1'099

Während anreizbasierte Entschädigung in anderen Erhebungen zu einem grossen Teil aus Aktien und Optionen besteht [vgl. Ryan Jr und Wiggins Iii (2004) und Adams und Ferreira (2006)], kommen diese beiden Entschädigungsarten in den vorliegenden Antworten nur höchst selten vor. Dieses Ergebnis ist womöglich eine direkte Folge davon, dass die befragten Unternehmen nicht kotiert sind. Während bei kotierten Unternehmen Aktien jederzeit am Markt verkauft werden können, ist bei privaten Gesellschaften nicht klar, an wen die Aktien zu welchem Preis veräusserbar sind. Weiter könnte die Ausgabe von Aktien dazu führen, dass bestehende Mehrheitsverhältnisse im Unternehmen plötzlich ändern. Die Frage, ob *die Ent-*

schädigungspolitik eingeschränkt ist, weil das Unternehmen nicht kotiert ist (Frage 12 g.), wurde jedoch in knapp 70 Prozent der Fälle klar verneint. Noch extremer ist das Ergebnis bei Frage 12 e., wo gefragt wird, *ob auf aktienbasierte Entschädigung verzichtet werde, um die Stimmrechtsverhältnisse nicht zu verwässern*. Die Zustimmung beträgt hier nur 5 Prozent. Es bleibt also weitgehend offen, weshalb in den beobachteten Unternehmen nicht häufiger mittels Aktien und Optionen entschädigt wird.

Bei der variablen Komponente der Entschädigung drängt sich die Frage auf, worauf deren Bemessung basiert. Tabelle 3-13 zeigt eine Rangliste der Bemessungsgrundlagen für Bonuszahlungen (Frage 14). Mit über 70 Prozent Verwendung in den Unternehmen, welche

Tabelle 3-13: Bemessungsgrundlagen der leistungsabhängigen Verwaltungsratsentschädigung

Die Frage 14, *wie die Höhe der leistungsabhängigen Entschädigungskomponente bemessen wird*, wurde von 1385 Verwaltungsratspräsidenten beantwortet. Anteil 1 bezieht sich auf diese Zahl. 933 Unternehmen gaben jedoch an, keine leistungsabhängige Entschädigung zu haben. Anteil 2 bezieht sich auf die verbleibenden 452 Beobachtungen.

	Häufigkeit	Anteil 1 (%)	Anteil 2 (%)
Keine leistungsabhängige Entlohnung	933	67.36	
Leistungsabhängige Entlohnung			
Gewinngrössen	317	22.89	70.13
Persönliche Beurteilung	148	10.69	32.74
Cash Flow Grössen	140	10.11	30.97
Gewinnwachstum	93	6.71	20.58
Umsatz	78	5.63	17.26
Umsatzwachstum	48	3.47	10.62
Wachstum des Cash Flow	46	3.32	10.18
Balanced Scorecard	21	1.52	4.65
EVA	16	1.16	3.54
N	1'385		

ihre Verwaltungsräte leistungsabhängig entschädigen, liegen die *Gewinngrössen* klar an der Spitze. Mit einigem Abstand und Anteilen von rund 33 respektive 31 Prozent folgen die *persönliche Beurteilung* und *Cash Flow-Grössen*. Zwei Verfahren, welche nur äusserst selten zur Bemessung des Bonus verwendet werden, sind die *Balanced Scorecard* und der *Economic Value Added (EVA)*. Es überrascht insbesondere, dass der viel gepriesene *EVA* nicht häufiger Verwendung findet. Ein möglicher Grund könnte sein, die vergleichsweise kleinen Stichprobenunternehmen keinen Nutzen in der Implementierung dieses Ansatzes sehen.

Da die Entschädigung wie gerade gesehen zu 20 bis 25 Prozent aus variablen Komponenten besteht, ist es interessant zu wissen, wie breit das Spektrum möglicher Salärschwankungen ist (vgl. Tabelle 3-14). Aus diesem Grund wurde die Frage gestellt, wie gross das Salär bei besserem (schlechterem) Geschäftsgang maximal (minimal) hätte sein können (Frage 16). Das durchschnittliche Potential gegen unten ist mit -19 Prozent betragsmässig leicht grösser als dasjenige mit 17 Prozent gegen oben. Der Unterschied verschwindet jedoch, wenn nur die Verwaltungsräte betrachtet werden, welche angeben leistungsabhängig entlohnt zu werden.

Tabelle 3-14: Variabilität der Verwaltungsratsentschädigung

Die Teilnehmer wurden gebeten anzugeben, wie viel die Entschädigung bei schlechterem Geschäftsgang minimal bzw. besserem maximal betragen hätte (Frage 16). 100 entspricht dabei der Entschädigung des Jahres 2006. Der Wert bei Anteil \neq 100 gibt den Prozentsatz der Unternehmen an, welche eine Zahl kleiner bzw. grösser als 100 angaben.

	Mittelwert	Standard- abweichung	Min.	unteres Quartil	Median	oberes Quartil	Max.	Anteil \neq 100	N
Minimale Entschädigung bei deutlich schlechterem Geschäftsgang (%)	80.74	32.17	0	70	100	100	100	37.18	1'170
Maximale Entschädigung bei deutlich besserem Geschäftsgang (%)	116.57	146.66	100	100	100	110	5'000	29.73	1'157

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass obwohl der Verwaltungsrat seine Entschädigung selbst beeinflusst, diese im Rahmen dessen zu bleiben scheint, was für eine solche Aufgabe angemessen ist. Für ihn ist die Entschädigung alles in allem denn auch sekundär. Dies mag damit zusammenhängen, dass er gleichzeitig auch Grossaktionär ist (vgl. Kapitel 3.2.2). Somit ist auch nicht weiter überraschend, dass die Entschädigung neben der Anreizsetzung auch als Ausschüttungsvariante an die Aktionäre des Unternehmens dient. Diesen Zielen entsprechend besteht die Entschädigung lediglich zu 75 Prozent aus fixen und immerhin 25 Prozent variablen Bezügen. Dies führt dazu, dass die Entschädigung im Durchschnitt bis zu 35 Prozent um die Bezüge des Vorjahres schwanken können. Eine Kuriosität am Rande ist, dass zwar etwa 25 Prozent der Verwaltungsräte gegen Haftungsklagen versichert sind (Frage 17), diese Versicherung jedoch in keinem einzigen Fall als Teil der Entschädigung angesehen wird. Insgesamt sind die meisten Verwaltungsratspräsidenten mit der Zusammensetzung ihrer Entschädigung zufrieden (Frage 23 b.).

3.2.4 Arbeitsweise

Wie in Kapitel 2.3.3 gezeigt wird, gibt es zwei Möglichkeiten, unerwünschtes Verhalten des Verwaltungsrates zu unterdrücken. Die Aktionäre können sowohl die Zusammensetzung als auch die Entschädigung des Verwaltungsrates verändern, um dessen Arbeitsweise zu beeinflussen. Bisher bleibt jedoch weitgehend im Dunkeln, wie genau sich solche Änderungen auf die Arbeitsweise und schliesslich auf die Unternehmensperformance auswirken. Das Problem der bisherigen Forschung besteht darin, dass die Arbeitsweise des Verwaltungsrates kaum beobachtet werden kann [vgl. Adams (2003) und Becht, Bolton und Röell (2002)]. Der letzte Themenschwerpunkt der Umfrage versucht nun, die Arbeitsweise zu erfassen.

3.2.4.1 Aufgaben des Verwaltungsrates

Bereits in Kapitel 2.3.1 wurden die Aufgaben, welche ein Verwaltungsrat zu bewältigen hat, diskutiert. Um die Zeiteinteilung der Verwaltungsräte zu untersuchen, wird den Befragten eine Liste mit acht Tätigkeiten präsentiert (Frage 19). Dabei sollte angegeben werden, wie sich die Arbeitszeit des Verwaltungsrates auf die verschiedenen Aufgaben verteilt und, wie sie sich im Idealfall verteilen würde. Zudem wird Relevanz der jeweiligen Aufgaben erfragt.

Tabelle 3-15: Aufgabeneinteilung des Verwaltungsrates

Ausgewiesen wird der Prozentanteil der Arbeitszeit, welchen die Verwaltungsräte den einzelnen Aufgaben widmen. Die Mittelwerte summieren sich nicht auf 100 Prozent, da einige Teilnehmer Arbeitszeiten von mehr als 100 Prozent ausgewiesen haben. Eine Normierung auf 100 Prozent wurde nur vorgenommen, wenn der Antwortende mehr als eine Nennung und gleichzeitig eine Abweichung von weniger als ± 10 Prozentpunkten (von 100 Prozent) aufweist.

	Mittelwert		Standardabweichung		Median		N	
	aktuell	im Idealfall	aktuell	im Idealfall	aktuell	im Idealfall	aktuell	im Idealfall
Strategische Aufgaben	27.23	31.28	18.64	17.13	20.00	30.00	1'253	829
Führung und Kontrolle des Managements	19.32	17.49	14.15	11.72	20.00	16.67	1'237	820
Planung und Überwachung der Finanzen	15.93	14.03	13.30	9.77	10.00	10.00	1'243	820
Vorbereitung wichtiger personeller Entscheide	9.03	9.28	7.61	7.70	10.00	10.00	1'215	807
Berichterstattung an die Aktionäre / Vorbereitung der Generalversammlung	8.43	7.44	10.25	8.40	5.00	5.00	1'222	812
Einsetzen und Überwachen der Revisionsstelle	4.90	4.66	7.99	6.00	5.00	5.00	1'185	787
Betreuung wichtiger Anspruchsgruppen	15.26	15.65	16.92	15.59	10.00	10.00	1'191	803
Andere	4.07	3.16	10.83	8.68	0.00	0.00	1'101	721

Die Erhebung zeigt, dass die Verwaltungsräte den grössten Anteil ihrer Arbeitszeit strategischen Aufgaben widmen, gefolgt von der Führung und Kontrolle des Managements sowie der Planung und Überwachung der Finanzen (vgl. Tabelle 3-15). Dieses Ergebnis deckt sich mit der Untersuchung von Loderer und Waelchli (2007).

Um herauszufinden, ob die tatsächlich investierte Zeit von der optimalen Zeiteinteilung abweicht, wird die aktuelle Zeiteinteilung mit jener im Idealfall verglichen. Tabelle 3-16 zeigt, dass der grösste Unterschied bei den strategischen Aufgaben zu finden ist. In einem optimalen Zustand würden Verwaltungsräte durchschnittlich 4.05 Prozentpunkte mehr von ihrer Arbeitszeit für Strategieraufgaben einsetzen. Die Differenz des Medians beträgt für diese Kategorie sogar 10 Prozentpunkte. Die Werte sind auf dem 99 Prozent-Niveau signifikant. Allerdings sind die durchgeführten Hypothesentests nicht unabhängig.

Tabelle 3-16: Abweichung von Ist und Soll der Aufgabeneinteilung des Verwaltungsrates

Es wird die Differenz von aktuellem Anteil an aufgewendeter Arbeitszeit zu Aufwand im Idealfall ausgewiesen (aktuell – im Idealfall). Bei den Teststatistiken basieren der t-Wert auf einem t-Test (Test der Mittelwerte auf Unterschiede) und der z-Wert auf einem Mann-Whitney-Test. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Signifikanzniveau. Als letzte Variable ist die Anzahl der Beobachtungen ausgewiesen.

	Differenz von aktuell und im Idealfall		Teststatistik	
	Mittelwert	Median	t-Wert	z-Wert
Strategische Aufgaben	-4.05	-10.00	-5.009***	-6.796***
Führung und Kontrolle des Managements	1.83	3.33	3.065***	2.215**
Planung und Überwachung der Finanzen	1.90	0.00	3.506***	2.234**
Vorbereitung wichtiger personeller Entscheide	-0.25	0.00	-0.733	-0.926
Berichterstattung an die Aktionäre / Vorbereitung der Generalversammlung	0.98	0.00	2.276**	1.564
Einsetzen und Überwachen der Revisionsstelle	0.24	0.00	0.727	-0.592
Betreuung wichtiger Anspruchsgruppen	-0.39	0.00	-0.522	-1.718*
Andere	0.91	0.00	1.888*	0.443

Untermauert wird dieser Befund von den in Tabelle 3-17 ausgewiesenen Zahlen. Fast 50 Prozent der antwortenden Verwaltungsräte möchte sich vermehrt strategischen Angelegenheiten zuwenden. Rund 40 Prozent sind zufrieden mit der Zeiteinteilung und nur gerade 10 Prozent möchten bei den Strategieraufgaben Zeit einsparen. Im Gegensatz zu den strategischen Aufga-

ben schätzen die Verwaltungsräte den Zeitaufwand für Führung und Kontrolle des Managements sowie für Planung und Überwachung der Finanzen als zu hoch ein. Auch diese Unterschiede sind hochsignifikant.

Tabelle 3-17: Aufgabeneinteilung des Verwaltungsrates im Idealfall

Es wird die Verteilung der Zeiteinteilung im Idealfall mit der effektiven Zeiteinteilung verglichen. Damit ein Vergleich der Werte gemacht werden kann, müssen jeweils der aktuelle Wert und der Idealwert gleichzeitig ausgewiesen sein. Dadurch sinkt die Zahl der Beobachtungen um fast die Hälfte.

	Im Idealfall			N
	Mehr	gleichviel	weniger	
Strategische Aufgaben	49.87	40.51	9.62	790
Führung und Kontrolle des Managements	18.40	50.71	30.89	777
Planung und Überwachung der Finanzen	14.97	56.65	28.39	775
Vorbereitung wichtiger personeller Entscheide	21.42	60.18	18.40	761
Berichterstattung an die Aktionäre / Vorbereitung der Generalversammlung	11.21	64.15	24.64	767
Einsetzen und Überwachen der Revisionsstelle	12.23	73.63	14.15	728
Betreuung wichtiger Anspruchsgruppen	31.64	49.40	18.96	749
Andere	5.49	82.93	11.59	656

Die Frage nach der Wichtigkeit der unterschiedlichen Tätigkeiten zeigt Parallelen zur Zeiteinteilung der Verwaltungsräte. Die zeitintensivsten Tätigkeiten werden auch als wichtigste Tätigkeiten eingestuft (vgl. Tabelle 3-18). Auf einer Skala von 1 (*wichtigste Tätigkeit*) bis 8 (*unwichtigste Tätigkeit*) erzielen die strategischen Aufgaben einen Mittelwert von 1.93 Punkten, gefolgt von der Führung und Kontrolle des Managements mit 2.89 Punkten und der Planung und Überwachung der Finanzen mit 3.11 Punkten.

Insgesamt entsprechen diese Resultate den Erwartungen. So kommt beispielsweise Adams (2003) in ihrem Sample für grosse kotierte US Unternehmen zum Schluss, dass strategische Beratung sowie Überwachungsaufgaben die beiden wichtigsten Tätigkeiten eines Verwaltungsrates sind (vgl. Kapitel 2.3.1).

Die kompetente Erfüllung der an den Verwaltungsrat delegierten Aufgaben hängt jedoch nicht nur von der aufgabenspezifischen Zeitverteilung ab, sondern auch von der insgesamt eingesetzten Zeit. Die Umfrage zeigt, dass die Hälfte aller Antwortenden weniger als

10 Prozent (der Median liegt bei 6 Prozent) ihrer gesamten Arbeitszeit für ihr Verwaltungsmandat aufwenden (Frage 21). Der Mittelwert liegt etwas höher, bei 13 Prozent (Standardabweichung: 18.2 Prozent). Lipton und Lorsch (1992) sehen darin das Hauptproblem von Verwaltungsräten. Sie behaupten, dass diese zu wenig Zeit haben, um ihre Amtspflichten zufrieden stellend zu erfüllen.

Tabelle 3-18: Wichtigkeit der Aufgaben des Verwaltungsrates

Die Teilnehmer wurden gebeten, den verschiedenen Tätigkeiten ein Mass für die Wichtigkeit zuzuordnen. Es stehen acht Antwortmöglichkeiten zur Auswahl, von 1 „wichtigste Tätigkeit“ bis 8 „unwichtigste Tätigkeit“. Die fett markierten Zahlen kennzeichnen jeweils die grösste Häufigkeitsausprägung.

	Mittelwert	Standardabweichung	Median	Relative Häufigkeit der Antwortkategorie (%)								N
				1	2	3	4	5	6	7	8	
Strategische Aufgaben	1.93	1.83	1	67	13	7	3	2	1	1	5	964
Führung und Kontrolle des Managements	2.89	1.70	2	18	33	22	12	5	4	2	4	927
Planung und Überwachung der Finanzen	3.11	1.69	3	17	25	24	17	9	5	2	3	940
Vorbereitung wichtiger personeller Entscheide	4.04	1.70	4	7	13	17	26	20	10	3	4	904
Berichterstattung an die Aktionäre / Vorbereitung der Generalversammlung	5.01	1.86	5	6	7	8	13	19	26	15	7	904
Einsetzen und Überwachen der Revisionsstelle	5.71	1.93	6	4	7	4	8	12	21	30	14	858
Betreuung wichtiger Anspruchsgruppen	4.32	2.16	4	0	11	16	13	14	16	10	13	882
Andere	6.16	2.30	7	0	6	5	6	8	10	8	8	329

Dies wird zumindest teilweise bestätigt; geben doch bemerkenswerte 39 Prozent an, dass die Komplexität gewisser Aufgaben im Unternehmen die Qualifikationen einzelner Verwaltungsräte übersteigt (Frage 23 g.).²² Allerdings haben in den letzten Jahren sowohl die Anforderungen (Frage 23 f.) als auch die Risiken (Frage 23 k.) der Tätigkeit als Verwaltungsrat zugenommen. So ist zumindest die Wahrnehmung der Betroffenen in vier von fünf Verwaltungsräten. Umso wichtiger wäre es, dass der Verwaltungsrat regelmässig eine Selbstbeurteilung durchführen würde. Dadurch könnten Problemsituationen frühzeitig erkannt und

²² Sämtliche Antworten zu Frage 09 und Frage 23, die in diesem Kapitel 3.2.4 besprochen werden, sind in Tabelle 3-19 und Tabelle 3-20 zusammengefasst.

Tabelle 3-19: Fragebatterie zum Thema Arbeitsweise des Verwaltungsrates (Teil 1)

Die Tabelle weist Antworten zu Frage 09 aus, welche im Kapitel 3.2.4 erwähnt werden. Die Teilnehmer werden gebeten zu den aufgeführten Aussagen Stellung zu nehmen. Es standen fünf Antwortkategorien zur Auswahl, von 1 (*Stimme gar nicht zu*) über 3 (*Unentschieden*) bis hin zu 5 (*Stimme voll zu*).

	Mittelwert	Standardabweichung	Median	Relative Häufigkeit der Antwortkategorie (%)					N
				Stimme gar nicht zu		Unentschieden		Stimme voll zu	
				1	2	3	4	5	
Frage 9									
a Der VR spielt in unserem Unternehmen eine wichtige Rolle.	4.11	1.20	5	4.4	11.9	5.0	26.1	52.6	1'492
b Unser VR ist mit den Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren (SWOT) des Unternehmens vertraut.	4.64	0.71	5	0.7	2.8	0.9	22.9	72.7	1'495
c Unser VR ist mit der finanziellen Situation des Unternehmens vertraut.	4.85	0.49	5	0.4	0.9	0.5	9.4	88.8	1'485
f Es kommt oft vor, dass an VR-Sitzungen wichtige Themen behandelt werden, welche nicht vorgängig angekündigt wurden.	2.14	1.38	2	47.7	23.6	3.9	16.3	8.5	1'490
g Anträge der Geschäftsleitung werden an VR-Sitzungen oft verworfen.	1.49	0.83	1	66.2	24.4	4.4	4.0	0.9	1'488
h Es gibt geschlossene VR-Sitzungen (ohne Geschäftsleitung).	2.14	1.63	1	62.5	6.5	5.3	6.1	19.7	1'484
i Um die Entscheidungsfindung zu erleichtern, werden wichtige Themen mit Grossaktionären vorbesprochen.	3.11	1.71	4	32.7	8.3	8.3	16.5	34.1	1'438
j Der VR führt genügend oft eine Selbstbeurteilung seiner Leistungen durch.	2.82	1.41	2	22.0	28.1	12.0	22.0	16.0	1'480
k Ein Kriterium bei der Nomination neuer VR-Mitglieder ist, dass diese den VR auf fachlicher Ebene bereichern.	4.01	1.22	4	6.3	8.4	10.8	26.5	48.0	1'470
l Ein Kriterium bei der Nomination neuer VR-Mitglieder ist, dass diese wertvolle Beziehungen in Politik und Wirtschaft haben.	2.55	1.40	2	31.7	24.2	11.5	22.1	10.5	1'465

geeignete Gegenmassnahmen ergriffen werden. Eine derartige Selbstevaluation führen jedoch nur 38 Prozent der Unternehmen durch (Frage 09 j.). Sollten dabei gravierende Mängel aufgedeckt werden, heisst dies zudem noch nicht, dass auch geeignete Massnahmen eingeleitet werden. So wird beispielsweise ein Verwaltungsrat, der die an ihn gestellten Erwartungen nicht erfüllen kann, in immerhin 37 Prozent der Fälle nicht zum Rücktritt aufgefordert (Frage 23 m.). In Bezug auf eine Sicherstellung der kompetenten Aufgabenerfüllung erscheint dies problematisch. Zumal 79 Prozent der Verwaltungsräte angeben, eine wichtige Rolle im Unternehmen zu spielen (Frage 09 a.). Diesbezüglich herrscht also in einem beträchtlichen Teil der nicht kotierten Unternehmen noch Handlungsbedarf.

Tabelle 3-20: Fragebatterie zum Thema Arbeitsweise des Verwaltungsrates (Teil 2)

Die Tabelle weist die Antworten zu Frage 23 aus, welche im Kapitel 3.2.4 erwähnt werden. Die Teilnehmer werden gebeten zu den aufgeführten Aussagen Stellung zu nehmen. Es standen fünf Antwortkategorien zur Auswahl, von 1 (*Stimme gar nicht zu*) über 3 (*Unentschieden*) bis hin zu 5 (*Stimme voll zu*).

	Mittelwert	Standardabweichung	Median	Relative Häufigkeit der Antwortkategorie (%)					N
				Stimme gar nicht zu		Unentschieden		Stimme voll zu	
				1	2	3	4	5	
Frage 23									
c Unser VR strebt den grösstmöglichen Nutzen für die derzeitigen Aktionäre an.	3.56	1.52	4	15.1	16.2	7.3	20.5	40.8	1'436
d Unser VR strebt den grösstmöglichen Nutzen für die Aktionäre an, ohne dass dies auf Kosten der anderen Anspruchsgruppen (Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden usw.) geschieht.	4.07	1.27	5	7.3	9.3	6.3	23.4	53.7	1'427
e Für unseren VR stehen die Interessen des Unternehmens über denjenigen der Aktionäre.	4.18	1.17	5	4.8	8.2	8.0	22.8	56.3	1'443
f Die Anforderungen an einen VR haben in den letzten Jahren zugenommen.	4.11	1.20	5	5.7	9.1	5.5	28.6	51.2	1'449
g Die Komplexität gewisser Aufgaben im Unternehmen übersteigt die Qualifikationen einzelner VR-Mitglieder.	2.62	1.48	2	33.1	23.1	5.2	25.4	13.2	1'453
h Unsere VR-Mitglieder erscheinen gut vorbereitet zu den Sitzungen.	3.97	1.10	4	2.1	15.5	3.6	41.3	37.6	1'449
i Die regelmässige Teilnahme aller VR-Mitglieder an den Sitzungen ist aus meiner Sicht dringend notwendig.	4.59	0.87	5	2.0	3.9	2.5	16.1	75.6	1'451
k Die Risiken, welche ein VR-Mandat mit sich bringt, haben in den letzten Jahren zugenommen.	4.07	1.17	4	6.0	7.9	5.5	34.3	46.2	1'448
l Der Einfluss unseres Hauptaktionärs schränkt den Handlungsspielraum des Unternehmens ein.	2.15	1.47	1	53.7	14.3	7.5	12.7	11.8	1'437
m Einem VR-Mitglied wird der Rücktritt nahegelegt, wenn es die Erwartungen nicht erfüllt.	3.17	1.47	3	19.6	17.6	14.0	23.9	24.9	1'429
n Der VR richtet sich in der Regel nach der Meinung des Präsidenten.	2.83	1.45	3	25.6	23.9	6.7	29.3	14.5	1'451

3.2.4.2 Verwaltungsratssitzungen

Eine wichtige Einflussgrösse für eine effiziente Arbeitsweise von Verwaltungsräten ist gemäss Vafeas (1999) die Anzahl der Verwaltungsratssitzungen. Den Grund sieht er in einer Erhöhung der Interaktion zwischen Verwaltungsräten bei einer Zunahme der Sitzungsfrequenz. Das Umfrageergebnis ergibt für die Schweiz im Jahr 2006 durchschnittlich 6.2 Verwaltungsratssitzungen (Standardabweichung 20.5). Der Median von 4.0 liegt deutlich tiefer (Frage 06). Dies rührt daher, dass eine kleine Minderheit der Verwaltungsräte tägliche Meetings abhalten. Ob es sich bei diesen täglichen Treffen effektiv um reguläre Verwaltungsratssitzungen handelt, ist zu bezweifeln. Ein Vergleich mit anderen empirischen Arbeiten zeigt allerdings, dass die hier gefundenen Werte vermutlich im unteren Bereich der Skala liegen.

So findet Adams (2003) einen Mittelwert von 7.6 Verwaltungsratssitzungen pro Jahr und SpencerStuart (2006) für die S&P 500 Firmen gar einen Mittelwert von 8.4 Meetings für das Jahr 2006.

Nicht nur die Sitzungsfrequenz, sondern auch die Sitzungsdauer hat einen entscheidenden Einfluss auf die Effektivität der Arbeitsweise von Verwaltungsräten [vgl. Conger, Finegold und Lawler Iii (1998)]. Für unser Sample ergibt sich eine durchschnittliche Sitzungsdauer von 2.8 Stunden (Standardabweichung 1.5 Stunden) und ein Median von 2.5 Stunden (Frage 07). Diese relativ kurzen Sitzungszeiten können unterschiedliche Gründe haben. Eine Möglichkeit ist, dass durch den hohen Anteil an Grossaktionären im Verwaltungsrat nicht börsenkotierter Schweizer Unternehmen und der gleichzeitig starken Verbreitung von Doppelmandaten (vgl. Kapitel 3.2.2) die Verwaltungsratssitzungen lediglich pro forma abgehalten werden und die Entscheidungsfindung bereits im Vorfeld vonstatten geht. Evidenz dafür liefert die hohe Zustimmung von 50.6 Prozent auf die Frage, ob wichtige Themen mit den Grossaktionären vorbesprochen würden, um die Entscheidungsfindung zu erleichtern (Frage 09 i.). Allerdings ist auch die Ablehnung auf diese Frage mit 41.0 Prozent recht hoch, so dass nach weiteren Erklärungen gesucht werden muss. Ein weiterer Grund für die kurzen Sitzungszeiten könnte sein, dass die Verwaltungsräte ihrerseits wichtige Themen bereits vor den offiziellen Treffen besprechen. Weiter könnte es sein, dass die Zeit effizient genutzt werden kann, weil die Verwaltungsräte sehr gut vorbereitet zu ihren Sitzungen erscheinen. In diese Richtung deutet das Ergebnis zur Frage, ob die Verwaltungsratsmitglieder gut vorbereitet zu den Sitzungen erscheinen (Frage 23 h.). Bei 79 Prozent der Verwaltungsräte trifft dies offensichtlich zu. Mit einer durchschnittlichen Vorbereitungszeit von 5.5 Stunden (Standardabweichung: 7.8 Stunden) für die Verwaltungsratssitzung sollte eine gute Vorbereitung auch möglich sein (Frage 20). Hinzu kommt, dass die Verwaltungsräte ohnehin stets gut mit den Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren des Unternehmens vertraut sind (Frage 09 b.). Gemäss den Antwortenden scheint dies bei 96 Prozent der Unternehmen der Fall zu sein. Insofern besteht die Möglichkeit, dass bei den Sitzungen keine Zeit mehr für die Erörterung solcher Inhalte aufgewendet wird.

Neben der Sitzungsfrequenz und der Sitzungsdauer enthalten auch andere Faktoren wichtige Informationen über die Effektivität der Arbeitsabläufe an Verwaltungsratssitzungen. Adams und Ferreira (2006) stellen beispielsweise hohe Abwesenheitsquoten an Verwaltungsratssitzungen in den Fortune 500 Firmen fest. Die Umfrage ergibt allerdings, dass die durchschnittliche Anwesenheitsquote im Sample bei 97 Prozent liegt. Ausserdem geben 84 Prozent der Unternehmen an, dass sie eine durchschnittliche Anwesenheitsquote von 100 Prozent ha-

ben (Frage 08). Offenbar schätzt eine Mehrheit der Verwaltungsräte die regelmässige Teilnahme an den Sitzungen als wichtig ein. Dies bestätigen auch die Befragten selbst. So geben 92 Prozent an, dass die regelmässige Teilnahme aller Verwaltungsratsmitglieder an den Sitzungen aus ihrer Sicht dringend notwendig ist (Frage 23 i.).

Einen entscheidenden Einfluss auf die Arbeitsweise des Verwaltungsrates kann auch die Geschäftsleitung haben. Nur in 5 Prozent der Unternehmen werden Anträge der Geschäftsleitung regelmässig verworfen (Frage 09 g.). Ob dies nun auf die hohe Qualität der operativen Führung oder auf die ausgeprägte Machtposition der Geschäftsleitung zurück zu führen ist, sei dahingestellt. Unbestritten ist die starke Einflussnahme des Managements auf den Verwaltungsrat. Insofern ist es von zentraler Bedeutung, ob die Verwaltungsräte auch die Möglichkeit haben, Sitzungen ohne die Geschäftsleitung abzuhalten. Dies ist jedoch nur bei 26 Prozent der Unternehmen der Fall (Frage 09 h.). Um abzuschätzen, ob sich die Verwaltungsräte angemessen auf Entscheidungen vorbereiten und informieren können, wird gefragt, ob an Verwaltungsratssitzungen wichtige nicht traktandierete Themen behandelt werden. Diese Praxis scheint immerhin bei 25 Prozent der Unternehmen (Frage 09 f.) verbreitet zu sein. Wenn jedoch nicht traktandierete Themen behandelt werden, eröffnet dies Möglichkeiten andere Sitzungsteilnehmer zu überlisten.

Doch die Geschäftsleitung ist nicht die einzige Partei, die Einfluss auf das Geschehen in der Führungsebene des Unternehmens zu nehmen versucht. Rund 44 Prozent der Unternehmen geben an, dass sich der Verwaltungsrat nach der Meinung des Verwaltungsratspräsidenten richtet (Frage 23 n.) und in einem Viertel aller Unternehmen wird der Handlungsspielraum durch den Einfluss des Hauptaktionärs eingeschränkt (Frage 23 l.). Um zu untersuchen, welche Anspruchsgruppen ihre Interessen wie stark im Unternehmen einbringen können, werden drei Fragen gestellt. Erstens: *Unser Verwaltungsrat strebt den grösstmöglichen Nutzen für die derzeitigen Aktionäre an.* Rund 61 Prozent stimmen dieser Aussage zu und 31 Prozent lehnen sie ab (Frage 23 c.). Zweitens: *Unser Verwaltungsrat strebt den grösstmöglichen Nutzen für die Aktionäre an, ohne dass dies auf Kosten der anderen Anspruchsgruppen (Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden usw.) geschieht.* Hier beträgt die Zustimmung 77 Prozent und die Ablehnung nur noch 17 Prozent (Frage 23 d.). Drittens: *Für unseren Verwaltungsrat stehen die Interessen des Unternehmens über denjenigen der Aktionäre.* Dieser Aussage stimmen 79 Prozent der Befragten zu und nur 13 Prozent lehnen sie ab (Frage 23 e.). Dies zeigt mit erstaunlicher Deutlichkeit, dass die Aktionäre als Eigentümer des Unternehmens nur in 13 Prozent der Fälle unbestritten die wichtigste Anspruchsgruppe sind.

3.2.4.3 Ausschüsse des Verwaltungsrates

Die Ausschüsse im Verwaltungsrat erlauben eine Spezialisierung und durch die Arbeitsteilung eine Erhöhung der Effizienz [vgl. Loderer und Waelchli (2007)]. Wie Adams (2003) betont, erledigen Ausschüsse primär Aufgaben mit Routinecharakter. Diese Aufgaben können auch leichter delegiert werden. Der komplette Verwaltungsrat tritt idealerweise nur in Ausnahmesituationen für eine Entscheidungsfindung zusammen. Es ist zu erwarten, dass vor allem grosse Unternehmen ihren Verwaltungsrat mit Ausschüssen erweitern. Bei kleineren Unternehmen ist eine solche Spezialisierung oft nicht bedürfnisgerecht oder aus finanziellen Gründen gar nicht möglich. So erklären sich auch die 80 Prozent der Unternehmen, welche keinen Ausschuss haben (Frage 10, vgl. Tabelle 3-21). Die Studie von Loderer und Waelchli (2007) findet für kleine nicht börsenkotierte Schweizer Unternehmen sogar einen entsprechenden Anteil von 90 Prozent. Im Vergleich dazu haben 93 Prozent der grossen börsenkotierten Schweizer Unternehmen mindestens einen Ausschuss. Weiter ist aus Tabelle 3-21 ersichtlich, welche Ausschüsse am häufigsten vorkommen. In jenen Unternehmen, welche Ausschüsse haben, sind der Prüfungs-, der Finanz- und der Strategieausschuss die am meisten verbreiteten.

Tabelle 3-21: Verwaltungsratsausschüsse

Die Tabelle zeigt, welche Ausschüsse im Verwaltungsrat existieren.

	Häufigkeit	Anteil (%)
Es existieren keine Ausschüsse	1'149	79.6
Prüfungsausschuss (Audit)	129	8.9
Finanzausschuss	128	8.9
Entschädigungsausschuss	82	5.7
Nominierungsausschuss	40	2.8
Präsidialausschuss	60	4.2
Risikoausschuss	23	1.6
Strategieausschuss	129	8.9
Andere	57	4.0
N	1'443	

3.2.4.4 Nominations- und Wahlverfahren

Damit der Verwaltungsrat seine Aufgabe als Berater und Überwacher des Managements erfolgreich wahrnehmen kann, braucht er eine Vielzahl unterschiedlicher Qualifikationen. Einige Verwaltungsräte sollten gute Berater, andere gute Überwacher sein und wieder andere über gute Beziehungen in Politik und Wirtschaft verfügen [vgl. Loderer und Waelchli (2007)].

In der vorliegenden Untersuchung scheint die fachliche Bereicherung des Verwaltungsrates bei der Nomination neuer Verwaltungsräte (Frage 09 k.) wichtiger zu sein als eine gute politische und wirtschaftliche Vernetzung (Frage 09 l.). Ein weiterer wichtiger Aspekt bei der Nomination neuer Verwaltungsräte ist aus Corporate Governance Sicht die Frage, wer die Kandidaten auswählt. Die weit verbreitete Meinung lautet, dass die Verwaltungsräte meistens vom CEO ausgewählt werden und dessen Machtposition im des Unternehmens gestärkt wird. In Wirklichkeit haben die Geschäftsführer entgegen der öffentlichen Meinung relativ wenig Einfluss auf die Nomination der Verwaltungsratskandidaten. Lediglich 30 Prozent der Geschäftsführer können bei der Ernennung neuer Verwaltungsräte mitreden (Frage 04 e.).

Im Spannungsfeld zwischen CEO und Verwaltungsrat drängt sich auch die Frage der Absetzbarkeit von Verwaltungsräten auf. Die Flexibilität der Zusammensetzung des Verwaltungsrates ist wichtig, denn die Fähigkeiten dieses obersten Führungsgremiums sollten stets den sich ändernden Marktbedingungen angepasst werden können [vgl. Loderer und Waelchli (2007)]. Diese Flexibilität wird anhand von fünf Kriterien untersucht. Die Amtsdauer, für welche die Verwaltungsräte gewählt werden, beläuft sich im Mittel auf 2.52 Jahre (Standardabweichung 1.29 Jahre) und der Median beträgt 3 Jahre (Frage 05). Dieselbe Amtsdauer finden auch Loderer und Waelchli (2007). Interessanterweise geben rund 8 Prozent der Unternehmen an, dass bei ihnen die Verwaltungsräte auf unbestimmte Zeit gewählt werden. Laut Gesetz gilt jedoch in der Schweiz eine maximale Amtsdauer von sechs Jahren. Das zweite Kriterium betrifft die Amtszeit insgesamt. Dabei wird untersucht, ob im Unternehmen eine Amtszeitbegrenzung für Verwaltungsräte existiert. Nur gerade 6 Prozent aller befragten Unternehmen kennen eine derartige Begrenzung (Frage 04 d.). Auch das dritte Kriterium, eine formale Alterslimite für die Verwaltungsratsmitglieder, ist nur bei 19 Prozent der Unternehmen zu finden (Frage 04 c.). Das vierte Kriterium, die Frage, ob die Verwaltungsratsmitglieder einzeln gewählt werden, findet mit 71 Prozent schon bedeutend mehr Zustimmung (Frage 04 b.). Würden alle Verwaltungsräte jeweils in Gruppen gewählt, wäre es bedeuten schwieriger, einzelne Mitglieder zu ersetzen oder abzuwählen. Ein letztes Kriterium, welches die Austauschbarkeit von Verwaltungsräten betrifft, sind die *Staggered Boards*. Es handelt sich dabei um einen Mechanismus, der eine plötzliche Übernahme der Unternehmenskontrolle erschwert, indem nur ein Teil des Verwaltungsrates pro Jahr ausgewechselt werden kann. Dies lässt sich durch eine Staffelung der Amtszeiten erreichen. Ein Viertel aller befragten Unternehmen erneuert den Verwaltungsrat gestaffelt (Frage 04 a.). Dieser Anteil liegt rund 5 Prozent über dem von Loderer und Waelchli (2007).

3.3 Schutz von Minderheitsaktionären in nicht kotierten Schweizer Familienunternehmen

Nachdem die Ergebnisse der Befragung beschrieben sind, soll in diesem Kapitel eine erste univariate Analyse gemacht werden. Diese widmet sich der Thematik der wie sich Familienunternehmen von anderen Unternehmen punkto Corporate Governance unterscheiden. Die Basis für diese Untersuchung liefert Kapitel 3.2.1., wo gezeigt wurde, dass bei den Unternehmen im Datensatz häufig starke Grossaktionäre auftreten. Nun stellt sich die Frage: Wie verhindern Minderheitsaktionäre, von diesen Grossaktionären benachteiligt zu werden? Es ist anzunehmen, dass das Einhalten von allgemeinen Prinzipien der *good Corporate Governance* beim spezifischen Problem des Schutzes von Minderheitsaktionären hilfreich ist.

Bei Familienunternehmen ist eine ausserordentliche Nähe zwischen den Beteiligten zu erwarten. Dies kann verschiedene Effekte zur Folge haben: Zum einen weist die Literatur auf Altruismus hin; die engen Bande zwischen Familienmitgliedern führen dazu, dass beispielsweise Grossaktionäre nicht strikt ihren eigenen Nutzen maximieren, sondern auch im Interesse der Familienmitglieder handeln [vgl. Zahra (2003)]. Fama und Jensen (1983) meinen dagegen, dass Familienmitglieder in vielen Dimensionen und über einen langen Zeitraum interagieren, was gegenseitige Überwachung und Sanktionierung fördert. Dies sind zwei unterschiedliche Betrachtungsweisen, die jedoch beide ähnliche Effekte hervorrufen können. So könnte unter diesen Umständen teilweise auf explizite Corporate Governance Massnahmen verzichtet werden, ohne dabei Abstriche bei der Performance hinnehmen zu müssen. Falls ein derartiger Effekt in der Tat vorhanden ist, so sollte er sich anhand des vorliegenden Datensatzes dokumentieren lassen. Da auf diesem Gebiet kaum theoretische Literatur vorhanden ist, gestaltet sich dieses Kapitel weitgehend explorativ; der Datensatz wird auf Unterschiede zwischen Familien- und anderen Unternehmen hin untersucht. Folgt man der Argumentation von Fama und Jensen (1983) und Zahra (2003), würde erwartet, dass Familienunternehmen im Vergleich zu anderen Unternehmen eine weniger ausgeprägte Corporate Governance aufweisen, da sie durch alternative Mechanismen zum Schutz von Minderheitsaktionären ergänzt wird. Diese Erwartung stellt die Arbeitshypothese für die folgenden Abschnitte dar.

Im weiteren Verlauf des Kapitels, werden mögliche Definitionen von Familienunternehmen diskutiert und eine geeignete Definition für die weitergehende Analyse ausgewählt. Danach werden verschiedene, die Qualität der Corporate Governance beeinflussende Elemente zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen verglichen. Die Auswahl dieser Elemente folgt weitgehend den Beobachtungen von Loderer und Waelchli (2007).

3.3.1 Definition von Familienunternehmen

Die Forschung zu Familienunternehmen macht bisher lediglich einen kleinen Teil der Corporate Governance Literatur aus, dennoch hat sich in den Studien zu diesem Thema bereits eine Standarddefinition etabliert: Als Familienunternehmen gelten alle Unternehmen, bei denen entweder der Gründer oder ein Familienmitglied in der Geschäftsleitung oder dem Verwaltungsrat einsitzt, oder Grossaktionär ist [vgl. Anderson und Reeb (2003) und Villalonga und Amit (2006)]. Diese Definition ist auf kotierte Unternehmen massgeschneidert und somit für den vorliegenden Datensatz wenig zweckmässig.

Wird diese Definition auf die vorliegenden nicht kotierten Unternehmen angewandt, so tritt das Problem auf, dass nicht in erster Linie *Familienkontrolle*, sondern insbesondere auch *Familienbesitz* angezeigt wird. Bei kotierten Unternehmen, mögen die beiden Dinge Hand in Hand gehen, was bei nicht kotierten Unternehmen nicht unbedingt der Fall sein muss: Dadurch, dass eine Beteiligung an einem nicht kotierten Unternehmen äussert illiquid ist, wird ein Ausstieg für Grossaktionäre oft stark erschwert oder gar verunmöglicht. Aus diesem Grund scheint es wichtig, dass aktive Einflussnahme der Familie im Unternehmen und nicht das rein passive Halten von Anteilen ein Familienunternehmen auszeichnet. Basierend auf dieser Idee, wird ein Unternehmen im Folgenden als Familienunternehmen klassifiziert, falls zwei oder mehr Mitglieder derselben Familie im Verwaltungsrat Einsitz nehmen. Der durchschnittliche Verwaltungsrat im Datensatz umfasst rund vier Direktoren (vgl. Tabelle 3-2). Befinden sich zwei oder mehr davon in der Hand derselben Familie, so darf dies wohl als Hinweis auf den Wunsch nach aktiver Einflussnahme dieser Familie gewertet werden.

Basierend auf dieser Definition wurde der Datensatz in zwei Gruppen unterteilt. Die Gruppe der Familienunternehmen umfasst 640, die andere 668 Unternehmen. 206 Beobachtungen konnten aufgrund unvollständiger Daten keiner Gruppe zugeordnet werden und stehen für die nachfolgenden Analysen nicht zur Verfügung.

3.3.2 Empirischer Vergleich von Familien- und Nicht-Familienunternehmen

In den folgenden Abschnitten werden die beiden Subsamples bezüglich ihrer Corporate Governance verglichen. Ein ähnliches Vorgehen findet sich bei Loderer und Waelchli (2007). Sie stellen kotierte und nicht kotierte Unternehmen einander gegenüber und liefern mit dieser Arbeit eine Vorlage für das weitere Vorgehen in diesem Kapitel. Abweichungen ergeben sich da, wo entsprechende Variablen nicht zur Verfügung stehen oder wo der Einfachheit halber auf multivariate Analysemethoden verzichtet wird.

3.3.2.1 Aufgaben des Verwaltungsratspräsidenten

Bereits Kapitel 2.3.1 und 3.2.4.1 befassten sich mit den Aufgaben des Verwaltungsratspräsidenten. Es wird festgehalten, dass dem Verwaltungsrat oft Verantwortlichkeiten zugesprochen werden, welche weit über die gesetzlich vorgeschriebenen Aufgaben hinausgehen. Je nach der Rolle, welche der Verwaltungsrat im Unternehmen einnimmt, dürfte er verschiedene Aufgaben unterschiedlich gewichten. Es kann argumentiert werden, dass ein Verwaltungsrat zur effektiven Wahrnehmung seiner Überwachungs- und Beratungsfunktion eine gewisse Distanz zum operativen Geschäft benötigt. Zur Untersuchung der Tätigkeiten des Verwaltungsrates wurden die Teilnehmenden gebeten, verschiedene Aufgaben des Verwaltungsrates nach deren Wichtigkeit zu rangieren.

Tabelle 3-22: Aufgaben des Verwaltungsrates, Familien- versus Nicht-Familienunternehmen

Analog zu Tabelle 3-18 wird in dieser Tabelle Frage 19, Teil 3 ausgewertet. Die Teilnehmer ordnen die verschiedenen Tätigkeiten nach deren Wichtigkeit, wobei 1 die wichtigste Aufgabe bezeichnet. Die Mediane für Familien- und für Nicht-Familienunternehmen werden ausgewiesen und die Antworten dieser beiden Gruppen mittels Mann-Whitney Test verglichen. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Niveau.

	Median		z-Wert	p-Wert
	Nicht-Familien- unternehmen	Familien- unternehmen		
N min	395	348		
N max	443	389		
a. Strategische Aufgaben	1	1	-0.722	0.470
b. Führung und Kontrolle des Managements	2	2	0.426	0.670
c. Planung und Überwachung der Finanzen	3	3	1.539	0.124
d. Vorbereitung wichtiger personeller Entscheide	4	4	0.657	0.511
e. Berichterstattung an die Aktionäre / Vorbereitung der Generalversammlung	5	6	-1.421	0.155
f. Einsetzen und Überwachen der Revisionsstelle	6	6	0.994	0.320
g. Betreuung wichtiger Anspruchsgruppen	5	4	3.142***	0.002

Tabelle 3-22 zeigt die Mediane der Antworten für Familien- sowie Nicht-Familienunternehmen. Zusätzlich zeigt die Tabelle die z-Werte und die p-Werte für Mann-Whitney Tests, welche die beiden Gruppen miteinander vergleichen.

Der Tabelle 3-22 ist zudem zu entnehmen, dass sich die beiden Gruppen einig sind, was die Wichtigkeit der meisten Aufgabenfelder betrifft. Der einzige signifikante Unterschied findet sich bei der Betreuung wichtiger Anspruchsgruppen. Diese eher operative Aufgabe

wird von den Verwaltungsräten von Familienunternehmen tendenziell als wichtiger eingeschätzt, als von anderen Verwaltungsräten. Diese Evidenz scheint die Vermutung zu bestätigen, dass sich Verwaltungsräte von Familienunternehmen eher mit auch mit operativen Aufgaben befassen, als die bei anderen Unternehmen der Fall ist.

3.3.2.2 Grösse des Verwaltungsrates

Eine allgemeingültige Regel zur optimalen Grösse des Verwaltungsrates gibt es nicht. Je weiter das Aufgabenfeld des Verwaltungsrates jedoch gesteckt ist, desto grösser sollte dieser tendenziell sein, um den wachsenden Anforderungen gerecht zu werden. Beschränkt sich der Verwaltungsrat dagegen auf einige wenige, eher formelle Aufgaben, so dürfte eine steigende Grösse vorwiegend zu Effizienzeinbussen führen. Die Antworten zu Frage 01 (vgl. Tabelle 3-23) zeigen für Nicht-Familienunternehmen einen Verwaltungsrat, der um durchschnittlich 0.25 Mitglieder grösser ist als für Familienunternehmen. Dieser Unterschied ist auf dem fünf Prozent Niveau signifikant. Um basierend auf dieser Beobachtung konkrete Schlüsse zu ziehen, müsste in der Analyse zumindest für die Grösse und Branche des Unternehmens kontrolliert werden. Nur so könnte ausgeschlossen werden, dass die zusätzlichen Mitglieder möglicherweise aufgrund allgemein höherer Komplexität des Unternehmens notwendig sind.

3.3.2.3 Nomination neuer Verwaltungsratsmitglieder

Die Umfrage liefert Informationen darüber, welche Unternehmen bei der Nomination neuer Mitglieder auf deren fachliche Qualifikationen, sowie auf gute Beziehungen zu Politik und Wirtschaft achten. Je komplexer die Aufgaben im Verwaltungsrat sind, desto mehr Wert sollte bei der Nomination neuer Mitglieder auf diese qualifizierenden Merkmale gelegt werden. Falls sich Verwaltungsräte von Familienunternehmen tatsächlich weniger als Überwacher und Berater verstehen, bedeutet das, dass für Familienunternehmen diese Eigenschaften der Kandidaten eher in den Hintergrund treten. Wie die Resultate der Umfrage zeigen, achten Familienunternehmen tatsächlich signifikant weniger auf fachliche Bereicherung durch neue Mitglieder und auf Beziehungen der Kandidaten zu Politik und Wirtschaft (vgl. Frage 09 k. bzw. l., Tabelle 3-24). Wenig überraschend gestehen Familienunternehmen denn auch vermehrt ein, dass einzelne Mitglieder des Verwaltungsrates von der Komplexität mancher Aufgaben überfordert sind (Frage 23 g.). Dies könnte dahingehend interpretiert werden, dass Familienunternehmen ihre Verwaltungsräte oft aufgrund deren Familienzugehörigkeit nominieren, während sich Nicht-Familienunternehmen stärker an der Eignung des Kandidaten orientieren.

Tabelle 3-23: Vergleich von Familien- und Nicht-Familienunternehmen mittels t-Tests

Variablen welche in diesem Kapitel erwähnt werden und für die ein t-Test zulässig ist, werden in dieser Tabelle zwischen Familien- und anderen Unternehmen verglichen. Bei der Anzahl Beobachtungen (N) sowie dem Mittelwert bezieht sich die *erste Grösse jeweils auf Nicht-Familienunternehmen und die zweite auf Familienunternehmen*. Die ausgewiesenen p-Werte beziehen sich auf zweiseitige t-Tests. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Niveau.

	N	Mittelwert	t-Wert	p-Wert
Frage 01: Anzahl Verwaltungsrate	668	4.21	1.976**	0.048
	640	3.96		
Frage 02: Anteil der Unternehmen mit CEO/COB Dualität	667	38.53%	-5.580***	0.000
	640	53.75%		
Frage 03: Zusammensetzung des Verwaltungsrates				
a. Anteil Verwaltungsrate, welche zusätzlich in einem kotierten Unternehmen Verwaltungsrat sind.	649	7.73%	2.603***	0.009
	598	5.40%		
b. Anteil Verwaltungsrate, welche zusätzlich in einem nicht kotierten Unternehmen Verwaltungsrat sind.	662	50.77%	5.661***	0.000
	622	39.53%		
e. Anteil Grossaktionäre im Verwaltungsrat	667	40.72%	-7.891***	0.000
	629	55.43%		
h. Anteil unabhängiger Verwaltungsräte	659	32.40%	9.429***	0.000
	602	16.49%		
Frage 05: Amtsdauer	587	2.46	-1.738*	0.082
	530	2.59		
Frage 06: Anzahl Verwaltungsratssitzungen pro Jahr	657	5.26	-1.983**	0.048
	627	7.69		
Frage 11: Anteil Unternehmen mit Komitees	634	22.71%	2.167**	0.030
	613	17.78%		
Frage 16: Variabilität der Entschädigung	520	37.71%	0.531	0.595
	482	32.15%		
Frage 18				
Minimale Verwaltungsratsentschädigung	515	14'396	1.459	0.145
	433	12'057		
Maximale Verwaltungsratsentschädigung	522	33'287	1.480	0.139
	443	25'008		
Sonstige: Eigenkapitalrendite basierend auf Buchwerten (ROE)	419	14.85%	1.402	0.161
	410	8.14%		

Tabelle 3-24: Vergleich von Familien- und Nicht-Familienunternehmen mittels Mann-Whitney Tests

Variablen welche in diesem Kapitel erwähnt werden und welche auf einer Likert-Skala erhoben wurden, werden in dieser Tabelle zwischen Familien- und anderen Unternehmen verglichen. Für die Anzahl Beobachtungen (N) sowie für relativen Häufigkeiten der Antwortkategorien bezieht sich die erste Grösse jeweils auf Nicht-Familienunternehmen und die zweite auf Familienunternehmen. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Niveau.

	N	Relative Häufigkeit der Antwortkategorie (%)					z-Wert	p-Wert
		Stimme nicht zu	gar nicht zu	Unentschieden	Stimme voll zu			
		1	2	3	4	5		
Frage 09								
k. Ein Kriterium bei der Nomination neuer VR-Mitglieder ist, dass diese den VR auf fachlicher Ebene bereichern.	654	5.5	7.19	8.41	29.82	49.08	2.379**	0.017
	617	7.13	8.75	14.91	23.66	45.54		
l. Ein Kriterium bei der Nomination neuer VR-Mitglieder ist, dass diese wertvolle Beziehungen in Politik und Wirtschaft haben.	651	28.88	26.27	9.37	24.88	10.60	2.144**	0.032
	615	34.15	23.74	14.31	17.89	9.92		
Frage 23								
g. Die Komplexität gewisser Aufgaben im Unternehmen übersteigt die Qualifikationen einzelner VR-Mitglieder.	643	35.46	24.57	4.82	23.02	12.13	-2.720***	0.007
	616	29.87	21.92	6.01	27.76	14.45		
o. Im letzten Jahr schloss unser Unternehmen im Vergleich zur Konkurrenz überdurchschnittlich gut ab.	636	4.09	15.72	10.69	38.05	31.45	0.495	0.621
	613	5.55	15.17	14.03	32.3	32.95		

3.3.2.4 Grossaktionäre im Verwaltungsrat

Sowohl in Familien- als auch in anderen nicht kotierten Unternehmen finden sich sehr häufig Grossaktionäre (vgl. Kapitel 2.2.3 und 3.2.1). Der Anspruch dieser Aktionäre auf Einsitznahme im Verwaltungsrat ist durchaus berechtigt. Ungeachtet dessen, verstärkt sich dadurch deren Vormachtstellung gegenüber kleineren Aktionären zusätzlich. Dies muss nicht per se ein Problem sein – es kann die Verwaltungsräte sogar zusätzlich motivieren, sich für das Unternehmen einzusetzen. Problematisch wird es, wenn sich die Interessen der Grossaktionäre von denen der übrigen Aktionäre unterscheiden. Als vorläufiges Ergebnis lässt sich festhalten, dass in Familienunternehmen der Anteil an Grossaktionären im Verwaltungsrat grösser ist, als in anderen Unternehmen (vgl. Frage 03 e., Tabelle 3-23). Ob dies eine problematische Situation ist, werden weitergehende Untersuchungen zeigen müssen.

3.3.2.5 Ämterkumulation

Wann immer in den Medien die Höhe von Entschädigungen angeprangert wird, lautet die Reaktion, das wären Marktpreise. Diese Argumentation impliziert, dass die gesuchten Fähigkeiten knapp sind, was bedeutet, dass gute Verwaltungsräte mehrere Mandate gleichzeitig ausüben sollten. Unter der generellen Prämisse dieses Kapitels würden Familienunternehmen also einen geringeren Anteil Verwaltungsräte mit mehr als einem Mandat aufweisen. Demgegenüber steht die Idee, dass jedem Verwaltungsrat nur begrenzte Zeitressourcen zur Verfügung stehen. Je mehr Mandate eine einzelne Person annimmt, desto weniger kann sie sich um jedes einzelne Mandat kümmern. Während die erste Betrachtungsweise andeutet, dass Verwaltungsräte mit mehreren Mandaten wünschenswert sind, weist die zweite Betrachtungsweise in die entgegengesetzte Richtung. Mehrere Mandate für einen Verwaltungsrat sind in diesem Licht unangebracht. Es muss sich empirisch zeigen, welche der Betrachtungsweisen sich als dominant erweist, da unklar ist, ob sich als Nettoeffekt Verwaltungsräte mit einem oder mit mehreren Mandaten als gute Wahl herausstellen.

Die Resultate der Umfrage zeigen, dass Familienunternehmen einen signifikant geringeren Anteil Verwaltungsräte mit mehreren Mandaten aufweisen. Dies stimmt mit der Arbeitshypothese überein, falls der Effekt der knappen Fähigkeiten überwiegt.

3.3.2.6 Unabhängige Verwaltungsräte

Der Effekt von unabhängigen Verwaltungsräten ist ein weiterer umstrittener Punkt in der Corporate Governance Literatur (vgl. Kapitel 2.3.3): Einerseits wird zu recht hinterfragt, wie objektiv die Überwachung durch den Verwaltungsrat sein kann, wenn zwischen ihm und der Geschäftsleitung Abhängigkeiten existieren (z.B. Auftragsvergabe). Genau so berechtigt ist andererseits der Einwand, dass unabhängige Verwaltungsräte das Geschäft des Unternehmens schlechter verstehen und deshalb weniger effizient sind. Das netto Ergebnis aus diesen beiden Effekten ist wiederum unklar [Bhagat und Black (2002)]. Richtlinien zu guter Corporate Governance fordern jedoch mehrheitlich höhere Anteile unabhängiger Verwaltungsräte (z.B. Swiss Code of Best Practice). Unter der Vorstellung, dass in Familienunternehmen alternative Mechanismen zur Überwachung wirken, überrascht es wenig, dass diese Unternehmen einen geringeren Anteil unabhängiger Verwaltungsräte aufweisen (vgl. Frage 03 h., Tabelle 3-23).²³

²³ Besonders an dieser Stelle muss auf die Möglichkeit von endogenen Effekten, als Folge der verwaltungsratsbasierten Definition von Familienunternehmen hingewiesen werden.

3.3.2.7 Doppelmandate

Sehr ähnlich wie beim Thema Unabhängigkeit des Verwaltungsrates, verhält sich die Situation bei Doppelmandaten, also wenn ein und dieselbe Person gleichzeitig die Ämter des Vorsitzenden der Geschäftsleitung, sowie des Verwaltungsratspräsidenten einnimmt. Auch hier verlangt die öffentliche Meinung Unabhängigkeit der beiden Ämter und auch hier ist sich die empirische Literatur nicht einig, was die Notwendigkeit dieser Trennung anbelangt [vgl. Brickley, Coles und Jarrell (1997)].

Der Vergleich der Häufigkeit von Doppelmandaten zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen bestätigt die Vermutung, dass in ersteren häufiger Doppelmandate auftreten als in letzteren (vgl. Frage 02, Tabelle 3-23). Dieses Ergebnis könnte dahingehend interpretiert werden, dass dem Verwaltungsrat im Familienunternehmen weniger eine überwachende, sondern eher eine beratende Funktion zukommt. Der Verwaltungsratspräsident holt in dieser Funktion die Meinungen der Familienmitglieder, sowie gegebenenfalls externer Experten ein. In der Funktion als Vorsitzender der Geschäftsleitung zeigt er sich danach persönlich für die Umsetzung der gefassten Beschlüsse verantwortlich. Eine derartige Geschäftsführung ist bei geringen Kontrollbedürfnissen vermutlich effizienter, als die Trennung der beiden Ämter.

3.3.2.8 Amtszeit

Die Amtszeit, für welche ein Mitglied in den Verwaltungsrat gewählt wird, ist ein entscheidender Faktor. Ist die Zeit zu kurz, muss das Mitglied stets um die Wiederwahl bangen. Unter dieser Voraussetzung lässt es sich unter Umständen in den Entscheidungen durch wahlstrategische Überlegungen beeinflussen. Amtszeiten von weniger als einem Jahr scheinen daher nicht zweckmässig. Auf der anderen Seite führt eine zu lange Amtszeit zu mangelnder Flexibilität in einer sich wandelnden Umwelt. Insbesondere wird dadurch auch eine Abwahl von Verwaltungsräten verunmöglicht, welche die geforderte Leistung nicht oder nicht mehr erbringen. Grob geschätzt scheinen daher Amtszeiten zwischen einer Rechnungsperiode (in der Regel ein Jahr) und maximal einem Wirtschaftszyklus (ca. 3 bis 4 Jahre) empfehlenswert.

Im Datensatz werden Amtszeiten von durchschnittlich knapp weniger als drei Jahren beobachtet. Dabei weisen Familienunternehmen geringfügig kürzere Amtszeiten auf als andere Unternehmen. Der Unterschied ist statistisch zwar signifikant, jedoch relativ gering. Da sich beide Grössen zudem innerhalb einer sinnvollen Spanne befinden (Nicht-Familienunternehmen 2.46 Jahre), wird bezweifelt, dass er von ökonomischer Signifikanz ist.

3.3.2.9 Anzahl Sitzungen

Die Anzahl Sitzungen, welche ein Verwaltungsrat pro Jahr durchführt variiert stark zwischen den einzelnen Unternehmen (Standardabweichung 21.93). Gemäss Vafeas (1999) ist die Anzahl Sitzungen ein wichtiger Faktor der Verwaltungsratstätigkeit. Bezüglich der Unterscheidung von Familien- und anderen Unternehmen ist nicht klar, was erwartet wird. Einerseits kann argumentiert werden, dass sich ein aktiverer Verwaltungsrat, wie er gemäss Arbeitshypothese in Nicht-Familienunternehmen erwartet wird, regelmässiger treffen sollte. Andererseits liegt die Vermutung nahe, dass aufgrund der geringeren Anzahl und der gegenseitigen Nähe der Verwaltungsratsmitglieder in Familienunternehmen viele, dafür eher informelle Treffen stattfinden.²⁴ Um das Resultat gegen Ausreisser robust zu machen, wird ein Mann-Whitney Test durchgeführt (nicht gezeigt). Anders als in Tabelle 3-22, wird bei diesem Test ersichtlich, dass Nicht-Familienunternehmen sich öfter treffen (z-Wert 3.241, p-Wert 0.001), was mit der Hypothese des aktiveren Verwaltungsrates übereinstimmt.

3.3.2.10 Komitees

Komitees sind Subgruppen des Verwaltungsrates, welche sich auf wenige, ihnen zugewiesene Aufgaben spezialisieren. Sie werden insbesondere für komplexe Aufgaben wie die Festlegung der Entschädigung von Management und Verwaltungsrat, Nomination neuer Verwaltungsräte und Revision eingesetzt. Wenn es zutrifft, dass die Verwaltungsräte von Familienunternehmen weniger aktiv sind, ist zu erwarten, dass für diese Gruppe kaum Komitees beobachtet werden. Die Resultate zu Frage 10 zeigen, dass Familienunternehmen in der Tat seltener Komitees im Verwaltungsrat einsetzen, als andere Unternehmen. Dieser Zusammenhang könnte jedoch auch über die geringere Grösse des Verwaltungsrates in Familienunternehmen erklärbar sein: Bei durchschnittlich weniger als vier Mitgliedern dürfte es kaum Sinnvoll sein Subgruppen zu bilden und diese mit Spezialaufgaben zu betreuen.

3.3.2.11 Entschädigung

Um die Interessen des Managements denjenigen der Aktionäre anzugleichen wird häufig auf das Mittel der anreizbasierten Entschädigung zurückgegriffen (vgl. Kapitel 2.3.3). Es gibt Hinweise darauf, dass dieser Mechanismus auch beim Verwaltungsrat wirken könnte. Da der Verwaltungsrat eines Nicht-Familienunternehmens gemäss Arbeitshypothese ein grösseres

²⁴ In der Tat geben einige Familienunternehmen an, 365 Verwaltungsratssitzungen pro Jahr durchzuführen. Diese Angabe wird mitunter von der Bemerkung begleitet: „Ich sehe meine Frau täglich beim Frühstück.“

Tätigkeitsfeld abdeckt und somit aktiver ist, ist anzunehmen, dass dieser eher Anreiz basiert entschädigt werden sollte. Falls Familienunternehmen tatsächlich effizient kontrollieren können, wird für sie Anreiz basierte Entschädigung eventuell überflüssig.

Während dies Argumente für eine fixe Entschädigung in Familienunternehmen sind, existieren auch Hinweise, dass diese hoch variabel sein könnte: Die Verwaltungsratsentschädigungen sind Ausschüttungen, die zur Umgehung der Doppelbesteuerung der Dividenden genutzt werden können. Dies steht insbesondere dann zur Debatte, wenn ein Grossteil der Aktien im Verwaltungsrat vertreten ist. Wie oben gesehen ist die vor allem bei Familienunternehmen der Fall. Es würde also nicht überraschen, wenn deren Entschädigung eine Komponente enthielte, welche die Unternehmensperformance widerspiegelt. Aus der alleinigen Betrachtung der Entschädigung liesse sich dann nicht schliessen, ob es sich um verdeckte Auszahlungen an Aktionäre oder um Anreiz basierte Entschädigung handelt.

In der Zusammensetzung der Entschädigung lassen sich denn auch keine Unterschiede zwischen Familien- und anderen Unternehmen finden (Frage 13, nicht gezeigt). Genau so wenig unterscheidet sich die performanceabhängige Variabilität der Entschädigung. Betreffend der Höhe der Entschädigung lässt sich weder am unteren noch am oberen Ende der Bandbreite ein Unterschied feststellen (vgl. Fragen 16 und Frage 18, Tabelle 3-23). Insbesondere bei diesem letzten Punkt dürften jedoch Grösseneffekte eine wichtige Rolle spielen.

3.3.2.12 Unternehmensperformance

Diese Resultate weisen darauf hin, dass Familienunternehmen bezüglich weniger formelle Corporate Governance Kriterien erfüllen, als andere Unternehmen. Obwohl der Verwaltungsrat eines Familienunternehmens unter anderem wegen seiner Einmischung ins operative Geschäft wohl sehr beschäftigt ist, weist er vergleichsweise wenige Mitglieder auf. Diese Mitglieder wurden in der Regel nicht aufgrund derer Qualifikation, sonder aufgrund familiärer Bande gewählt. Vor diesem Hintergrund kaum überraschend, geben Verwaltungsräte von Familienunternehmen häufiger an, dass einzelne Mitglieder überfordert sind. Es werden auch häufiger Doppelmandate, weniger unabhängige Verwaltungsräte und weniger Komitees beobachtet.

Die Vermutung läge nahe, dass sich dies negativ in der Unternehmensperformance niederschlagen würde. Zur Messung der Performance stehen zwei Variablen zur Verfügung: Der ROE, basierend auf Buchwerten, sowie die Antworten auf die Frage 23 o. , wo die Teilnehmer aufgefordert wurden ihre Unternehmensperformance mit der Konkurrenz zu verglei-

chen (vgl. Kapitel 3.2.1). Ein möglicher Hinweis, auf die Validität dieser Masse, ist deren Korrelation nach Spearman von über 0.28 (p-Wert 0.0000).

Entgegen der Vermutung, weisen die Antworten auf diese Fragen keineswegs auf ein schlechteres Abschneiden von Familienunternehmen hin. Beide Variablen besagen, dass in Sachen Performance kein messbarer Unterschied besteht zwischen Familien- und Nicht-Familienunternehmen. Diese Resultate befinden sich weitgehend im Einklang mit der bisherigen Literatur. Barontini und Caprio (2006) beispielsweise, findet keine Unterschiede in der Performance von Familien- und Nicht-Familienunternehmen, während Sraer und Thesmar (2007) Familienunternehmen gar ein besseres Abschneiden attestiert. Eine differenzierte Betrachtung der Thematik liefern Villalonga und Amit (2006). Gemäss ihren Resultaten hängt die Performance von Familienunternehmen im Vergleich zu anderen Unternehmen von einer ganzen Reihe von Faktoren ab.

3.3.3 Fazit

Die bis anhin genannten Resultate weisen auf Unterschiede in der Corporate Governance und die Abwesenheit von Unterschieden in der Performance von Familien- und Nicht-Familienunternehmen hin. Da in den bisherigen Analysen nicht um Grösse, Branche und Eigenschaften der Aktionärsstruktur kontrolliert wurde, mangelt es den Resultaten noch an Aussagekraft. Als nächster Schritt wird deshalb eine ausgiebigere multivariate Analyse erfolgen müssen. Trotz dieser bekannten Mängel sollen einige Ergebnisse zusammengefasst und mögliche Schlussfolgerungen skizziert werden.

Eine erste Feststellung ist, dass Familienunternehmen anscheinend weniger formelle Corporate Governance Massnahmen rund um den Verwaltungsrat anwenden als andere Unternehmen. So weisen sie beispielsweise weniger unabhängige Verwaltungsräte und weniger Komitees auf. Es sitzen überdurchschnittlich viele Grossaktionäre im Verwaltungsrat von Familienunternehmen und Doppelmandate sind öfter zu beobachten als in anderen Unternehmen. Scheinbar orientiert sich in Familienunternehmen die Nomination neuer Verwaltungsräte vor allem an Familienmitgliedschaft und weniger an sachlichen Qualifikationen. Wie der vorhergehende Abschnitt gezeigt hat, widerspiegeln sich diese Unzulänglichkeiten jedoch nicht in einer ungenügenden Unternehmensperformance. Die Frage stellt sich, welche Mechanismen ausserhalb der formellen Corporate Governance existieren, die für eine angemessene Leistung des Unternehmens sorgen. Zahra (2003) schlägt wie bereits erwähnt Altruismus als mögliche Ursache vor, während Fama und Jensen (1983) mit effizienten Überwachungs-

und Bestrafungsmechanismen argumentieren. Bevor sich weitergehende Analysen dieser Unterscheidung widmen, gilt es jedoch die oben genannten Befunde mittels multivariater Analysemethoden zu festigen.

3.4 Charakteristiken des Verwaltungsrates und Shareholder Value Maximierung

Dieses Kapitel widmet sich der Thematik der Shareholder Value Maximierung. Im Folgenden wird zuerst die Kontroverse aufgezeigt, welche um diese Thematik besteht. Anschliessend wird untersucht, inwiefern die befragten Unternehmen angeben, den Aktionärswert zu maximieren. Weiter soll analysiert werden, ob sich Unternehmen, die den Aktionärswert maximieren bezüglich Arbeitsweise, Zusammensetzung und Performance unterscheiden von Unternehmen, die den Aktionärswert nicht maximieren.

3.4.1 Oberstes Unternehmensziel: Shareholder Value Maximierung

Ein zentraler Aspekt, der bei der Diskussion der Agency Kosten (Kapitel 2.1) ausgeblendet wurde, ist die Frage, welches Ziel der Prinzipal bzw. der Eigentümer des Unternehmens hat. Die naheliegendste Zielsetzung ist die Erwirtschaftung einer maximalen Rendite. Das heisst, der Eigentümer möchte auf seiner Investition ins Unternehmen einen angemessenen Kapitalertrag erzielen. Daraus folgt, dass das oberste Unternehmensziel die Maximierung des Shareholder Values sein sollte. Die Umsetzung dieses aus der Sicht des Eigentümers rationalen Ziels führt unter gewissen Annahmen²⁵ auch insgesamt zum einem sozial effizienten Zustand [vgl. Jensen (2001)]. Allerdings ist zu bedenken, dass der sozial effiziente Zustand nicht unbedingt mit der Maximierung der sozialen Wohlfahrt gleichzusetzen ist. So argumentieren Joerg, Loderer, Roth und Waelchli (2007), dass einzelne Individuen einer Gesellschaft nicht unbedingt einverstanden sein müssen mit der anfänglichen Verteilung von Vermögen. Es sind viele andere Aufteilungen möglich, womit auch eine Vielzahl von möglichen sozial effizienten Zuständen möglich ist. Dabei ist nicht klar, welcher sozial effiziente Zustand für die Gesellschaft als ganzes der beste ist.

Becht, Bolton und Röell (2002) zeigen die daraus entstehende Kontroverse in der Literatur auf: eine Gruppe von Autoren [vgl. beispielsweise Donaldson und Preston (1995),

²⁵ Die Annahmen sind: Keine Monopole, keine Externalitäten, alle Güter haben einen Preis [vgl. Jensen (2001)], keine Informations- und Transaktionskosten, keine öffentlichen Güter und nur konvexe Präferenzen (alles was besser ist, ist auch teurer und Durchschnitte sind besser Extreme).

Mitchell, Agle und Wood (1997), Friedman und Miles (2002)] ist der Ansicht, dass nicht nur die Interessen der Shareholder im Zentrum stehen, sondern die Interessen sämtlicher Anspruchsgruppen eines Unternehmens bei der Entscheidungsfindung berücksichtigt werden sollen. Sie fordern, dass die Corporate Governance darauf ausgerichtet sein sollte, die unterschiedlichen Interessen der Anspruchsgruppen in ein Gleichgewicht zu bringen. Diese Sichtweise ist unter dem sogenannten *Stakeholder Value Ansatz* bekannt. Eine Vielzahl anderer Autoren steht dem jedoch kritisch gegenüber. Allen voran argumentiert Jensen (2001), dass der Stakeholder Value Ansatz mit seiner Forderung, gleichzeitig den Nutzen aller Stakeholder zu maximieren, unmöglich zu realisieren sei. Er begründet dies damit, dass die simultane Maximierung einer Zielfunktion in mehrere Dimensionen nicht möglich ist. Als Alternative schlägt Jensen den sogenannten *Enlighted Value Maximisation Ansatz* vor. Dieser empfiehlt als oberstes Ziel die Shareholder Value Maximierung, jedoch unter Berücksichtigung der Interessen der andern Anspruchsgruppen. Daraus folgt, dass längerfristig keine unverhältnismässige Bevorzugung der Shareholder auf Kosten der anderen Interessensgruppen möglich ist. Eine völlig andere Argumentation für den Shareholder Value Ansatz wird von Williamson (1984) vertreten. Seiner Ansicht nach sind die Shareholder besonders schutzbedürftig, da sie im Gegensatz zu den andern Anspruchsgruppen mit dem Unternehmen ein unbefristetes Verhältnis ohne Sicherheiten haben. Die Shareholder wären also ohne Schutzbestimmungen dem Wohlwollen der übrigen Stakeholder schutzlos ausgeliefert.

In der wissenschaftlichen Literatur besteht offensichtlich kein Konsens darüber, ob das oberste Ziel eines Unternehmens die Maximierung des Shareholder Values sein sollte. Aber auch ausserhalb der Wissenschaft sind die Meinungen geteilt. Unternehmen, die sich öffentlich dazu bekennen, den Shareholder Value zu maximieren, haben insbesondere in der Schweiz einen schweren Stand. Als mögliche Ursache sehen Joerg, Loderer und Roth (2004) folgendes Argument: Durch die geringe Mobilität in der Schweiz sind die zwischenmenschlichen Beziehungen enger. Deshalb geniesst der Gedanke des Teilens einen besonders hohen Stellenwert. Das öffentliche Akkumulieren und zur Schau stellen von Reichtum wird infolgedessen sanktioniert und ein Streben nach Aktionärswert mit Neid und Ausbeutung assoziiert. So überrascht es keineswegs, dass die in ihrer Studie durchgeführte Befragung der 2'000 grössten Schweizer Unternehmen die Maximierung des Kundennutzens als oberstes Unternehmensziel zu Tage fördert. Auf der andern Seite existieren allgemein anerkannte Richtlinien zur Corporate Governance wie beispielsweise der *Swiss Code of Best Practice*, welche die Aktionärsinteressen ins Zentrum rücken.

Offenbar gibt es also sowohl in der wissenschaftlichen Literatur, als auch in der öffentlichen Diskussion divergierende Meinungen darüber, ob nun die Maximierung des Shareholder Values das oberste Unternehmensziel sein sollte. Ein Konsens ist jedoch letztlich eine empirische Frage. Im nächsten Kapitel soll nun untersucht werden, ob sich die befragten Unternehmen zur Maximierung des Shareholder Values bekennen und ob sich die Verwaltungsräte von Unternehmen, die dies tun, bezüglich Arbeitsweise, Zusammensetzung und Performance unterscheiden von Unternehmen, die angeben, den Shareholder Value explizit nicht zu maximieren.

3.4.2 Univariate Ergebnisse

Gemäss der Umfrage verfolgen 66 Prozent der Stichprobenunternehmen das Ziel, für den Aktionär einen maximalen Mehrwert zu schaffen. Zur Berechnung dieses Anteils werden die Antworten auf die Frage 23 c. verwendet (vgl. Tabelle 3-20). Die fünf Antwortkategorien der Likert-Skala werden in die binäre Variable *bSHAREMAX* transferiert, indem die indifferenten Antworten (auf der Likert-Skala der Wert 3) ausgeschlossen werden (105 Beobachtungen), den ablehnenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 1 und 2) der Wert 0 und den restlichen, zustimmenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 4 und 5) der Wert 1 zugeordnet wird.²⁶

Der Anteil von Unternehmen, welche ausdrücklich angeben, den Aktionärswert nicht zu maximieren, beträgt folglich mehr als ein Drittel. Eine mögliche Erklärung für einen derart hohen Anteil ist, dass die Shareholder Value Maximierung bei nicht börsenkotierten Unternehmen eher unbedeutend ist. Dafür sind drei Gründe denkbar: erstens könnte es sein, dass der Mechanismus der feindlichen Übernahmen (vgl. Kapitel 2.2.2) bei nicht kotierten Unternehmen nur sehr beschränkt spielt, da solche Unternehmen generell weniger gehandelt werden. Das hat zur Folge, dass vom Kapitalmarkt her weniger Leistungsdruck kommt und deshalb leichte Abweichungen vom Ziel der Shareholder Value Maximierung möglich sind. [vgl. Joerg, Loderer und Roth (2004)]. Der zweite Grund, weshalb die Maximierung des Shareholder Value bei nicht börsenkotierten Unternehmen eher unbedeutend ist, könnte sein, dass solche Unternehmen in der Regel von einigen wenigen Aktionären kontrolliert werden (vgl. Kapitel 3.2.1), die meist nicht daran interessiert sind, ihre Anteile zu veräussern und

²⁶ Dieses Vorgehen wird für sämtliche im Kapitel 3.4.2 analysierten Variablen mit fünf Antwortkategorien angewendet.

deshalb die Maximierung des Shareholder Values in den Hintergrund stellen. Viel wichtiger könnte es beispielsweise sein, dass die Unabhängigkeit des Unternehmens gewahrt wird [vgl. Joerg, Loderer und Roth (2004)]. Als dritte Erklärung könnte angeführt werden, dass die kontrollierenden Manager im Unternehmen aus steuerlichen Gründen die Kapitalausschüttung durch Lohnerhöhungen oder Boni vornehmen. Dies führt dazu, dass Kleinaktionäre um den ihnen zustehenden Anteil geprellt werden. Dieses Vorgehen ist folglich nicht im Sinne der Shareholder Value Maximierung [vgl. Joerg, Loderer und Roth (2004)].

3.4.2.1 Auswahl von Verwaltungsräten

In den folgenden Abschnitten wird nun untersucht, inwiefern sich Unternehmen, die den Aktionärswert maximieren bezüglich Arbeitsweise, Zusammensetzung und Performance unterscheiden von Unternehmen, die den Aktionärswert nicht maximieren. Als erstes wird untersucht, ob sich das Auswahlverfahren von neuen Verwaltungsratsmitgliedern in Shareholder Value maximierenden Unternehmen unterscheidet vom Auswahlverfahren in Unternehmen, welche den Shareholder Value nicht maximieren.

Um die Überwachung durch den Verwaltungsrat zu beeinflussen, kann das Management eines Unternehmens versuchen, die Auswahl von neuen Verwaltungsratsmitgliedern zu beeinflussen. Im Sinne einer strikten Gewaltentrennung im Unternehmen sollte das Management keinen Einfluss auf die Nomination neuer Verwaltungsratsmitglieder haben [vgl. Loderer und Waelchli (2007)]. Im Bezug auf die Shareholder Value Maximierung ist zu erwarten, dass in Unternehmen, die sich dieser Maxime verpflichtet haben, tendenziell ein geringerer Einfluss der Geschäftsleitung auf die Auswahl neuer Verwaltungsratsmitglieder festzustellen ist, als in den Vergleichsunternehmen, welche den Shareholder Value nicht maximieren. Diese Korrelation könnte dadurch zustande kommen, dass ein Management, welches sich nicht zielkonform verhält, von einem unabhängigen Verwaltungsrat leichter ersetzt werden kann, als wenn der Verwaltungsrat seine Position dem CEO zu verdanken hat. Verhält sich das Management hingegen zielkonform, spielt es keine Rolle, ob der Verwaltungsrat von der Geschäftsleitung ernannt wurde oder nicht.

In Frage 04 e. werden die Unternehmen gefragt, ob *neue Verwaltungsratsmitglieder von der Geschäftsleitung nominiert werden*. Wie Tabelle 3-26 zeigt, ist die Geschäftsleitung in Shareholder Value maximierenden Unternehmen signifikant weniger oft an der Nomination neuer Verwaltungsratsmitgliedern beteiligt (in 28 Prozent der Unternehmen) als in den Vergleichsunternehmen (in 35 Prozent der Unternehmen). Die Differenz beträgt 8 Prozentpunkte

oder 23 Prozent.²⁷ Die Gewaltentrennung kommt also wie erwartet in den aktionärstreuen Unternehmen signifikant häufiger zur Anwendung.

3.4.2.2 Aufgaben des Verwaltungsrates

In Kapitel 2.3.1 und 3.2.4.1 sind die Aufgaben, die ein Verwaltungsrat zu bewältigen hat, vorgestellt worden. Beim Vergleich von Unternehmen, welche sich zur Maximierung des Shareholder Values bekennen, mit solchen, die dies nicht tun, fällt auf, dass kaum Unterschiede in der Zeiteinteilung der Verwaltungsräte bestehen [vgl. Tabelle 3-25]. Einzig die Führung und Kontrolle des Managements wird in Unternehmen mit einer Affinität zur Maximierung des Shareholder Values verstärkt wahrgenommen. In Unternehmen, welche angeben, den Shareholder Value zu maximieren, widmet der Verwaltungsrat der Führung und Kontrolle des Managements, gemessen am Median, 33 Prozent mehr Zeit.²⁸ Gemessen am Mittelwert liegt der Unterschied bei 13 Prozent. Beide Differenzen sind auf dem Niveau von 99 Prozent signifikant. In der Überwachungstätigkeit von Verwaltungsräten kommen hier also markante Unterschiede zum Ausdruck, unabhängig davon ob am Median oder am Mittelwert gemessen.

3.4.2.3 Strukturen und Prozesse im Verwaltungsrat

Bei der Auswahl von neuen Verwaltungsratsmitgliedern und bei den Aufgaben von Verwaltungsräten bestehen also Unterschiede zwischen Shareholder Value maximierenden Unternehmen und solchen, die dies nicht tun. Damit ein Unternehmen jedoch das Ziel der Maximierung des Aktionärswertes konsequent verfolgen kann, braucht es adäquate Strukturen und Prozesse im Verwaltungsrat. In diesem Abschnitt sollen die Verwaltungsräte hinsichtlich Grösse, Sitzungsfrequenz, Amtsdauer, Unabhängigkeit, Anzahl Doppelmandate, Vertretung von Familienmitgliedern und Aktienbesitz untersucht werden.

Bei grossen Verwaltungsräten wird oft kritisiert, dass sie ineffizient bezüglich Kommunikation und Entscheidungsfindung seien und deshalb leichter vom Management beeinflusst und manipuliert werden können. Um diesen Problemen entgegenzuwirken, sollte die Anzahl von Verwaltungsratsmitgliedern folglich möglichst klein gehalten werden [vgl. Jensen (1993)].

²⁷ Berechnung: 8 Prozent / 35 Prozent = 23 Prozent

²⁸ Insgesamt wenden die Verwaltungsräte, gemessen am Median in Unternehmen, welche sich zur Shareholder Value Maximierung bekennen 20 Prozent ihrer Arbeitszeit für die Führung und Kontrolle des Managements auf. In Unternehmen, welche sich nicht zur Shareholder Value Maximierung bekennen, sind es hingegen nur 15 Prozent. Die Differenz beträgt 5 Prozentpunkte (20 Prozent - 15 Prozent) oder 30 Prozent (5 Prozentpunkte / 15 Prozent). Die Berechnung der Differenz beim Mittelwert ist analog.

Tabelle 3-25: Aufgaben des Verwaltungsrates und Shareholder Value Maximierung

Es sind die Mittelwerte, Standardabweichungen, Mediane (in Prozent des gesamten Arbeitspensums) sowie Signifikanztest der Differenzen von Mittelwerten und Medianen ausgewiesen. Die t-Werte basieren auf OLS-Regressionen jeder einzelnen Variable auf die Dummy-Variablen *bSHAREMAX*. Die Variable *bSHAREMAX* ist wie folgt definiert: die fünf Antwortkategorien der Frage 23 c. (vgl. Tabelle 3-20) werden in die binäre Variable *bSHAREMAX* transferiert, indem die indifferenten Antworten (auf der Likert-Skala der Wert 3) ausgeschlossen werden, den ablehnenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 1 und 2) der Wert 0 und den restlichen, zustimmenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 4 und 5) der Wert 1 zugeordnet wird. Bei den Teststatistiken basieren der t-Wert auf einem t-Test (Test der Mittelwerte auf Unterschiede) und der z-Wert auf einem Mann-Whitney-Test. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Signifikanzniveau.

	Alle			Sharemax bSHAREMAX = 1			Non Sharemax bSHAREMAX = 0			Differenz		Teststatistik	
	Mittelwert	Standard- abweichung	Median	Mittelwert	Standard- abweichung	Median	Mittelwert	Standard- abweichung	Median	Mittelwert	Median	t-Wert	z-Wert
Strategische Aufgaben	27.34	18.56	20.00	27.16	18.52	20.00	27.68	18.67	20.00	-0.52	0	-0.45	0.51
Führung und Kontrolle des Managements	19.04	13.63	20.00	19.80	13.70	20.00	17.55	13.40	15.00	2.25	5	2.65***	3.24***
Planung und Überwachung der Finanzen	15.86	13.22	10.00	15.95	12.77	10.00	15.68	14.07	10.00	0.27	0	0.33	1.01
Vorbereitung wichtiger personeller Entscheide	9.05	7.73	10.00	9.22	7.84	10.00	8.74	7.51	9.00	0.48	1	0.98	1.19
Berichterstattung an die Aktionäre / Vorbereitung der Generalversammlung	8.40	10.32	5.00	8.25	10.72	5.00	8.70	9.48	5.00	-0.45	0	-0.69	-1.42
Einsetzen und Überwachen der Revisionsstelle	4.85	7.70	5.00	4.89	8.62	5.00	4.75	5.41	5.00	0.14	0	0.29	-1.10
Betreuung wichtiger Anspruchsgruppen	15.22	16.86	10.00	15.05	16.80	10.00	15.55	17.01	10.00	-0.50	0	-0.46	-0.82
Andere	4.15	11.06	0.00	4.21	11.92	0.00	4.04	9.10	0.00	0.18	0	0.24	-0.52

Tatsächlich lässt sich dieser Zusammenhang auch empirisch belegen. Yermack (1996) findet eine negative Beziehung zwischen Grössen von Verwaltungsräten und dem Unternehmenswert. Dies lässt sich analog auf die Shareholder Value Maximierung übertragen. Für Unternehmen, die sich der Maximierung verpflichtet haben, wird dementsprechend im Durchschnitt ein kleinerer Verwaltungsrat erwartet. Tatsächlich sind Verwaltungsräte von Shareholder Value maximierenden Unternehmen etwas kleiner (vgl. Frage 01, Tabelle 3-27). Allerdings ist die Differenz weder ökonomisch noch statistisch signifikant. Um konkrete Schlüsse ziehen zu können, müsste in der Analyse für die Unternehmensgrösse kontrolliert werden. Nur so kann ausgeschlossen werden, dass allfällige Unterschiede bei der Mitgliederzahl höherer Komplexität des Unternehmens zuzuordnen sind.

Die Sitzungsfrequenz ist ein weiteres wichtiges Element der Strukturen und Prozesse im Verwaltungsrat. Die Frage, ob für den Aktionärswert eine hohe oder eine tiefe Sitzungsfrequenz optimal ist, beantwortet Vafeas (1999) dahingehend, dass die Anzahl Verwaltungsratssitzungen pro Jahr negativ mit dem Firmenwert verbunden ist (vgl. Kapitel 2.3.3). In Jahren mit schlechten Geschäftsergebnissen wird die Sitzungsfrequenz erhöht und wenn die Ergebnisse wieder besser sind, kann die Anzahl Sitzungen gesenkt werden. Was diese Erkenntnis von Vafeas (1999) für die vorliegende Untersuchung impliziert, ist unklar. Wo die optimale Anzahl Sitzungen liegt, ist nämlich nicht ohne weiteres bestimmbar. Es spielen zwei Effekte eine Rolle: Einerseits verursachen Sitzungen Kosten und andererseits braucht es eine gewisse Anzahl Sitzungen, um ein Unternehmen zum Erfolg zu führen. Aus den Umfrageresultaten ist ersichtlich, dass Verwaltungsräte von Unternehmen, die die Shareholder Value Maximierung als Ziel angeben, pro Jahr 1.4 Sitzungen weniger haben (vgl. Frage 06, Tabelle 3-27). Allerdings liegt das Signifikanzniveau lediglich bei 10 Prozent.

Die Amtsdauer, für welche die Verwaltungsratsmitglieder gewählt werden, ist ebenfalls wichtig im Rahmen der Strukturen und Prozesse des Verwaltungsrates. Wenn die Amtsdauer zu kurz angesetzt wird, haben die Verwaltungsräte kaum Zeit, sich wertvolles unternehmensspezifisches Wissen anzueignen [vgl. Loderer und Waelchli (2007)]. Ist die Amtsdauer hingegen eher zu lang, kann dies die Flexibilität der Zusammensetzung des Verwaltungsrates einschränken. Die Fähigkeiten dieses obersten Führungsgremiums sollten stets den sich ändernden Marktbedingungen angepasst werden können. Bei einer zu langen Amtsdauer ist diese Flexibilität nicht mehr garantiert, da eine Abwahl innert nützlicher Frist erschwert wird (vgl. Kapitel 3.2.4.4). Im Bezug auf die Shareholder Value Maximierung ist nicht klar, welcher Effekt zu erwarten ist, insbesondere wenn dabei berücksichtigt wird, dass die durchschnittliche Amtsdauer mit 2.5 Jahren für das gesamte Sample ohnehin bereits rela-

tiv kurz erscheint. Das Umfrageergebnis impliziert für Shareholder Value maximierende Unternehmen im Durchschnitt eine signifikant kürzere Amtsdauer (vgl. Frage 05, Tabelle 3-27). Allerdings ist der Unterschied aus ökonomischer Sicht irrelevant.

Um die Aktionärsinteressen gegenüber dem Management erfolgreich zu vertreten, sollten Verwaltungsräte möglichst unabhängig sein. Diese Forderung beruht auf der Tatsache, dass Verwaltungsräte, welche direkt dem CEO rapportieren, stark von dessen Wohlwollen abhängig sind und deshalb eine objektive Überwachung der Manager verunmöglichen [vgl. Jensen (1993)]. Unternehmen mit unabhängigen Verwaltungsräten sollten deshalb besser in der Lage sein, die Aktionärsinteressen zu vertreten. Im vorliegenden Datensatz findet sich jedoch keine Evidenz für diese These. In Shareholder Value maximierenden Unternehmen kommen unabhängige Verwaltungsräte sogar signifikant seltener vor (vgl. Frage 03 h., Tabelle 3-26). Dieses Ergebnis trägt weiter zur Unsicherheit um den Wert unabhängiger Verwaltungsräte bei (vgl. Kapitel 3.2.4.4).

Tabelle 3-26: Auswahl, Strukturen und Prozesse im Verwaltungsrat (Dummies)

Die untersuchten Variablen sind allesamt binär. Sobald in einem Unternehmen eine Ausprägung der betreffenden Variable vorhanden ist, ist der Wert der Variable 1, ansonsten 0. Die Variable bSHAREMAX ist wie folgt definiert: die fünf Antwortkategorien der Frage 23 c. (vgl. Tabelle 3-20) werden in die binäre Variable bSHAREMAX transferiert, indem die indifferenten Antworten (auf der Likert-Skala der Wert 3) ausgeschlossen werden, den ablehnenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 1 und 2) der Wert 0 und den restlichen, zustimmenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 4 und 5) der Wert 1 zugeordnet wird. Bei den Teststatistiken basiert der z-Wert auf einem Proportion-Test. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Signifikanzniveau.

	Alle	bSHAREMAX = 1	bSHAREMAX = 0	Differenz	Teststatistik z-Wert
Nomination neuer VR-Mitglieder durch die Geschäftsleitung	0.30	0.28	0.35	-0.08	-2.87***
Unabhängige Verwaltungsräte	0.52	0.50	0.56	-0.06	-2.12**
Doppelmandat: CEO ist gleichzeitig Verwaltungsratspräsident	0.77	0.75	0.81	-0.06	-2.59***
Im VR ist mindestens ein Mitglied aus der Gründerfamilie vertreten	0.77	0.75	0.81	-0.06	-2.42**

Ähnlich wie bei der Unabhängigkeit von Verwaltungsräten argumentieren Verfechter der Agency Theorie, dass eine wirkungsvolle Kontrolle des Managements nur dann möglich ist, wenn das Amt des CEO und jenes des Verwaltungsratspräsidenten von unterschiedlichen Personen bekleidet wird [vgl. Jensen (1993)]. Demgegenüber steht das Argument, dass eine Personalunion eine straffere Führung ermöglicht und dadurch der Unternehmenserfolg gesteigert

werden kann [vgl. Barney (1990)]. Die empirische Evidenz bezüglich der Doppelmandate von CEO und Verwaltungsratspräsident unterstützt eher die Vertreter der Agency Theorie. Wie Tabelle 3-26 zeigt, werden die beiden Ämter in Shareholder Value maximierenden Unternehmen eher getrennt (Frage 02). Obwohl die statistische Signifikanz mit 99 Prozent hoch ist, scheint die Differenz jedoch eher bescheiden zu sein.

Die Familienvertretung im Verwaltungsrat führt dazu, dass der Verwaltungsrat einen stärkeren Anreiz zur Überwachung des Managements hat [vgl. Fama und Jensen (1983)]. Allerdings ist nicht klar, ob sich dies auch im vermehrten Verfolgen der Shareholder Value Maximierung äussert. Generell wäre auch denkbar, dass sich die Familienvertreter dafür einsetzen, ihren Einfluss nicht zu verlieren und die Unabhängigkeit des Unternehmens sicherzustellen. In diesem Sinne wäre das Oberziel des Unternehmens nicht die Maximierung des Aktionärswertes. Die Zahlen in Tabelle 3-26 sprechen eher für diese These. Unternehmen, welche nicht explizit die Shareholder Value Maximierung verfolgen, haben statistisch signifikant mehr Familienvertretung im Verwaltungsrat. Jedoch ist die Differenz zu Shareholder Value maximierenden mit 6 Prozentpunkten gleich hoch wie bei der Unabhängigkeit und den Doppelmandaten und somit aus ökonomischer Sicht eher unbedeutend.

Ein letzter Vergleich soll zeigen, ob in Unternehmen, die das Ziel der Shareholder Value Maximierung verfolgen, der Verwaltungsrat in Durchschnitt auch eine höhere Beteiligung am Aktienkapital des Unternehmens hat. Rein von der Anreizstruktur her wäre dies zumindest so zu erwarten. Tatsächlich deuten die Ergebnisse in Tabelle 3-27 in diese Richtung. Die durchschnittliche Beteiligung von nicht exekutiven Verwaltungsräten am Aktienkapital ist in Shareholder Value maximierenden Unternehmen um 8 Prozentpunkte höher. Dies entspricht einer 24 Prozent höheren Beteiligung gegenüber nicht Shareholder Value maximierenden Unternehmen. Gemessen am Median sind es sogar 55 Prozent. Die Unterschiede sind auch statistisch signifikant. Bezüglich der exekutiven Verwaltungsräte lassen sich keine Unterschiede feststellen (nicht gezeigt). Dies dürfte wohl auf die in Kapitel 3.2.1 beschriebenen Probleme bei der Datenerhebung zurückzuführen sein.

Tabelle 3-27: Unternehmensperformance und Strukturen und Prozesse im Verwaltungsrat

Es sind die Mittelwerte, Standardabweichungen, Mediane sowie Signifikanztest der Differenzen von Mittelwerten und Medianen in Prozent des gesamten Arbeitspensums ausgewiesen. Die t-Werte basieren auf OLS-Regressionen jeder einzelnen Variable auf die Dummy-Variable *bSHAREMAX*. Die Variable *bSHAREMAX* ist wie folgt definiert: die fünf Antwortkategorien der Frage 23 c. (vgl. Tabelle 3-20) werden in die binäre Variable *bSHAREMAX* transferiert, indem die indifferenten Antworten (auf der Likert-Skala der Wert 3) ausgeschlossen werden, den ablehnenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 1 und 2) der Wert 0 und den restlichen, zustimmenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 4 und 5) der Wert 1 zugeordnet wird. Bei den Teststatistiken basieren der t-Wert auf einem t-Test (Test der Mittelwerte auf Unterschiede) und der z-Wert auf einem Mann-Whitney-Test. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Signifikanzniveau.

	Alle			Sharemax bSHAREMAX = 1			Non Sharemax bSHAREMAX = 0			Differenz		Teststatistik	
	Mittelwert	Standard- abweichung	Median	Mittelwert	Standard- abweichung	Median	Mittelwert	Standard- abweichung	Median	Mittelwert	Median	t-Wert	z-Wert
Grösse des Verwaltungsrates	4.03	1.97	4.00	3.97	1.91	3.00	4.13	2.08	4.00	-0.15	-1.00	-1.33	-1.56
Anzahl Sitzungen des Verwaltungsrates pro Jahr (für 2006)	5.54	13.13	4.00	5.06	3.95	4.00	6.48	21.82	4.00	-1.42	0.00	-1.85*	0.861
Amtsduer von Verwal- tungsräten ab der Wahl	2.52	1.28	3.00	2.43	1.30	3.00	2.69	1.24	3.00	-0.26	0.00	-3.25***	-3.65***
Beteiligungshöhe des ge- samten nicht exekutiven Verwaltungsrates am Aktienkapital des Unternehmens	38.77	37.16	30.00	41.51	38.95	34.00	33.47	32.83	22.00	8.04	12.00	3.08***	1.90*
Abweichung des unterneh- mensspezifischen ROE vom Branchenmedian des ROE	0.03	0.54	0.00	0.02	0.65	0.00	0.06	0.25	-0.01	-0.04	0.01	-1.01	1.24

3.4.2.4 Unternehmensperformance

Im letzten Abschnitt soll auf die Unternehmensperformance eingegangen werden. Zur Analyse werden die in Kapitel 3.2.1 diskutierten Masse ROE und die Antworten auf die Frage 23 o. verwendet. Bei der Betrachtung des ROE wird mit Hilfe der Angaben zur Branchenzugehörigkeit ein Branchenmedian des ROE für jede Branche berechnet. Die Abweichung jedes einzelnen Unternehmens von seinem Branchenmedian dient sodann als Performancemass. Zu erwarten wäre eine stärkere Performance bei Shareholder Value maximierenden Unternehmen. Die Resultate sind bei dieser Vorgehensweise jedoch nicht sehr aufschlussreich. Während der Mittelwert für die aktionärsorientierten Unternehmen eine schwächere Performance anzeigt, deutet der Median diesbezüglich eher darauf hin, dass die aktionärstreuen Unternehmen erfolgreicher sind (vgl. Tabelle 3-27). Allerdings sind diese Ergebnisse sowohl ökonomisch als auch statistisch insignifikant. Das zweite Mass, die Antworten auf die Frage *ob das Unternehmen im letzten Jahr im Vergleich zur Konkurrenz überdurchschnittlich gut abgeschnitten habe*, liefert ebenfalls keine aussagekräftigen Resultate. Zwar stimmt hier die vermutete Richtung – namentlich dass Shareholder Value maximierende Unternehmen erfolgreicher wirtschaften – jedoch ist der Effekt unbedeutend (vgl. Tabelle 3-28).

Tabelle 3-28: Performance und Shareholder Value Maximierung

Ausgewiesen sind die Antworten auf Frage 23 o., transferiert in eine binäre Variable. Das Vorgehen ist analog der Variable *bSHAREMAX*. Die Variable *bSHAREMAX* ist wie folgt definiert: die fünf Antwortkategorien der Frage 23 c. (vgl. Tabelle 3-20) werden in die binäre Variable *bSHAREMAX* transferiert, indem die indifferenten Antworten (auf der Likert-Skala der Wert 3) ausgeschlossen werden, den ablehnenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 1 und 2) der Wert 0 und den restlichen, zustimmenden Antworten (auf der Likert-Skala die Werte 4 und 5) der Wert 1 zugeordnet wird. Bei den Teststatistiken basiert der z-Wert auf einem Proportion-Test. ***, ** und * bezeichnen Signifikanz auf dem 1 Prozent, 5 Prozent bzw. 10 Prozent Signifikanzniveau.

	Alle	bSHAREMAX = 1	bSHAREMAX = 0	Differenz	Teststatistik z-Wert
Im letzten Jahr schloss unser Unternehmen im Vergleich zur Konkurrenz überdurchschnittlich gut ab.	0.77	0.78	0.74	0.04	1.46

Bezüglich der Unternehmensperformance lässt sich mit den betrachteten Performancemassen kein Unterschied zwischen Shareholder Value maximierenden Unternehmen und der Vergleichsgruppe feststellen. Ein möglicher Grund könnte sein, dass die Performancemasse unzuverlässig sind. Beim ROE müsste in einer multivariaten Analyse für das Niveau des Fremdkapitals kontrolliert werden. Beim andern Mass, der Frage nach dem überdurchschnittlichen

Abschneiden im Konkurrenzvergleich fällt auf, dass 77 Prozent der Unternehmen angeben, erfolgreicher als die Konkurrenten zu sein. Unter der Annahme, dass der Rücklauf der Umfrage einigermaßen repräsentativ ist, verliert dieses Mass somit einen ein wenig an Glaubwürdigkeit, zumal auch die Korrelation mit dem branchenadjustierten ROE nur 3 Prozent beträgt.

4. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Corporate Governance in Verwaltungsräten von Schweizer Unternehmen. Das Thema Corporate Governance im Verwaltungsrat ist nicht neu und steht bereits seit einiger Zeit im Fokus akademischer Forschung. Nicht kotierte Unternehmen blieben jedoch trotz ihrer volkswirtschaftlich grossen Bedeutung von diesen Untersuchungen weitgehend unberührt. Dies mag daran liegen, dass Daten für dieses Segment aufgrund fehlender Veröffentlichungspflichten kaum verfügbar sind. Um eine breite Datenbasis zu schaffen, wird deshalb eine schriftliche Befragung durchgeführt. Namentlich werden die Verwaltungsräte der grössten rund 10'000 nicht kotierten Unternehmen in der Schweiz hinsichtlich ihrer Zusammensetzung, der Entschädigung und der Funktionsweise befragt. Diese drei zentralen Themenkreise werden durch allgemeine unternehmensspezifische Informationen ergänzt. Dank des erfreulichen Rücklaufs von 16 Prozent ist es gelungen, eine gute Datenbasis zu schaffen, welche den Stand der Dinge bezüglich der Corporate Governance in Verwaltungsräten von nicht kotierten Unternehmen dokumentiert. Mit den erhobenen Daten werden deskriptiv die Agency Probleme in diesen Unternehmen analysiert.

Eine grundlegende Erkenntnis der vorliegenden Untersuchung ist, dass auch in nicht kotierten Unternehmen eine Trennung von Eigentum und Kontrolle stattfindet. Das heisst, dass potentiell auch für diese Unternehmen Agency Probleme auftreten. Weiter scheint insbesondere auch der Schutz von Minderheitsaktionären in diesen Unternehmen ein Thema zu sein. So existieren in nahezu zwei von drei beobachteten Unternehmen Grossaktionäre Seite an Seite mit Minderheitsaktionären. Eine weitere Erkenntnis ist, dass die im Sample vertretenen Aktiengesellschaften teilweise sehr unterschiedlich sind. Es gibt beispielsweise Unternehmen im Streubesitz und andere die vollkommen den Gründern gehören; solche die von der öffentlichen Hand und andere die von privaten Unternehmen gehalten werden. Derart mannigfaltige Unternehmen weisen auch äusserst unterschiedliche Bedürfnisse bezüglich Corporate Governance auf.

Die Vielseitigkeit der Ansprüche an die Corporate Governance spiegelt sich auch in den Massnahmen wieder, welche zur Bekämpfung von Agency Problemen ergriffen werden. Das zeigt sich beispielsweise an der Zusammensetzung des Verwaltungsrates: Während rund die Hälfte der befragten Unternehmen gar keine unabhängigen Verwaltungsräte haben, finden sich andere Unternehmen mit ausschliesslich unabhängigen Verwaltungsräten. Ähnlich sieht es aus bei der Frage, ob der Vorsitzende der Geschäftsleitung auch Verwaltungsrat ist. In bei-

nahe einem Viertel der Unternehmen sitzt der CEO nicht im Verwaltungsrat; ungefähr die Hälfte ernennen ihn hingegen direkt zum Präsidenten oder dessen Vize. Die verschiedenen Bedürfnisse sind auch bei der Entschädigung des Verwaltungsrates zu erkennen. Von vollkommen fixer Entschädigung, über ausschliesslich Beratungshonorare, bis hin zu 100 Prozent Bonuszahlungen findet sich ein schier beliebiges Spektrum an Entschädigungsplänen. Schliesslich schlagen sich die Unterschiede zwischen den Unternehmen ebenfalls in der Arbeitsweise des Verwaltungsrates nieder. Während beispielsweise 80 Prozent der Verwaltungsräte gar keine Ausschüsse einsetzen, weisen andere bis zu sieben auf.

Neben diesen allgemeinen Beobachtungen zu Verwaltungsräten nicht kotierter Unternehmen, wird vertiefend die Situation in Unternehmen mit Familienkontrolle untersucht. Das Spezielle an diesem Subsample ist, dass zwischen den Beteiligten mitunter besonders enge Beziehungen bestehen. Die univariate Analyse ergibt, dass sich Familien- von anderen Unternehmen in einer ganzen Reihe von Punkten unterscheiden. Insbesondere scheinen Familienunternehmen den Verwaltungsrat weniger nach formellen Kriterien guter Corporate Governance auszurichten. Überraschenderweise schlägt sich dies jedoch nicht in inferiorer Unternehmensperformance nieder. Dies könnte darauf hinweisen, dass aufgrund der besonderen Nähe zwischen den Beteiligten in Familienunternehmen ausserordentliche Überwachungs- und Bestrafungsfähigkeiten existieren oder, dass Altruismus eine Rolle spielt.

Eine weitere vertiefende Analyse untersucht den Unterschied zwischen Unternehmen, welche als Ziel die Maximierung des Aktionärswertes angeben und solchen, die dies explizit nicht tun. Hier zeigt das Gesamtbild der univariaten Analyse, dass zwischen aktionärstreuen Unternehmen und solchen, die Aktionären gegenüber nicht loyal sind, beachtliche Unterschiede bestehen. Im Sinne der Gewaltentrennung hat der CEO bei aktionärstreuen Unternehmen bedeutend weniger Einfluss auf die Nomination neuer Verwaltungsratsmitglieder. Ausserdem widmen Verwaltungsräte der Kontrolle und Überwachung der Geschäftsleitung in solchen Unternehmen auch erheblich mehr Zeit. Verursacht könnten diese Unterschiede durch die Besitzverhältnisse sein. In aktionärstreuen Unternehmen halten nicht exekutive Verwaltungsräte bedeutend höhere Beteiligungen am Aktienkapital und haben insofern auch einen grösseren Anreiz im Sinne der Aktionäre zu handeln. Im Zeichen der Effizienz werden bei aktionärstreuen Unternehmen auch weniger Verwaltungsratssitzungen abgehalten. Überraschenderweise ist die Unternehmensperformance – gemessen am ROE – in solchen aktionärstreuen Unternehmen nicht besser. Dies könnte jedoch auch an der mangelnden Zuverlässigkeit des Performancemasses liegen und muss nicht zwingen auf das Fehlen eines Zusammenhangs zurückzuführen sein. Bezüglich der Anzahl Verwaltungsratsmitglieder, der

Amtsduer, Doppelmandaten und Familienvertretung ist nicht klar, welche Effekte zu erwarten sind. Insofern überrascht es auch nicht, dass hier keine eindeutigen Unterschiede gefunden werden.

Die bisher genannten Resultate basieren allesamt auf deskriptiven oder univariaten Analysemethoden. In einem nächsten Schritt wird mittels multivariater Analyse um weitere Faktoren kontrolliert werden müssen. Schlussendlich handelt es sich beim Verwaltungsrat um einen einzelnen aus einem ganzen Satz an Corporate Governance Mechanismen. Über deren Funktion und Zusammenspiel ist für nicht kotierte Unternehmen kaum etwas bekannt. Dies wird wohl Stoff für eine Vielzahl weiterer Studien liefern.

VII. Anhang

Fragebogen

Begleitschreiben



^b
**UNIVERSITÄT
BERN**

Wirtschafts- und
Sozialwissenschaftliche Fakultät
Departement Betriebswirtschaft
Institut für Finanzmanagement

Verwaltungsräte in der Schweiz

Eine wissenschaftliche Umfrage bei Verwaltungsratspräsidenten
von nicht börsenkotierten Schweizer Aktiengesellschaften

Einsendeschluss: 19. März 2007

Institutsdirektor: Prof. Dr. Claudio Loderer

Durchgeführt von: Markus Senn
Jonas Zeller

Prof. Dr. Claudio Loderer
Institutsdirektor
Engehaldenstrasse 4
CH-3012 Bern
www.ifm.unibe.ch

Informationen zum Fragebogen

Sehr geehrte Damen und Herren

Besten Dank, dass Sie sich etwa **20 Minuten** Zeit nehmen, um diesen Fragebogen auszufüllen. Sie unterstützen damit eine wissenschaftliche Studie der Universität Bern zum Thema Corporate Governance. Wir versichern Ihnen, dass die Auswertung Ihrer Antworten **anonym** erfolgt und keine Rückschlüsse auf Ihre Person oder Ihr Unternehmen gezogen werden können.

Was erwartet Sie? – Auf den nächsten Seiten finden Sie Fragen zu verschiedenen Aspekten Ihres Verwaltungsratsmandates. Es geht um:

- Arbeitsweise und Zusammensetzung des Verwaltungsrates
- Entschädigungspolitik
- Fragen zu Ihrer Funktion als Verwaltungsratspräsident
- Aktionärsstruktur

Ihre Antworten sind wichtig, unabhängig von der Grösse Ihres Unternehmens.

Wozu dienen Ihre Antworten? – Wir wollen besser verstehen, wie Verwaltungsräte handeln, wie wichtig sie sind und welche Auswirkungen ihre Entschädigung auf das Unternehmen hat. Aufgrund dieser Untersuchung ist es möglich, eine fundierte Diskussion über Corporate Governance, inklusive Art und Höhe von Verwaltungsratsentschädigungen zu führen.

Was bringt Ihnen der Fragebogen? – Der Fragebogen bietet Ihnen zwei Vorteile: Erstens können Sie beim Ausfüllen die Arbeitsweise und Entschädigungspolitik Ihres Verwaltungsrates reflektieren. Und zweitens erhalten Sie auf Wunsch die detaillierte Auswertung der Studie. Anhand dieser können Sie Ihr Unternehmen mit anderen vergleichen.

Was tun Sie bei Rückfragen? – Bei Unklarheiten zögern Sie bitte nicht, Jonas Zeller per Telefon 031 631 3774 oder E-Mail (jonas.zeller@ifm.unibe.ch) zu kontaktieren. Wir beantworten Ihre Fragen gerne. Und nun wünschen wir Ihnen viel Vergnügen und spannende Erkenntnisse beim Ausfüllen des Fragebogens!



Claudio Loderer

Prof. Dr. Claudio Loderer



J. Zeller

Jonas Zeller



M. Senn

Markus Senn

Fragen zum Verwaltungsrat (VR)

1. Aus wie vielen Mitgliedern setzt sich der VR zurzeit zusammen?

 _____ Mitglieder

2. Gehört der Vorsitzende der Geschäftsleitung (CEO, Generaldirektor, Geschäftsführer) dem VR an?

- ₄ Ja, als Präsident ₂ Ja, als Mitglied
₃ Ja, als Vizepräsident ₁ Nein

3. Wie setzt sich der VR Ihres Unternehmens zusammen?

Wie viele VR-Mitglieder sind...	Anzahl
a. ...zusätzlich Mitglied in einem VR eines <i>börsenkotierten</i> Unternehmens?	_____ Mitglieder
b. ...zusätzlich Mitglied in einem VR eines weiteren <i>nicht börsenkotierten</i> Unternehmens?	_____ Mitglieder
c. ...Gründer des Unternehmens?	_____ Mitglieder
d. ...Mitglied der Gründerfamilie?	_____ Mitglieder
e. ...Grossaktionär (mehr als 10 Prozent der Aktien) oder deren Vertreter?	_____ Mitglieder
f. ...Vertreter eines institutionellen Investors (Banken, Versicherungen, Pensionskassen)?	_____ Mitglieder
g. ...Geschäftspartner?	_____ Mitglieder
h. ...unabhängig?*	_____ Mitglieder

4. Bitte beantworten Sie die folgenden Fragen:

	Ja	Nein
a. Werden die VR-Mitglieder gestaffelt erneuert (<i>staggered boards</i>)?	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁
b. Werden VR-Mitglieder einzeln gewählt?	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁
c. Besteht eine Alterslimite für VR-Mitglieder?	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁
d. Besteht eine Amtszeitbegrenzung für VR-Mitglieder?	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁
e. Werden neue VR-Mitglieder von der Geschäftsleitung nominiert?	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁

5. Für welche Amtsdauer werden die VR-Mitglieder Ihres Unternehmens jeweils gewählt?

 _____ Jahre

6. Wie oft traf sich der gesamte VR im Jahr 2006?

 _____ Sitzungen

* Unter «unabhängigen Mitgliedern» verstehen wir VR-Mitglieder, die in den vergangenen 3 Jahren weder der Geschäftsleitung angehört, noch eine bedeutende geschäftliche Beziehung mit dem Unternehmen unterhalten haben.

7. Wie lange dauert eine VR-Sitzung im Durchschnitt?

 _____ Stunden

8. Wie viele VR sind an VR-Sitzungen durchschnittlich anwesend?

 _____ Mitglieder

9. Bitte nehmen Sie zur Arbeitsweise des VR Stellung:

	Stimme voll zu		Stimme gar nicht zu		Unentschieden
a. Der VR spielt in unserem Unternehmen eine wichtige Rolle.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
b. Unser VR ist mit den Stärken, Schwächen, Chancen und Gefahren (SWOT) des Unternehmens vertraut.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
c. Unser VR ist mit der finanziellen Situation des Unternehmens vertraut.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
d. Für unabhängige VR-Mitglieder ist es schwierig, das Geschäft wirklich zu verstehen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
e. Für unabhängige VR-Mitglieder ist es schwierig, Einfluss auf den Geschäftsverlauf zu nehmen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
f. Es kommt oft vor, dass an VR-Sitzungen wichtige Themen behandelt werden, welche nicht vorgängig angekündigt wurden.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
g. Anträge der Geschäftsleitung werden an VR-Sitzungen oft verworfen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
h. Es gibt geschlossene VR-Sitzungen (ohne Geschäftsleitung).	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
i. Um die Entscheidungsfindung zu erleichtern, werden wichtige Themen mit Grossaktionären vorbesprochen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
j. Der VR führt genügend oft eine Selbstbeurteilung seiner Leistungen durch.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
k. Ein Kriterium bei der Nomination neuer VR-Mitglieder ist, dass diese den VR auf fachlicher Ebene bereichern.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
l. Ein Kriterium bei der Nomination neuer VR-Mitglieder ist, dass diese wertvolle Beziehungen in Politik und Wirtschaft haben.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀

10. Welche der folgenden Ausschüsse existieren in Ihrem VR?

(Mehrfachantworten möglich)

- | | |
|--|---|
| <input type="checkbox"/> ₁ Es existieren keine Ausschüsse | <input type="checkbox"/> ₅ Nominierungsausschuss |
| <input type="checkbox"/> ₂ Prüfungsausschuss (Audit) | <input type="checkbox"/> ₅ Präsidialausschuss |
| <input type="checkbox"/> ₃ Finanzausschuss | <input type="checkbox"/> ₆ Risikoausschuss |
| <input type="checkbox"/> ₄ Entschädigungsausschuss | <input type="checkbox"/> ₇ Strategieausschuss |

 Andere (bitte nennen): _____

11. Geben Sie bitte das Alter der Mitglieder Ihres VR an:

	Alter
a. Jüngstes Mitglied des VR	ca. _____ Jahre
b. Ältestes Mitglied des VR	ca. _____ Jahre
c. Durchschnittsalter des VR	ca. _____ Jahre

Fragen zur Entschädigung des Verwaltungsrates

12. Bitte nehmen Sie zur Entschädigungspolitik Ihres Unternehmens Stellung:

	Stimme voll zu		Stimme gar nicht zu		Unentschieden
a. Eine höhere VR-Entschädigung könnte einzelne VR-Mitglieder motivieren, sich mehr für das Unternehmen einzusetzen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
b. In unserem Unternehmen wird die VR-Entschädigung bewusst so gestaltet, dass die VR-Mitglieder die <i>Aktionärsinteressen</i> wahren.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
c. Die Form der VR-Entschädigung führt dazu, dass die VR-Mitglieder die <i>Interessen des Unternehmens</i> wahren.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
d. VR-Entschädigungen sind in unserem Unternehmen eine wichtige Ausschüttungsvariante für VR-Mitglieder, die auch Eigentümer sind.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
e. Für unser Unternehmen ist die Verwässerung der Stimmrechtsanteile der entscheidende Nachteil von aktienbasierter Entlohnung.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
f. Der VR nimmt in unserem Unternehmen Einfluss auf die Festlegung seiner eigenen Entschädigung.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
g. Unser Unternehmen ist bei der Entschädigungspolitik eingeschränkt, da es nicht kotiert ist.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
h. Sitzungsgelder sind in unserem VR notwendig, um eine zufriedenstellende Anwesenheitsquote bei den VR-Sitzungen sicherzustellen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀

13. Aus welchen Komponenten (in Prozent) setzt sich die VR-Entschädigung zusammen?

	VR, die <i>nicht</i> Mitglied der Geschäftsleitung sind	VR, die <i>auch</i> Mitglied der Geschäftsleitung sind*	VR-Präsident
a. Fix vereinbartes Jahresgehalt	_____ %	_____ %	_____ %
b. Sitzungsgelder	_____ %	_____ %	_____ %
c. Leistungsabhängige Entlohnung (z.B. Bonus)	_____ %	_____ %	_____ %
d. Sonstige (bitte nennen): _____	_____ %	_____ %	_____ %
Total Entschädigung	100%	100%	100%

14. Welche Faktoren beeinflussen die Höhe der leistungsabhängigen Entlohnung?

(Mehrfachantworten möglich)

- ₁ Es gibt keine leistungsabhängige Entlohnung.
₂ Umsatz
₃ Umsatzwachstum
₄ Gewinngrößen (z.B. EBIT)
₅ Gewinnwachstum
₆ Balanced Scorecard
₇ Economic Value Added (EVA)
₈ Cash Flow Größen
₉ Wachstum des Cash Flows
₁₀ Persönliche Beurteilung
 Andere (bitte nennen): _____

* Beziehen Sie sich in dieser Kategorie auf die Gesamtentschädigung, inklusive der Entschädigung für Managementtätigkeiten.

15. Wie viel betrug im Vergleich zum Vorjahr die Zu- oder Abnahme der gesamten Entschädigungssumme, welche an den VR Ihres Unternehmens ausbezahlt wurde?

 _____ Prozent

16. Nehmen Sie an, dass die gesamte Entschädigung des VR im letzten Jahr 100 betrug. Wie viel hätte sie bei deutlich schlechterem Geschäftsgang minimal betragen? Wie viel bei deutlich besserem Geschäftsgang maximal?

Minimal:  _____ Maximal:  _____

17. Werden die VR-Mitglieder durch Ihr Unternehmen gegen Haftungsklagen versichert?

₂ Ja ₁ Nein

Die folgende Frage befasst sich mit der Höhe der Entschädigungen. Diese Angaben sind für die Auswertung des Fragebogens von zentraler Bedeutung. Wie bereits zugesichert, sind Ihre Antworten anonym.

18. In welcher Bandbreite lagen im letzten Jahr die einzelnen Vergütungen, welche Ihr Unternehmen an VR-Mitglieder auszahlte, die nicht der Geschäftsleitung angehörten?

Minimum:  _____ Franken

Maximum:  _____ Franken

₁ sämtliche VR sind Mitglieder der Geschäftsleitung

Fragen zu Ihrer Funktion als VR-Präsident

19. Wie verteilt sich Ihre für das VR-Präsidium eingesetzte Zeit? Geben Sie bitte weiter an, wie diese Verteilung im Idealfall sein sollte, und ordnen Sie die einzelnen Tätigkeiten nach ihrer Wichtigkeit von 1 bis 8 (1 = wichtigste Tätigkeit, 8 = unwichtigste Tätigkeit).

	Prozent aktuell	Prozent im Idealfall	Wichtigkeit
a. Strategische Aufgaben	_____ %	_____ %	_____
b. Führung und Kontrolle des Managements	_____ %	_____ %	_____
c. Planung und Überwachung der Finanzen	_____ %	_____ %	_____
d. Vorbereitung wichtiger personeller Entscheide	_____ %	_____ %	_____
e. Berichterstattung an die Aktionäre / Vorbereitung der Generalversammlung	_____ %	_____ %	_____
f. Einsetzen und Überwachen der Revisionsstelle	_____ %	_____ %	_____
g. Betreuung wichtiger Anspruchsgruppen (Kunden, Investoren, Lieferanten usw.)	_____ %	_____ %	_____
h. Sonstige (bitte nennen): _____	_____ %	_____ %	_____
Total aufgewendete Zeit	100%	100%	

20. Wie viel Zeit wenden Sie in der Regel zur Vorbereitung einer VR-Sitzung auf?

 _____ Stunden

21. Welchen Anteil Ihrer Arbeitszeit wenden Sie im Durchschnitt für das VR-Präsidium auf?

 _____ Prozent

22. Wie viele VR-Mandate halten Sie (ohne Stiftungen und wohltätige Organisationen)?

 _____ Mandate

23. Zu den folgenden Aussagen interessiert uns Ihre persönliche Meinung:

	Stimme voll zu		Stimme gar nicht zu		Unentschieden
a. Bei meiner Entscheidung, das VR-Mandat anzutreten, spielte das Honorar eine untergeordnete Rolle.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
b. Ich würde ein Entschädigungspaket mit einer höheren leistungsabhängigen Komponente bevorzugen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
c. Unser VR strebt den grösstmöglichen Nutzen für die derzeitigen Aktionäre an.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
d. Unser VR strebt den grösstmöglichen Nutzen für die Aktionäre an, ohne dass dies auf Kosten der anderen Anspruchsgruppen (Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden usw.) geschieht.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
e. Für unseren VR stehen die Interessen des Unternehmens über denjenigen der Aktionäre.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
f. Die Anforderungen an einen VR haben in den letzten Jahren zugenommen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
g. Die Komplexität gewisser Aufgaben im Unternehmen übersteigt die Qualifikationen einzelner VR-Mitglieder.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
h. Unsere VR-Mitglieder erscheinen gut vorbereitet zu den Sitzungen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
i. Die regelmässige Teilnahme aller VR-Mitglieder an den Sitzungen ist aus meiner Sicht dringend notwendig.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
j. Ein Sitzungsgeld in der Höhe von einem Prozent der gesamten Entschädigung eines VR-Mitglieds würde genügen, um die Anwesenheitsquote spürbar zu erhöhen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
k. Die Risiken, welche ein VR-Mandat mit sich bringt, haben in den letzten Jahren zugenommen.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
l. Der Einfluss unseres Hauptaktionärs schränkt den Handlungsspielraum des Unternehmens ein.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
m. Einem VR-Mitglied wird der Rücktritt nahegelegt, wenn es die Erwartungen nicht erfüllt.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
n. Der VR richtet sich in der Regel nach der Meinung des Präsidenten.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
o. Im letzten Jahr schloss unser Unternehmen im Vergleich zur Konkurrenz überdurchschnittlich gut ab.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
p. Unsere Aktionäre erwarten von uns regelmässige Ausschüttungen (z.B. Dividenden).	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀

Fragen zur Aktionärsstruktur

24. Können externe Investoren Aktien Ihres Unternehmens erwerben?

₂ Ja ₁ Nein

25. Existieren in Ihrem Unternehmen mehrere Aktienkategorien?

₂ Ja ₁ Nein

Falls ja: Welchen Anteil am Kapital braucht man, um die Hälfte aller Stimmen zu kontrollieren?

 _____ Prozent

26. Existiert eine Stimmrechtsbegrenzung für Aktionäre Ihres Unternehmens?

₂ Ja, bei _____ Prozent ₁ Nein

Falls ja: Gibt es Ausnahmen?

₂ Ja ₁ Nein

27. Verteilung der Stimmrechte und Vorhandensein von Aktionärsbindungsverträgen:

	Stimmrechts- anteil	Unterliegt Aktionärs- bindungs- vertrag
a. Aktionäre aufgeteilt nach Familienzugehörigkeit		
Welchen Stimmrechtsanteil kontrollieren...		
i. ... alle Gründer gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
ii. ... alle <i>ins Unternehmen involvierten</i> Mitglieder der Gründerfamilie gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
iii. ... alle <i>ins Unternehmen nicht involvierten</i> Mitglieder der Gründerfamilie gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
b. Aktionäre aufgeteilt nach ihrer Rolle im Unternehmen		
Welchen Stimmrechtsanteil kontrolliert / kontrollieren...		
i. ... alle VR, die <i>nicht Mitglieder</i> der Geschäftsleitung sind, gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
ii. ... alle VR, die <i>Mitglieder</i> der Geschäftsleitung sind, gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
iii. ... die Geschäftsleitung als Ganzes?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
c. Aktionäre aufgeteilt nach Aktienbesitz		
Welchen Stimmrechtsanteil kontrolliert / kontrollieren...		
i. ... der grösste Aktionär?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
ii. ... alle Grossaktionäre (mehr als 10 Prozent der Aktien) gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
iii. ... alle mittelgrossen Aktionäre (zwischen 5 und 10 Prozent) gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
d. Kontrollierende Unternehmen		
Welchen Stimmrechtsanteil kontrollieren...		
i. ... <i>börsenkotierte</i> Unternehmen gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁
ii. ... <i>nicht börsenkotierte</i> Unternehmen gemeinsam?	_____%	<input type="checkbox"/> ₁

e. Sonstige Aktionäre	Stimmrechts- anteil	Unterliegt Aktionärs- bindungs- vertrag
Welchen Stimmrechtsanteil kontrollieren...		
i. ... institutionelle Anleger (Banken, Versicherungen, Pensionskassen)?	_____ %	<input type="checkbox"/> ₁
ii. ... Private Equity / Venture Capital Gesellschaften?	_____ %	<input type="checkbox"/> ₁

Allgemeine Angaben

Die folgenden Fragen erfordern Angaben zu Ihrer Person und Ihrem Unternehmen. Wir benötigen diese, um die statistische Auswertung des Fragebogens nach wissenschaftlichen Kriterien durchführen zu können. Deshalb wären wir Ihnen dankbar, wenn Sie auch diesen Teil der Umfrage beantworten könnten.

28. Wie alt sind Sie?

 _____ Jahre

29. Geschlecht?

₂ weiblich

₁ männlich

30. Wie lange sind Sie bereits in diesem VR tätig?

 _____ Jahre

31. In welchem Jahr wurde Ihr Unternehmen gegründet?

 _____

32. Wie viele Mitarbeitende beschäftigt Ihr Unternehmen weltweit?

 _____ Mitarbeitende

Davon in der Schweiz:

 _____ Mitarbeitende

33. In welchen Branchen ist Ihr Unternehmen hauptsächlich tätig?

(Mehrfachantworten möglich)

₁ Auto und Transport

₁₀ Grundressourcen

₂ Banken

₁₁ Industriegüter und Dienstleistungen

₃ Baugewerbe

₁₂ Medien

₄ Chemie und Pharma

₁₃ Nahrungsmittel und Getränke

₅ Detailhandel

₁₄ Nicht zyklische Güter und Dienstleistungen

₆ Energieversorgung

₁₅ Technologie und Informatik

₇ Finanzdienstleistungen

₁₆ Telekommunikation

₈ Gastgewerbe

₁₇ Versicherungen

₉ Gesundheitswesen und Medizin

₁₈ Zyklische Güter und Dienstleistungen

 Andere (bitte nennen): _____

34. Wie hoch war der Umsatz, der im vergangenen Geschäftsjahr erzielt wurde?

 _____ Franken

Davon in der Schweiz:

 _____ Franken

35. Wie hoch war die Bilanzsumme Ihres Unternehmens im vergangenen Jahr?

 _____ Franken

36. Wie hoch war das Fremdkapital Ihres Unternehmens im vergangenen Jahr?

 _____ Franken

37. Wie hoch war der Reingewinn / -verlust Ihres Unternehmens im vergangenen Jahr?

 Gewinn: _____ Franken

 Verlust: _____ Franken

Kommentare zum Fragebogen

38. Bitte lassen Sie uns Ihre Meinung zu diesem Fragebogen wissen:

	Stimme voll zu		Stimme gar nicht zu	Unentschieden	
a. Ich denke, dass dieser Fragebogen Fragen enthält, die nur ungerne beantwortet werden, da es sich um vertrauliche Informationen handelt. Konkret sind dies folgende Fragen: _____	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
b. Der Fragebogen enthält Fragen, die nur schwer verständlich sind. Konkret sind dies folgende Fragen: _____	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
c. Ich fühlte mich bei der Beantwortung der Fragen sehr kompetent.	<input type="checkbox"/> ₄	<input type="checkbox"/> ₃	<input type="checkbox"/> ₂	<input type="checkbox"/> ₁	<input type="checkbox"/> ₀
d. Ich habe _____ Minuten für das Ausfüllen des Fragebogens aufgewendet.					

Sie sind am Ende des Fragebogens angelangt. Bitte schicken Sie diesen mit dem beiliegenden vorfrankierten **Rückantwortcouvert** bis zum **19. März 2007** an das Institut für Finanzmanagement der Universität Bern.

- Falls Sie Interesse am Auswertungsbericht haben, füllen Sie bitte den angehängten Talon aus und retournieren Sie ihn in einem separaten Couvert an:

Universität Bern
Institut für Finanzmanagement
Engehaldenstrasse 4
3012 Bern

- Sie können die Auswertung auch per E-Mail bei jonas.zeller@ifm.unibe.ch anfordern.

Herzlichen Dank für Ihre Unterstützung!



-
- Bitte schicken Sie mir den Auswertungsbericht der Studie kostenlos und in elektronischer Form

(PDF-Dokument) an folgende E-Mail-Adresse: _____

- Bitte schicken Sie mir den Auswertungsbericht der Studie kostenlos an folgende Adresse:

Name, Vorname: _____

Firma: _____

Strasse: _____

PLZ, Ort: _____



b
**UNIVERSITÄT
BERN**

Institut für Finanzmanagement, Engehaldenstrasse 4, CH-3012 Bern

IFM AG
Herr Dr. Sandro Capone
Engelhaldestrasse 4
Postfach
3012 Bern

Wirtschafts- und
Sozialwissenschaftliche Fakultät
Departement Betriebswirtschaftslehre
Institut für Finanzmanagement

Bern, 16. Februar 2007

Verwaltungsräte in der Schweiz: Umfrage bei nicht börsenkotierten Unternehmen

Sehr geehrter Herr Capone

Wie werden Schweizer Unternehmen geführt? Für börsenkotierte Unternehmen lässt sich diese Frage leicht beantworten. Anders sieht es bei Unternehmen aus, die nicht an der Börse gehandelt werden – in der Schweiz die überwiegende Mehrheit. Ein Forschungsprojekt der Universität Bern will nun mit Hilfe einer Umfrage bei Verwaltungsratspräsidenten Antworten liefern. Hierfür benötigen wir Ihre Unterstützung!

In der Beilage finden Sie einen Fragebogen zu vier zentralen Aspekten rund um das Thema Verwaltungsrat. Wir bitten Sie, den Fragebogen für Ihr Unternehmen (*IFM AG*) auszufüllen und bis zum *19. März 2007* mit dem beiliegenden, vorfrankierten Rückantwortcouvert zu retournieren (Zeitaufwand ca. 20 Minuten). Wir versichern Ihnen, dass Ihre Angaben keinerlei Rückschluss auf Ihre Person zulassen. Die Universität Bern führt die Untersuchung aus rein wissenschaftlichem Interesse und nicht im Auftrag der Wirtschaft durch.

Wenn Sie an unserer Umfrage teilnehmen, erhalten Sie kostenlos den exklusiven Auswertungsbericht. Das Ausfüllen des Fragebogens bietet Ihnen ausserdem die Gelegenheit, die Arbeitsweise und die Entschädigungspolitik Ihres eigenen Verwaltungsrates zu reflektieren. Es lohnt sich also doppelt, den Fragebogen auszufüllen – bitte tun Sie es. Herzlichen Dank für Ihre wertvolle Mitarbeit!

Mit freundlichen Grüssen

Prof. Dr. Claudio Loderer

VIII. Literaturverzeichnis

Adams, R. B., 2001. The Dual Role of Corporate Boards as Advisors and Monitors of Management: Theory and Evidence. Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, USA.

Adams, R. B., 2003. What do Boards do? Evidence from Board Committee and Director Compensation Data. Working Paper, Federal Reserve Bank of New York, USA.

Adams, R. B. und D. Ferreira, 2006. Do Directors Perform for Pay? Working Paper, University of Queensland, Australia and New University of Lisbon, Portugal.

Aebersold Szalay, C., 2007. Novartis und Roche mit äusserst unterschiedlichen Ergebnissen. NZZ, 21. Juli 2007, Seite Zürich.

Akerlof, G. A., 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Journal of Economics* 84, 488-500.

Anderson, R. C. und D. M. Reeb, 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58, 1301-1327.

Barney, J. B., 1990. The debate between traditional management theory and organizational economics: Substantive differences or intergroup conflict? *Academy of Management Review* 15, 382 - 393.

Barontini, R. und L. Caprio, 2006. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management* 12, 689-723.

Becht, M., P. Bolton und A. A. Röell, 2002. Corporate Governance and Control. ECGI Working Paper No. 02/2002, Université Libre de Bruxelles, Belgium and Columbia University, USA.

Beiner, S., W. Drobetz, M. M. Schmid und H. Zimmermann, 2006. An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management* 12, 249-283.

Berle, A. A. und G. C. Means, 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.

- BFS, B. f. S., 2006. Schweizerische Lohnstrukturerhebung 2004. Eidgenössisches Departement des Inneren, Neuchâtel.
- BFS, B. f. S., 2007a. Betriebszählung 2005. Schweizerische Eidgenossenschaft, Neuchâtel.
- BFS, B. f. S., 2007b. Schweizerischer Lohnindex 2006. Eidgenössisches Departement des Inneren EDI,
- Bhagat, S. und B. Black, 1999. The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance. *Business Lawyer* 54, 921.
- Bhagat, S. und B. Black, 2002. The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law* 27, 43.
- Bøhren, Ø. und R. Ø. Strøm, 2007. Aligned, Informed, and Decisive: Characteristics of Value-Creating Boards. BI-Norwegian School of Management, Norway and University College of Østfold, Norway.
- Boone, A. L., L. Casares Field, J. M. Karpoff und C. G. Raheja, 2007. The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 85, 66-101.
- Brick, I. E., O. Palmon und J. K. Wald, 2006. CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism? *Journal of Corporate Finance* 12, 403-423.
- Brickley, J. A., J. L. Coles und G. Jarrell, 1997. Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance* 3, 189-220.
- Byrd, J. W. und K. A. Hickman, 1992. Do Outside Directors Monitor Managers? : Evidence from Tender Offer Bids. *Journal of Financial Economics* 32, 195-221.
- Carter, D. A., B. J. Simkins und W. G. Simpson, 2003. Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *Financial Review* 38, 33-53.
- Conger, J. A., D. Finegold und E. E. Lawler Iii, 1998. Appraising Boardroom Performance. *Harvard Business Review* 76, 136-148.
- Cotter, J. F., A. Shivdasani und M. Zenner, 1997. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers? *Journal of Financial Economics* 43, 195-218.

- Demsetz, H. und K. Lehn, 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *The Journal of Political Economy* 93, 1155 - 1177.
- Donaldson, T. und L. Preston, 1995. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review* 20, 65-91.
- Eisenberg, T., S. Sundgren und M. T. Wells, 1998. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics* 48, 35-54.
- Fama, E. F., 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E. F. und M. C. Jensen, 1983. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics* 26, 301-326.
- Fisman, R., R. Khurana und M. Rhodes-Kropf, 2005. Governance and CEO Turnover: Do Something or Do the Right Thing? SSRN,
- Forstmoser, P. und A. Meier-Hayoz, 2004. Schweizerisches Gesellschaftsrecht. Stämpfli Verlag AG, Bern.
- Friedman, A. L. und S. Miles, 2002. Developing Stakeholder Theory. *Journal of Management Studies* 39, 1-21.
- Graham, J., R. und C. Harvey, R., 2001. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics* 60, 187 - 243.
- Grossman, S. und O. Hart, 1980. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics* 11, 42 - 64.
- Grossman, S. und O. Hart, 1983. An Analysis of the Principal-Agent Problem. *Econometrica* 51, 7 - 45.
- Hart, O., 1995. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *Economic Journal* 105, 678-689.
- Hermalin, B. und M. Weisbach, 1991. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20, 101-112.

- Hermalin, B. E. und M. S. Weisbach, 1998. Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96-118.
- Hermalin, B. E. und M. S. Weisbach, 2003. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review* (01476580) 9, 7.
- Holmström, B., 1979. Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics* 10, 74-91.
- Holmström, B., 1999. Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective. *Review of Economic Studies* 66, 169-182.
- Jensen, M. C., 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance* 48,
- Jensen, M. C., 2001. Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management* 7, 297 - 317.
- Jensen, M. C. und W. H. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Joerg, P., C. F. Loderer und L. Roth, 2004. Shareholder value maximization: What managers say and what they do. *Die Betriebswirtschaft*
- Joerg, P., C. F. Loderer, L. Roth und U. Waelchli, 2007. The Purpose of the Corporation: Shareholder-Value Maximization? (Revised Version). SSRN,
- Keller, P., 2002. Der Post-Verwaltungsrat - ein Kopfnicker-Gremium? *NZZ am Sonntag*, 2. Juni 2002, Seite Zürich.
- Lipton, M. und J. W. Lorsch, 1992. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer* 48, 59.
- Loderer, C. und U. Peyer, 2002. Board Overlap, Seat Accumulation and Share Prices. *European Financial Management* 8, 165.
- Loderer, C. F. und U. Waelchli, 2007. Protecting Minority Investors: Listed Versus Unlisted Firms. Working Paper, Universität Bern, Switzerland.

- Manne, H., 1965. Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy* 73, 110 - 120.
- Mikkelson, W. H. und M. M. Partch, 1997. The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover. *Journal of Financial Economics* 44, 205-228.
- Mitchell, R. K., B. R. Agle und D. J. Wood, 1997. TOWARD A THEORY OF STAKEHOLDER IDENTIFICATION AND SALIENCE: DEFINING THE PRINCIPLE OF WHO AND WHAT REALLY COUNTS. *Academy of Management Review* 22, 853-886.
- Murphy, K., 1999. Executive Compensation. Ashenfelter, O. und D. Card (Eds.), *Handbook of Labor Economics*, North Holland,
- Perry, R. T., 2000. Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover. Working Paper, Arizona State University, USA.
- Ryan Jr, H. E. und R. A. Wiggins Iii, 2004. Who Is in Whose Pocket? Director Compensation, Board Independence, and Barriers to Effective Monitoring. *Journal of Financial Economics* 73, 497-524.
- Schiltknecht, K., 2004. *Corporate Governance: Das Subtile Spiel um Geld und Macht*. Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich.
- Schulze, W. S., M. H. Lubatkin, R. N. Dino und A. K. Buchholtz, 2001. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science* 12, 99-116.
- Scott, K. E. und A. W. Kleidon, 1994. CEO Performance, Board Types and Board Performance: A First Cut. Baus, T., R. M. Buxbaum und K. J. Hopt (Eds.), *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter deGruyter & Co., Berlin, New York, 181-199.
- Shivdasani, A. und D. Yermack, 1999. CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. *Journal of Finance* 54, 1829.
- Shleifer, A. und R. Vishny, 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *The Journal of Political Economy* 94, 461 - 488.
- Shleifer, A. und R. W. Vishny, 1988. Value Maximization and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives* 2, 7-20.

- Shleifer, A. und R. W. Vishny, 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Smith, A., 1776. *The wealth of nations*. London.
- SpencerStuart, 2006. 2006 Board Index: The Changing Profile of Directors.
- Sraer, D. und D. Thesmar, 2007. Performance and Behavior of Family Firms: Evidence from the French Stock Market. *Journal of the European Economic Association* 5, 709-751.
- Stout, L. A., 2003. On the Proper Motives of Corporate Directors (Or, Why You Don't Want to Invite Homo Economicus to Join Your Board). *Law & Economics Research Paper Series*, University of California, USA.
- Vafeas, N., 1999. Board Meeting Frequency and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 53, 113-142.
- Villalonga, B. und R. Amit, 2006. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
- Weisbach, M. S., 1988. Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.
- Williamson, O. E., 1984. Corporate governance. *Yale Law Journal* 1197 - 1230.
- Yermack, D., 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.
- Yermack, D., 2004. Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors. *Journal of Finance* 59, 2281-2308.
- Zahra, S. A., 2003. International Expansion of U.S. Manufacturing Family Businesses: The Effect of Ownership and Involvement. *Journal of Business Venturing* 18, 495.
- Zingales, L., 2000. In Search of New Foundations. *Journal of Finance* 55, 1623.