

## **Forschungsprojekt gesponsert vom Förderverein WWZ**

---

Februar 2012

# **Einfluss der Verwaltungsratsstruktur auf die Unternehmensperformance**

WWZ Forschungsbericht 2012/02  
(B-119 Management summary)

Pascal Gantenbein, Christophe Volonté

---

Die Autoren:

**Prof. Dr. Pascal Gantenbein, Ordinarius**

Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der  
Universität Basel (WWZ)  
Abt. Finanzmanagement  
Peter Merian-Weg 6  
CH - 4002 Basel

Tel.: +41(0)61 267 24 59

pascal.gantenbein@unibas.ch

**Dr. Christophe Volonté, Assistent**

Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der  
Universität Basel (WWZ)  
Abt. Finanzmanagement  
Peter Merian-Weg 6  
CH - 4002 Basel

Tel.: +41(0)61 267 24 62

christophe.volonte@unibas.ch

---

Eine Publikation des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ) der Universität Basel.

Diese Publikation und das in ihr dargestellte Forschungsprojekt wurden durch den Förderverein des WWZ finanziell unterstützt.

© WWZ Forum 2012 und des Autors / der Autoren. Eine Reproduktion über die persönliche Nutzung des Papiers in Forschung und Lehre hinaus bedarf der Zustimmung des Autors / der Autoren.

**Kontakt:**

WWZ Forum | Peter Merian-Weg 6 | CH-4002 Basel | [forum-wwz@unibas.ch](mailto:forum-wwz@unibas.ch) | [www.wwz.unibas.ch](http://www.wwz.unibas.ch)



## **Forschungsprojekt B-119 Einfluss der Verwaltungsratsstruktur auf die Unternehmensperformance**

(wissenschaftlicher Leiter: Prof. Dr. Pascal Gantenbein)

### **Dissertation: „Corporate Governance in Switzerland“**

Dr. Christophe Volonté

Corporate Governance beschreibt die Gesamtheit von Mechanismen (z.B. der Verwaltungsrat oder eine effiziente Aktionärsdemokratie), welche dafür sorgen sollen, dass die Aktionäre vor wertmindernden Aktivitäten des Managements geschützt sind. Corporate Governance soll also das Verhalten des Managements beeinflussen und den Unternehmenswert nachhaltig steigern. Insofern ist es ein Investorenschutz, welcher (freiwillig) über die gesetzlichen Mindeststandards des rechtlichen Rahmens (z.B. Sorgfaltspflicht und Treuepflicht) hinaus geht.

Bereits in den 70er Jahren wurde das Thema unter Akademikern im Zusammenhang mit der Prinzipal-Agent Theorie (resp. *agency theory*) verbreitet diskutiert. Spätestens seit den Unternehmensskandalen in den USA, Europa und der Schweiz am Anfang des 21. Jahrhunderts wurde die Problematik auch unter Journalisten, Politikern, Unternehmensberatern und in der Gesellschaft ganz allgemein populär. Im Zentrum der Diskussionen standen dabei sehr oft der Verwaltungsrat und dessen Zusammensetzung, weil dieser als ausführendes und vor allem kontrollierendes Organ einen wesentlichen Einfluss auf das Management und die Gestaltung der Corporate Governance hat (z.B. die Abberufung und Entlohnung des Managements oder die Eintragung von Aktionären in das Aktienregister einer Unternehmung).

Dabei wird häufig von der Prämisse ausgegangen, dass eine „richtige“ oder „gute“ Governance-Struktur existiert. Dies impliziert, dass eine solche, von aussen durch Regulatoren diktierte Governance-Struktur, auf jeden Fall den durchschnittlichen Unternehmenswert erhöhen könnte. Beispiele solcher „guten“ Governance-Ansätze sind die Verhinderung von hohen Löhnen und goldenen Fallschirmen, oder im Zusammenhang mit dem Verwaltungsrat, die Verhinderung von nicht-unabhängigen Mitgliedern und zu grossen Gremien.

Dabei wird übersehen, dass nicht alle Unternehmen denselben Kontrollproblemen ausgesetzt sind und gewisse Strukturen in einem bestimmten Unternehmensumfeld vorteilhafter sind als in anderen. Eine einzige „gute“ Corporate Governance scheint deshalb nicht zu existieren und folglich wäre eine von aussen beeinflusste Einschränkung der unternehmerischen Freiheit potentiell wertschädigend.

Um diesen Sachverhalt zu analysieren, muss man zuerst die Determinanten der Corporate Governance aus dem Unternehmensumfeld identifizieren. Diese Faktoren müssen sodann in die Analyse des Zusammenhangs zwischen der Unternehmensperformance und der Corporate Governance integriert werden. Der Grundgedanke ist dabei, dass eine Corporate Governance (resp. der Verwaltungsrat), welche optimal und wertmaximierend dem Unternehmensumfeld angepasst ist, keinen signifikanten Zusammenhang mit der Unternehmensperformance aufweisen sollte. Das bedeutet beispielsweise, dass eine Veränderung des Verwaltungsrates den durchschnittlichen Unternehmenswert nicht erhöhen könnte, weil der Verwaltungsrat bereits optimal strukturiert ist.

Zur Untersuchung dieses Zusammenhangs wurden von 224 börsenkotierte Unternehmen in der Schweiz jeweils über 100 Variablen aus dem Bereich der Corporate Governance und dem Unternehmensumfeld gesammelt. Dieses Unternehmensumfeld besteht aus dem rechtlichen Umfeld (z.B. Zweitnotierung), dem eigenen Corporate Governance-Umfeld (z.B. die Struktur des Aktionariats und andere Mechanismen) und dem operativen oder ökonomischen Umfeld (z.B. Grösse, Diversifikations-

grad oder Alter). Zur Abbildung der Corporate Governance wurden unter anderem die Merkmale (Unabhängigkeit, Nebenbeschäftigung, Erfahrung, Ausbildung) von 1'574 Verwaltungsratsmitgliedern analysiert.

Die Analyse im Rahmen der Dissertation zeigt, dass die Corporate Governance in der Schweiz tatsächlich je nach Unternehmen sehr unterschiedlich ausgestaltet ist und eine Konsequenz des Unternehmensumfeldes zu sein scheint. Beispielsweise kann man grundsätzlich zwischen zwei Typen von Verwaltungsräten unterscheiden (*one-tier* und *two-tier boards*). Erstens, Verwaltungsräte mit Mitgliedern, welche nicht unabhängig sind, dafür wenig externe Mandate vorweisen. Zweitens, Verwaltungsräte mit Mitgliedern, welche unabhängig sind, dafür viele externe Mandate vorweisen. Solche Mandate umfassen unter anderem weitere Verwaltungsratsmandate, politische Ämter oder Mitgliedschaften in Stiftungen.

Darüber hinaus sind die Verwaltungsräte grösstenteils mit Mitgliedern besetzt, welche eine Ausbildung sowie Erfahrungen vorweisen, die den Anforderungen der Unternehmen am ehesten entsprechen. Beispielsweise sind Naturwissenschaftler eher in der pharmazeutischen Industrie anzutreffen, während Verwaltungsräte mit Finanz-Know-how eher in der Bankenbranche sind.

Aufgrund des grossen Einflusses des Unternehmensumfeldes auf die Zusammensetzung des Verwaltungsrats ist es wichtig, diese Determinanten in der Untersuchung über den Effekt auf die Unternehmensbewertung zu integrieren. Es ist anzunehmen, dass nicht eine „richtige“ Zusammensetzung des Verwaltungsrates existiert. Die Wichtigkeit dieses Vorgehens wird durch die empirische Evidenz unterstützt.

Während einige Verwaltungsratsmerkmale, einzeln betrachtet, einen signifikanten Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung (gemessen an Tobin's Q<sup>1</sup>) vorweisen (z.B. der Anteil Naturwissenschaftler), verlieren viele Merkmale den signifikanten Zusammenhang unter Berücksichtigung von Faktoren des Unternehmensumfeldes (z.B. Industriezugehörigkeit). Hingegen wurde, erstaunlicherweise und entgegen weit verbreiteter Ansicht, ein u-förmiger Zusammenhang zwischen exekutiven Verwaltungsräten und Tobin's Q gemessen.

Die Studie zeigt auch, dass ungenau formulierte Variablen zu falschen Schlüssen führen können. Beispielsweise sind Verwaltungsratsmitglieder, die anderweitig als CEO oder als Geschäftsleitungsmitglied beschäftigt sind, negativ mit der Unternehmensbewertung korreliert, während die Anzahl anderer Verwaltungsratsmandate keinen Einfluss darauf hat. Dies würde bei einer Variablen, welche die gesamte Anzahl aller externen Mandate misst, unbeobachtet bleiben.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Verwaltungsräte grundsätzlich --- im Durchschnitt --- adäquat und bezüglich der Unternehmensbewertung optimal zusammengesetzt sind. In diesem Fall können gesetzliche Vorschriften den durchschnittlichen Unternehmenswert nicht erhöhen und sollten deshalb vermieden werden. Die private Aushandlung und Abwägung von Vor- und Nachteilen bestimmter Corporate Governance Mechanismen führt zu den besseren Ergebnissen.

---

<sup>1</sup> Tobin's Q wird approximiert durch die Summe aus Marktwert des Eigenkapitals und Buchwert des Fremdkapitals dividiert durch die Bilanzsumme.