

Jens Grigoleit/ Michael Nippa/ Thomas Steger*

Ökonomische Konsequenzen der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat: Eine empirische Analyse

Zusammenfassung

Anhand eines die Jahre 1999 bis 2008 umfassenden Paneldatensatzes für die 300 wichtigsten börsennotierten Unternehmen Deutschlands wird untersucht, ob ein Zusammenhang zwischen der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat und der Unternehmensleistung beziehungsweise der Bewertung des Unternehmens durch den Kapitalmarkt besteht. Im Ergebnis finden sich keine Belege für einen statistisch signifikanten Einfluss ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat. Somit lassen sich weder die Argumente der Gegner noch die der Befürworter einer Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat empirisch bestätigen.

* Prof. Dr. *Michael Nippa*, Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, speziell Unternehmensführung und Personalwesen und Dr. *Jens Grigoleit*, wissenschaftlicher Mitarbeiter, beide Technische Universität Bergakademie Freiberg, Lessingstraße 45, 09596 Freiberg. Prof. Dr. *Thomas Steger*, Inhaber des Lehrstuhls für Führung und Organisation, Universität Regensburg, Universitätsstr. 31, 93053 Regensburg.

Ökonomische Konsequenzen der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat: Eine empirische Analyse

1 Einleitung

Wiederholte Veröffentlichungen zu Managementkandalen, gesellschaftspolitische Debatten hinsichtlich der Angemessenheit unternehmerischer Entscheidungen sowie die andauernde Diskussion zu den Ursachen und Konsequenzen der Weltfinanzkrise haben dazu geführt, dass das Interesse am Thema Corporate Governance seit Jahren unverändert hoch ist¹. In Deutschland nahm und nimmt dabei besonders die Debatte um die effiziente Besetzung des Aufsichtsrates und die Gestaltung der Kompetenzen dieses Gremiums breiten Raum ein². Als zentrales Element des deutschen Corporate Governance Systems obliegt dem Aufsichtsrat die ständige Überwachung des Vorstands³ mit dem Ziel, eine effiziente Führung des Unternehmens im Interesse der Eigentümer und weiterer Stakeholder sicherzustellen. Entsprechend werden auch an die Mandatsträger im Aufsichtsrat besondere Anforderungen gestellt. Eine der in diesem Zusammenhang am intensivsten diskutierten Fragen ist, inwieweit ehemalige Mitglieder des Vorstands, die in den Aufsichtsrat wechseln, diesen Anforderungen entsprechen können⁴.

Insbesondere der Umstand, dass die Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat in Deutschland weit verbreitet war⁵, hat kontroverse Diskussionen ausgelöst⁶ und in den vergangenen Jahren zu wiederholten Forderungen unterschiedlicher Interessengruppen nach einem gesetzlichen Verbot dieser Praxis geführt⁷. Diesen Forderungen wurde schließlich vom Gesetzgeber entsprochen. Im Jahr 2009 wurde, zusammen mit dem Erlass des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG), ein faktisches Verbot der Berufung ausscheidender Spitzenmanager in den Aufsichtsrat ausgesprochen (neu geregelt in §100 Abs. 2, Punkt 4 AktG). Nur auf ausdrücklichen Antrag von Aktionären mit zusammen mehr als 25% der Stimmrechte bzw. nach einer Karenzzeit von wenigstens zwei Jahren ist eine Berufung ausscheidender Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat noch möglich⁸.

¹ Vgl. von Werder (2011)

² Vgl. Albers (2002); Baums (2001); Christ (2009); Hofmann (1998); Kuck (2006); v. Werder/Wieczorek (2007); Zeiss (2009).

³ §111 AktG

⁴ Vgl. Cromme (2004); Lange (2004); Velte (2009).

⁵ Vgl. Rang (2004).

⁶ Vgl. Cromme (2004); Malik (2002).

⁷ Vgl. Beck (2003); Fraktion DIE LINKE (2007); Kiffler (2006); Lange (2004); Lüthje (2005); Neukirch (2006); Wiskow (2007).

⁸ Vgl. Velte (2009); v. Werder (2011).

Eine detaillierte Auseinandersetzung speziell mit den Argumenten der Kritiker eines Wechsels vom Vorstand in den Aufsichtsrat lässt erkennen, dass die Gestaltungsempfehlungen, die zu dem gesetzlichen Verbot geführt haben, überwiegend auf der Perpetuierung einseitig theoriegeleiteter beziehungsweise rein „gesundem Menschenverstand“ folgenden Argumenten basieren⁹. So verweist beispielsweise der amtierende Vorsitzende der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Klaus-Peter Müller, auf die Tatsache, dass die Befürworter des Verbotes regelmäßig keine tatsächlichen Fallbeispiele für die Nachteilhaftigkeit der Mitgliedschaft ehemalige Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat anführen können¹⁰. Bei einem Verständnis der Betriebswirtschaftslehre als empirischer Wissenschaft ist mit Erstaunen festzustellen, dass einer Überprüfung der ökonomischen Effekte eines solchen Wechsels nur wenig Aufmerksamkeit geschenkt wurde. Für den deutschsprachigen Raum wurden zu dieser Thematik bislang nur von *Bresser und Valle Thiele* sowie von *Grigoleit* empirische Studien vorgelegt. Zum einen untersuchen *Bresser und Valle Thiele* die Effektivität von Aufsichtsratschefs, die vormals Vorstandsvorsitzende des gleichen Unternehmens waren, im Hinblick auf die Entlassung von erfolglosen Vorständen. Ihr Ergebnis deutet darauf hin, dass Aufsichtsräte, die von ehemaligen Vorstandsvorsitzenden geleitet werden eine effektivere Kontrolle über den Vorstand durchsetzen, als agency-theoretisch vermutet¹¹. Zum anderen analysiert *Grigoleit* mittels einer Ereignisstudie die Aktienkursreaktion auf die Ankündigungen von Wechseln ausscheidender Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat. Er findet dabei keine Anzeichen für negative Reaktionen des Kapitalmarktes¹². Über solche indirekten Effekte hinaus wurden nach unserem Wissen keine weiteren einschlägigen empirischen Studien veröffentlicht, um die theoretischen Vermutungen zu erhärten oder zu entkräften.

Ziel der vorliegenden Studie ist es daher, einen Beitrag zur Schließung der bestehenden Forschungslücke zu leisten und empirische Befunde zur Beantwortung der folgenden Forschungsfrage zu liefern: *Hat die Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat eines Unternehmens einen systematischen Einfluss auf den Unternehmenserfolg?*

Dementsprechend wird zunächst dargestellt, wie ein derartiger Einfluss begründet werden könnte und in welche Richtung er gemäß theoretischer Überlegungen wirken muss-

⁹ Vgl. *Velte* (2009)

¹⁰ *Müller* (2009), ähnlich *Cromme* (2004)

¹¹ *Bresser/Valle Thiele* (2008).

¹² *Grigoleit* (2010)

te. Dafür werden die Argumente der Gegner von Berufungen ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat denen der Befürworter dieser Praxis gegenübergestellt und prüfbare Hypothesen abgeleitet. Anschließend werden die Methodik der empirischen Untersuchung erläutert, die Untersuchungsergebnisse dargestellt und hinsichtlich der aufgestellten Hypothesen diskutiert. Der Beitrag wird durch eine kritische Einordnung der gewonnenen Erkenntnisse sowie einen Ausblick auf die daraus abzuleitenden theoretischen und praktischen Implikationen abgeschlossen.

2 Argumente für und wider die Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat

Ob sich eine Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat positiv oder negativ auf den Unternehmenserfolg auswirkt, ist umstritten. Sowohl Befürworter als auch Gegner dieser Praxis führen nachvollziehbare Argumente an, die ihre jeweilige Position untermauern¹³. Im Folgenden wird der Stand der wissenschaftlichen Diskussion zu diesem Thema zusammengefasst, um die empirischen Ergebnisse in Bezug zu den vorherrschenden Theorien und Konzepten setzen zu können.

2.1 Argumente für eine negative Auswirkung auf den Unternehmenserfolg

Kritiker der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat folgen in der Regel den Überlegungen der Agency-Theorie¹⁴. Diese geht von einem systematischen Interessenkonflikt zwischen Managern und Eigentümern eines Unternehmens aus. Es wird regelmäßig unterstellt, dass die Manager ihre persönlichen Interessen gegebenenfalls auch zu Lasten der Eigentümer verfolgen würden¹⁵. Anstatt sich allein bzw. vorrangig im Sinne der Anteilseigner für eine Steigerung des Unternehmenswertes einzusetzen, verfolgen sie Eigeninteressen wie die Steigerung ihres persönlichen Einkommens, ihres Status und ihrer individuellen Macht und bereichern sich durch die Gewährung weiterer Vergünstigungen zu Lasten des Unternehmens und der Aktionäre¹⁶. Um diesem Verhalten entgegen zu wirken, ist es gemäß der Agency-Theorie notwendig, eine effektive und unabhängige Überwachung und Kontrolle der Manager zu implementieren. Dem unternehmensinternen Aufsichtsgremium (Board / Aufsichtsrat) kommt dabei eine besonders wichtige Rolle zu¹⁷.

¹³ Vgl. zum Beispiel auch die Hinweise auf entsprechende Veröffentlichungen in der Wirtschaftspresse bei Bresser/Valle Thiele (2008).

¹⁴ Vgl. Bresser/Valle Thiele (2008).

¹⁵ Vgl. Fama/Jensen (1983); Jensen/Meckling (1976).

¹⁶ Vgl. Fama (1980); Jensen/Meckling (1976).

¹⁷ Vgl. Fama/Jensen (1983); Kesner/Dalton (1986).

Aus Sicht der Agency-Theoretiker liegt die Vermutung nahe, dass die Mitgliedschaft von ehemaligen Mitgliedern der Unternehmensleitung – insbesondere von ehemaligen Vorstandsvorsitzenden – im Aufsichtsrat diesen die Möglichkeit einräumt, ihre opportunistischen Verhaltensweisen fortzusetzen. Sie können ihren Einfluss im Unternehmen weiterhin geltend machen und ihre Machtstellung als Kontrolleure opportunistisch zu ihren eigenen Gunsten ausnutzen¹⁸. Dies widerspricht dem Grundgedanken der formalen Trennung von Geschäftsführung und Überwachung, da es die an den Eigentümerinteressen orientierte Kontrolle der Geschäftsleitung unterläuft¹⁹. Darüber hinaus wird argumentiert, dass bei einem Machtkampf zwischen ehemaligen Vorstandsmitgliedern und der aktuellen Unternehmensleitung erhebliche personelle und finanzielle Ressourcen verschwendet würden²⁰.

Enge persönliche Beziehungen zwischen Mitgliedern des aktuellen Vorstands und Mitgliedern des Aufsichtsrates bergen theoriegemäß zusätzlich die Gefahr eines kollusiven Zusammenwirkens, bei dem Aufsichtsrat und Vorstand ihren gemeinsamen Informationsvorsprung opportunistisch ausbeuten und sich gegenüber den Aktionären gegenseitig Rückendeckung geben²¹. Persönliche Bindungen innerhalb des Unternehmens, speziell auf Leitungsebene, können auch die objektive Beurteilung und Entscheidungsfindung systematisch beeinträchtigen²².

Weitere Probleme werden darin gesehen, dass ein ehemaliges Vorstandsmitglied in der Regel nicht daran interessiert sei, frühere Managementfehler, die es selbst mitzuverantworten hat, aufzudecken und zu korrigieren²³. Unabhängig von offensichtlichen Fehlern würden auch notwendige Veränderungen oder eine ökonomisch sinnvolle strategische Neuausrichtung des Unternehmens behindert werden²⁴. So zeigen empirische Untersuchungen, dass nach einem freiwilligen beziehungsweise altersbedingten Führungswechsel signifikant weniger Strategieänderungen vorgenommen werden als nach unfreiwilligen Führungswechseln²⁵. Auch die Tatsache, dass erzwungene Wechsel in der Unternehmensleitung im Regelfall das endgültige Ausscheiden des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden aus dem Unternehmen nach sich ziehen, während im Fall eines freiwilli-

¹⁸ Vgl. *Lange* (2004); *Kuck* (2006).

¹⁹ Vgl. *Clemm* (1996).

²⁰ Vgl. *Lange* (2004).

²¹ Vgl. *Auge-Dickhut* (1999).

²² Vgl. *Albach* (2003); *Lange* (2004).

²³ So wurde aus diesem Grund der ehemalige Vorstandsvorsitzende und spätere Aufsichtsratsvorsitzende der Siemens AG, Heinrich von Pierer, für die angeblich unzureichende Aufklärung der Korruptionsfälle innerhalb des Konzerns kritisiert. Vgl. *Wiskow* (2007); *Lange* (2004); *Christ* (2009); *Velte* (2009).

²⁴ Vgl. *Clemm* (1996); *Seibert* (2009).

²⁵ Vgl. *Hungenberg/Wulf* (2006).

gen, insbesondere altersbedingten Ausscheidens häufig eine Berufung der ehemaligen Führungskraft in den Aufsichtsrat erfolgt, wird als ein weiterer Beleg für die Opportunismusvermutung angesehen.

Vor dem Hintergrund der agency-theoretisch begründeten Argumente wäre zusammenfassend zu schlussfolgern, dass ehemalige Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat eine den Interessen der Unternehmenseigner förderliche Kontrolle unterlaufen und indirekt möglichen Unternehmenswertsteigerungen, im Extremfall sogar der Verhinderung von Unternehmenszusammenbrüchen und Missmanagement, entgegenstehen²⁶. Theoriekonform ist zu vermuten:

Hypothese 1a: Unternehmen, in deren Aufsichtsräten ehemalige Vorstände mitwirken, weisen eine systematisch schlechtere ökonomische Leistung auf als Unternehmen, in denen dies nicht der Fall ist.

Weiterhin kann angenommen werden, dass eine geringere Profitabilität gerade bei einer kritischen Einstellung vieler Kapitalmarktakteure gegenüber der Mitgliedschaft ehemaliger Top-Manager im Aufsichtsrat auch zu einer schlechteren Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt führt. Da die Unabhängigkeit der Aufsicht als eines der wichtigsten Kriterien guter Corporate Governance betrachtet wird²⁷, ist gemäß der angeführten Argumentation zu vermuten, dass Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat auch in Corporate Governance-Ratings regelmäßig schlechter abschneiden. Unter der Annahme, dass sich bedeutende Investoren an diesen Ratings orientieren und generell den Aussagen der Agency Theorie zugeneigt sind, ist weiter zu vermuten, dass Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat systematisch niedriger bewertet werden. Dies führt zu folgender Hypothese:

Hypothese 2a: Unternehmen, in deren Aufsichtsräten ehemalige Vorstände mitwirken, werden durch den Kapitalmarkt systematisch niedriger bewertet als Unternehmen, in denen dies nicht der Fall ist.

2.2 Argumente für eine positive Auswirkung auf den Unternehmenserfolg

Befürworter der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat folgen in vielen Punkten den Aussagen der sogenannten Stewardship-Theorie der Corporate

²⁶ Vgl. Schwalbach (2004).

²⁷ Vgl. Schwalbach (2004).

Governance²⁸. Diese wurde als Alternativansatz zur Agency-Theorie entwickelt und geht im Gegensatz zu dieser nicht von einem unbedingt opportunistischen Verhalten der Manager aus. Gemäß den Vertretern der Stewardship-Theorie fühlen sich Top-Manager vielmehr primär als loyale Treuhänder, die dem Unternehmen und seinen Eigentümern verpflichtet sind und deshalb aus eigenem Antrieb die Interessen der Anteilseigner und Kapitalanleger fördern²⁹.

Ein weiterer Theorieansatz, mit dem positive Effekte begründet werden können, ist die Resource Dependence Theory³⁰. Ihr zufolge ist der Erfolg von Unternehmen wesentlich davon abhängig, inwieweit es gelingt, den Zugang zu kritischen Ressourcen sicherzustellen. Im Hinblick auf den Zugang zu erfolgskritischen Ressourcen können Aufsichtsräte eine entscheidende Rolle spielen. Sie sind somit vorrangig mit Personen zu besetzen, die das Unternehmen durch ihre Verbindung zu wichtigen Ressourcen unterstützen können³¹. Gerade ehemalige Führungskräfte verfügen über branchen- und unternehmensspezifisches Wissen, welches dem Unternehmen bei einem endgültigen Ausscheiden verloren gehen würde. Aus diesem Grund entfaltet ihre Bindung an das Unternehmen über ein Aufsichtsratsmandat eine positive Wirkung³². Außerdem verfügen ehemalige Manager häufig über wichtige persönliche Verbindungen zu Kunden, Lieferanten, gesellschaftlichen Entscheidungsträgern und anderen wichtigen Stakeholdern. Auch dies kann für das Unternehmen respektive seine Eigentümer weiterhin von hohem Wert sein. So ist einer der am häufigsten genannten Gründe für eine Berufung ehemaliger Manager denn auch der, es zu ermöglichen, weiterhin auf die Erfahrungen, das Wissen und die Verbindungen ehemaliger Führungskräfte zurückgreifen zu können³³.

Zu den wesentlichen Funktionen des Aufsichtsrates gehört neben der Auswahl und Ernennung der Vorstandsmitglieder und der Überwachung der Tätigkeit des Vorstands auch die Beratung bei bedeutenden strategischen Entscheidungen der Unternehmensführung. Die Beteiligung des Aufsichtsgremiums an derartigen Entscheidungen stellt eine Form der ex-ante-Überwachung dar und soll sicherstellen, dass schon bei der Planung der Unternehmensstrategie die Interessen der Stakeholder, die der Aufsichtsrat vertritt, gewahrt werden: „Dabei sollte der Aufsichtsrat die Rolle eines verständigen Diskussionspartners des Vorstands einnehmen, der die Erfolgsaussichten der präsentierten Vor-

²⁸ Vgl. *Bresser/Valle Thiele* (2008).

²⁹ Vgl. *Davis/Schoorman/Donaldson* (1997); *Donaldson/Davis* (1991); *Velte* (2010).

³⁰ Vgl. *Pfeffer/Salancik* (1978).

³¹ Vgl. *Pfeffer/Salancik* (1978); *Pfeffer* (1972).

³² Vgl. *Bernhardt* (1994), *Gerpott* (1993)

³³ Vgl. *Friel/Duboff* (2009); *Lange* (2004); *Kuck* (2006).

haben konstruktiv-kritisch hinterfragt, die Plausibilität der aufgestellten Prognosen prüft und untersucht, ob die relevanten Risiken hinreichend berücksichtigt worden sind.“³⁴ Um sich für eine solche Aufgabe zu qualifizieren, benötigen Mitglieder des Aufsichtsrates ein hohes Maß an branchen- und unternehmensspezifischem Wissen sowie möglichst sogar eigene Managementenerfahrung³⁵. Dementsprechend wird argumentiert, dass ehemalige Vorstandsmitglieder die besten Fähigkeiten zur Einschätzung der ökonomischen Konsequenzen strategischer Entscheidungen im Unternehmen besitzen³⁶.

Der Fortbestand enger fachlicher und persönlicher Beziehungen zwischen ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat und Mitgliedern des aktuellen Managements, die häufig aus dem gleichen Unternehmen rekrutiert werden, sollte tendenziell eine auf persönlichem Vertrauen beruhende Zusammenarbeit und einen offenen Informationsaustausch zwischen den Organen der Gesellschaft begünstigen und so zu einer Verbesserung der Überwachung der Unternehmensführung und des konstruktiven Zusammenwirkens der Gremien beitragen³⁷.

Darüber hinaus vermittelt die Möglichkeit, später in den Aufsichtsrat wechseln zu können, auch aktuellen Vorstandsmitgliedern eine langfristige Perspektive und eine stärkere Bindung an das Unternehmen. Anreize, sich durch opportunistisches Verhalten auf Kosten des Unternehmens zu bereichern, könnten dadurch reduziert werden. Manager, die über einen längeren Zeitraum eine Identifikation mit dem Unternehmen aufbauen, entwickeln zudem eher ein intrinsisches Interesse am Erfolg „ihres“ Unternehmens und sind aus diesem Grund möglicherweise stärker motiviert, ihre Aufgaben im Aufsichtsgremium gut zu erfüllen³⁸.

Zusammenfassend legt diese Argumentation nahe, dass ehemalige Führungskräfte aufgrund ihrer besonderen unternehmens- und branchenspezifischen Erfahrungen sowie ihrer persönlichen Verbindungen in besonderem Maße qualifiziert sind, zur Aufgabenerfüllung des Aufsichtsrates beizutragen. Außerdem ist anzunehmen, dass sie in vielen Fällen deutlich motivierter sind, ihrer Funktion im Aufsichtsrat gerecht zu werden, als

³⁴ v. Werder (2004, S. 168).

³⁵ Vgl. Christ (2009); Kuck (2006); Säcker (2004); v. Werder/Wieczorek (2007).

³⁶ Berater des Unternehmens, die möglicherweise ebenfalls über das notwendige unternehmensinterne Wissen verfügen, kommen für ein Mandat im Aufsichtsrat weniger in Frage als ehemalige Vorstandsmitglieder, da sie im Gegensatz zu letztgenannten aufgrund ihrer Einkünfte aus Beratungsverträgen unmittelbar vom aktuellen Vorstand abhängig sind. Vgl. Heussen (2001); Cromme (2007).

³⁷ Vgl. Lange (2004); Bhide (1994); Christ (2009); Donaldson/Davis (1991).

³⁸ Vgl. Adams/Ferreira (2007); Davis/Schoorman/Donaldson (1997); Frey/Osterloh (2005).

externe Aufsichtsratsmitglieder ohne persönliche Beziehungen zum Unternehmen. Aus diesen Gründen ist zu vermuten:

Hypothese 1b: Unternehmen, in deren Aufsichtsräten ehemalige Vorstände mitwirken, weisen eine systematisch bessere ökonomische Leistung auf als Unternehmen, in denen dies nicht der Fall ist.

Konsequenterweise versprechen sich Marktteilnehmer, die der Argumentation der Stewardship-Theorie und der Resource Dependence Theory folgen, von der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat positive Effekte auf den Unternehmens- und Anlageerfolg. Entsprechend schätzen sie den Wert des Unternehmens im Vergleich zu Unternehmen ohne diese Praxis ceteris paribus höher ein. Daraus ergibt sich analog zu Hypothese 1b:

Hypothese 2b: Unternehmen, in deren Aufsichtsräten ehemalige Vorstände mitwirken, werden durch den Kapitalmarkt systematisch höher bewertet als Unternehmen, in denen dies nicht der Fall ist.

2.3 Empirische Evidenz

Wie in der Einleitung bereits kurz erwähnt, wurden unseres Wissens erst zwei empirische Studien vorgelegt, die konkret den Einfluss ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat untersuchen. *Bresser* und *Valle Thiele* analysieren den potenziellen Einfluss auf die Neigung zur Entlassung von Vorstandsmitgliedern, jedoch nicht Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg³⁹. Sie zeigen, dass die Wahrscheinlichkeit eines erzwungenen Führungswechsels bei Unternehmen, deren Aufsichtsrat von einem ehemaligen Vorstandsvorsitzenden angeführt wird, zwar allgemein niedriger liegt als in anderen Unternehmen, im Falle einer schlechten Unternehmensleistung jedoch tendenziell höher. *Bresser* und *Valle Thiele* interpretieren dieses eher die Stewardship-Theorie stützende Ergebnis so, dass Aufsichtsräte, die von ehemaligen Vorstandsvorsitzenden geleitet werden, eine effektivere Kontrolle über den Vorstand ausüben und ihn stärker erfolgsabhängig sanktionieren als andere Aufsichtsräte.

Die Ereignisstudie von *Grigoleit* kommt zu dem Ergebnis, dass die Ankündigung eines Wechsels ausscheidender Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat – entgegen agency-theoretischer Erwartungen – keine systematisch negativen Auswirkungen auf die Be-

³⁹ Vgl. *Bresser/Valle Thiele* (2008).

wertung des Unternehmens am Kapitalmarkt hat⁴⁰. Der ermittelte positive Einfluss erwies sich ebenfalls nicht als statistisch signifikant. Die von *Grigoleit* gewählte Methodik ermöglicht jedoch nur eine Momentaufnahme und lässt keine Aussagen über eine generelle ökonomische Vor- oder Nachteilhaftigkeit der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat zu.

Über diese Arbeiten hinaus existieren mehrere allgemeine Untersuchungen zu Führungswechseln und zum Ausscheiden von Vorständen⁴¹. In vielen dieser Studien wird zwischen verschiedenen Arten von Führungswechseln differenziert. So wird zum Beispiel zwischen freiwilligen und erzwungenen, sowie zwischen geplanten und ungeplanten Wechseln unterschieden⁴². Die Studien von *Salomo* und *Bresser et al.* konnten dabei einen positiven Zusammenhang zwischen der Freiwilligkeit von Führungswechseln und dem Unternehmenserfolg feststellen⁴³. Da eine Berufung in den Aufsichtsrat im Falle einer Entlassung bzw. Kündigung des Managers (erzwungener Wechsel) irrational erscheint, ist davon auszugehen, dass es sich bei Berufungen vom Vorstand in den Aufsichtsrat in der Regel um einen freiwilligen und geplanten Wechsel handelt. Demgegenüber weisen erzwungene beziehungsweise ungeplante Wechsel in der Regel auf ein Ausscheiden der ehemaligen Führungskraft aus dem Unternehmen hin. Unter dieser Annahme könnten die Ergebnisse der erwähnten Studien für eine tendenziell positive Erfolgswirkung des Wechsels ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat sprechen. Andererseits könnte die positive Wirkung natürlich auch auf die Freiwilligkeit des Wechsels zurückzuführen sein, ohne dass der Wechsel in den Aufsichtsrat hier eine Bedeutung hat. Leider wird der genaue Zusammenhang in den erwähnten Studien nicht explizit überprüft.

Auch international wurden bislang nur wenige empirische Arbeiten vorgelegt, die den Einfluss der Mitgliedschaft ehemaliger Top-Manager in Aufsichts- und Kontrollgremien auf den Unternehmenserfolg analysieren. Die Studie von *Friedman* und *Singh*, berücksichtigt den Verbleib ausscheidender Vorstandsvorsitzender (CEOs) im Kontrollgremium (Board of Directors) zumindest als Kontrollvariable. Ein signifikanter Einfluss auf das Erfolgsmaß (in diesem Fall Kapitalmarktreaktionen bei angekündigten Führungswechseln) konnten die Autoren jedoch nicht feststellen⁴⁴. In Ländern, die das mo-

⁴⁰ Vgl. *Grigoleit* (2010).

⁴¹ Vgl. *Bresser et al.* (2005); *Gerpott* (1993); *Hungenberg/Wulf* (2006); *Salomo* (2001).

⁴² Vgl. *Bresser et al.* (2005).

⁴³ Vgl. *Salomo* (2001); *Bresser et al.* (2005).

⁴⁴ Vgl. *Friedman/Singh* (1989).

nistische System mit dem Board of Directors als einzigem Leitungsgremium praktizieren, wurde zum einen diskutiert, welchen Einfluss die Besetzung des Board of Directors mit Executive Directors (geschäftsführende Manager des Unternehmens) im Vergleich mit Outside Directors (unternehmensexterne Interessenvertreter der Kapitalgeber) hat⁴⁵. Dabei wird die mangelnde Unabhängigkeit der geschäftsführenden Manager häufig als Eigenschaft angesehen, die der Überwachungsfunktion des Boards entgegensteht⁴⁶. In anderen Studien wird seit den späten 70er Jahren des 20. Jahrhunderts die ökonomische Konsequenz der weit verbreiteten CEO Duality – der CEO (Vorsitzender der Geschäftsleitung) fungiert gleichzeitig als Chairman of the Board – analysiert⁴⁷. Entsprechende empirische Studien förderten jedoch widersprüchliche Ergebnisse zu Tage⁴⁸. Teilweise wurde ein positiver, teilweise ein negativer und in den meisten Fällen überhaupt kein systematischer Zusammenhang festgestellt⁴⁹. Auch wenn ein Vergleich der Ergebnisse empirischer Studien zur CEO Duality mit der Situation deutscher Unternehmen mit ehemaligen Mitgliedern ihres Vorstandes im Aufsichtsrat von einigen deutschsprachigen Autoren angeregt wird⁵⁰, so ist jedoch zu beachten, dass sich die Ergebnisse nur mit Einschränkungen übertragen lassen, da sich das anglo-amerikanische Board-System (one tier) und das in Deutschland stärker verbreitete⁵¹ zweigliedrige Governance-System (two tier) in wichtigen Punkten unterscheiden.

2.4 Modellentwicklung

Den theoriebasierten Argumentationslinien sowie den daraus abgeleiteten Hypothesen zufolge müsste die Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat eines Unternehmens einen entweder positiven oder aber negativen Einfluss sowohl auf die ökonomische Leistung des Unternehmens als auch auf dessen Bewertung durch den Kapitalmarkt haben. Ein empirischer Test dieses Zusammenhangs muss jedoch selbstverständlich berücksichtigen, dass Unternehmensleistung und Unternehmenswert von weiteren Faktoren abhängen.

⁴⁵ Vgl. Boyd (1995); Donaldson/Davis (1991); Kesner/Dalton (1986); Rechner/Dalton (1989); Worrell/Nemec/Davidson (1997).

⁴⁶ Vgl. Boyd (1995); Kesner/Dalton (1986); Rechner/Dalton (1989).

⁴⁷ Vgl. Berg/Smith (1978).

⁴⁸ Vgl. Baliga/Moyer/Rao (1996); Boyd (1995); Brickley/Coles/Jarrell (1997); Donaldson/Davis (1991); Muth/Donaldson (1998); Pi/Timme (1993); Rechner/Dalton (1989); Schmid/Zimmermann (2008); Worrell/Nemec/Davidson (1997).

⁴⁹ Vgl. Dalton et al. (1998); Kang/Zardkoohi (2005); Schmid/Zimmermann (2008)

⁵⁰ Vgl. Bresser/Valle Thiele (2008).

⁵¹ Seit der Einführung der Rechtsform der Societas Europaea (SE) im Jahr 2004 besteht grundsätzlich auch für deutsche Unternehmen die Möglichkeit der Einführung eines monistischen Board-Systems. Von dieser Option machten bisher allerdings nur sehr wenige Unternehmen Gebrauch.

Um den wirtschaftlichen Erfolg und das durch Investoren eingeschätzte Potenzial eines Unternehmens zu erklären, muss aufgrund konjunktureller Schwankungen und divergierender Entwicklungen verschiedener Märkte die Branchenzugehörigkeit berücksichtigt werden⁵². Ebenso könnten die Unternehmensgröße und das mit dem jeweiligen Geschäftsmodell verbundene Risiko erfolgsrelevant sein⁵³.

Weiterhin ist der Umstand zu beachten, dass möglicherweise lediglich besonders erfolgreiche Vorstandsmitglieder in überdurchschnittlich leistungsstarken Unternehmen überhaupt die Möglichkeit haben, einen Sitz im Aufsichtsrat zu erhalten. Bei weniger erfolgreichen Vorständen beziehungsweise bei nicht zufriedenstellendem Geschäftserfolg, so könnte vermutet werden, neigen rational denkende Kapitalgeber kaum dazu, ehemalige Vorstände mit einem Sitz im Aufsichtsrat zu belohnen⁵⁴. Dadurch könnte es zu einer Verzerrung in dem Sinne kommen, dass sich in der Gruppe der Unternehmen, in deren Aufsichtsräten ehemalige Vorstandsmitglieder tätig sind, gerade die besonders erfolgreichen Unternehmen konzentrieren. Berücksichtigt werden muss in diesem Zusammenhang auch die Aktionärsstruktur des Unternehmens. So könnten in Unternehmen, die durch einzelne Eigentümer dominiert werden, besondere Mechanismen wirken, die die Wahrscheinlichkeit einer Berufung ausscheidender Führungskräfte in den Aufsichtsrat beeinflussen. Dies kann beispielsweise dann der Fall sein, wenn der dominierende Eigentümer selbst aus dem Management in den Aufsichtsrat wechselt oder auch für den Fall, dass zwischen dem dominierendem Eigentümer und Mitgliedern des Vorstands besondere persönliche Beziehungen bestehen. So konnte *Andres* nachweisen, dass Unternehmen mit großem Anteilsbesitz der Gründerfamilie vor allem dann erfolgreicher sind als andere Unternehmen, wenn Mitglieder der Gründerfamilie selbst im Management oder im Aufsichtsrat aktiv sind⁵⁵.

Speziell bei Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt ist zu beachten, dass in den vergangenen Jahren die Ermittlung von Bilanzwerten nach unterschiedlichen Bewertungsansätzen zulässig war⁵⁶. So lassen sich Kennzahlen, die aus Bilanzwerten nach HGB, nach IAS/IFRS oder nach US-GAAP ermittelt wurden, nur bedingt miteinander vergleichen⁵⁷. Während die IAS/IFRS und US-GAAP eher einen kapitalmarktorientierten Be-

⁵² Vgl. *Porter* (1979).

⁵³ Vgl. *Schmidt* (1995).

⁵⁴ *Bresser et al.* (2005) konnten empirisch belegen, dass die Performance von Unternehmen im Vorfeld von erzwungenen Führungskräftewechseln schlechter war als im Fall von Routinewechseln.

⁵⁵ Vgl. *Andres* (2008).

⁵⁶ Vgl. *Daske/Gebhardt* (2006).

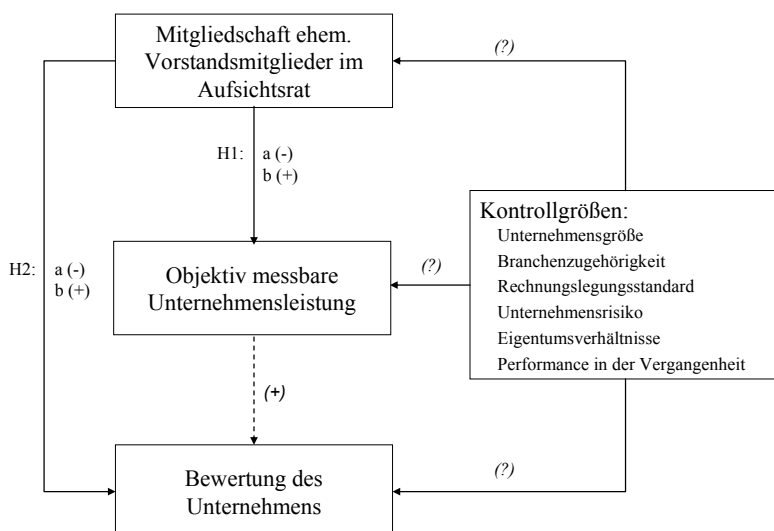
⁵⁷ Vgl. *Bartov/Goldberg/Kim* (2005).

wertungsansatz anstreben, orientiert sich die Bewertung nach HGB im stärkerem Maße an den Sicherheitsbedürfnissen anderer Stakeholder⁵⁸. Der unterschiedliche Informationsgehalt der verschiedenen Bewertungssysteme könnte somit auch die Bewertung der Unternehmen beeinflussen⁵⁹.

Schließlich ist auch zu vermuten, dass neben der Frage, wie das Aufsichtsgremium besetzt ist, die objektive Performance eines Unternehmens sowie die strategische Wettbewerbspositionierung einen bedeutenden Einfluss auf die Unternehmensbewertung durch Marktteilnehmer haben.

Aus den beschriebenen Annahmen leitet sich das in *Abbildung 1* dargestellte und im Folgenden empirisch zu überprüfende Wirkungsmodell ab.

Abbildung 1: Modell und erwartete Wirkungszusammenhänge



3 Methodik

3.1 Stichprobe

Die Auswahl der Stichprobe erfolgte aus den Unternehmen, die zum Stichtag 1. Juli 2009⁶⁰ an der Frankfurter Wertpapierbörse, dem wichtigsten deutschen Handelsplatz für Unternehmensanteils-papiere, notiert waren. Der Index CDAX, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Unternehmen einbezieht, umfasste zu diesem Zeitpunkt 626 Unternehmen und repräsentiert die gesamte Breite des deutschen Aktienmarktes⁶¹.

⁵⁸ Vgl. Bartov/Goldberg/Kim (2005); Lindemann (2006).

⁵⁹ Vgl. Daske/Gebhardt (2006); Lindemann (2006).

⁶⁰ Für die Wahl des Stichtages war entscheidend, dass dieser vor dem Wirksamwerden des Verbotes der Berufung ausscheidender Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat liegt, so dass etwaige Verzerrungen durch die Veränderung der Gesetzeslage ausgeschlossen werden können.

⁶¹ Vgl. Deutsche Börse AG (2008).

Aus dem CDAX wurden die 300 entsprechend der Gewichtung im Index wichtigsten Unternehmen für die Untersuchung ausgewählt⁶². Diese Auswahl deckt mehr als 99,6% der Gesamtkapitalisierung aller CDAX-Unternehmen ab.

Um die Repräsentativität der Studie weiter zu erhöhen und eine Verzerrung der Untersuchungsergebnisse aufgrund von Sondereffekten, die möglicherweise in einzelnen Jahren gewirkt haben, auszuschließen, wurden zu den ausgewählten Unternehmen Daten über einen Zeitraum von insgesamt zehn Jahren (1999 - 2008) erhoben. Im Ergebnis liegt ein Paneldatensatz vor, der sowohl Längsschnitt- als auch Querschnittanalysen ermöglicht (*siehe Tabelle 1*).

Tabelle 1: Samplegrößen der einzelnen Analysen

Jahr	ROE	ROE-Steigerung	ROI	ROI-Steigerung	Tobin's Q
1999	184	-	200	-	117
2000	203	185	225	207	135
2001	209	198	233	225	191
2002	212	204	243	236	199
2003	237	210	247	243	214
2004	245	234	257	250	231
2005	264	247	276	267	244
2006	276	265	289	285	268
2007	293	274	299	297	293
2008	288	284	297	297	295
Summe	2411	2101	2566	2307	2187

Die Tabelle gibt die Zahlen der verfügbaren und nach Abzug von Ausreißerwerten nutzbaren Datensätze für die verschiedenen verwendeten Erfolgsmaße sowie für jedes Jahr innerhalb des Untersuchungszeitraumes wider.

Durch die Betrachtung ausschließlich von Unternehmen, die im Jahr 2009 noch an der Börse notiert waren, könnte die Untersuchung durch einen Survivorship Bias verfälscht sein. So wurden Unternehmen, die in den Jahren vor 2009 aus den Top300 des CDAX verdrängt wurden, nicht berücksichtigt. Ein Vergleich mit anderen Untersuchungen zur Häufigkeit der Besetzung von Aufsichtsratsmandaten mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern desselben Unternehmens⁶³ zeigt jedoch, dass sich die Unternehmen der hier untersuchten Stichprobe in diesem Punkt nicht von denen in früher untersuchten Stichproben unterscheiden, so dass letztlich nicht von einer Verzerrung der Ergebnisse auszugehen ist.

⁶² Unternehmen, die mit mehreren verschiedenen Aktien (zum Beispiel Vorzugs- und Stammaktien) im CDAX enthalten sind, wurden nur einfach gezählt.

⁶³ Vgl. z.B. die bei Rang (2004) aufgezeigte Entwicklung des Anteils von Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat für die Jahre 2001 bis 2004 und Abb. 2 im vorliegenden Beitrag.

3.2 Operationalisierung der Testvariablen

Für die Durchführung der Untersuchung mussten messbare Kennzahlen für alle Modellvariablen gefunden werden. Als unabhängige Variable wurden die Aufsichtsratsmandate ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsräten, als abhängige Variablen die Unternehmensleistung und die relative Bewertung des Unternehmens durch den Kapitalmarkt sowie als Kontrollgrößen die Unternehmensgröße, die Branchenzugehörigkeit, das Unternehmensrisiko, die Eigentumsverhältnisse und der verwendete Rechnungslegungsstandard erfasst.

Informationen zur Besetzung des Aufsichtsrates müssen von allen börsennotierten Unternehmen im Geschäftsbericht veröffentlicht werden. Entsprechend wurden Daten zu allen Aufsichtsratsmitgliedern der Jahre 1999 bis 2008 mit ihren jeweiligen Antritts- und Austrittsterminen sowie Informationen über ihre vorherige Tätigkeit im Vorstand des Unternehmens erfasst. Sofern sich Informationen nicht unmittelbar dem Geschäftsbericht entnehmen ließen, erfolgten weitergehende Recherchen. Schließlich wurde jedem Unternehmen für jedes Jahr ein Wert zugeordnet, der aussagt, ob ehemalige Vorstandsmitglieder Sitze im Aufsichtsrat innehatten. Für den positiven Fall wurde der Wert Eins, anderenfalls der Wert Null vergeben. Um tatsächlich die Fälle zu erfassen, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat auch einen wesentlichen Einfluss ausüben konnten, wurden nur Unternehmen berücksichtigt, in denen entweder ehemalige Vorstandsvorsitzende einen Sitz im Aufsichtsrat oder ehemalige Vorstandsmitglieder den Aufsichtsratsvorsitz innehatten. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Positionen des Vorsitzenden sowohl im Vorstand als auch im Aufsichtsrat herausgehoben sind und einen entsprechenden Einfluss begründen. Ehemalige einfache Vorstandsmitglieder, die als einfache Mitglieder in den Aufsichtsrat wechseln dürften bei der Gesamtentscheidung des Aufsichtsrates dagegen keine wesentliche Rolle spielen. Das Jahr, in dem der Wechsel des ehemaligen Vorstandsmitgliedes in den Aufsichtsrat erfolgte, wurde bei der Untersuchung des Einflusses auf die Rentabilitätsentwicklung noch so bewertet als ob kein ehemaliges Vorstandsmitglied im Aufsichtsrat gewesen wäre, weil davon auszugehen ist, dass die Aktivitäten des Aufsichtsrates sich nur mit einer zeitlichen Verzögerung auf den Unternehmenserfolg auswirken. Erst für das auf den Wechsel folgende Jahr wurde die Statusänderung der Aufsichtsratsbesetzung berücksichtigt. Bei der Untersuchung des Einflusses auf die Kapitalmarktbewertung wurde das Jahr des Wechsels ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat dagegen bereits mit dem neuen Status der Aufsichtsratsbesetzung berücksichtigt, da die Information über eine Verände-

rung der Leitungsstruktur auch kurzfristig einen Einfluss auf die Bewertung eines Unternehmens haben kann. Beim Ausscheiden ehemaliger Vorstände aus dem Aufsichtsrat wurde gegensätzlich verfahren, weil hier davon auszugehen ist, dass die Aktivität des Aufsichtsrates sich erst verzögert auf die Unternehmensleistung auswirkt, während der Kapitalmarkt hinsichtlich der Unternehmensbewertung unmittelbar reagieren kann.

In Analogie zu früheren, ähnlich gelagerten Studien⁶⁴ wurden fundamentale Rentabilitätskennzahlen (in diesem Fall ROE [Eigenkapitalrentabilität] und ROI [Gesamtkapitalrentabilität]) als Maßzahlen für die ökonomische Leistung des Unternehmens herangezogen. Die Verwendung mehrerer Kennzahlen begründet sich damit, dass die Bezugnahme auf lediglich eine einzelne Kennzahl zu eingeschränkt aussagekräftigen Ergebnissen führt⁶⁵. Der ROE wurde als Quotient aus dem operativen Ergebnis (EBT bzw. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit) und dem bilanziell ausgewiesenen Eigenkapital errechnet, der ROI als Quotient aus dem operativen Ergebnis und der Bilanzsumme⁶⁶. Die Betrachtung der absoluten Werte der Rentabilität lässt nur eine eingeschränkte Aussage über die tatsächliche Managementleistung zu – so erschiene beispielsweise der Erfolg des Managements eines Unternehmens, dessen ROE sich von 20% auf 7% verschlechtert hat, größer, als der eines Unternehmens, dessen Management eine Steigerung des ROE von -20% auf +5% erreicht hat. Daher wurde als Maßgröße für den Erfolg zusätzlich zur absoluten Rentabilität auch die Differenz der erreichten Rentabilitätswerte gegenüber den Vorjahreswerten, also die Rentabilitätssteigerung, betrachtet.

Um mögliche Konjunktur- und Brancheneffekte auszuschließen, wurden branchenadjustierte Werte verwendet. Die Branchenadjustierung erfolgte dadurch, dass von allen Werten jeweils die aus der Stichprobe ermittelten Branchenmittelwerte des entsprechenden Jahres abgezogen wurden. Die Branchenzuordnung erfolgte entsprechend der Branchensystematik des CDAX und der Zuordnung der Unternehmen, die der Indextabelle entnommen wurde. Durch diese Transformation wird eine bessere Vergleichbarkeit der Werte zwischen verschiedenen Unternehmen und über verschiedene Jahre hinweg erreicht, da konjunkturelle Schwankungen bereinigt werden. Weil die gewählten Erfolgsgrößen im Falle von Unstetigkeiten im Geschäftsverlauf⁶⁷ extreme Werte annehmen

⁶⁴ Vgl. *Bassen et al.* (2006); *Donaldson/Davis* (1991).

⁶⁵ Vgl. *Muth/Donaldson* (1998).

⁶⁶ Die zur Berechnung notwendigen Werte wurden den Geschäftsberichten und veröffentlichten Jahresabschlüssen entnommen beziehungsweise auf den Internet-Finanzdatenbanken www.maxblue.de, www.onvista.de und www.ariva.de recherchiert.

⁶⁷ Zum Beispiel bei drohender Illiquidität oder bei der Zerschlagung von Konzernunternehmen.

können, die die Aussagekraft beeinträchtigen würden, wurden nur Unternehmen in die Studie einbezogen, bei denen ein regulärer Geschäftsverlauf angenommen werden konnte. Werte für ROE und ROI in den Bereichen $>100\%$ und $<-100\%$ wurden aus diesem Grund eliminiert.

Als Kennzahl für die relative Bewertung der Unternehmen durch den Kapitalmarkt wurde das Verhältnis des Marktwertes des Unternehmenskapitals zum Buchwert des Unternehmens (Tobin's Q) erfasst⁶⁸. Diese Kennzahl ist als Maß für die Beurteilung eines Unternehmens durch potenzielle Investoren weit verbreitet⁶⁹. Um einen Vergleich über verschiedene Jahre und Branchen hinweg zu ermöglichen, wurden auch hier branchenadjustierte Werte verwendet. Wie bei den Erfolgsgrößen ROE und ROI wurden bei Tobin's Q ebenfalls Ausreißerwerte ($>7,5$), die die Aussagekraft der Untersuchung negativ beeinflussen könnten, eliminiert.

Um Störeffekte, die aus unterschiedlichen Unternehmensgrößen, -risiken, Eigentumsstrukturen sowie der Verwendung verschiedener Rechnungslegungsstandards resultieren könnten, zu identifizieren, mussten auch für diese Variablen geeignete Maßgrößen definiert werden. Für die Unternehmensgröße wurden zwei Größenindikatoren, nämlich Bilanzsumme und Marktkapitalisierung, verwendet. Als Maß für die Kapitalstruktur wurde der Verschuldungsgrad des Unternehmens erfasst⁷⁰. Für die Erfassung des Risikos wurde für alle Unternehmen jeweils jahresbezogen die Volatilität der täglichen Kursrenditen des Aktienwertes⁷¹ ermittelt. Die Existenz dominierender Eigentümer wurden im Wesentlichen anhand der Kriterien bewertet, die auch für den Börsenindex GEX (German Entrepreneurial Index)⁷² maßgeblich sind. Demzufolge gilt ein Unternehmen dann als eigentümergeleitet, wenn einzelne Privatpersonen bzw. Familien mehr als 25% der Stimmrechte kontrollieren und zudem personell im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten sind.⁷³ Die eingeführte Variable für die Eigentümerdominanz nimmt in diesem Fall den Wert Eins und ansonsten den Wert Null an. Die erforderlichen Informationen zu den Stimmrechtsanteilen und zu den Mandatsträgern wurden

⁶⁸ Der Marktwert wurde aus der Summe des Wertes aller Aktien (Marktkapitalisierung) und des Bilanzwertes des Fremdkapitals ermittelt. Werte der Marktkapitalisierung wurden soweit verfügbar entweder den Geschäftsberichten der Unternehmen oder der Webseite www.ariva.de entnommen.

⁶⁹ Vgl. *Bassen et al.* (2006).

⁷⁰ Der Verschuldungsgrad wurde als Verhältnis des bilanziell ausgewiesenen Fremdkapitals zur Bilanzsumme ermittelt.

⁷¹ Verwendet wurden Kurswerte, die bereinigt wurden von Effekten aus Aktiensplits, Dividendenzahlungen und Bezugsrechten. Quelle für die historischen Aktienkurse ist die Finanzmarktdatenbank www.ariva.de

⁷² Vgl. *Deutsche Börse AG* (2005)

⁷³ *Deutsche Börse AG* (2005)

anhand der Geschäftsberichte der Unternehmen recherchiert. Es sei angemerkt, dass als dominierende Eigentümer hier nur natürliche Personen oder Familien erfasst werden, da in diesem Fall ein unmittelbares persönliches Interesse und eine entsprechend starke individuelle Motivation zur Einflussnahme angenommen werden können. Angaben zum verwendeten Rechnungslegungsstandard (HGB, IAS/IFRS/US-GAAP) wurden den jeweiligen Geschäftsberichten und Jahresabschlüssen der Unternehmen entnommen. Für die Rechnungslegung wurde eine Variable generiert, die im Fall der Bilanzierung nach IAS/IFRS oder nach US-GAAP den Wert Null und bei Bilanzierung nach HGB den Wert Eins annimmt.

3.3 Testmethodik

Der Einfluss der Aufsichtsratsbesetzung mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern auf die Unternehmensleistung und den Unternehmenswert wurde mithilfe dynamischer Panelregressionsmodelle getestet. Die Paneldatenanalyse bietet im Vergleich zu anderen Methoden den Vorteil, dass sowohl Informationen zum Querschnitt des Samples als auch Informationen zur zeitlichen Entwicklung bestimmter Effekte verarbeitet werden können. Somit lassen sich zeitreihenbedingte Autokorrelationen der Variablen berücksichtigen. Zudem ermöglichen Paneldaten eine verbesserte Kontrolle auch der unbeobachteten Heterogenität zwischen den Sample-Unternehmen. So können mittelbar auch solche Unterschiede berücksichtigt werden, die nicht unmittelbar mit einer der Modellvariablen erfasst werden.

Um das Vorliegen möglicher wechselseitiger Abhängigkeiten zwischen den verwendeten Erfolgsmaßen und den zur Erklärung herangezogenen Variablen sowie einer möglichen Autokorreliertheit der Erfolgsvariable zu berücksichtigen, wurden der Methode nach *Arellano* und *Bond*⁷⁴ folgend GMM-Schätzer⁷⁵ verwendet. Da die Voraussetzung einer strikten Exogenität der Regressoren im vorliegenden Fall nicht erfüllt ist, würden alternative Panelmodelle, in denen die Koeffizienten mithilfe von OLS-Schätzern oder GLS-Schätzern ermittelt werden, verzerrte Ergebnisse liefern.

4 Ergebnisse

4.1 Deskription des Datensatzes

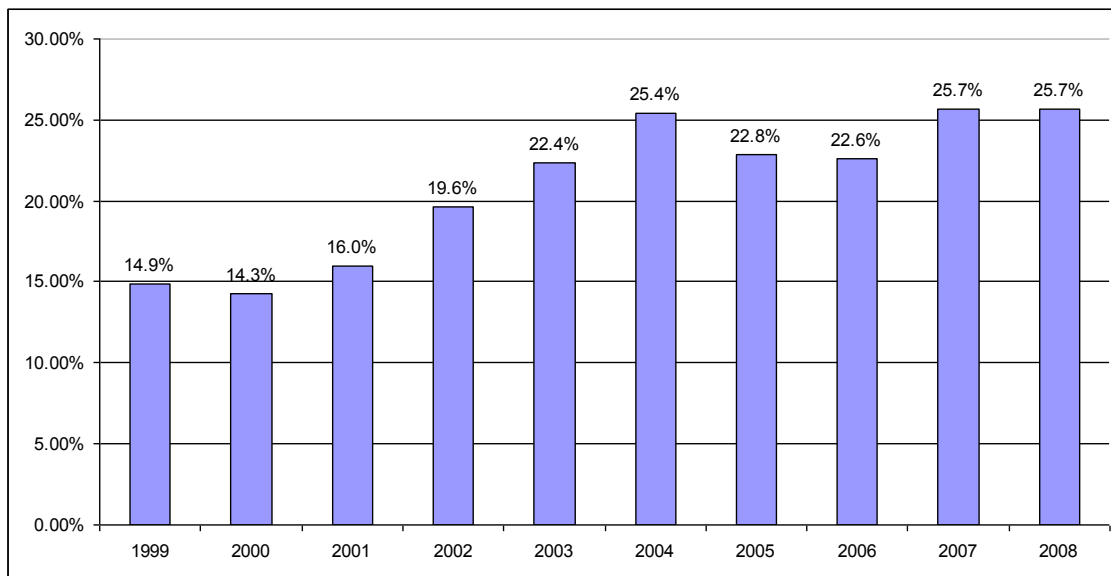
In den Jahren 1999 bis 2008 finden sich in den Aufsichtsräten von durchschnittlich 19% der 300 größten börsennotierten Unternehmen ehemalige Vorstandsmitglieder. In der

⁷⁴ Vgl. *Arellano/Bond* (1991)

⁷⁵ GMM = generalized method of moments

Gruppe der 30 größten Unternehmen sind es mehr als 47%. Es ist festzustellen, dass sich die verschiedenen Branchen hinsichtlich der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstände in den Aufsichtsräten erheblich voneinander unterscheiden. Während in durchschnittlich mehr als 30% der Unternehmen der Branchen Automobilbau, Versicherungen, Chemie und Bauwirtschaft ehemalige Vorstandsmitglieder Aufsichtsratsmandate hielten, waren es bei Unternehmen der Branchen Nahrungs-/Genussmittel, Rohstoffe, Medien und Telekommunikation weniger als 10%. Unabhängig davon, ob man die Unternehmensgröße anhand der Marktkapitalisierung oder der Bilanzsumme misst, ist festzustellen, dass insbesondere die sehr großen und die sehr kleinen Unternehmen im Sample sich erheblich von den übrigen Unternehmen unterscheiden. Während sich in den Aufsichtsräten sehr kleiner Unternehmen (Bilanzsumme <50 Mio. Euro) nur selten ehemalige Vorstände finden (<10%), ist dies in den größten Unternehmen (Bilanzsumme >10 Mrd. Euro) besonders häufig (ca. 40%) der Fall. Darüber hinaus lässt sich im Zeitraum von 1999 bis 2004 eine deutliche Steigerung des Anteils der Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat beobachten. Nach 2004 änderte sich dieser Anteil nicht mehr gravierend (siehe Abbildung 2).

Abbildung 2: Anteil der Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat



Die Abbildung zeigt den Anteil der Unternehmen des Untersuchungssamples, die in den jeweiligen Jahren ehemalige Mitglieder ihres eigenen Vorstands im Aufsichtsrat hatten.

Die bivariaten statistischen Zusammenhänge zwischen Aufsichtsratsbesetzung, Unternehmenserfolg, Unternehmensgröße, Eigentumsverhältnis, Verschuldungsgrad und verwendetem Rechnungslegungsstandard sind anhand der Korrelationskoeffizienten für den gesamten Datensatz in *Tabelle 2a und 2b* dargestellt:

Tabelle 2a: Matrix der Rangkorrelationskoeffizienten

	Median	Standardabweichung	Ehem. VM in AR mit Austrittsjahr ^a	Ehem. VM in AR mit Eintrittsjahr ^b	ROE	ROE Steigerung	ROI	ROI Steigerung	Tobin's Q	Bilanzsumme	Marktkapitalisierung	Eigentü-merdomi-nanz	Verschulungsgrad	HGB	Volatilität
Ehem. VM in AR mit Austrittsjahr ^a	0	0,421	-												
Ehem. VM in AR mit Eintrittsjahr ^b	0	0,434	0,850***	-											
ROE	0,008	0,210	-0,016	-0,021	-										
ROE-Steigerung	0,003	0,194	-0,029	-0,064**	0,372***	-									
ROI	0,000	0,107	-0,037	-0,045*	0,845***	0,282***	-								
ROI-Steigerung	0,002	0,085	-0,020	-0,045	0,351***	0,811***	0,368***	-							
Tobin's Q	-0,195	0,870	-0,077***	-0,081***	0,280***	0,049*	0,381***	0,091***	-						
Bilanzsumme in Mio. €	414,9	106.409,5	0,177***	0,197***	0,006	-0,025	-0,112***	-0,056*	-0,123***	-					
Marktkapitalisierung in Mio. €	411,9	13.493,6	0,136***	0,156***	-0,158***	-0,002	0,063**	-0,027	0,171***	0,882***	-				
Eigentü-merdomi-nanz	0	0,480	0,041	0,031	0,160***	0,016	0,181***	0,014	0,073**	-0,289***	-0,230***	-			
Verschulungsgrad	0,613	0,210	0,090***	0,104***	0,008	-0,001	-0,229***	-0,054*	-0,286***	0,612***	0,378***	-0,202***	-		
HGB	0	0,335	-0,042	-0,025	0,068**	0,008	0,106***	0,010	0,079***	0,015	-0,004	-0,004	0,067**	-	
Volatilität	0,025	0,028	-0,1223**	-0,122***	-0,067**	-0,045	-0,010	0,095***	0,035	-0,334***	-0,366***	0,090***	-0,176***	-0,105***	-
Jahr	2004	2,508	0,061**	0,035	-0,027	-0,005	-0,057*	0,031	-0,002	-0,025	-0,032	-0,053*	-0,085***	-0,418***	0,050*

Die Tabelle zeigt die bivariaten statistischen Zusammenhänge zwischen Aufsichtsratsbesetzung, Unternehmenserfolg, Unternehmensgröße, Eigentumsverhältnis, Verschuldungsgrad und verwendetem Rechnungslegungsstandard anhand der Korrelationskoeffizienten für den gesamten Datensatz. Gerechnet wurden die sog. Rangkorrelationskoeffizienten (N = 1890).

^a Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern (VM) im Aufsichtsrat (AR); Jahre, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder neu in den Aufsichtsrat berufen wurden, sind nicht berücksichtigt; Jahre, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder aus dem Aufsichtsrat ausschieden, sind berücksichtigt.

^b Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern (VM) im Aufsichtsrat (AR); Jahre, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder neu in den Aufsichtsrat berufen wurden, sind berücksichtigt; Jahre, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder aus dem Aufsichtsrat ausschieden, sind nicht berücksichtigt.

* p<0,05; ** p<0,01; *** p<0,001 (zweiseitiger Test)

Tabelle 3b: Matrix der Standardkorrelationskoeffizienten

	Arithmetisches Mittel	Standardabweichung	Ehem. VM in AR mit Austrittsjahr ^a	Ehem. VM in AR mit Eintrittsjahr ^b	ROE	ROE Steigerung	ROI	ROI Steigerung	Tobin's Q	Bilanzsumme	Marktkapitalisierung	Eigentü-merdomi-nanz	Verschulungsgrad	HGB	Volatilität
Ehem. VM in AR mit Austrittsjahr ^a	0,229	0,421	-												
Ehem. VM in AR mit Eintrittsjahr ^b	0,252	0,434	0,852***	-											
ROE	0,010	0,210	0,042*	0,035	-										
ROE Steigerung	-0,001	0,194	0,015	-0,010	0,471***	-									
ROI	0,012	0,107	0,028	0,017	0,838***	0,334***	-								
ROI Steigerung	0,002	0,085	-0,001	-0,016	0,325***	0,794***	0,437***	-							
Tobin's Q	-0,008	0,870	-0,062**	-0,065**	0,215***	0,037	0,248***	0,031	-						
Bilanzsumme in Mio. €	19.619,9	106.409,5	0,151***	0,176***	0,003	-0,017	-0,007	-0,001	-0,027	-					
Marktkapitalisierung in Mio. €	4.049,1	13.493,6	0,186***	0,187***	0,050*	0,008	0,031	0,007	0,002	0,402***	-				
Eigentü-merdomi-nanz	0,361	0,480	0,060**	0,057**	0,164***	0,023	0,208***	-0,004	0,100***	-0,121***	-0,109***	-			
Verschulungsgrad	0,592	0,210	0,077***	0,093***	0,060**	-0,020	-0,089***	-0,013	-0,316***	0,260***	0,172***	-0,173***	-		
HGB	0,128	0,335	-0,048*	-0,038	0,043*	-0,001	0,027	0,011	0,032	-0,040	-0,003	-0,035	0,098***	-	
Volatilität	0,030	0,028	-0,092***	-0,091***	-0,111***	-0,024	-0,122***	0,001	0,024	-0,040*	-0,093***	0,037	-0,064**	-0,003	-
Jahr	2004,599	2,508	0,105***	0,093***	0,001	-0,001	-0,011	-0,015	-0,002	0,024	-0,041	-0,022	-0,047*	-0,471***	-0,083***

Die Tabelle zeigt die bivariaten statistischen Zusammenhänge zwischen Aufsichtsratsbesetzung, Unternehmenserfolg, Unternehmensgröße, Eigentumsverhältnis, Verschuldungsgrad und verwendetem Rechnungslegungsstandard anhand der Korrelationskoeffizienten für den gesamten Datensatz. Gerechnet wurden die paarweisen Korrelationskoeffizienten.

^a Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern (VM) im Aufsichtsrat (AR); Jahre, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder neu in den Aufsichtsrat berufen wurden, sind nicht berücksichtigt; Jahre, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder aus dem Aufsichtsrat ausschieden, sind berücksichtigt.

^b Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern (VM) im Aufsichtsrat (AR); Jahre, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder neu in den Aufsichtsrat berufen wurden, sind berücksichtigt; Jahre, in denen ehemalige Vorstandsmitglieder aus dem Aufsichtsrat ausschieden, sind nicht berücksichtigt.

* p<0,05; ** p<0,01; *** p<0,001 (zweiseitiger Test)

Zur Prüfung der Validität wurden zusätzlich auch für jedes einzelne Jahr die Korrelationen zwischen den Variablen ermittelt. So kann zwar für den Gesamtzeitraum ein negativer Zusammenhang zwischen der Aufsichtsratsbesetzung mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern und den Erfolgsgrößen festgestellt werden, der für ROI und Tobin's Q signifikant ist. In den einzelnen Jahren variieren die Stärke und das Vorzeichen des Zusammenhanges im Bezug zu den Rentabilitätskennzahlen (ROE, ROI) jedoch ohne erkennbares Muster. Nur für die Variable Tobin's Q lässt sich ein durchgängig negativer Zusammenhang feststellen. Wie aus *Tabelle 2a* und *Tabelle 2b* ersichtlich, ist darüber hinaus für den Gesamtzeitraum ein hochsignifikanter Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und der Tendenz zur Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat zu erkennen. Auch bei Betrachtung der Einzeljahre erweist sich dieser Zusammenhang als signifikant und weist zudem jeweils dieselbe Richtung auf. Die Annahme eines systematisch positiven Zusammenhanges findet damit eine grundsätzliche Bestätigung.

Da die Korrelationstabelle auch einen statistischen Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und den betrachteten Erfolgsmaßen ausweist, kann eine Beeinflussung des Zusammenhangs zwischen der Aufsichtsratsbesetzung und dem Unternehmenserfolg durch die Unternehmensgröße nicht ausgeschlossen werden. Die Unternehmensgröße wird deshalb in den zu testenden Paneldatenmodellen als möglicher Einflussfaktor Berücksichtigung finden.

Zwischen dem Faktor Eigentümerdominanz und der Aufsichtsratsbesetzung lässt sich zunächst kein signifikanter Zusammenhang feststellen. Jedoch ist die Existenz dominierender Eigentümer zum Teil hochsignifikant positiv mit dem Unternehmenserfolg korreliert. Als möglicher Einflussfaktor ist deshalb auch die Eigentümerdominanz zu berücksichtigen.

Der Verschuldungsgrad des Unternehmens, der zugleich ein Maß für das Risiko darstellt, korreliert signifikant positiv mit der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat. Es zeigt sich darüber hinaus ein signifikant negativer Zusammenhang mit der Gesamtkapitalrentabilität und der Bewertung am Kapitalmarkt. Somit könnte der höhere Verschuldungsgrad von Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat einen Teil der Erklärung für die schlechteren Werte bei ROI und Tobin's Q liefern.

Auch wenn die verwendete Rechnungslegungsvorschrift offenbar nicht in einem statistischen Zusammenhang mit der Besetzung des Aufsichtsrates steht, zeigt sich ein Einfluss auf die ausgewählten Kenngrößen des Unternehmenserfolgs. Deshalb wird die Variable als weitere Kontrollgröße in die Regressionsmodelle integriert.

4.2 Querschnittsvergleich zwischen Unternehmen mit und ohne ehemalige Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat

Im Gegensatz zur vorherigen Analyse der Korrelationskoeffizienten zeigt die Mittelwertanalyse, mit Ausnahme der ROI-Steigerung, einen positiven Zusammenhang zwischen der Besetzung von Aufsichtsratsmandaten mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern und der Rentabilität des Unternehmens (*siehe Tabelle 3*). Allerdings ist der Unterschied zwischen den Gruppen mit Ausnahme des t-Test für die ROE-Mittelwerte nicht signifikant. Ein hochsignifikant negativer Effekt ist jedoch, wie bereits in der Korrelationsanalyse, zwischen der Aufsichtsratsbesetzung mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern und der Bewertung des Unternehmens am Kapitalmarkt festzustellen.

Tabelle 3: Mittelwertvergleiche der Modellvariablen zwischen Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat und Unternehmen ohne ehemalige Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat

Variable	Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat		Unternehmen ohne ehemalige Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat		Mittelwertvergleich		N
	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung	t-Test (t-Wert)	U-Test (z-Wert)	
ROE	0,019	0,179	-0,005	0,236	-2,053*	-0,692	2411
ROE Steigerung	0,006	0,160	-0,001	0,213	-0,701	1,050	2101
ROI	0,008	0,108	-0,001	0,132	-1,417	-0,447	2566
ROI Steigerung	0,001	0,095	0,001	0,109	0,037	0,801	2307
Tobin's Q	-0,106	0,799	0,028	0,903	3,026**	3,166**	2187
Bilanzsumme in Mio. €	52.274	201.324	11.684	62.598	-7,777***	-10,317***	2583
Marktkapitalisierung in Mio €	8.640	20.897	2.675	9.839	-9,021***	-8,357***	2239
Eigentümergebiet	0,405	0,491	0,333	0,471	-3,069**	-3,064**	2641
Verschuldungsgrad	0,626	0,191	0,583	0,231	-3,856***	-3,461***	2476
Volatilität Aktienrendite	0,025	0,013	0,032	0,031	4,586***	7,029***	2452
HGB	0,149	0,357	0,165	0,372	1,476	0,913	2403

Die Tabelle 3 stellt einen Vergleich der Mittelwerte der wichtigsten Modellvariablen zwischen Unternehmen mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat und Unternehmen ohne ehemalige Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat dar.

* p<5%; ** p<1%; *** p<0,1%

Da auch der Mittelwertvergleich bestehende multivariate Zusammenhänge nicht berücksichtigt und somit keine Aussage über die tatsächlichen Wirkungszusammenhänge zulässt, können die aufgestellten Hypothesen hiermit nicht sicher bestätigt oder widerlegt werden.

4.3 Panelmodelle

Gemäß *Arellano* und *Bond* sind die mit einem GMM-Schätzer ermittelten Koeffizienten in dynamischen Paneldatenmodellen nur dann verlässlich, wenn bestimmte Bedingungen eingehalten werden⁷⁷. Dazu schlagen die Autoren die Anwendung des Sargan-Tests (zur Feststellung der Überspezifizierung der Instrumentvariablen) sowie die Überprüfung auf Autokorreliertheit der Residuen zweiter Ordnung vor. Nur wenn beide Tests ein insignifikantes Ergebnis aufweisen, also weder eine Überspezifizierung der Instrumentvariablen noch Autokorreliertheit der Residuen zweiter Ordnung vorliegen, sind die Modelle konsistent spezifiziert. Der Test auf Autokorrelation der Residuen erster Ordnung sollte dagegen signifikant ausfallen, da andernfalls die Effizienz des Schätzers in Frage zu stellen ist.

In den verwendeten Modellen werden die Volatilität der Kursrendite der Aktie (Risiko) und die verwendete Bilanzierungsnorm (HGB bzw. IFRS/US-GAAP) als exogene Variable betrachtet, da eine kausale Beeinflussung durch den Erfolg oder andere Modellvariablen unwahrscheinlich erscheint. Alle anderen Faktoren (Aufsichtsratsbesetzung, Unternehmensgröße und Kapitalstruktur) wurden als endogen deklariert, da eine wechselseitige Beeinflussung mit dem Unternehmenserfolg logisch begründet werden kann. Als Instrumente werden die Variablenwerte der abhängigen sowie der endogenen Variablen zum Zeitpunkt t-1 (im Modell 3 zusätzlich die Variablenwerte der abhängigen Variable zum Zeitpunkt t-2) in der Form gelagter Differenzen verwendet. Der Faktor Eigentümerdominanz lässt sich nicht in geeigneter Form in das Modell integrieren, da sich der Wert aufgrund der historisch sehr stabilen Eigentümerstrukturen bei deutschen Unternehmen nur in seltenen Einzelfällen ändert⁷⁸ und von einem Schätzer, der auf ersten Differenzen basiert, deshalb nicht berücksichtigt wird.

⁷⁷ Vgl. *Arellano/Bond* (1991)

⁷⁸ Dies spiegeln sowohl die eigenen Daten wieder als auch die Ergebnisse der Studie von *Gugler und Weigand* (2003)

Tabelle 4: Modellschätzungen GMM

	Modell 1 (Tobin's Q)	Modell 2 (ROE)	Modell 3 (ROE-Steigerung)	Modell 4 (ROI)	Modell 5 (ROI-Steigerung)
Tobin's Q _{t-1}	0.011				
Tobin's Q _{t-2}	-0.966*				
ROE _{t-1}		0,140			
ROE Steigerung _{t-1}			-0.219***		
ROI _{t-1}				0.369	
ROI Steigerung _{t-1}					-0.230***
Ehem. VM in AR mit Austrittsjahr		-0.637	-0.112	0.711	-0.194
Ehem. VM in AR mit Eintrittsjahr	2,632				
ROE	-0.495				
Marktkapitalisierung (Logarithmus)	-0,557				
Bilanzsumme (Logarithmus)		-0,033	0,006	-0,651	-0,195
Verschuldung	-11,067*	1,218	-0,177	0,379	-0,879
HGB	0.169	-0.013	0.018	0.011	-0,009
Jahresbezogene Volatilität der täglichen Kursrendite der Aktie	0,770	-1,097	-1,312*	-0,574	0,646
Konstante	-0.109	0.007	-0.001	0,008	0,010
Wald (χ^2)	66,47***	26,80***	69,60***	19,77***	47,45***
Sargan (χ^2)	0,32	3,23	6,15	4,61	6,91
Arellano-Bond-Test auf Autokorrelation der Residuen erster Ordnung (z)	-2,18*	-3,03**	-13,55***	-1,92	-7,22***
Arellano-Bond-Test auf Autokorrelation der Residuen zweiter Ordnung (z)	1,01	1,83	1,11	-0,42	-0,51
N	1233	1660	1429	1773	1578

Die Tabelle zeigt die Ergebnisse Modellschätzung mittels GMM-Schätzer. Die abhängigen Variablen stehen im Spaltenkopf, die unabhängigen Variablen in der linken Spalte (oberhalb der Trennlinie).

Modell 1 umfasst Tobin's Q als unabhängige Variable, die gelagten Werte von Tobin's Q von t-1 und t-2, die jahresbezogene Volatilität der täglichen Kursrendite der Aktie und die Bilanzierungsnorm als unabhängige Variablen sowie die Mitgliedschaft ehem. Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat (einschl. Eintrittsjahr), ROE und den dekadischen Logarithmus der Marktkapitalisierung und den Verschuldungsgrad als endogene Modellvariablen. Als Instrumente wurden die gelagten Werte der abhängigen Variable und der endogenen Variablen zum Zeitpunkt t-1 verwendet.

Modell 2 umfasst ROE als unabhängige Variable, den Wert von ROE zum Zeitpunkt t-1, die jahresbezogene Volatilität der täglichen Kursrendite der Aktie und die Bilanzierungsnorm als unabhängige Variablen sowie die Mitgliedschaft ehem. Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat (einschl. Austrittsjahr), den dekadischen Logarithmus der Bilanzsumme und den Verschuldungsgrad als endogene Modellvariablen. Als Instrumente wurden die gelagten Werte der abhängigen Variable und der endogenen Variablen zum Zeitpunkt t-1 verwendet.

Modell 3 umfasst die ROE-Steigerung als unabhängige Variable, den Wert der ROE-Steigerung zum Zeitpunkt t-1, die jahresbezogene Volatilität der täglichen Kursrendite der Aktie und die Bilanzierungsnorm als unabhängige Variablen sowie die Mitgliedschaft ehem. Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat (einschl. Austrittsjahr), den dekadischen Logarithmus der Bilanzsumme und den Verschuldungsgrad als endogene Modellvariablen. Als Instrumente wurden die gelagten Werte der abhängigen Variable zum Zeitpunkt t-1 und t-2 sowie der endogenen Variablen zum Zeitpunkt t-1 verwendet.

Modell 4 umfasst ROI als unabhängige Variable, den Wert von ROI zum Zeitpunkt t-1, die jahresbezogene Volatilität der täglichen Kursrendite der Aktie und die Bilanzierungsnorm als unabhängige Variablen sowie die Mitgliedschaft ehem. Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat (einschl. Austrittsjahr), den dekadischen Logarithmus der Bilanzsumme und den Verschuldungsgrad als endogene Modellvariablen. Als Instrumente wurden die gelagten Werte der abhängigen Variable und der endogenen Variablen zum Zeitpunkt t-1 verwendet.

Modell 5 umfasst die ROI-Steigerung als unabhängige Variable, den Wert der ROI-Steigerung zum Zeitpunkt t-1, die jahresbezogene Volatilität der täglichen Kursrendite der Aktie und die Bilanzierungsnorm als unabhängige Variablen sowie die Mitgliedschaft ehem. Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat (einschl. Austrittsjahr), den dekadischen Logarithmus der Bilanzsumme und den Verschuldungsgrad als endogene Modellvariablen. Als Instrumente wurden die gelagten Werte der abhängigen Variable und der endogenen Variablen zum Zeitpunkt t-1 verwendet.

Mit dem Wald-Test wird die Signifikanz des gesamten Modells beurteilt. Er überprüft die Nullhypothese, dass alle Regressionskoeffizienten null sind. Bei Signifikanz muss ein statistischer Zusammenhang zwischen den Variablen angenommen werden.

Der Sargan-Test prüft, ob die Instrumentvariablen valide spezifiziert sind. Fällt er signifikant aus, ist das Modell falsch spezifiziert.

Der Arellano-Bond-Test auf Autokorrelation der Residuen erster Ordnung sollte signifikant sein und dient als Nachweis für die Effizienz des Schätzers.

Der Arellano-Bond-Test auf Autokorrelation der Residuen erster Ordnung muss insignifikant sein, da das Modell ansonsten nicht konsistent ist.

VM = Vorstandsmitglieder; AR = Aufsichtsrat; R1 = Residuen 1. Ordnung; R2 = Residuen 2. Ordnung

* p<0,05; ** p<0,01; *** p<0,001

In keinem der Modelle erweist sich die Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat als signifikanter Faktor zur Erklärung des Unternehmenserfolgs (siehe Tabelle 4). Somit ist zu schließen, dass der Einfluss der Aufsichtsratsbesetzung mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern keine wesentlichen Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg hat. Zur Kontrolle der Robustheit der verwendeten Modellspezifikation wurden zahlreiche Modellvarianten mit einer unterschiedlichen Einordnung der verwendeten Modellvariablen untersucht. Diese erwiesen sich jedoch zumeist als ungeeignet, da die Bedingungen nach *Arellano* und *Bond* nicht erfüllt werden konnten. Alle gültigen Modelle deuten auf ähnliche Ergebnisse hin.

Dass die Koeffizienten zum Teil ein anderes Vorzeichen aufweisen als zunächst zu erwarten gewesen war, deutet darauf hin, dass es mittelbare Einflüsse über die Kontrollvariablen gibt, die in den vorhergehenden bivariaten Analysen nicht berücksichtigt werden konnten. Besonders bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass der zunächst als signifikant gemessene negative Zusammenhang zwischen der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat und der Bewertung des Unternehmens durch die Kapitalmarktteilnehmer sich im Paneldatenmodell als nicht signifikant positiv erweist.

Im Ergebnis kann die vorliegende Untersuchung damit weder einen negativen noch einen positiven Zusammenhang zwischen der Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat und dem Unternehmenserfolg bestätigen. Sowohl die Hypothesen 1a und 2a als auch die Hypothesen 1b und 2b sind deshalb abzulehnen.

5 Diskussion

Die Ergebnisse unserer Studie zeigen, dass die Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat weder einen generell negativen noch einen generell positiven Einfluss auf die ökonomische Leistung eines Unternehmens hat. Somit lassen sich in dieser Hinsicht weder die Prognosen der Agency-Theorie, noch die der Stewardship-Theorie empirisch bestätigen. Das heißt jedoch auch, dass das seit 2009 gesetzlich geregelte pauschale Verbot des Wechsels ausscheidender Vorstandsmitgliedern in den Aufsichtsrat aus ökonomischer Sicht zumindest kritisch beurteilt werden muss.

Die vorliegenden Resultate befinden sich weitgehend im Einklang mit Ergebnissen ähnlich gelagerter Untersuchungen sowohl in Deutschland als auch in Ländern, in denen das monistische Board-System vorherrscht. Auch *Bresser* und *Valle Thiele*, mit ihrer Untersuchung zur Kontrolleffektivität ehemaliger Vorstandsvorsitzender als Aufsichts-

ratschefs, sowie *Grigoleit*, mit einer Ereignisstudie zu den Kapitalmarktreaktionen auf angekündigte Wechsel ausscheidender Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat, finden keine Belege, die die Annahmen und Prognosen der Agency-Theorie oder der Stewardship-Theorie eindeutig unterstützen⁷⁹. Ebenso weisen die vorliegenden Studien zur Auswirkung der CEO Duality hinsichtlich des Unternehmenserfolgs bislang weder einen eindeutig negativen noch einen eindeutig positiven Zusammenhang nach⁸⁰.

Dass die Aussagen der Theorien sich in der Praxis nicht bewahrheiten, kann mehrere Ursachen haben. So könnte es sein, dass die Bedeutung des Aufsichtsrates für den Unternehmenserfolg allgemein überschätzt wird. So begründet beispielsweise *Höpner* die zu beobachtende Tendenz, dass immer häufiger ehemalige Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat berufen werden, damit, dass die Bedeutung unternehmensinterner Corporate Governance Mechanismen zugunsten eines intensiveren externen Druckes durch den Kapitalmarkt und verschärfte Gesetze zurückginge⁸¹. Er argumentiert, dass der äußere Druck, einen möglichst hohen Shareholder Value zu generieren, wirksam genug sei, um die Manager zu einem entsprechenden Handeln zu motivieren. Das Interesse unternehmensexterner Stakeholder an einer direkten Möglichkeit zur Einflussnahme, zum Beispiel über Sitze im Aufsichtsrat, ginge demzufolge zurück. Als Indiz dafür kann beispielsweise der Rückgang der Anzahl an Bankenvertretern in deutschen Aufsichtsräten⁸² angeführt werden. Der steigende Anteil ehemaliger Vorstände im Aufsichtsrat wäre somit die Folge eines abnehmenden Interesses anderer Gruppen an einer Mitwirkung in den Aufsichtsräten. Wenn schließlich die Bedeutung und Einflussmöglichkeiten dieses Gremiums als gering eingeschätzt werden, wäre auch der mangelnde Widerstand der Mehrheit der Aktionäre gegen die Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder durchaus nachvollziehbar. In einer empirischen Untersuchung konnten *Dittmann, Maug* und *Schneider* zudem feststellen, dass auch die Gruppe der Bankenvertreter im Aufsichtsrat keinen erkennbaren Einfluss auf den Unternehmenserfolg ausübt⁸³. Dieses Ergebnis stützt ebenfalls die Vermutung, dass der Aufsichtsrat nicht über nennenswerte Potenziale zur Beeinflussung des Unternehmenserfolgs verfügt und dessen Besetzung aus diesem Grund weitgehend irrelevant sein könnte.

⁷⁹ Vgl. *Bresser/Valle Thiele* (2008); *Grigoleit* (2010)

⁸⁰ Vgl. *Harris/Helfat* (1998); *Muth/Donaldson* (1998).

⁸¹ Vgl. *Höpner* (2003).

⁸² Vgl. *Heinze* (2004)

⁸³ Vgl. *Dittmann/Maug/Schneider* (2008).

Konsequenterweise sollten weitere Forschungen der Frage nachgehen, ob der Aufsichtsrat in seiner derzeitigen Rolle überhaupt das Potenzial hat, einen nennenswerten Einfluss auf die Unternehmensführung und den Unternehmenserfolg auszuüben. Zu untersuchen wäre etwa, in welchem Umfang Aufsichtsräte in Deutschland in die Gestaltung der Unternehmensstrategie und in Entscheidungen der Geschäftsführung eingebunden sind. Mögliche Einschränkungen und Defizite könnten in den rechtlich vorgegebenen Kompetenzen des Aufsichtsrates, in der gesetzlich vorgeschriebenen Beteiligung von Arbeitnehmervertretern oder auch in Mängeln der Organisation begründet sein. Schon lange werden eine zu geringe Sitzungshäufigkeit, eine zu große Anzahl an Aufsichtsratsmitgliedern oder deren mangelnde Kompetenz beklagt⁸⁴. In diesem Fall erscheint es weitgehend unerheblich, mit welchen Personen der Aufsichtsrat besetzt ist. Weiterhin wäre zu untersuchen, ob Aufsichtsräte, die nicht aus dem Unternehmen kommen, tatsächlich einen größeren Anreiz zur kritischen Kontrolle des Managements haben als ehemalige Vorstandsmitglieder. Da es sich auch bei den externen Aufsehern in den meisten Fällen nicht um die Investoren selbst, sondern deren Vertreter handelt, entsteht am Ende eine Agency-Problematik, die keinen wesentlichen Unterschied zu der bei ehemaligen Vorstandsmitgliedern aufweist⁸⁵.

Neben dem möglicherweise fehlenden Einfluss des Aufsichtsrates könnten weitere, bislang nicht hinreichend berücksichtigte Faktoren bewirken, dass die empirischen Ergebnisse nicht den Prognosen der Theorien entsprechen. So ist beispielsweise zu beachten, dass die Rolle und das Verhalten von Aufsichtsratsmitgliedern auch durch andere Merkmale als ihre vormalige Mitgliedschaft im Vorstand beeinflusst werden kann. Allgemein stellt die Überwachung durch den Aufsichtsrat nur eines von vielen Elementen der Unternehmenskontrolle dar. Daneben spielen z.B. die Eigentumsverhältnisse, der Arbeitsmarkt für Manager und der Markt für die Unternehmenskontrolle eine wesentliche Rolle. Welche Konsequenzen die Aufsichtsratskontrolle für ein Unternehmen hat, erschließt sich also erst, wenn man das Zusammenspiel mit den anderen Corporate Governance-Mechanismen kennt⁸⁶. Je nach dem wie diese alternativen Mechanismen wirken, kommt dem Aufsichtsrat eine mehr oder weniger große Bedeutung zu. Allein aus einer isolierten Betrachtung des Aufsichtsrates und dessen Strukturen auf die Güte der Corporate Governance schließen zu wollen, greift vermutlich zu kurz.

⁸⁴ Vgl. *Bernhardt* (1994, 1995); *Kuck* (2006); *Schwalbach* (2004); *Theisen* (2004).

⁸⁵ Vgl. *Brickley/Coles/Jarrell* (1997); *Fallgatter* (2003).

⁸⁶ Vgl. *Agrawal/Knoeber* (1996); *Franks/Mayer* (2001)

6 Zusammenfassung und Ausblick

Unsere Studie liefert einen ersten allgemeinen Befund über die Auswirkungen, die die Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat auf die Unternehmensleistung beziehungsweise die kapitalmarktseitige Unternehmensbewertung in Deutschland haben kann. Die Ergebnisse zeigen, dass sich die aus den verbreiteten Corporate Governance-Theorien abgeleiteten, gegensätzlichen Hypothesen empirisch nicht bestätigen lassen. Deshalb sind auch daraus abgeleitete Gesetzgebungsmaßnahmen, wie sie 2009 mit der Einführung des VorstAG vorgenommen wurden, zumindest kritisch zu hinterfragen.

Eine detailliertere Forschung, zum Beispiel auch in Form von Fallstudien, könnte zusätzliche Erkenntnisse darüber liefern, welche weiteren Faktoren einen Einfluss darauf haben, ob und wie sich die Besetzung von Aufsichtsräten mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern auf ökonomische Leistungskennzahlen des Unternehmens auswirkt. Vor allem eine ganzheitliche Betrachtung des Zusammenspiels der Aufsichtsratskontrolle mit weiteren, insbesondere alternativen Corporate Governance-Mechanismen könnte in diesem Zusammenhang wertvolle Erkenntnisse liefern⁸⁷. Von verschiedenen Seiten wird darauf verwiesen, dass die Corporate Governance-Forschung in Deutschland gerade im Hinblick auf empirische Untersuchungen noch am Anfang stünde⁸⁸. Während einerseits die in Wissenschaft und Praxis auf argumentativer Ebene geführte Diskussion zahlreiche Gestaltungsempfehlungen entwickelt hat, sind auf der anderen Seite viele dieser Vorschläge in ihrer praktischen Wirkung bisher empirisch kaum oder gar nicht untersucht worden. Vor einer übereilten Umsetzung von Vorschlägen, die nur auf Modellaussagen beruhen, aber empirisch in ihrer Wirkung nicht belegt sind, muss daher, wie unsere Studie verdeutlicht, gewarnt werden. Andernfalls besteht die Gefahr, im Einzelfall begründete und unternehmerisch sinnvolle Gestaltungsentscheidungen zur Corporate Governance zu verhindern.

Es gibt durchaus Gründe für die Annahme, dass die Mitgliedschaft ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat nicht in jedem Fall negativ zu sehen ist. Eine generelle Regelung beziehungsweise ein allgemeiner Ausschluss ehemaliger Vorstandsmitglieder aus den Aufsichtsräten erscheint deshalb nicht sinnvoll. Vielmehr sollte es, dem ursprünglichen Vorschlag der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex folgend, den Unternehmen selbst, beziehungsweise deren Hauptversammlungen,

⁸⁷ Vgl. *Agrawal/Knoeber* (1996)

⁸⁸ Vgl. *Schwalbach* (2004).

überlassen bleiben, im Einzelfall unter Abwägung der spezifischen Situation zu entscheiden, ob ehemalige Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat berufen werden sollten oder nicht.

Literatur

Adams, Renée B./Ferreira, Daniel (2007): A Theory of Friendly Boards, in: *The Journal of Finance*, Vol. 62, S. 217-250.

Agrawal, Anup/Knoeber, Charles R. (1996): Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, S. 377-397.

Albach, Hans (2003), Zurück zum ehrbaren Kaufmann: Zur Ökonomie der Habgier, in: *WZB-Mitteilungen*, Heft 100, S. 37-40.

Albers, Marco (2002), *Corporate Governance in Aktiengesellschaften*, Frankfurt/M.

Andres, Christian (2008), Large Shareholders and Firm Performance: An Empirical Examination of Founding-Family Ownership, in: *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, S. 431-445.

Arellano, Manuel/Bond, Stephen (1991), Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations, in: *The Review of Economic Studies*, Vol. 58, S. 277-297.

Auge-Dickhut, Stefanie (1999), *Der Aufsichtsrat als Intermediär: Delegation von Kontrollaufgaben bei asymmetrischer Informationsverteilung*, Wiesbaden.

Baliga, B. Ram/Moyer, R. Charles/Rao, Ramesh S. (1996), CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 17, S. 41-53.

Bartov, Eli/Goldberg, Stephen R./Kim, Myungsun (2005), Comparative Value Relevance Among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective, in: *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 20, S. 95-119.

Bassen, Alexander/Kleinschmidt, Maik/Prigge, Stefan/Zöllner, Christine (2006), Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg: Empirische Befunde, in: *Die Betriebswirtschaft*, 66. Jg., S. 375-401.

Baums, Theodor (Hrsg.) (2001), *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*, Frankfurt/M.

Beck, Hanno (2003), Der intelligente Investor, in: *Frankfurter Allgemeine* vom 27.06.2003, S. 19.

Berg, Sanford V./Smith, Stanley K. (1978), CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual vs. Unitary Board Leadership, in: *Directors and Boards*, Vol. 3, S. 34-39.

Bernhardt, Wolfgang (1994): Keine Aufsicht und schlechter Rat?, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 64. Jg., S. 1341-1350.

- Bernhardt, Wolfgang* (1995), Aufsichtsrat: Die schönste Nebensache der Welt?, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht, 159. Jg., S. 310-321.
- Bhide, Amar* (1994), Efficient Markets, Deficient Governance, in: Harvard Business Review, Vol. 74, S. 128-139.
- Boyd, Brian K.* (1995), CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model, in: Strategic Management Journal, Vol. 16, S. 301-312.
- Bresser, Rudi K. F./Valle Thiele, Reynaldo* (2008), Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 78. Jg., S. 175-203.
- Bresser, Rudi K. F./Valle Thiele, Reynaldo/Biedermann, Annette/Lüdeke, Holger* (2005), Entlassung des Vorstandsvorsitzenden und Unternehmenserfolg: Eine empirische Untersuchung der größten deutschen Aktiengesellschaften, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 75. Jg., S. 1165-1192.
- Brickley, James A./Coles, Jeffrey L./Jarrell, Gregg* (1997), Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 3, S. 189-220.
- Christ, Dominique* (2009), Kontrollrisiken beim Wechsel von ehemaligen Vorstandsmitgliedern in den Aufsichtsrat, Berlin.
- Clemm, Hermann* (1996), Reform des Aufsichtsrats? Bemerkungen und Wünsche aus Wirtschaftsprüfer-Sicht, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 48. Jg., S. 269-284.
- Cromme, Gerhard* (2007), Ausführungen anlässlich der 6. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex am 6. Juli 2007 in Berlin, URL: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/Rede_Cromme_deu_6.pdf
- Cromme, Gerhard* (2004), Stand und Entwicklungen von Corporate Governance in Deutschland. Ausführungen anlässlich der 3. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex am 24. Juni 2004 in Berlin, URL: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/CGC_Konferenz_Berlin_2004_Dr_Cromme.pdf
- Daske, Holger/Gebhardt, Günther* (2006), International Financial Reporting Standards and Experts' Perceptions of Disclosure Quality, in: Abacus, Vol. 42, S. 461-498.
- Davis, James H./Schoorman, F. David/Donaldson, Lex* (1997), Toward a Stewardship Theory of Management, in: Academy of Management Review, Vol. 22, S. 20-47.
- Deutsche Börse AG* (Hrsg.) (2005), Leitfaden zum German Entrepreneurial Index GEX® der Deutschen Börse, Frankfurt.
- Deutsche Börse AG* (Hrsg.) (2008), Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, Version 6.5, Frankfurt.
- Dittmann, Ingolf/Maug, Ernst/Schneider, Christoph* (2008): Bankers on the Boards of German Firms: What They Do, What They are Worth, and Why They are (Still) There, ECGI – Finance Working Paper No. 196/2008.

- Donaldson, Lex/Davis, James H.* (1991), Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, in: *Australian Journal of Management*, Vol. 16, S. 49-64.
- Fallgatter, Michael J.* (2003), Variable Vergütung von Mitgliedern des Aufsichtsrates: Resultiert eine verbesserte Unternehmensüberwachung?, in: *Die Betriebswirtschaft*, 63. Jg., S. 703-713.
- Fama, Eugene F.* (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 88, S. 288-307.
- Fama, Eugene F./Jensen, Michael C.* (1983), Separation of Ownership and Control, in: *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, S. 301-325.
- Fraktion DIE LINKE* (2007), Gesetzentwurf zur Änderung des Aktiengesetzes. Drucksache 16/4659, Deutscher Bundestag, URL: <http://dip.bundestag.de/btd/16/046/1604659.pdf>
- Franks, Julian/Mayer, Colin* (2001), Ownership and Control of German Corporations, in: *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, S. 943-977.
- Frey, Bruno S./Osterloh, Margit* (2005), Yes, Managers should be paid like Bureaucrats, in: *Journal of Management Inquiry*, Vol. 14, S. 96-111.
- Friedman, Stewart D./Singh, Harbir* (1989), CEO Succession and Stockholder Reaction: The Influence of Organizational Context and Event Content, in: *Academy of Management Journal*, Vol. 32, S. 718-744.
- Friel, Thomas J./Doboff, Robert S.* (2009), The Last Act of a Great CEO, in: *Harvard Business Review*, Vol. 87 (January), S. 82-89.
- Gerpott, Torsten J.* (1993), Das Ausscheiden von Top-Managern nach Akquisitionen: Segen oder Fluch?, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 63. Jg., S. 1271-1295.
- Grigoleit, Jens* (2010), Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigung des Wechsels von Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat bei deutschen Unternehmen, in: *Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung*, Vol. 21, S. 131-157.
- Gugler, Klaus/Weigand, Jürgen* (2003), Is Ownership Really Endogenous? in: *Applied Economics Letters*, Vol. 10, S. 483-486.
- Harris, Dawn /Helfat, Constance E.* (1998), CEO Duality, Succession, Capabilities and Agency Theory: Commentary and Research Agenda, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 19, S. 901-904.
- Heinze, Thomas* (2004), Dynamics in the German system of corporate governance? Empirical findings regarding interlocking directorates, in: *Economy & Society*, Vol. 33, S. 218-238.
- Heussen, Benno* (2001), Interessenkonflikte zwischen Amt und Mandat bei Aufsichtsräten, in: *Neue Juristische Wochenzeitschrift*, 54. Jg., S. 708-710.
- Hofmann, Rolf* (1998), Corporate Governance. Überwachungseffizienz und Führungskompetenz in Kapitalgesellschaften, München.

- Höpner, Martin* (2003), *Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland*, Frankfurt.
- Hungenberg, Harald/Wulf, Torsten* (2006), *Führungswechsel und Strategiewandel: Eine empirische Untersuchung bei deutschen Großunternehmen*, in: *Die Unternehmung*, 60. Jg., S. 141-155.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H.* (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, S. 305-360.
- Kang, Eugene/Zardkoobi, Asghar* (2005): *Board Leadership Structure and Firm Performance*, in: *Corporate Governance: An International Journal*, Vol. 13, S. 785-799.
- Kesner, Idalene F./Dalton, Dan R.* (1986), *Boards of Directors and the Checks and (Im)Balances of Corporate Governance*, in: *Business Horizons*, Vol. 29, S. 17-23.
- Kißler, Andreas* (2006), *Koalition will Wechsel von Vorstand in Aufsichtsrat erschweren*, in: *Anleger Nachrichten*, URL: <http://www.anleger-nachrichten.de/archiv/3045-Koalition-will-Wechsel-von-Vorstand-in-Aufsichtsrat-erschweren.html>
- Kuck, Dieter* (2006), *Aufsichtsräte und Beiräte in Deutschland: Rahmenbedingungen, Anforderungen, professionelle Auswahl*, Wiesbaden.
- Lange, Oliver* (2004), *Der Wechsel aus dem Vorstand in den Aufsichtsrat*, in: *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 7. Jg., S. 265-270.
- Lindemann, Jens* (2006), *Kapitalmarktrelevanz der Rechnungslegung: Konzepte, Methodik und Ergebnisse empirischer Forschung*, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76. Jg., S. 967-1003.
- Lüthje, Bernd* (2005), *Professionelle Aufsichtsratsarbeit in Deutschland*, Manuskript, URL: http://www.sp-presse.de/download/Bellavite_Manuskript_Luethje_05.pdf
- Malik, Fredmund* (2002), *Die neue Corporate Governance*, Frankfurt/M.
- Müller, Klaus-Peter* (2009), *Ausführungen anlässlich der 8. Konferenz Deutscher Corporate Governance Kodex am 19.06.2009*, URL: http://www.corporate-governance-code.de/ger/news/rede_mueller_2009_06_19.html
- Muth, Melinda M./Donaldson, Lex* (1998), *Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach*, in: *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 6, S. 5-28.
- Neukirch, Ralf* (2006), *Große Koalition will Einfluss von Ex-Vorständen beschneiden*, in *Spiegel Online*, 19.12.2006, URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,455456,00.html>
- Pfeffer, Jeffrey* (1972), *Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment*, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 17, S. 218-228.

- Pfeffer, Jeffrey/Salancik, Gerald* (1978), *The External Control of Organizations. A Resource Dependence Perspective*, New York.
- Pi, Lynn/Timme, Stephen G.* (1993), *Corporate Control and Bank Efficiency*, in: *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, S. 515-530.
- Porter, Michael E.* (1979), *How Competitive Forces Shape Strategy*, in: *Harvard Business Review*, Vol. 57, S. 137-156.
- Rang, Reiner* (2004), *Ehemalige Vorstände als Kontrolleure*, Studie im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, URL: http://www.boeckler.de/pdf/pm_2004_11_17_studie.pdf
- Rechner, Paula L./Dalton, Dan R.* (1989), *The Impact of CEO as Board Chairperson on Corporate Performance: Evidence vs. Rhetoric*, in: *Academy of Management Executive*, Vol. 3, S. 141-143.
- Säcker, Franz J.* (2004), *Rechtliche Anforderungen an die Qualifikation und Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern*, in: *Die Aktiengesellschaft*, 49. Jg., S. 180-186.
- Salomo, Sören* (2001), *Wechsel der Spitzenführungskraft und Unternehmenserfolg*, Berlin.
- Seibert, Ulrich* (2009), *Finanzmarktkrise, Corporate Governance, Aufsichtsrat*, in: *Der Betrieb*, Heft 22, 29.05.2009, S. 1167-1171.
- Schmid, Markus M./Zimmermann, Heinz* (2008): *Should Chairman and CEO be Separated? Leadership Structure and Firm Performance in Switzerland*, in: *Schmalenbach Business Review*, Vol. 60, S. 182-204.
- Schmidt, Axel G.* (1995), *Der Einfluss der Unternehmensgröße auf die Rentabilität von Industrieunternehmen*, Wiesbaden.
- Schwalbach, Joachim* (2004), *Effizienz des Aufsichtsrats*, in: *Die Aktiengesellschaft*, 49. Jg., S. 186-190.
- Theisen, Manuel R.* (2004), *Zwölf Hürden für eine „gute Unternehmensüberwachung“ in Deutschland*, in: *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, 56. Jg., S. 480-492.
- Velte, Patrick* (2009), *Die Cooling Off-Periode: Der Wechsel von Vorstandsmitgliedern in den Aufsichtsrat*, in: *Der Aufsichtsrat*, 6. Jg., S. 160-162.
- Velte, Patrick* (2010), *Stewardship-Theorie*, in: *Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung*, Vol. 20, S. 285-293.
- v. *Werder, Axel* (2004), *Überwachungseffizienz und Unternehmensmitbestimmung*, in: *Die Aktiengesellschaft*, 49. Jg., S. 166-172.
- v. *Werder, Axel* (2011), *Neue Entwicklungen der Corporate Governance in Deutschland*, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 63. Jg., S. 48-62.

- v. *Werder, Axel/Wieczorek, Bernd J.* (2007), Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder und ihre Nominierung, in: *Der Betrieb*, 60. Jg., S. 297-303.
- Wiskow, Jobst-Hinrich* (2007), Sollen ehemalige Vorstandschefs den Aufsichtsratsessel ihrer Firma räumen?, URL: <http://www.capital.de/politik/100005594.html>
- Worrel, Dan L./Nemec, Carol/Davidson III, Wallace N.* (1997), One Hat Too Many: Key Executive Plurality and Shareholder Wealth, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 18, S. 499-507.
- Zeiss, Christoph* (2009), Straffere Regeln für Unternehmen, in: *Handelsblatt*, 26.01.2009, S. 8.

Summary

Analysing data of the 300 most important firms listed at the German stock exchange, the study tries to find empirical support for a positive or negative relation regarding to the supervisory board membership of former executive managers and firm performance or market valuation respectively. The findings show, that there is no coherent relation between supervisory board membership of former executive managers and firm performance. Thus, empirical findings do not support the arguments of either opponents or proponents of appointing former executive managers for the supervisory board.