

**Corporate Governance und Kapitalmarktperformance,
eine empirische Länderstudie**

- Der Einfluss des Boards of Directors -

Inaugural-Dissertation zur Erlangung des Grades eines Doktors der
Wirtschaftswissenschaften (Dr. rer. pol.) an der
Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung
– Otto Beisheim School of Management –
Vallendar

vorgelegt von
Dipl.-Kfm. Christopher Daniel, MBA

Erstgutachter: Professor Dr. Markus Rudolf
Zweitgutachter: Professor Dr. Thomas Hutzschenreuter

Vallendar, 19. Dezember 2005

Meinen Eltern

VORWORT

Im Frühjahr 2003 hatte ich im Rahmen eines Wahlpflichtfachs meines MBA-Kurses in Lancaster, Großbritannien, zum ersten Mal Kontakt mit der Thematik der Corporate Governance. Zwar hätte ich mir zu diesem Zeitpunkt niemals träumen lassen, dass ich eines Tages wissenschaftlich zu diesem Thema arbeiten würde, aber das Interesse war geweckt. Besonders beeindruckt hatte mich die Arbeit von La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer und Vishny (1998), die einen Zusammenhang zwischen der Rechtsfamilienzugehörigkeit eines Landes und der Ausprägung der Investorenrechte herstellte. Der Einfluss dieses Werks auf meine Promotionsarbeit ist unbestritten und an vielen Stellen erkennbar. Aus diesem Grund soll mein erster Dank an Dr. Steven Young von der Lancaster University Management School gehen. Er hat es als Dozent nicht nur verstanden, mir das Thema der Corporate Governance nahe zu bringen, er stand auch während meiner Promotionszeit als geduldiger Ansprechpartner bei inhaltlichen Fragen zur Verfügung und diente als Versuchsobjekt im Vortest meines Fragebogens.

Ganz besonderer Dank gebührt natürlich meinen akademischen Betreuern an der WHU. Professor Dr. Markus Rudolf schuf durch die Überlassung des Themas und die Möglichkeit zur externen Promotion an seinem Lehrstuhl die Rahmenbedingungen, ohne die diese Arbeit nie zustande gekommen wäre. Bei Rückfragen und Problemen fand ich immer ein offenes Ohr. Seine zahlreichen freundlichen, hilfreichen und immer konstruktiven Anregungen halfen mir sehr, meine Arbeit auf dem richtigen akademischen Weg zu halten. Vielen Dank für Ihr Engagement und die investierte Zeit! Professor Dr. Thomas Hutzschenreuter möchte ich für die Übernahme des Korreferats danken. Vor allem in der Verteidigung und der Ermunterung trug er durch kritische und gezielte Fragen dazu bei, den inhaltlichen Mehrwert meiner Arbeit zu steigern. Auch Ihnen einen herzlichen Dank! Dr. Karl-Ludwig Keiber, dem Vorsitzenden des Promotionsausschusses bei der Ermunterung, möchte ich für seine

Bereitschaft, einzelne Aspekte meiner Arbeit mit ihm zu diskutieren, ebenfalls meinen Dank aussprechen.

Besonderen Dank möchte ich auch an die World Bank und das European Corporate Governance Institute (ECGI) richten, die mich auf institutioneller Seite bei der Durchführung meiner empirischen Erhebung unterstützt haben. Auch Philip Armstrong von der Rechtsanwaltskanzlei Edward Nathan in Südafrika, der mir die wichtigsten Kontakte für die Erhebung in Afrika vermittelte, sei an dieser Stelle gedankt.

In meiner Vorstellung habe ich die Erstellung meiner Promotionsarbeit oft mit dem Segeln einer kleinen Jolle verglichen. In Perioden mit Flaute ist man unzufrieden, weil sich nichts zu bewegen scheint und auch kein Anzeichen dafür zu erkennen ist, dass es sich jemals ändern wird. Plötzlich kommt dann eine Brise auf und ehe man sich versieht, steckt man mitten im Orkan. Der Wind droht die Segel zu zerreißen und man beginnt zu zweifeln, ob man den Sturm überstehen wird ohne zu kentern. Alternativ besteht natürlich immer noch die Möglichkeit, dass einen der Wind direkt auf eine Sandbank treibt, aus der man sich erst mühsam wieder freischaukeln muss. Diese kurze Darstellung soll jedoch nicht den Eindruck vermitteln, als wäre die Erstellung einer Dissertation eine Zeit permanenter Unzufriedenheit. Das ist nicht der Fall. Die Momente, in denen das Boot an Fahrt gewinnt und man das Gefühl hat, es unter Kontrolle zu haben, sind sehr schön. Auch wenn man den Orkan ohne Kentern überstanden oder sich von der Sandbank freigeschaukelt hat, ist man zufrieden. Der schönste Moment jedoch ist das Einlaufen in den Hafen.

An dieser Stelle möchte ich allen danken, die mir auf nichtakademischer Seite Unterstützung bei meiner kleinen Segeltour gewährt haben. Da sind an erster Stelle meine Eltern, Dr. Henno und Anne Daniel, zu nennen. Ihre Unterstützung war vom ersten Moment an fabelhaft. Euch einen herzlichen Glückwunsch, nach dem Haus ist jetzt auch endlich der Sohn abbezahlt! Meine Freundin, Marei Fischera, hat den Entstehungsprozess dieser Arbeit aus der Ferne begleitet. Ihre Aufenthalte in Dublin und Guadeloupe haben sie den-

noch nicht davon abgehalten, mich durch ihre Liebe und ihren Glauben an mich zu unterstützen. Meine Urlaube an diesen Orten sind durch dich unvergesslich geworden und haben mir die Kraft gegeben, auch schwierigere Zeiten durchzustehen! Oliver Söhnlein stand mir als Freund treu zur Seite. Inzwischen auf dem Weg zum zweiten Dokortitel ist er geradezu ein Fachmann im Umgang mit akademisch bedingten Stimmungswandeln geworden und konnte in der Regel schon am Telefonklingeln meine aktuelle Gemütsverfassung erkennen. Vielen Dank für deine Geduld! Nicht fehlen darf hier auch Jan Reichelt, Kommilitone an der WHU und Mitbewohner in Köln, der nolens volens häufig als erste Anlaufstelle dienen musste, und das nicht nur bei IT-Problemen. Danke für deine gute Laune!

Christopher Daniel, im Dezember 2005

INHALTSVERZEICHNIS

EINLEITUNG	1
1. THEORETISCHE GRUNDLAGEN	6
1.1 Einleitung.....	6
1.2 Corporate Governance	8
1.2.1 Definition	8
1.2.2 Mechanismen der Corporate Governance.....	8
1.2.3 Voraussetzungen.....	9
1.2.4 Untersuchungsrahmen	9
1.3 Rechtsfamilientheorie	11
1.3.1 Einleitung.....	11
1.3.1.1 Begriff der Rechtsfamilie	12
1.3.1.2 Kontinentaleuropäischer versus Angloamerikanischer Rechtskreis.....	13
1.3.2 Entwicklung der Rechtsfamilien.....	14
1.3.2.1 Entwicklung der Kontinentaleuropäischen Rechtsfamilie .	14
1.3.2.2 Entwicklung der Angloamerikanischen Rechtsfamilie	23
1.3.2.3 Erste Forschungsfrage	26
1.4 Board of Directors.....	28
1.4.1 Einleitung.....	28
1.4.2 Typologie der Boards of Directors	28
1.4.2.1 Institutionelle Perspektive.....	29
1.4.2.2 Perspektive der Strategischen Entscheidung.....	31
1.4.2.3 Zusammenfassung.....	37
1.5 Agenturtheorie	40
1.5.1 Agenturbeziehungen	40
1.5.2 Asymmetrische Information	41
1.5.2.1 Qualitätsunsicherheit.....	41
1.5.2.2 Holdup.....	41
1.5.2.3 Moral Hazard.....	41
1.5.3 Agenturkosten	42
1.5.4 Theoriestränge der Agenturtheorie.....	42
1.5.4.1 Prinzipal-Agenten Forschung	42
1.5.4.2 Positivistische Agenturtheorie	43
1.5.5 Zweite Forschungsfrage	45
1.6 Hypothesengenerierung	47
1.6.1 Einleitung.....	47
1.6.2 Ausgewogenheit der Zusammensetzung des Boards (Board Balance).....	49
1.6.2.1 Board System (Board System)	49
1.6.2.2 Mitgliedschaft im Board (Board Membership).....	50
1.6.2.3 Mehrfache Board Mitgliedschaft (Cross-Directorship)	52
1.6.2.4 Zusammensetzung des Boards (Board Composition)	53
1.6.2.5 Non-executive Directors (Non-executive Directors).....	55
1.6.2.6 Unabhängige Directors (Independent Directors)	55

1.6.2.7	Größe des Boards (Board Size)	56
1.6.2.8	Formate der Board Treffen (Board Meetings).....	56
1.6.3	Vorsitzender des Boards (Chairman of the Board)	58
1.6.4	Entlohnung (Compensation).....	59
1.6.4.1	Allgemeine Aspekte (General Questions)	60
1.6.4.2	Executive Directors (Executive Directors)	61
1.6.4.3	Non-executive Directors (Non-executive Directors).....	64
1.6.4.4	Berichterstattung (Reporting)	64
1.6.5	Aktionäre und Hauptversammlung (Shareholders and the GM)	65
1.6.5.1	Aktionäre (Shareholders)	65
1.6.5.2	Hauptversammlung (General Meeting)	66
1.6.6	Komitees (Committees)	68
1.6.6.1	Allgemeine Aspekte der Komitees (General Committee Questions).....	68
1.6.6.2	Vorsitzender des Komitees (Chairman of the Committee).....	69
1.6.7	Audit (Audit).....	70
1.6.7.1	Allgemeine Aspekte (General Questions)	71
1.6.7.2	Externer Audit (External Audit)	71
1.6.7.3	Interner Audit (Internal Audit)	72
1.6.7.4	Leistungsbeurteilung (Performance)	73
1.6.7.5	Berichterstattung (Reporting)	73
1.6.8	Interessenkonflikte (Conflicts of Interest).....	74
1.6.8.1	Umgang mit Interessenkonflikten (Dealing with Conflicts of Interest)	74
1.6.8.2	Finanzielle Vorteile (Financial Advantage)	74
1.6.8.3	Insider Trading (Insider Trading)	75
1.6.9	Aufgaben und Verantwortlichkeiten (Tasks and Responsibilities)	76
1.6.9.1	Gesetz und Interne Regeln (Law and Internal Rules).....	76
1.6.9.2	Informationen (Information)	77
1.6.9.3	Berufliche Weiterentwicklung (Professional Development)	78
1.6.9.4	Versicherung (Insurance)	78
1.6.9.5	Übernahmen (Takeovers)	79
1.6.9.6	Finanzberichterstattung (Financial Reporting).....	80
2.	METHODE	81
2.1	Einleitung.....	81
2.2	Numerischer Rechtsvergleich	81
2.2.1	Beschreibung	81
2.2.2	Diskussion der Methode	82
2.2.2.1	Recht als Autopoietisches System	82
2.2.2.2	Komplexitätsreduktion	83
2.2.2.3	Anwendung Statistischer Methoden	83
2.2.2.4	Fokus auf Vorschriften	84
2.2.3	Beurteilung	85

3. EMPIRISCHE GRUNDLAGEN.....	86
3.1 Einleitung.....	86
3.2 Empirische Einordnung.....	86
3.2.1 Klassifikation nach Denis und McConnell (2003)	86
3.2.1.1 Nationale Corporate Governance Forschung	86
3.2.1.2 Internationale Corporate Governance Forschung	87
3.2.2 Einordnung dieser Arbeit	89
3.2.3 Wissenschaftlicher Beitrag des Dissertationsvorhabens	90
3.3 Empirische Erhebung	92
3.3.1 Einleitung.....	92
3.3.2 Studienkonzeption	92
3.3.2.1 Erhebungsart.....	92
3.3.2.2 Caveats beim Aufbau der Studie.....	92
3.3.2.3 Problem des Home Bias.....	93
3.3.2.4 Problem der Verschiedenartigkeit von Vorschriften.....	94
3.3.2.5 Problem der Auswertung	95
3.3.2.6 Beurteilung	95
3.3.3 Design des Fragebogens	97
3.3.3.1 Aufbau.....	97
3.3.3.2 Qualitätssicherung.....	97
3.3.4 Durchführung der Erhebung	98
3.3.4.1 Auswahlkriterien der Länder.....	99
3.3.4.2 Auswahlkriterien der Personen	101
3.3.4.3 Kontaktaufnahme	101
3.3.4.4 Vortest.....	102
3.3.4.5 Erhebungszeitraum	102
3.3.4.6 Verzerrungen	103
3.3.4.7 Rücklaufquote	103
3.3.4.8 Auswertungsverfahren	104
3.3.4.9 Ergebnisse	105
4. AUSWERTUNG DER ERSTEN FORSCHUNGSFRAGE	106
4.1 Einleitung.....	106
4.2 Konfirmatorische Untersuchung	106
4.2.1 Berechnungsgrundlagen	106
4.2.2 Differenz Zweier Arithmetischer Mittel	107
4.2.2.1 Ergebnisse	108
4.2.2.2 Interpretation	110
4.3 Explorative Untersuchung.....	112
4.3.1 Clusteranalyse.....	113
4.3.1.1 Bestimmung der Ähnlichkeiten.....	113
4.3.1.2 Auswahl des Fusionierungsalgorithmus	115
4.3.1.3 Bestimmung der Clusterzahl	118
4.4 Analyse.....	118
4.4.1 Zusammenfassung	122
5. AUSWERTUNG DER ZWEITEN FORSCHUNGSFRAGE	123
5.1 Einleitung.....	123
5.2 Berechnungsgrundlagen.....	123

5.2.1	Ausgestaltung der Board Charakteristika	124
5.2.2	Messung der Kapitalmarktperformance	124
5.2.3	Einführung von Kontrollvariablen.....	125
5.2.4	Verwendete Software	126
5.3	Auswertungsverfahren der Querschnittsregression	127
5.3.1	Einleitung.....	127
5.3.2	Ausgangsschätzung	127
5.3.3	Faktorenanalyse	128
5.3.3.1	Einleitung	128
5.3.3.2	Auswahl des Analyseverfahrens	128
5.3.3.3	Faktorextraktion.....	129
5.3.3.4	Faktorinterpretation	131
5.3.3.5	Einschränkungen der Faktorenanalyse	140
5.3.4	Analysemodell	141
5.3.4.1	Modellformulierung.....	141
5.3.4.2	Modellprämissen	143
5.3.5	Interpretationsgrundlagen.....	146
5.4	Analyse.....	148
5.4.1	Einleitung.....	148
5.4.2	Ein-Monats-Periode.....	148
5.4.2.1	Schätzung	148
5.4.2.2	Interpretation	156
5.4.3	Drei-Monats-Periode	161
5.4.3.1	Schätzung	161
5.4.3.2	Interpretation	165
5.4.4	Sechs-Monats-Periode	169
5.4.4.1	Schätzung	169
5.4.4.2	Interpretation	172
5.4.5	Zwölf-Monats-Periode	177
5.4.5.1	Schätzung	177
5.4.5.2	Interpretation	179
5.4.6	18-Monats-Periode	182
5.4.6.1	Schätzung	182
5.4.6.2	Interpretation	184
5.5	Übergreifende Interpretation.....	186
5.5.1	Einleitung.....	186
5.5.2	Kontrollvariablen.....	186
5.5.3	Faktoren	187
5.5.3.1	Nicht Signifikante Faktoren	187
5.5.3.2	Signifikante Faktoren.....	188
5.5.4	Zusammenfassende Beantwortung der Zweiten Forschungsfrage.....	191
5.5.5	Übertragung der Erkenntnisse.....	192
6.	EINSCHRÄNKUNGEN.....	193
6.1	Gewählter Ansatz	193
6.1.1	Beschränkung auf Vorschriften	193
6.1.2	Hypothesengenerierung	194
6.1.3	Methode des Numerischen Rechtsvergleichs	195
6.1.4	Fragebogen	195

6.1.5	Erhebungsgrundlage	196
6.2	Erste Forschungsfrage	196
6.3	Zweite Forschungsfrage	197
6.3.1	Querschnittsregression.....	197
6.3.2	Faktorenanalyse.....	198
7.	ZUSAMMENFASSUNG UND ANSÄTZE FÜR KÜNFTIGE FORSCHUNG.....	200
7.1	Zusammenfassung	200
7.1.1	Grundlagen.....	200
7.1.2	Erste Forschungsfrage	200
7.1.3	Zweite Forschungsfrage	201
7.2	Ansätze für Künftige Forschung	203
7.2.1	Erste Forschungsfrage	203
7.2.2	Zweite Forschungsfrage	204
7.2.2.1	Ansätze zur Verbesserung der Ergebnisse	204
7.2.2.2	Ausweitung des Ansatzes	205
8.	ANHANG	206
8.1	Verzeichnisse	207
8.1.1	Tabellenverzeichnis	207
8.1.2	Abbildungsverzeichnis	209
8.1.3	Abkürzungsverzeichnis	210
8.1.4	Literaturverzeichnis.....	211
8.2	Dokumentverweise	232
8.2.1	Fragebogen	232
8.2.1.1	Anschreiben	232
8.2.1.2	Allgemeine Einführung	233
8.2.1.3	Board Balance.....	235
8.2.1.4	Role of the Chairman/Director Compensation	240
8.2.1.5	Shareholders, General Meeting, Committees and Audit	244
8.2.1.6	Conflicts of Interest, Tasks and Responsibilities	249
8.2.2	Ergebnisse der Empirischen Erhebung.....	254
8.2.3	Differenz Zweier Arithmetischer Mittel	282
8.2.4	M-Koeffizient.....	290
8.2.5	Cluster	299
8.2.5.1	Single Linkage Cluster	299
8.2.5.2	Complete Linkage Cluster	300
8.2.6	Nachweis der Multikollinearität	301
8.2.7	Kommunalitäten.....	302
8.2.8	Rotierte Faktorladungsmatrix.....	304
8.2.9	Schätzgleichungen.....	319
8.2.9.1	Ein-Monats-Schätzung	319
8.2.9.2	Drei-Monats-Schätzung.....	321
8.2.9.3	Sechs-Monats-Schätzung	323
8.2.9.4	Zwölf-Monats-Schätzung.....	326
8.2.9.5	18-Monats-Schätzung	329
8.3	Lebenslauf.....	332
8.4	Formular gem. §11 Satz 2 Nr.5	334

EINLEITUNG

Im ersten Kapitel sollen Motivation und Zielsetzung sowie die Struktur und der Aufbau dieser Forschungsarbeit erläutert werden.

MOTIVATION UND ZIELSETZUNG

Die von Coombes und Watson (2000) veröffentlichte Studie "Three Surveys on Corporate Governance" zeigt, dass 15 % der europäischen institutionellen Investoren Corporate Governance als bedeutender einschätzen als die finanziellen Aussichten eines Unternehmens wie etwa Wachstumspotential oder Gewinnperformance. 22 % der europäischen Investoren sind bereit, im Durchschnitt 19 % Prämie für eine Firma mit guter Corporate Governance zu bezahlen.

Spätestens seit dem Erscheinen dieser Studie ist die Frage, ob gute Corporate Governance zu höheren Aktienrenditen führt, in das allgemeine Interesse gerückt. Eine zunehmende Anzahl von akademischen Arbeiten setzt sich mit dieser Frage auf Unternehmensebene auseinander. Untersuchungen über länderspezifische Corporate Governance Systeme sind bisher jedoch in der Minderheit. Zwar gibt es Studien, die einzelne Corporate Governance Mechanismen – wie etwa Eigentümerstruktur (siehe z. B. La Porta, Lopez-de-Silanes und Shleifer, 1999) oder gesetzlicher Schutz der Investoren (siehe z. B. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer und Vishny (LLSV), 1998) – international untersuchen. Aussagen über die Auswirkungen der Mechanismen auf die Kapitalmarktperformance eines Landes beschränken sich in der Regel aber auf qualitative Angaben. Wie aus dem Titel dieser Arbeit ersichtlich ist, möchte ich den Einfluss des Corporate Governance Mechanismus des Boards of Directors auf die Kapitalmarktperformance international untersuchen. Im Gegensatz zu früheren Arbeiten sollen hier aber auch quantitative Aussagen getroffen werden.

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle in börsennotierten Unternehmen führt unter den Annahmen von Informationsasymmetrie und nutzenmaximierenden Individuen zur Existenz der agenturtheoretisch motivierten Corporate Governance Problematik (Jensen und Meckling, 1976). Ausgehend von der Tatsache, dass das zugrunde liegende Corporate Governance Problem international identisch ist, stellt sich die Frage, warum sich die landesspezifischen Corporate Governance Systeme voneinander unterscheiden (Charkham, 1994). Allgemein geht man davon aus, dass landesspezifisch unterschiedliche Vorschriften der Kapitalmarktinstitutionen und des Gesellschaftsrechts für die Ausprägung der verschiedenen Corporate Governance Systeme verantwortlich sind (Witt, 2004). Die Rechtskreislehre wiederum liefert eine Erklärung, warum sich die Vorschriften von Land zu Land unterscheiden. Nach dieser Theorie kann jedes Land einer von vier Rechtsfamilien zugeordnet werden, die sich im Laufe der Zeit unterschiedlich entwickelt haben. Die Corporate Governance Systeme der Länder innerhalb einer Rechtsfamilie sollten sich dementsprechend relativ ähnlich sein, sich von denen anderer Rechtsfamilien jedoch unterscheiden (Reynolds und Flores, 1989; Zweigert und Kötz, 1998). Diese Theorie wird in der ersten Forschungsfrage für den Corporate Governance Mechanismus des Boards of Directors überprüft. Dazu werden 137 agenturtheoretisch motivierte Vorschriften für 49 Länder der vier Rechtsfamilien erhoben und analysiert. Dabei wird untersucht, ob sich die landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors zwischen den einzelnen Rechtsfamilien signifikant voneinander unterscheiden.

Anhand dieser Vorschriften wird in der zweiten Forschungsfrage analysiert, ob ein signifikanter Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Board of Directors Charakteristika und der Kapitalmarktperformance nachgewiesen werden kann. Der positivistischen Agenturtheorie zufolge hat das Board of Directors dann einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert, wenn es zur Reduktion der Agenturkosten beitragen kann (Witt, 2003). Dabei liegt der Beitrag des Boards in der Lösung des Agenturproblems für die Aktionäre, indem es die Anreizgestaltung für das Management übernimmt,

eine Kontrollfunktion ausübt und die Aktionärsinteressen im Unternehmen kommuniziert (Fama und Jensen, 1983).

Bevor der Aufbau dieser Arbeit erläutert wird, soll noch explizit auf eine sprachliche Besonderheit hingewiesen werden. Obwohl diese Arbeit in deutscher Sprache verfasst ist, finden sich regelmäßig einige englische Ausdrücke. Zwar wurde generell Wert darauf gelegt, die Anzahl der Anglizismen so gering wie möglich zu halten. An einigen Stellen wurde jedoch bewusst auf eine Übersetzung verzichtet, da für die Begriffe keine aussageäquivalenten Bezeichnungen in der deutschen Sprache zur Verfügung stehen. So wäre die Umschreibung des englischen Begriffs "Board of Directors" im Deutschen "die kombinierte Leitungs- und Kontrollfunktion des Vorstands und des Aufsichtsrats". Um dem internationalen Kontext gerecht zu werden und um eine zu starke inhaltliche Fokussierung auf das deutsche Board System zu vermeiden, wurde der englische Ausdruck beibehalten. Ebenso verhält es sich mit den Bezeichnungen "Board", "CEO" und "(non-)executive Director". Auch für den englischen Begriff "Corporate Governance" existiert kein deutsches Äquivalent (Witt, 2003).

STRUKTUR DER ARBEIT

Diese Arbeit umfasst sieben Kapitel und einen Anhang.

Im ersten Kapitel werden die theoretischen Grundlagen dieses Forschungsprojekts gelegt. Dazu wird zunächst der Begriff der Corporate Governance definiert und seine Mechanismen sowie die Voraussetzungen für das Auftreten der Governance Problematik erläutert. Im zweiten Abschnitt werden die Grundlagen der Rechtskreislehre erläutert und die erste Forschungsfrage formuliert. Der dritte Abschnitt verschafft anhand einer Typologisierung der verschiedenen Board of Director Theorien einen Überblick über die Rolle dieses Organs im Unternehmen und seine Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Aus diesen Theorien wird im vierten Abschnitt die positivistische Agenturtheorie als Grundlage für diese Arbeit ausgewählt und detailliert beschrieben. Im fünften Abschnitt erfolgt die Umsetzung der Forschungsfrage,

ob es einen signifikanten Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance gibt, in überprüfbare Hypothesen. Insgesamt werden 137 Hypothesen in acht Hauptgruppen vorgestellt.

Das zweite Kapitel legt die zur Beantwortung der beiden Forschungsfragen verwendete Untersuchungssystematik dar. Mit Hilfe der Methode des numerischen Rechtsvergleichs können die landesspezifisch vorgeschriebenen Board of Directors Charakteristika anhand ihrer (Nicht-)Existenz international quantitativ miteinander verglichen werden. Das Kapitel beinhaltet auch eine ausführliche Diskussion und Beurteilung dieser Methode.

Im dritten Kapitel geht es um die empirischen Grundlagen, mit deren Hilfe die benötigten Daten über die (Nicht-)Existenz landesspezifisch vorgeschriebener Board Charakteristika erhoben werden. Zunächst erfolgt die Einordnung dieser Arbeit in das von Denis und McConnell (2003) vorgestellte Klassifikationschema empirischer Corporate Governance Forschung. Im zweiten Abschnitt wird die empirische Erhebung erläutert. Dies beinhaltet eine Darstellung der methodischen Grundlagen wie Erhebungsart und Studienaufbau, deren Umsetzung im Design des Fragebogens sowie die praktische Durchführung der Erhebung, von den Auswahlkriterien der untersuchten Länder bis hin zur Rücklaufquotenstatistik und ersten Ergebnissen.

Das vierte Kapitel setzt sich mit der ersten Forschungsfrage "Unterscheiden sich die zu einer bestimmten Rechtsfamilie gehörenden Länder hinsichtlich der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors signifikant voneinander?" auseinander. Dazu werden die erhobenen Daten über die (Nicht-)Existenz landesspezifisch vorgeschriebener Board Charakteristika mittels des Ansatzes der Differenz zweier arithmetischer Mittel konfirmatorisch untersucht. Im zweiten Abschnitt dieses Kapitels wird mit einer explorativen Clusteranalyse untersucht, welche Gründe sich für das Resultat der konfirmatorischen Analyse finden lassen.

Im fünften Kapitel wird die zweite Forschungsfrage "Gibt es einen signifikanten Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance?" untersucht. Dazu werden zunächst die notwendigen Berechnungsgrundlagen erläutert, bevor im zweiten Abschnitt die Vorstellung des Analyseverfahrens zur Testung der Hypothesen erfolgt. Mittels geeigneter Auswertungsverfahren soll überprüft werden, ob die statistisch ermittelten Wirkrichtungen der empirisch erhobenen Board Charakteristika die agenturtheoretisch motivierten Hypothesen bestätigen oder widerlegen. Vor der Durchführung einer multiplen Regressionsanalyse in Form einer Querschnittsregression wird aufgrund von Multikollinearität der unabhängigen Variablen eine Faktorenanalyse vorgeschaltet. Da keine Kenntnisse über die Konstanz der erhobenen Daten besteht, muss die Analyse für verschiedene Untersuchungsperioden durchgeführt werden. Für jede Periode wird eine Gleichung geschätzt und interpretiert. Das Kapitel schließt mit einer umfassenden Interpretation über die einzelnen Zeiträume.

Das sechste Kapitel soll einen zusammenfassenden Überblick über die wesentlichen konzeptionellen Einschränkungen dieser Arbeit ermöglichen. Es ist unterteilt nach Einschränkungen, die aus dem gewählten Ansatz resultieren und die Untersuchung beider Forschungsfragen betreffen, sowie nach Einschränkungen, die sich ausschließlich auf die erste respektive zweite Forschungsfrage beziehen.

Im siebten Kapitel werden die Ergebnisse dieser Arbeit zusammengefasst und weitere Forschungsansätze aufgezeigt.

1. THEORETISCHE GRUNDLAGEN

Die Erläuterung der theoretischen Grundlagen dieses Promotionsvorhabens erfolgt in fünf Abschnitten.

1.1 EINLEITUNG

Im ersten Abschnitt werden der Begriff der Corporate Governance definiert, die Mechanismen der Corporate Governance beschrieben und die Voraussetzungen für das Auftreten der Governance Problematik erläutert. Weiterhin wird der Fokus dieser Arbeit auf das Board of Directors von börsennotierten Unternehmen gelegt.

Der zweite Abschnitt beschäftigt sich mit der Fragestellung, warum sich die Corporate Governance Strukturen der einzelnen Länder voneinander unterscheiden, wenn doch die zugrunde liegende Problematik international identisch ist. Als Erklärungsansatz dient die Rechtskreislehre. Nach der Erläuterung der grundsätzlichen Prinzipien der Rechtskreislehre wird die historische Entwicklung und internationale Verbreitung der vier großen Rechtsfamilien dargelegt. Der Abschnitt schließt mit der Forschungsfrage, ob sich die zu einer bestimmten Rechtsfamilie gehörenden Länder hinsichtlich der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors signifikant voneinander unterscheiden.

Im dritten Abschnitt wird die Rolle des Boards of Directors im Unternehmen theoretisch fundiert. Dies geschieht anhand einer Kurzdarstellung der einflussreichsten Theorien in diesem Bereich. Für jede der Theorien wird der Zusammenhang zwischen dem Board und der Kapitalmarktperformance erläutert. Der Abschnitt endet mit der Begründung der Auswahl der Agenturtheorie als Grundlage für diese Arbeit.

Der vierte Abschnitt dient zur detaillierten Erläuterung der positivistischen Agenturtheorie, beginnend mit den grundlegenden Annahmen bis hin zur

Beschreibung der einzelnen Theoriestränge in der Agenturtheorie. Der Abschnitt endet mit der Forschungsfrage, ob es einen signifikanten Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance gibt.

Im letzten Abschnitt erfolgt die Umsetzung der Forschungsfrage in überprüfbare Hypothesen. Ein Abgleich der wissenschaftlichen Literatur über den Einfluss bestimmter Board of Directors Charakteristika auf den Unternehmenswert mit existierenden Board of Director-spezifischen Vorschriften der G-10-Länder führt zu insgesamt 137 Hypothesen in acht Hauptgruppen.

1.2 CORPORATE GOVERNANCE

Zu Beginn soll definiert werden, wie der grundlegende Begriff der Corporate Governance in dieser Arbeit zu verstehen ist, welche Mechanismen unter ihm zusammengefasst werden und wann die Thematik der Corporate Governance eine Rolle spielt. Weiterhin wird der Fokus dieser Dissertation festgelegt.

1.2.1 DEFINITION

Nach Witt (2003, S. 11) gilt: "Je weiter die Agency Costs durch geeignete Governance Strukturen gesenkt werden, desto besser ist die Wettbewerbsfähigkeit des betreffenden Unternehmens. Die Corporate Governance ist demnach dann ein Erfolgsfaktor, wenn in einem Unternehmen nicht vernachlässigbar kleine Agency Costs vorliegen."

Denis und McConnell (2003, S. 1) definieren Corporate Governance als: "... set of mechanisms – both institutional and market-based – that induce the self-interested controllers of a company (those that make decisions regarding how the company will be operated) to make decisions that maximize the value of the company to its owners (the suppliers of capital)." Auch bei Shleifer und Vishny (1997, S. 737) findet sich das Ziel der Renditemaximierung: "Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment."

Unter Corporate Governance sind in dieser Arbeit die Strukturen oder Mechanismen zu verstehen, die die in einem Unternehmen anfallenden Agenturkosten minimieren und damit den Unternehmenswert für die Investoren maximieren.

1.2.2 MECHANISMEN DER CORPORATE GOVERNANCE

An die oben erläuterte Definition schließt sich die Frage an, welche Strukturen und Mechanismen unter dem Begriff der Corporate Governance zusammengefasst sind. Gompers, Ishii und Metrick (2003) sehen die Hauptmechanismen der Corporate Governance im gesetzlichen Schutz von Minderheitsaktio-

nären, im Board of Directors als Überwachungsfunktion des Managements und in einem aktiven Markt für Unternehmenskontrolle (Takeover Markt). Denis und McConnell (2003, S. 2) unterteilen die Corporate Governance Strukturen nach firmeninternen und -externen Mechanismen. Nach ihrer Ansicht zählen das Board of Directors und die Eigentümerstruktur zu den wichtigsten internen Mechanismen, während der Takeover Markt und das gesetzliche bzw. regulatorische System die wichtigsten externen Mechanismen repräsentieren.

Nach Gompers, Ishii und Metrick (2003) hängt die relative Stärke der einzelnen Mechanismen auf Landesebene von verbindlichen Vorschriften wie etwa Gesetzen oder Bestimmungen der Börsenaufsicht ab, auf Firmenebene von der spezifischen Ausgestaltung der Unternehmenssatzung. Witt (2004, S. 310) sieht dies ähnlich: "An individual firm's governance structure is shaped by the national corporate and trading laws of its home country, by capital market requirements (in case of a stock exchange listing), and by own organizational decisions within the framework of existing laws."

1.2.3 VORAUSSETZUNGEN

Jedoch tritt die Corporate Governance Problematik nicht immer zu Tage. Witt (2003, S. 5) fasst die Voraussetzungen zusammen: "... die Corporate Governance Problematik wird immer dann zu einem betriebswirtschaftlich interessanten Problem, wenn folgende drei Bedingungen zutreffen:

- (a) Es gibt Arbeitsteilung und Delegation im Unternehmen, d. h. verschiedene natürliche Personen bringen Produktionsfaktoren ein. Zwischen den beteiligten Personen besteht Informationsasymmetrie.
- (b) Die mit Produktionsfaktoren am Unternehmen beteiligten natürlichen Personen verhalten sich nicht zwangsläufig immer solidarisch, so dass es Interessenkonflikte geben kann.
- (c) Es darf nicht die Möglichkeit des Abschlusses vollständiger Verträge geben."

1.2.4 UNTERSUCHUNGSRAHMEN

Wie aus dem Titel dieser Arbeit: "Corporate Governance und Kapitalmarktperformance, eine empirische Länderstudie - der Einfluss des Boards of Direc-

tors“ ersichtlich ist, beschränke ich mich auf die theoretische und empirische Untersuchung eines der Corporate Governance Mechanismen, das Board of Directors. Um der Fragestellung einer empirischen Länderstudie gerecht zu werden, wird bei der Untersuchung der Einflussfaktoren auf das Board of Directors von firmenspezifischen Corporate Governance Regelungen in diesem Bereich abstrahiert, der Fokus wird auf den Einflussfaktoren auf Landesebene liegen.

Die zweite Einschränkung ergibt sich aus der Kapitalmarktperformance als Untersuchungsgegenstand. Da nur die börsennotierten Unternehmen am Kapitalmarkt vertreten sind, konzentriert sich meine Arbeit auf diese Spezialgruppe der Kapitalgesellschaften. Dies ist insofern von Vorteil, da davon ausgegangen werden kann, dass die von Witt (2003) postulierten Voraussetzungen für das Auftreten der Corporate Governance Problematik mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit bei börsennotierten Unternehmen gegeben sind.

1.3 RECHTSFAMILIENTHEORIE

Die Corporate Governance Forschung hat mehrfach übereinstimmend festgestellt, dass die Corporate Governance Problematik in jedem Land der Welt die gleiche ist, dass sich aber die Corporate Governance Systeme, die diese Problematik lösen sollen, von Land zu Land unterscheiden (Charkham, 1994; LLSV, 1998; Witt, 2004). Um die Ursache für die Unterschiede in den nationalen Corporate Governance Systemen herauszufinden, muss man nach Witt (2003) und Gompers, Ishii und Metrick (2003) die Frage untersuchen, ob und warum sich die Vorschriften der Kapitalmarktinstitutionen und des Gesellschaftsrechts von Land zu Land unterscheiden.

1.3.1 EINLEITUNG

Einen Erklärungsansatz für diese Fragestellung bietet die Rechtsfamilientheorie. Sie besagt, dass historisch bedingte Unterschiede zwischen einzelnen Rechtsfamilien, zu denen sich bestimmte Länder gruppieren lassen, für die unterschiedliche Entwicklung der Vorschriften der Kapitalmarktinstitutionen und des Gesellschaftsrechts verantwortlich sind.

Diese Theorie wird auch von LLSV (z. B. 1997, 1998, 1999, 2000) vertreten. Diese Dissertation ist inhaltlich und thematisch von den Werken dieser Wissenschaftler inspiriert. Um eine Vergleichbarkeit der hier gefundenen Ergebnisse mit denen von LLSV zu ermöglichen, wird die Rechtsfamilientheorie als Grundlage für die Erklärung der unterschiedlichen Corporate Governance Systeme herangezogen und im Folgenden näher erläutert.

Dabei werden zunächst die begrifflichen Grundlagen und Konzepte der Rechtskreislehre erklärt, bevor die Entwicklung der vier unterschiedlichen Rechtsfamilien erörtert wird. Für jede Rechtsfamilie wird dazu die historische Entwicklung, die Situation heute sowie die internationale Ausbreitung dargelegt. Der Abschnitt schließt mit der Vorstellung der ersten Forschungsfrage.

1.3.1.1 Begriff der Rechtsfamilie

Über die historische Entwicklung verschiedener Rechtssysteme schreiben La Porta und Lopez-de-Silanes (1998, S. 4): “Naturally, laws in different countries are typically not written from scratch, but rather transplanted – voluntarily or coincidentally – from a few legal families or traditions.”

Aufbauend auf dieser Entwicklung hat es sich die Disziplin der Rechtskreislehre in den vergleichenden Rechtswissenschaften zur Aufgabe gemacht, landesspezifische Rechtssysteme bestimmten Rechtsfamilien zuzuordnen (Reynolds und Flores, 1989; Zweigert und Kötz, 1998). “Comparative legal scholars agree that, even though no two nations’ legal systems are exactly alike, some national legal systems are sufficiently similar in certain critical aspects to permit classification of national legal systems into major families of law.” (LLSV, 1998, S. 1118).

Rechtsfamilien sind nach Weber (2000, S. 241) definiert als: “... Gruppen nationaler Rechtsordnungen, die einander historisch, systematisch oder weltanschaulich näher stehen als anderen.“ Zu den am häufigsten genannten Kriterien zur Zuordnung eines Landes zu einer bestimmten Rechtsfamilie gehören die folgenden fünf Faktoren (Zweigert und Kötz, 1977; Glendon, Gordon und Osakwe, 1994):

- (a) historischer Hintergrund und Entwicklung
- (b) charakteristische Verfahren und Überlegungen in rechtlichen Angelegenheiten
- (c) spezifische Institutionen
- (d) die anerkannten Rechtsquellen und ihre Behandlung
- (e) die Ideologie des Rechtssystems.

Die einzelnen Rechtsfamilien lassen sich anhand dieser Punkte voneinander unterscheiden und miteinander vergleichen.

1.3.1.2 Kontinentaleuropäischer versus Angloamerikanischer Rechtskreis

Auf der Makroebene wird zwischen dem kontinentaleuropäischen und dem angloamerikanischen Rechtskreis unterschieden (Glaeser und Shleifer, 2002; LLSV, 1998). Anhand ausgewählter Charakteristika sollen kurz heute bestehende wesentliche Unterschiede zwischen den beiden Rechtskreisen dargestellt werden¹.

Im kontinentaleuropäischen² Rechtskreis entstand das Rechtssystem als gelehrtes Recht an Universitäten. Eng verknüpft damit ist die deduktive Denkweise der Juristen. Im Gesetzrecht wird ausgehend vom abstrakt-generellen Rechtssatz überprüft, ob die gesetzlichen Tatbestandsmerkmale von den Tatsachen des Falls erfüllt werden (Weber, 2000). In der Regel existieren umfassende Gesetze für alle Bereiche des täglichen Lebens. Aufgabe der Richter ist die teleologische Auslegung des Rechtssatzes zur prinzipientreuen Umsetzung der Intention des Gesetzgebers. Zum kontinentaleuropäischen Rechtskreis gehören die französische, deutsche und skandinavische³ Rechtsfamilie.

Der Ursprung des Rechtssystems im angloamerikanischen Rechtskreis⁴ ist das Praktikerrecht der Anwälte. Anwalt war ein Ausbildungsberuf, erst seit dem frühen 20. Jahrhundert ist Recht als Universitätsstudiengang bekannt (Baker, 1990). Die Denkweise kann eher als induktiv beschrieben werden, es wird Fallrecht angewandt. Das bedeutet, dass, ausgehend von den Tatsachen des Einzelfalls, dieser mit anderen, bereits früher verhandelten Einzelfällen verglichen wird (Zweigert und Kötz, 1996). Viele Bereiche, die im kontinentaleuropäischen Recht durch umfassende Gesetze geregelt sind, finden im angloamerikanischen System keine Erwähnung. Die pragmatische Auslegung der

¹ Diese Einteilung bezieht sich auf säkulare Rechtskreise. Religiöse Rechtskreise, wie etwa jüdisches, hinduistisches oder muslimisches Recht beziehen sich fast ausschließlich auf Familien- und Erbschaftsrecht. Das Gesellschaftsrecht beziehen die meisten Staaten aber aus säkularen Rechtsfamilien. Nach Zweigert und Kötz (1998) und LLSV (1998) kann bei einer ökonomisch motivierten Untersuchung diese Einschränkung vorgenommen werden.

² Auch bekannt als romano-germanische oder germano-romanische Rechtsfamilie; im Englischen spricht man von civil law countries.

³ Wie später gezeigt wird, ist die Zuordnung dieser Rechtsfamilie zum kontinentaleuropäischen Rechtskreis weniger eindeutig als bei der deutschen oder französischen Rechtsfamilie.

⁴ Im Englischen spricht man von common law countries.

Gesetze erfolgt in der Regel wörtlich (Berman, 1983; Dawson, 1960). Der angloamerikanische Rechtskreis wird häufig auch als englische Rechtsfamilie bezeichnet.

1.3.2 ENTWICKLUNG DER RECHTSFAMILIEN

Um zu verstehen, aus welchen Gründen und inwiefern sich die Rechtssysteme einzelner Länder voneinander unterscheiden, müssen zwei Aspekte in Betracht gezogen werden. Im ersten Schritt muss die historische Entstehung der Rechtsfamilie, zu der ein bestimmtes Land gehört, untersucht werden. Im zweiten Schritt wird dann analysiert, warum und wie eine bestimmte Rechtsfamilie in ein Land eingeführt wurde.

1.3.2.1 Entwicklung der Kontinentaleuropäischen Rechtsfamilie

Die kontinentaleuropäische Rechtsfamilie hat ihre Ursprünge im römischen Recht, das sich zu unterschiedlichen Graden auf die französische, deutsche und skandinavische Rechtsfamilie ausgewirkt hat.

1.3.2.1.1 Römisches Recht

Im sechsten Jahrhundert ließ der römische Herrscher Justinian die Rechtsprechung in Gesetzbüchern kodifizieren. Ursprünglich hatte sich die römische Rechtsprechung als Fallrecht auf Basis von Präzedenzfällen entwickelt. Die Flexibilität dieses Ansatzes ermöglichte die schrittweise Anpassung der Rechtsprechung an aktuelle Entwicklungen und begleitete so die Entwicklung Roms von einem kleinen, vorwiegend landwirtschaftlich orientierten Stadtstaat zu einer Weltmacht. Dabei spielte formelle, institutionelle Gesetzgebung nur eine untergeordnete Rolle (Glaeser und Shleifer, 2002).

Nach Hayek (1960) verfolgte Justinian zwei persönliche Ziele mit der Kodifizierung der Rechtsprechung. Im römischen Recht stand das Gesetz über dem Individuum, während die Justinianischen Texte den Kaiser über das Recht stellten. Weiterhin eliminierte Justinian die Macht der Jurisprudenz, indem er die präzedenzfallbasierte Rechtsprechung abschaffte und niemandem außer sich selbst Gesetzgebungs- und Interpretationsmacht einräumte. Dawson (1960, S.22) charakterisiert dies folgendermaßen: "...Justinian asserted for

himself a monopoly, not only over all lawmaking power, but over legal interpretations.”

Der Justinianische Code ging jedoch im Zusammenhang mit dem Untergang des römischen Reichs verloren und wurde erst 1080 von der katholischen Kirche wieder entdeckt. Gelehrte Kirchenmänner aus Bologna adaptierten den Code, so dass er von der katholischen Kirche zur Rechtsprechung in den säkularen Gerichten eingesetzt werden konnte (Berman, 1983). Daraus lässt sich auch die unterschiedliche Entwicklung der beiden großen Rechtskreise erklären. Auf dem Kontinent hatte die katholische Kirche traditionell großen Einfluss, so dass sich der adaptierte Justinianische Code als Basis für den kontinentaleuropäischen Rechtskreis entwickelte. In England verfügte die katholische Kirche nie über einen derartigen Einfluss.

1.3.2.1.2 Französische Rechtsfamilie

1.3.2.1.2.1 Historische Entwicklung

Bis zum zwölften Jahrhundert war das französische Rechtssystem vom Gewohnheitsrecht geprägt. Unter Philip Augustus und Louis IX. wurde im 13. Jahrhundert die Entscheidung getroffen, das römisch-kanonische Recht auch für Frankreich anzuwenden. Dieser Entschluss betraf vor allem die Rolle der Richter. Unter diesem System befragten die Richter die Zeugen allein und unbeobachtet, fertigten dann Protokolle an und entschieden selbstständig über das Ergebnis des Prozesses. Die Richter waren direkt dem König untergeordnet. Dementsprechend verfügte der König über starken Einfluss auf die Richter, beispielsweise über ihre Berufung und Entlassung, aber auch mittels Gewährung von Vorteilen oder Bestechung (Glaeser und Shleifer, 2002).

Durch die Vermischung von Gewohnheitsrecht mit dem römisch-kanonischen Recht und durch den starken Einfluss der einzelnen Richter entstand eine starke Fragmentierung des französischen Rechtssystems (Dawson, 1960). Voltaire schreibt darüber: “When you travel in this Kingdom, you change legal systems as often as you change horses.” (zitiert nach Zweigert und Kötz, 1998, S. 80).

Ab dem 18. Jahrhundert verlor die Jurisprudenz an Ansehen und Integrität. Der König hatte begonnen, Richterämter an reiche Familien zu verkaufen. Derartige Richter unterstützten mit Nachdruck die Interessen der Elite und behinderten progressive Reformen. Dies ging sogar so weit, dass Erlasse des Königs sabotiert wurden: "... [the judges] ... refused to apply the new laws, interpreted them contrary to their intent, or hindered the attempts of officials to administer them." (Merryman, 1985, S. 16). Robespierre beurteilt die Situation folgendermaßen: "... the word jurisprudence ... must be effaced from our language."(zitiert nach Dawson, 1960, S. 426).

Bezüglich des Rechtssystems verfolgte die französische Revolution vornehmlich zwei Ziele. Die Jurisprudenz sollte weitgehend entmachtet und die Rolle des Staates gestärkt werden. Um dieses Ziel zu erreichen wurde eine eigenständige Gesetzestheorie entwickelt, die dem Code Napoléon von 1804 zugrunde liegt. Dieser Code stellte nicht nur die erste Rechtskodifizierung nach der Revolution dar, er ist auch die heute noch gültige Grundlage des französischen Code Civile (Dawson, 1960).

Diese Theorie besteht aus drei Kernstücken. Zum Ersten sind die Gesetzesvorlagen der Legislative vollständig und lückenlos, so dass die Richter keine Rechtsmacht durch Interpretation von Gesetzestexten haben. Zum Zweiten gibt es keine Gesetze, die miteinander in Konflikt stehen, so dass die Richter keine Rechtsmacht durch die Auswahl zwischen der Anwendung verschiedener Gesetze haben. Zum Dritten sind die Gesetzestexte eindeutig, so dass die Richter keine Rechtsmacht haben, indem sie unklaren Texten Bedeutung verleihen (Schlesinger, Baade, Damaska und Herzog, 1988). Damit erhielt die Jurisprudenz eine vornehmlich bürokratische Rolle unter Oberaufsicht des Staates. Um den Entscheidungsspielraum der Richter zu minimieren, legt der Code Napoléon auch großen Wert auf Prozessformalismus, beispielsweise bezüglich der Präsentation von Beweismitteln oder der Befragung von Zeugen.

1.3.2.1.2.2 Situation Heute

Aus heutiger Sicht weist der Code Civile immer noch einen hohen Grad an Formalismus auf, die vollständige Eliminierung der Macht der Jurisprudenz ist jedoch nicht gelungen (Merryman, 1985, 1996). Schon der Hauptherausgeber des Code Napoléon hatte erkannt, dass der Gesetzgeber nicht schnell genug handeln konnte, um alle dynamischen Veränderungen in der Gesellschaft in ein derartiges Rechtssystem zu inkorporieren. Dawson (1960) zeigt anhand von Beispielen, wie die diskretionären Handlungsspielräume der Richter während der letzten 200 Jahre schrittweise zugenommen haben. Dennoch herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass die im Code Civile verankerten Grundlagen ein relativ statisches und rigides Rechtssystem geschaffen haben (siehe z. B. Glaeser und Shleifer, 2002; Johnson, Boone, Breach und Friedman, 2000; Beck und Levine, 2004). Dieses System benötigt sehr viel Zeit, um sich an verändernde Umweltbedingungen anzupassen. LLSV (1998) sehen es als nachteilig für die Kapitalmarktentwicklung an.

1.3.2.1.2.3 Internationale Ausbreitung

Das französische Recht breitete sich in zwei Phasen auf die verschiedenen Länder aus, die heute die französische Rechtsfamilie bilden. Die erste Phase fand zu Beginn des 19. Jahrhunderts statt und entspricht den Feldzügen und Koalitionskriegen unter Napoléon. Er achtete darauf, dass der unter ihm entwickelte Code Civile in den von ihm eroberten Ländern auch zur Anwendung kam bzw. starken Einfluss auf die Gestaltung der Rechtssysteme hatte (LLSV, 1998). Zu diesen Ländern gehören Ägypten, Italien, Belgien, Holland, Spanien, Portugal, Griechenland und die Türkei.

In der zweiten Phase, der Zeit des Imperialismus gegen Ende des 19. Jahrhunderts, breitete sich die französische Rechtsfamilie durch Kolonialisierung in der gesamten Welt aus. Die Länder Zentral- und Südamerikas erhielten ihre Rechtsfamilie durch die Kolonialmächte Spanien oder Portugal. Frankreich verfügte über Kolonien im Nahen Osten, Nord- und Mittelafrika, Indochina, Ozeanien und in der Karibik (Beck und Levine, 2004).

Dabei unterscheiden sich die heutigen Rechtssysteme von Frankreich, Ländern der ersten Phase und Ländern der zweiten Phase (Merryman, 1996; Zweigert und Kötz, 1998). Der Code Napoléon stellte in Frankreich einen radikalen Umbruch mit der bisherigen Rechtstradition dar. Nachdem der Code einige Schwächen in der praktischen Anwendung zeigte, entwickelten die französischen Rechtsgelehrten Vorgehensweisen um ihn in manchen Bereichen zu umgehen: "What the judges actually did, however, was build a body of law based to some extent on earlier French law, nourished by French legal scholarship, but built largely through their own decisions." (Merryman, 1996, S. 113). Länder, die den Code Napoléon in der ersten Phase erhielten, bekamen ein noch nicht vollständig gefestigtes Werk und hatten auch aufgrund der größeren räumlichen Nähe zu Frankreich die Möglichkeit, die Methoden der französischen Richter zumindest im Ansatz zu kopieren. Für die Länder, die den Code Napoléon in der zweiten Phase erhielten, verhielt es sich anders: "...when the French exported their system they did not include the information that it really does not work that way, and they failed to include a blueprint of how it actually does work." (Merryman, 1996, S. 116). Aus diesem Grund wird das Rechtssystem in Ländern der zweiten Phase als formalismusorientierter und inflexibler angesehen als das in Frankreich selbst. Drei Gründe lassen sich dafür finden. Zum einen wurde das französische Rechtssystem den Kolonien übergestülpt, ohne dass Lösungen für Spannungen mit dem bis dato gültigen Rechtssystem berücksichtigt worden wären (Zweigert und Kötz, 1998; Berkowitz, Pistor, und Richard, 2003). Weiterhin war die Unattraktivität des Richteramts dafür verantwortlich, dass die besten Kräfte sich nicht um diese Posten bemühten und sich das Rechtssystem dementsprechend nur unzureichend weiterentwickeln konnte (Pistor und Xu, 2002). Dies wurde noch verstärkt durch die Tatsache, dass es der Code nicht vorsah, Gesetze zu interpretieren und dementsprechend an aktuelle Umstände anzupassen (Dawson, 1960).

1.3.2.1.3 Deutsche Rechtsfamilie

1.3.2.1.3.1 Historische Entwicklung

Ebenso wie die französische Rechtsfamilie wurde auch das deutsche Rechtssystem stark von den Justinianischen Gesetzen und dem römisch-kanonischen Recht beeinflusst (Beck und Levine, 2004). Dennoch fand eine andere Entwicklung als in Frankreich statt. Die Ursachen für die unterschiedliche Entwicklung sind vielfältig. Zum einen bestand Deutschland lange Zeit aus einer großen Anzahl von Kleinstaaten, der Einfluss eines allmächtigen Herrschers existierte nicht. Zum anderen war der Einfluss der katholischen Kirche in Deutschland nicht erst seit der Reformation schwächer als in Frankreich (Mitteis und Lieberich, 1992).

Für die Zeit seit dem 16. Jahrhundert ist nachgewiesen, dass Gerichte ihre Urteile öffentlich begründeten und umfassende Erklärungen für ihre Entscheidungen veröffentlichten. So war überprüfbar, wie die Richter die Anwendung verschiedener Vorschriften abwägten, Uneindeutigkeiten interpretierten und die Rechtsprechung an sich verändernde Umweltzustände anpassten (Dawson, 1960). Statt wie im französischen System den Justinianischen Text einfach überzustülpen, versuchte die deutsche Jurisprudenz, den sich verändernden Bedingungen durch dynamische Anpassungen gerecht zu werden. Überdies arbeiteten seit der Reformation auch die Rechtsfakultäten an deutschen Universitäten direkt mit den Gerichtshöfen zusammen.

Durch das Kleinstaatentum entwickelte sich in Deutschland – ähnlich wie in Frankreich – ein stark fragmentiertes Rechtssystem. Im 18. Jahrhundert hatten die beiden am weitesten entwickelten Staaten – Bayern und Preußen – bereits ihre eigene Rechtskodifizierung geschaffen. Nachdem Bismarck 1873 entschieden hatte, dass im Zuge der Schaffung des Deutschen Reiches ein deutschlandweit einheitliches Rechtssystem entstehen sollte, trat das Bürgerliche Gesetzbuch 1900 in Kraft (Beck und Levine, 2004). Die Zielsetzung des Bürgerlichen Gesetzbuches war anders als die des Code Civile: "... it was not intended to abolish prior law and substitute a new legal system; on the con-

trary, the idea was to codify those principles of German law that would emerge from careful historical study of the German legal system.” (Merryman, 1985, S. 31)

1.3.2.1.3.2 Situation Heute

Durch die geschichtliche Entwicklung der aktiven Auseinandersetzung zwischen Akademikern und Richtern und die Einbeziehung dynamischer Veränderungen war das Bürgerliche Gesetzbuch weit weniger starr und rigide als der französische Code Civile: “Whereas the Napoleonic code was designed to be immutable, the Bürgerliches Gesetzbuch was designed to evolve.” (Beck und Levine, 2004, S. 8). Auch spielten Formalismus und Machtbeschränkung der Jurisprudenz aufgrund der unterschiedlichen Erfahrungen im Vergleich zu Frankreich keine Rolle. (Glendon, Gordon und Osakwe, 1982, S. 57). Gegenüber dem französischen scheint das deutsche Rechtssystem flexibler und anpassungsfähiger. LLSV (1998) beurteilen es als vorteilhafter für die Kapitalmarktentwicklung als das französische System.

1.3.2.1.3.3 Internationale Ausbreitung

Statt wie in Frankreich durch Eroberung und Kolonialisierung erfolgte die internationale Ausbreitung der deutschen Rechtsfamilie durch Adoption. Die Schweiz und Österreich, die ihre Gesetzbücher kurz nach Deutschland entwickelten, lehnten ihre Rechtssysteme stark an das BGB an (LLSV, 1998). Japan blickte auf der Suche nach einer Vorlage für eigene Gesetzbücher Ende des 19. Jahrhunderts nach Europa und war vom systematischen Aufbau des deutschen Rechtssystems überzeugt (Zweigert und Kötz, 1998). Obwohl das japanische Rechtssystem nach dem 2. Weltkrieg stark vom angloamerikanischen System beeinflusst wurde, gehört es nach aktueller Ansicht noch zur deutschen Rechtsfamilie. Ähnlich verhielt es sich auch mit China und Taiwan, die eine stark an Deutschland orientierte Gesetzgebung zwischen 1925 und 1935 einführten. Korea schließlich erhielt seine Zugehörigkeit zur deutschen Rechtsfamilie durch die japanische Besetzung (LLSV, 1998).

1.3.2.1.4 Skandinavische Rechtsfamilie

Die skandinavische Rechtsfamilie ist die mit Abstand kleinste und am wenigsten untersuchte (Beck und Levine, 2004). Sie umfasst mit Dänemark, Schweden, Norwegen und Finnland lediglich vier Länder (Zweigert und Kötz, 1996) und weist drei Besonderheiten auf, die für viel Diskussionsstoff unter Rechtswissenschaftlern sorgen.

1.3.2.1.4.1 Historische Entwicklung

Zum Ersten ist die Zuordnung der skandinavischen Rechtsfamilie zum kontinentaleuropäischen Rechtskreis nicht ebenso eindeutig möglich wie bei der deutschen oder französischen (Weber, 2000). Die skandinavische Rechtsfamilie zeigt Gemeinsamkeiten sowohl mit dem kontinentaleuropäischen als auch mit dem angloamerikanischen Rechtskreis, so dass einige Wissenschaftler sogar so weit gehen, sie als zwischen beiden Systemen stehend zu bezeichnen (Gomard, 1961). Für eine Zugehörigkeit der skandinavischen Rechtsfamilie zum kontinentaleuropäischen Rechtskreis spricht beispielsweise, dass die vorhandene Gesetzeskodierung in Konstruktion, Diktion und Stil der deutschen oder französischen sehr ähnlich ist und sich auch die Rechtskonzepte stark ähneln. Auch verlässt sich die skandinavische Rechtsfamilie in der Rechtsprechung stark auf Gesetze und bezieht bei der Interpretation von Gesetzestexten die Intention des Gesetzgebers in die Überlegungen ein (Bogdan, 1993). Die Kodifizierung der Gesetzestexte ist jedoch weit weniger umfassend als in der deutschen oder französischen Rechtsfamilie und nicht auf einer Rechtstheorie aufgebaut (Berkowitz, Pistor und Richard, 2003). Die skandinavische Herangehensweise zeichnet sich vielmehr durch einen stark ausgeprägten Pragmatismus aus, den so genannten legal realism, bei dem Rechtsprechung stark auf Analogieschlüssen basiert (Moss, 1999). Dementsprechend werden, ähnlich wie im angloamerikanischen System, bei der Rechtsprechung häufig Präzedenzfälle zitiert, ohne dass aber der Einfluss des Fallrechts ebenso stark wie im kontinentaleuropäischen System wäre.

Zum Zweiten zeichnen sich die vier skandinavischen Länder durch eine starke gegenseitige Einflussnahme auf die Rechtssysteme aus. Dies ist weitgehend

historisch bedingt. So gehörte Norwegen von 1380 bis 1814 zu Dänemark. Die starke Ähnlichkeit beider Systeme ist auf König Christian V. zurückzuführen, der eine Kodifizierung des dänischen Gewohnheitsrechts von 1683 im Jahr 1687 auch in Norwegen einführen ließ (Berkowitz, Pistor und Richard, 2003). Von 1814 bis 1905 war Norwegen dann Teil von Schweden und stand unter dem Einfluss des heute noch gültigen schwedischen Gewohnheitsrechts von 1734. Auch nach der friedlichen Unabhängigkeit kooperierte Norwegen in der Gesetzgebung weiterhin mit Schweden. Der schwedische Einfluss lässt sich auch auf Finnland nachweisen, das vom zwölften Jahrhundert bis 1808 zu Schweden gehörte. Obwohl Finnland von 1808 bis 1917 zu Russland gehörte, behielt es seine Verbindung zur skandinavischen Rechtstradition auch während dieser Zeit und nach der Unabhängigkeit bei.

Zum Dritten ist der römisch-kanonische Einfluss auf das skandinavische Rechtssystem⁵ weit geringer als in Frankreich oder Deutschland (Berkowitz, Pistor und Richard, 2003). So scheint dieser erst ab dem 17. Jahrhundert stattgefunden zu haben und vor allem auf die akademische Ausbildung von Juristen begrenzt gewesen zu sein. Vom Mittelalter bis ins 17. Jahrhundert wurde Rechtsprechung in Skandinavien ausschließlich von einem Jurysystem mit Laien und einem Berufsrichter ausgeübt. Dabei konnte die Laienjury mit einem kollektiven Votum den Richter immer überstimmen. Ab dem 17. Jahrhundert kamen verstärkt Anwälte und Richter, die Erfahrungen an den römisch-kanonischen Gerichten gesammelt hatten, nach Schweden und begannen eine Ausbildungsinfrastruktur aufzubauen. So kam es in dieser Zeit zu ersten Fakultätsgründungen für das Fach Jura. Dennoch setzte sich der ausgebildete Jurist nur langsam im Rechtssystem durch. Für Finnland ist bis in das späte 19. Jahrhundert nachgewiesen, dass staatliche Justizbeamte in den seltensten Fällen Jura studiert hatten. In Schweden war es bis zu Beginn des 20. Jahrhunderts ungewöhnlich, dass ein Anwalt auf dem Land auch studiert hatte.

⁵ Für die Erklärung der Ursachen gibt es verschiedene Ansätze, aber noch keine allgemein anerkannte Begründung. Die meisten Vertreter gehen von der guten Alltagsbewahrung des eigenen Rechtssystems als Barriere gegen kirchliche Einflüsse aus.

1.3.2.1.4.2 Situation Heute

Über 50 % der heute in den skandinavischen Ländern existierenden Gesetze wurden erst nach 1970 erlassen. Dies zeigt einerseits, dass sich das skandinavische Rechtssystem zwar ursprünglich durch wenig umfassende Gesetzestexte und starken Pragmatismus auszeichnete, sich diesbezüglich heute aber nicht mehr so stark vom französischen oder deutschen Rechtssystem unterscheidet. Das erschwert vor allem die Beurteilung der Rechtsfamilie hinsichtlich der Bedingungen für die Kapitalmarktentwicklung in Skandinavien. So wird auf der einen Seite argumentiert, dass rechtlicher Pragmatismus vorteilhaft für die Kapitalmarktentwicklung ist, da übermäßig viele Vorschriften die Entwicklung hemmen (Glaeser, Johnson und Shleifer, 2001). Auf der anderen Seite können Vorschriften aber auch die Transaktionskosten von Einzelverträgen senken und somit die Kapitalmarktentwicklung begünstigen (Pistor und Xu, 2002). Empirische Studien wie etwa von LLSV (1998) haben gezeigt, dass das skandinavische System bezüglich der Kapitalmarktentwicklung eine Zwischenstellung zwischen dem französischen und dem englischen System einnimmt, sich aber nicht stark vom deutschen unterscheidet.

1.3.2.1.4.3 Internationale Ausbreitung

Eine internationale Ausbreitung der skandinavischen Rechtsfamilie fand nicht statt (Zweigert und Kötz, 1996).

1.3.2.2 Entwicklung der Angloamerikanischen Rechtsfamilie

1.3.2.2.1 Historische Entwicklung

Die im Vergleich zum kontinentaleuropäischen Rechtskreis unterschiedliche Entwicklung der englischen Rechtsfamilie wird allgemein durch zwei Begebenheiten erklärt (Weber 2000).

Im 11. Jahrhundert eroberten die Normannen England. Das römisch-kanonische Recht war zu diesem Zeitpunkt aber noch nicht bis nach Frankreich vorgedrungen, so dass es nicht mit nach England transportiert werden konnte. Die Normannen selbst hatten wenig Interesse, sich mit dem Rechtssystem des eroberten Landes auseinanderzusetzen. Stattdessen steckte

Heinrich II. ab dem 12. Jahrhundert viel Energie in die Entwicklung eines effizienten Verwaltungssystems, das sich allmählich auch auf das Rechtssystem auswirkte. Als die Ausbreitung des römisch-kanonischen Rechts in Kontinentaleuropa so weit fortgeschritten war, dass es nach England hätte exportiert werden können, war dort bereits ein eigenständiges, funktionierendes System installiert (van Caenegem, 1973). Aus dieser Zeit stammt auch das heute noch angewandte Jurysystem (Glaeser und Shleifer, 2002).

Obwohl die kirchlichen Gerichtshöfe auch in England während der darauf folgenden Jahrhunderte römisch-kanonisches Recht anwendeten, setzte es sich nicht als Grundlage des Staatsrechts durch. Der Grund liegt in der Trennung der anglikanischen von der römisch-katholischen Kirche, die König Heinrich VIII. herbeiführte, nachdem sich der Papst geweigert hatte, seine Ehe mit Katharina von Aragon zu annullieren (Baker, 1990). Die Anwendung römischen Rechts in England wurde vom König unter Strafe gestellt und die eigene Rechtssystematik gestärkt (Jones, 1998). In diesem Zusammenhang bemühten sich die Tudor Könige auch, die Unabhängigkeit der Richter zu beenden und die Gerichtshöfe einem direkten Einfluss des Königshauses zu unterstellen. Dieser Versuch blieb aber erfolglos und so steht seit 1688, dem Jahr der Verbannung der Tudor Dynastie, das Recht in England über dem König (Glaeser und Shleifer, 2002). Darin liegt auch die Ursache, dass als Rechtsquelle immer der Präzedenzfall anerkannt blieb und nie der Wille des Königs oder der Obrigkeit.

Die vergleichsweise früh erreichte Unabhängigkeit gestattete den Richtern große Entscheidungsspielräume und trug dazu bei, dass sie eine progressivere, weniger prozess-formalistisch orientierte Einstellung vertraten und heute noch vertreten (Schlesinger, Baade, Damaska und Herzog, 1988). Durch das Fallrecht haben sie die Möglichkeit, die gültige Rechtsprechung durch ihre Entscheidungen an sich verändernde Umweltzustände anzupassen. Sie orientieren sich an den Fakten der Einzelfälle statt an logischen Prinzipien kodifizierter Gesetzbücher. Zweigert und Kötz (1998, S. 181) charakterisieren die-

se Grundeinstellung treffend: "The life of the law has not been logic: it has been experience."

1.3.2.2 Situation Heute

Im Laufe seiner geschichtlichen Entwicklung hat sich die englische Rechtsfamilie ihre hohe Anpassungsfähigkeit durch Fallrecht und Juryentscheidungen bewahrt. Der Staat konnte nur in geringem Umfang Einfluss auf das Rechtssystem und die Rechtsprechung ausüben. Umfassende Kodifizierungen fanden generell nicht statt (LLSV, 1999).

Im letzten Jahrzehnt lässt sich jedoch ein Einfluss erkennen, der nach Meinung der Experten auf die Vereinheitlichungsbestrebungen der europäischen Union zurückzuführen ist: die Anzahl der vom Staat erlassenen Gesetze nimmt überproportional zu.

Insgesamt beurteilen LLSV (1998) das angloamerikanische Rechtssystem durch seine Flexibilität und Adaptionfähigkeit als sehr realitätsnah und sehen es damit als das günstigste System für die Kapitalmarktentwicklung an.

1.3.2.3 Internationale Ausbreitung

Das englische Rechtssystem fand, ebenso wie das französische, seine internationale Ausbreitung durch die Kolonialisierungsbewegung, die Vorgehensweise unterschied sich jedoch vollständig.

Die Engländer unterteilten ihre Kolonien in drei Arten, die eroberten, die überlassenen und die besiedelten. Unter besiedelten Kolonien verstanden sie Länder bzw. Landstriche, die vorher sehr dünn oder nicht besiedelt waren und in denen demzufolge auch kein funktionierendes Rechtssystem existierte. Hier wurde das englische Rechtssystem ab sofort installiert: "If an uninhabited country is discovered and planted by British subjects, the English laws are said to be immediately in force there; for the law is the birthright of every subject." (Story, 1833, Buch 1, Kapitel 16, § 147).

Für eroberte oder überlassene Kolonien, Länder also, die bereits ein eigenes Rechtssystem besaßen, gab es eine andere Vorgehensweise. Zwar reservierte sich England das Vorrecht, neue Gesetze zu erlassen, bestimmte aber auch, dass bis zum Erlass die bisher bestehenden Gesetze und Gebräuche voll in Kraft⁶ stünden. So kam es zu einem völlig anderen Umgang mit den nationalen Rechtssystemen als bei Kolonien mit französischer Rechtsfamilie. Die englische Rechtsfamilie erlaubte, dass lokale Gesetze fortbestanden. In den Bereichen, in denen tatsächlich Gesetze aus England übernommen wurden, kam es zu einer schrittweisen Anpassung. Konflikte zwischen dem einheimischen Recht und der englischen Rechtsfamilie konnten so gelöst werden, die ohnehin schon relativ hohe Adaptionfähigkeit des englischen Systems wurde noch weiter erhöht (Beck und Levine, 2004).

Englische Kolonien fanden sich auf der ganzen Welt, angefangen von Nordamerika und Kanada über Teile Afrikas und Asiens bis nach Australien. Dementsprechend ist die englische Rechtsfamilie heute auch in allen Bereichen der Erde zu finden.

1.3.2.3 Erste Forschungsfrage

Der Rechtskreistheorie folgend würde man bei einer vergleichenden Untersuchung der Rechtssysteme verschiedener Länder erwarten, Ähnlichkeiten zwischen den Rechtssystemen der Länder zu finden, die zu einer Rechtsfamilie gehören. Gleichzeitig würde man aufgrund der Zuordnungskriterien auch erwarten, dass sich die Rechtssysteme unterschiedlicher Rechtsfamilien voneinander unterscheiden.

Diese Vermutung haben LLSV (1998) in ihrem Werk "Law and Finance" für einen Corporate Governance Mechanismus international überprüft. Dazu wurde ein Vergleich der Rechte von Investoren in Aktiengesellschaften für 49 Länder aus den vier beschriebenen Rechtsfamilien angestellt. Die Hypothese, dass die Zugehörigkeit zu einer bestimmten Rechtsfamilie einen signifikanten

⁶ Unter der kleinen Einschränkung, dass sie nicht malum in se seien.

Einfluss auf die landesspezifische Ausgestaltung der Aktionärs- und Gläubigerrechte ausübt, konnte nicht zurückgewiesen werden.

In dieser Arbeit soll in Anlehnung an LLSV (1998) die gleiche Untersuchung für einen anderen Corporate Governance Mechanismus, das Board of Directors, erfolgen. Die entsprechende Forschungsfrage lautet:

Forschungsfrage 1: Unterscheiden sich die zu einer bestimmten Rechtsfamilie gehörenden Länder hinsichtlich der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors signifikant voneinander?

Diese Forschungsfrage soll mittels folgender zu überprüfender Hypothese beantwortet werden:

H₀: Die einzelnen Rechtsfamilien unterscheiden sich signifikant in der Ausgestaltung der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors.

1.4 BOARD OF DIRECTORS

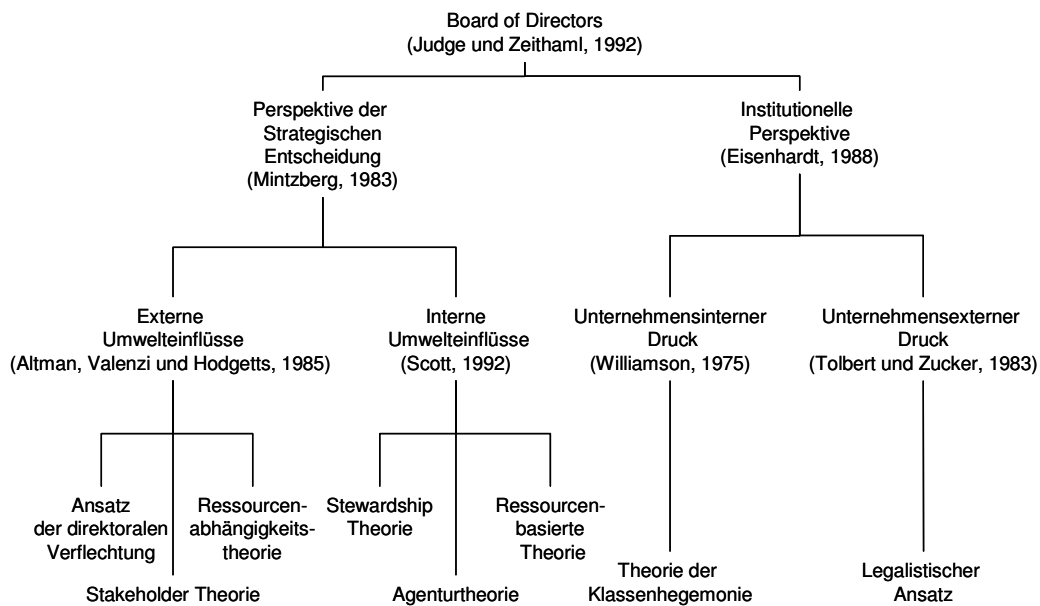
In diesem Teil soll der Zusammenhang zwischen dem Board of Directors und der Kapitalmarktperformance theoretisch fundiert werden. Dazu werden die acht einflussreichsten Theorien über die Rolle des Boards of Directors kurz vorgestellt. Weiterhin wird die Auswahl der Agenturtheorie als Grundlage für diese Arbeit begründet.

1.4.1 EINLEITUNG

Unter Kapitalmarktperformance wird generell die prozentuale Veränderung eines Kapitalmarktindizes innerhalb eines bestimmten Zeitraums verstanden. Ein Kapitalmarkt- oder auch Leitindex ist eine Kennzahl für die Entwicklung der Aktienkurse der als repräsentativ für den Kapitalmarkt eines Landes angesehenen Unternehmen. Der Aktienkurs eines Unternehmens wiederum spiegelt den Wert dieses Unternehmens wider. Um also den Zusammenhang zwischen dem Board of Directors und der Kapitalmarktperformance theoretisch zu ergründen, muss man den Einfluss des Board of Directors auf den Unternehmenswert untersuchen. Dazu werden im Folgenden die wichtigsten Theorien über die Rolle des Boards of Directors im Unternehmen diskutiert und hinsichtlich seines Beitrags zum Unternehmenswert untersucht.

1.4.2 TYPOLOGIE DER BOARDS OF DIRECTORS

Judge und Zeithaml (1992) schlagen zwei theoretische Perspektiven vor, um die Rolle von Boards of Directors im Unternehmen zu untersuchen: die institutionelle Perspektive und die Perspektive der strategischen Entscheidung. Nach Hung (1998) kann man in dieses Raster alle theoretischen Ansätze zur Erklärung der Rolle des Board of Directors einordnen (siehe Abbildung 1.1).

Abbildung 1.1: Typologie der Board Theorien nach Hung (1998)

1.4.2.1 Institutionelle Perspektive

Das theoretische Konzept der relativ deterministischen institutionellen Perspektive legt eine starke Betonung auf Normen, Werte und gesellschaftliche Einflüsse, die außerhalb der Kontrolle des Unternehmens liegen. Sie beantwortet die Frage, warum bestimmte Unternehmensstrukturen und -prozesse als Folge von Sozialisierung und Institutionalisierung entstehen. Die institutionelle Perspektive ist auch unter dem englischen Namen *intrinsic influence perspective* bekannt.

Der Fokus dieser Perspektive liegt auf den kognitiven und normativen Rahmenbedingungen, die dem Unternehmen Bedeutung und Stabilität geben. Nach Eisenhardt (1988) gibt es zwei Arten von Rahmenbedingungen, die die Rolle des Board of Directors prägen. Das sind einerseits die Einflussfaktoren, die über Druck von außen die Unternehmensstrukturen formen. Analog dazu gibt es auch die Faktoren, die über Druck von innerhalb des Unternehmens auf die Strukturen Einfluss ausüben.

Wenn die Struktur des Unternehmens über unternehmensexternen Druck entsteht, stellen diese Rahmenbedingungen nach Tolbert und Zucker (1983) Anforderungen an das Design der Organisation, dem sich die Mitglieder des Unternehmens unterwerfen müssen. Im Fall des Drucks von innerhalb des Unternehmens entwerfen nach Williamson (1975) die Topmanager das Design der Unternehmensstrukturen.

Innerhalb der institutionellen Perspektive baut die Theorie der Klassenhegemonie auf dem Konzept des unternehmensinternen Drucks auf, während der legalistische Ansatz auf der Basis des unternehmensexternen Drucks fußt.

1.4.2.1.1 Legalistischer Ansatz

Der legalistische Ansatz basiert auf dem Gesellschaftsrecht. Das Gesellschaftsrecht legitimiert das Unternehmen, indem es dieses verpflichtet, den an das Unternehmen gestellten gesellschaftlichen Anforderungen gerecht zu werden. Nach Selznik (1957) erhält das Board of Directors durch das Gesellschaftsrecht auch die Legitimation seiner Macht. Die Aufgabe des Boards liegt darin, die ihm gesetzlich anvertrauten Verantwortungen zu erfüllen. Das Board kümmert sich um die Führung des Unternehmens in Übereinstimmung mit den gesellschaftlichen Normen und Werten, ohne aber im operativen Alltagsgeschäft aktiv zu werden. Diese Aufgabe obliegt dem CEO und anderen Topmanagern.

Die Aktivitäten des Boards beinhalten dabei vorwiegend die Auswahl des CEO (Zahra und Pearce, 1989), die Beratung des Managements und die Überwachung der Unternehmensperformance im Sinne einer Interessenvertretung der Eigentümer (Louden, 1982; Chapin, 1986). Auch bemüht sich das Board, den Ruf des Unternehmens durch Erfüllung der gesellschaftlichen Ansprüche zu verbessern.

Nach diesem Ansatz ist das Board aber nicht dafür verantwortlich, Strategien oder Policen zu entwickeln. Der Einflussbereich begrenzt sich auf die Überwachung und Beurteilung von Initiativen von Seiten der Topmanager. Die Vernachlässigung des Einflusses des Boards of Directors auf die Entwicklung

oder Implementierung von Strategien stellt auch den häufigsten Kritikpunkt am legalistischen Ansatz dar.

1.4.2.1.2 Ansatz der Klassenhegemonie

Dieser Ansatz basiert auf der marxistischen Soziologie (Mace, 1971). Das Unternehmen dient den Managern als Macht habende kapitalistische Elite zur Kontrolle über soziale und ökonomische Institutionen. Nach dieser Perspektive werden nur die angesehensten Individuen dazu aufgefordert, in Boards mitzuwirken, während andere soziale Gruppen ausgeschlossen bleiben (Ratcliff, 1980). Dennoch werden die Mitglieder des Boards von den Managern ausgewählt und sind deshalb von ihnen abhängig. Drucker (1974, S. 50) beschreibt die Rolle des Boards folgendermaßen: "... the board of directors is an impotent ceremonial and legal fiction."

Die Aktivitäten des Boards sind dementsprechend darauf beschränkt, die Entscheidungen der Manager zu unterstützen und zusätzlich zu legitimieren. Da das Board vollständig auf Informationen vom Management angewiesen ist, kann es auch keine unabhängigen Entscheidungen treffen.

Die Wirkung des Boards auf die Unternehmensperformance kann im besten Fall als indirekt bezeichnet werden. Die elitäre Machtkonzentration innerhalb eines Unternehmens soll zu verstärkter Marktmacht dieses Unternehmens führen. Das Board wiederum ist ein Baustein innerhalb der elitären Machtkonzentration.

Die mangelhafte Erklärung des Zusammenhangs zwischen dem Board of Directors und der Unternehmensperformance stellt einen der Hauptkritikpunkte dieses Ansatzes dar.

1.4.2.2 Perspektive der Strategischen Entscheidung

Die weitgehend indeterministische Perspektive der strategischen Entscheidung hingegen erklärt die Entstehung bestimmter organisatorischer Strukturen durch die aus der Anpassung an die Umwelt des Unternehmens resultierenden Taten und Handlungen von Mitgliedern im Unternehmen. Nach Mintz-

berg (1983) gibt es innerhalb dieser Perspektive zwei Arten von Einflussfaktoren auf die Mitglieder im Unternehmen: interne und externe Umwelteinflüsse. Scott (1992) versteht unter internen Umwelteinflüssen sowohl die Organisationsstrukturen als auch die Art und Schwierigkeit der Aufgaben der Organisationsmitglieder. Externe Umwelteinflüsse beinhalten nach Altman, Valenzi und Hodgetts (1985) Unsicherheit, Komplexität und gesellschaftlichen Druck. Diese Perspektive ist auch unter dem englischen Namen extrinsic influence oder strategic choice perspective bekannt (Judge und Zeithaml, 1992). Innerhalb der Perspektive der strategischen Entscheidung untersuchen je drei Ansätze die externen und die internen Umwelteinflüsse.

1.4.2.2.1 Externe Umwelteinflüsse

Zu den drei Ansätzen, die sich mit den externen Umwelteinflüssen auf die Unternehmensstrukturen beschäftigen, gehören die Ressourcenabhängigkeitstheorie, der Ansatz der direktoralen Verflechtung zwischen Unternehmen und die Stakeholder Theorie.

1.4.2.2.1.1 Ressourcenabhängigkeitstheorie

Die Ressourcenabhängigkeitstheorie stammt aus der Soziologie und der Organisationstheorie. Das Unternehmen wird als offenes System gesehen, das von externen Organisationen und Umwelteinflüssen abhängt (Pfeffer und Salancik, 1978). Unternehmen bestehen aus verschiedenen Koalitionen innerhalb einer unsicheren Umwelt mit knappen Ressourcen. Ein Unternehmen erlangt Einfluss, indem es die eigene Ressourcenabhängigkeit minimiert oder die anderer Unternehmen maximiert (Pfeffer, 1981).

Die Rolle des Boards besteht vor allem darin, die Grenzen des Unternehmens zur Umwelt zu überbrücken und die Bereitstellung von Ressourcen zu sichern. Dazu gehört die Beratung des Topmanagements, die Legitimation des Unternehmens, die Kommunikation zwischen Unternehmen und Umwelt und die Bereitstellung von externen Ressourcen. Als Folge kann das Board das Topmanagement mit aktuellen und relevanten Informationen versorgen. Nach Pfeffer (1972) und Provan (1980) reduziert das Board of Directors durch die Informationsbereitstellung die Unsicherheit über die externen Einflüsse und

kann somit dazu beitragen, die Unternehmensperformance zu steigern. Ein weiterer Beitrag des Boards zur Unternehmensperformance liegt in der Reduktion der Ressourcenabhängigkeit und der daraus folgenden Senkung der Transaktionskosten (Pfeffer, 1972; Williamson, 1984). Mitglieder des Boards können aktiv zur Unternehmensstrategie beitragen, indem sie Analysen veranlassen, den CEO beraten oder Alternativen vorschlagen. Sie können jedoch nicht selbstständig Strategien entwickeln oder durchführen, da diese Aufgabe dem CEO obliegt.

Als Schwäche dieses Ansatzes wird gesehen, dass zwar eine Verknüpfung des Unternehmens mit seiner Umwelt hergestellt wird, aber keine Aussagen über die Prozesse, mit denen derartige Verknüpfungen hergestellt werden, getroffen werden.

1.4.2.2.1.2 Ansatz der Direktoralen Verflechtung zwischen Unternehmen

Dieser Ansatz ist in der Soziologie und Netzwerktheorie begründet (Granovetter, 1985) und wird häufig als Interlocking Directorates Ansatz bezeichnet. Obwohl er der Ressourcenabhängigkeitstheorie ähnelt, gibt es doch einen grundlegenden Unterschied. Während die Ressourcenabhängigkeitstheorie die Verknüpfungen des Unternehmens mit seiner Umwelt in den Vordergrund stellt, liegt der Fokus beim Interlocking Directorates Ansatz fast ausschließlich auf den Verbindungen zu Wettbewerbern.

Die direktoralen Verflechtungen können direkt oder indirekt sein. Von einem direkten Interlock wird gesprochen, wenn ein oder mehrere Mitglieder des Boards einer Firma auch gleichzeitig im Board eines anderen Unternehmens sitzen. Ein indirektes Interlock liegt vor, wenn zwei Direktoren verschiedener Unternehmen im Board einer dritten Firma sitzen (Daft, 1989).

Der Beitrag des Boards zur Unternehmensperformance liegt in der Kreation und Pflege von organisationsübergreifenden Beziehungen. Die einzelnen Directors stellen nicht nur Verknüpfungspunkte zu anderen Unternehmen dar, sie versuchen auch, die Aktivitäten der Unternehmen zu koordinieren und vorteilhafte Transaktionen zu realisieren (Penning, 1980). Die verbesserte Koor-

dination kann durch Netzwerkarbeit sowohl horizontal als auch vertikal erfolgen und reduziert die Transaktionskosten (Schoorman, Bazerman und Atkin, 1981).

Schwächen dieses Ansatzes liegen darin, dass er Reibungsverluste, wie sie durch unterschiedliche Anstrengungslevel, Konflikte oder Machtkämpfe einzelner Direktoren entstehen, nicht ausreichend berücksichtigt (Forbes und Milliken, 1999). Außerdem sind Interlocking Directorates zwischen Wettbewerbern in einigen Ländern verboten.

1.4.2.2.1.3 Stakeholder Theorie

Die Stakeholder Theorie entstand während der 60er Jahre im Zusammenhang mit einer stärker werdenden ethischen Unzufriedenheit mit dem exklusiven Privileg von Eigentümerinteressen im Unternehmen und der daraus resultierenden Diskussion über Unternehmensdemokratie. Als Stakeholder definiert Freeman (1984, S. 53): "...any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organisation's objectives." Diese Perspektive geht davon aus, dass Manager über diskretionäre Entscheidungsspielräume verfügen. Würden bestimmte Stakeholder nun bemerken, dass eine andere Gruppe von Stakeholdern prinzipiell bevorzugt wird – wie etwa Aktionäre oder das Board selbst – würden sie aufhören, mit dem Unternehmen zu interagieren und damit die Existenz des Unternehmens gefährden. Aus diesem Grund muss das Board eine geeignete Balance zwischen den Interessen der verschiedenen Stakeholder finden (Huse, 1995) oder das Verhalten bestimmter Stakeholder überwachen (Mace, 1971; Herman, 1981), um so die Existenz des Unternehmens zu sichern.

Der Beitrag des Boards zur Unternehmensperformance liegt neben der reinen Existenzsicherung des Unternehmens auch darin, dass der Fokus nicht auf kurzfristigen Finanzziele liegt, sondern eher auf der langfristigen Gesamtperformance. Weiterhin ermöglicht eine Berücksichtigung der Interessen mehrerer Stakeholder fundiertere Informationen und damit eine Reduktion

der Unsicherheit sowie eine höhere Effektivität bei der Umsetzung von Unternehmensstrategien (Pigé, 2002).

Die Schwachpunkte dieser Perspektive liegen zum einen in der Definition des Begriffs des Stakeholders. Man kann nur dann von einem Stakeholder sprechen, wenn die Nichterfüllung seiner Ansprüche die Existenz des Unternehmens bedroht. Damit werden soziale Aspekte des Unternehmens weitgehend außen vor gelassen. Weiterhin wurde in der Stakeholder Theorie zwar ein breiter Raum für die Identifikation der einzelnen Stakeholder eingeräumt, die konkreten Ansprüche der einzelnen Gruppen wurden hingegen kaum erfasst (Donaldson und Preston, 1995).

1.4.2.2 Interne Umwelteinflüsse

Neben den oben genannten Ansätzen der externen Umwelteinflüsse gibt es auch drei Theorien, die sich mit den unternehmensinternen Umwelteinflüssen innerhalb der Perspektive der strategischen Entscheidung auseinandersetzen. Dazu gehören die ressourcenbasierte Theorie, die Stewardship Theorie und die Agenturtheorie.

1.4.2.2.1 Ressourcenbasierte Theorie

Die ressourcen- oder auch wissensbasierte Theorie geht auf die Arbeit von Penrose (1959) zurück und fußt wie auch die Ressourcenabhängigkeitstheorie auf der Organisationstheorie. Die ressourcenbasierte Theorie geht von dem Prinzip aus, dass die internen Faktoren einer Firma – die Ressourcen und Fähigkeiten – wesentlich sind, um nachhaltige Wettbewerbsvorteile zu erzielen (Prahalad und Hamel, 1990). Dauerhaftes Wachstum kann nicht erreicht werden, wenn ein Unternehmen lediglich auf sich ändernde Umweltbedingungen reagiert (Hamel und Heene, 1994; Hamel und Prahalad, 1994; Sanchez, Heene und Thomas, 1996). Aus diesem Grund muss sich eine Firma kontinuierlich darum bemühen, ihre Ressourcen und Fähigkeiten auszubauen und weiterzuentwickeln. Damit kann sie nicht nur Vorteile aus sich ändernden Umweltbedingungen schöpfen, sondern auch Veränderungen proaktiv anführen und interpretieren (Barney, 1991; Kraatz und Zajac, 1996).

Das Board hat innerhalb des Unternehmens gewissermaßen eine Vorreiterrolle inne bei der Bewusstseinschaffung für die einzigartigen Ressourcen und Fähigkeiten eines Unternehmens sowie bei ihrer Verbesserung und ihrem Schutz. Nach Barney (1991) trägt das Board vor allem durch die einzigartige Kombination von Eigenschaften zum Erfolg des Unternehmens bei. Das Board kann dementsprechend als ein Bündel strategischer Ressourcen gesehen werden, das von und in dem Unternehmen genutzt werden kann, um das Topmanagement mit Erfahrung und Wissen zu unterstützen. Die Unternehmensperformance kann also durch professionelle und persönliche Erfahrungen des Boards gesteigert werden.

Dieser Ansatz hat zwei wesentliche Schwächen. Er hat eine stark erklärende, aber kaum vorhersagende Funktion (Barney, Wright und Ketchen, 2001; Foss, 1997; Miller und Shamsie, 1996; Priem und Butler, 2001). Auch wird häufig bemängelt, dass die Aussagen der ressourcenbasierten Theorie zu wenig konkret sind, um als Grundlage einer empirischen Überprüfung geeignet zu sein.

1.4.2.2.2 Stewardship Theorie

Die Stewardship Theorie hat ihre Wurzeln in der Organisationspsychologie und -soziologie. Als Consensus-Theorie geht sie von einem Menschenbild aus, in dem der Manager ein guter Steward des Unternehmens sein will. Die Manager werden in den Unternehmen von ihrem inneren Antrieb motiviert und erhalten intrinsische Befriedigung durch das erfolgreiche Erledigen von herausfordernden Aufgaben, durch das Ausüben von Verantwortung und durch die Anerkennung von Kollegen und Vorgesetzten (McClelland, 1961; Herzberg, Mauser und Snyderman, 1959). Es gibt in diesem Ansatz kein inhärentes allgemeines Problem der Motivation von Topmanagern. Manager und Aktionäre haben die gleichen Interessen, die Manager sind motiviert, im besten Interesse der Prinzipale zu handeln (Donaldson und Davis, 1991; Fox und Hamilton, 1994).

Das Board kann Einfluss auf die Unternehmensperformance nehmen, wenn es von der Unternehmensstruktur her in der Lage ist, Pläne und Strategien für

das Unternehmen zu formulieren und effektiv umzusetzen sowie für die Selbstbestimmung des Topmanagements zu sorgen (Donaldson, 1985). Je stärker Macht und Autorität in einer Person konzentriert sind, desto besser wird die Unternehmensperformance sein. Das Unternehmen kann dann von den klassischen Vorteilen einer einheitlichen Führung mit starkem Kommando profitieren. Aus diesem Grund argumentiert die Stewardship Theorie auch für ein Zusammenlegen der Rollen des Chairman des Boards und des CEO (Donaldson, 1990a, 1990b; Barney 1990).

Der am häufigsten genannte Kritikpunkt an der Stewardship Theorie ist, dass das Menschenbild des Managers als zu idealistisch gesehen und das Zusammenspiel zwischen Ideologie, Rolle und Macht vernachlässigt wird (Tricker, 1994).

1.4.2.2.3 Agenturtheorie

Die Agenturtheorie gilt heute als die am häufigsten herangezogene Grundlage, nicht nur, um den Beitrag von Boards of Directors zur Unternehmensperformance zu untersuchen (Zahra und Pearce, 1989), sondern auch für die Corporate Governance Forschung (Denis und McConnell, 2003). Auch die Arbeit von LLSV (1998), der, wie bereits erwähnt, meine Dissertation inhaltlich und thematisch nahe steht, verwendet diese Theorie. Aus diesen Gründen soll die Agenturtheorie als Grundlage für die Erklärung des Zusammenhangs zwischen Board of Directors und Kapitalmarktperformance dienen.

1.4.2.3 Zusammenfassung

Ein zusammenfassender Überblick über die Board of Directors Theorien und die Rolle dieses Organs im Unternehmen findet sich in Tabelle 1.1.

Tabelle 1.1: Schematische Übersicht über Board of Directors Theorien

Theorie	Grundgedanke	Ursprung	Rolle des Boards	Aktivitäten des Boards	Wirkung auf Unternehmenswert	Kritikpunkt(e)
Legalistischer Ansatz	Unternehmen muss den gestellten gesellschaftlichen Anforderungen gerecht werden	Gesellschaftsrecht	Erfüllung der gesetzlich anvertrauten Verantwortungen	Auswahl des CEO, Beratung des Managements Überwachung der Unternehmensperformance	Durch die Erfüllung der gesetzlich anvertrauten Verantwortungen	Wirkung auf Unternehmenswert zu unkonkret Vernachlässigung des Einflusses des Boards of Directors auf Strategie
Theorie der Klassenhegemonie	Unternehmen als Mittel der Macht habenden kapitalistischen Elite zur Kontrolle über soziale und ökonomische Institutionen	Marxistische Soziologie	Zeremoniell	Unterstützung der Interessen der Manager Legitimation der Entscheidungen des Managements	Elitäre Machtkonzentration führt zu Marktmacht Board als Baustein der Machtkonzentration	Wirkung des Boards auf Unternehmenswert unzureichend erklärt
Ressourcenabhängigkeitstheorie	Unternehmen als offenes System abhängig von externen Einflüssen Ziel: Minimierung der Ressourcenabhängigkeit	Soziologie Organisationstheorie	Verknüpfung des Unternehmens mit Umwelt	Bereitstellung von Ressourcen, Beratung, Information	Reduktion der Unsicherheit durch Informationsbereitstellung Verknüpfung mit Umwelt reduziert Transaktionskosten	Keine Aussagen über Prozesse, mit denen Verknüpfungen zur Umwelt hergestellt werden
Ansatz der direktoralen Verflechtung	Wie bei Ressourcenabhängigkeitstheorie	Soziologie Netzwerktheorie	Koordination von Unternehmen durch gegenseitige Mitgliedschaft in Boards	Pflege organisationsübergreifender Beziehungen Realisierung vorteilhafter Transaktionen	Koordination reduziert Transaktionskosten	Reibungsverluste nicht berücksichtigt Interlocks in manchen Ländern verboten

Theorie	Grundgedanke	Ursprung	Rolle des Boards	Aktivitäten des Boards	Wirkung auf Unternehmenswert	Kritikpunkt(e)
Stakeholder Theorie	Unternehmen abhängig von verschiedenen Stakeholdern Ziel: Interaktion aller Stakeholder mit Unternehmen	Diskussion über Unternehmensdemokratie	Herstellung der Balance zwischen widersprüchlichen Interessen verschiedener Stakeholder	Verhaltensüberwachung einzelner Stakeholder Informationsbereitstellung	Betonung der langfristigen Gesamtperformance Höhere Effizienz durch vollständigere Information	Soziale Aspekte des Unternehmens unberücksichtigt Ansprüche der Stakeholder unkonkret
Ressourcenbasierte Theorie	Ressourcen und Fähigkeiten des Unternehmens unabdingbar für nachhaltigen Wettbewerbsvorteil	Organisationstheorie	Board als Bündel von Ressourcen zur Nutzung durch Unternehmen	Bewusstseins-schaffung für Ressourcen und Fähigkeiten, Verbesserung und Schutz Unterstützung des Topmanagements durch Beratung	Steigerung des Unternehmenswerts durch professionelle und persönliche Erfahrungen des Boards	Erklärende, aber nicht vorhersagende Funktion Zu unkonkret für empirische Überprüfung
Stewardship Theorie	Trennung von Eigentum (Aktionär) und Kontrolle (Manager) im Unternehmen Kein Interessenkonflikt	Organisationspsychologie Organisationssoziologie	Strategisch	Formulierung und Umsetzung von Plänen und Strategien Selbstbestimmung des Topmanagements	Klassische Vorteile einheitlicher Führung mit starkem Kommando	Zu idealistisches Bild des Managers Vernachlässigung des Zusammenspiels von Macht, Rolle und Ideologie
Agenturtheorie (Positivistischer Ansatz)	Trennung von Eigentum (Aktionär) und Kontrolle (Manager) im Unternehmen Interessenkonflikt	Finanzwissenschaften Volkswirtschaftslehre	Lösung der Agenturproblematik für Aktionäre durch Kontrolle	Anreizgestaltung für und Kontrolle von Topmanagern Kommunikation der Aktionärsinteressen	Durch Reduktion der Agenturkosten	Zu pessimistisches Bild des Managers Geringer mathematischer Rigor

1.5 AGENTURTHEORIE

In diesem Abschnitt wird die als Grundlage dieser Arbeit ausgewählte positivistische Agenturtheorie im Detail erläutert. Dies umfasst die Darstellung der grundlegenden Annahmen in der Agenturbeziehung sowie eine Beschreibung der einzelnen Theoriestränge in der Agenturtheorie. Der Abschnitt mündet in die Forschungsfrage, ob es einen signifikanten Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance gibt.

1.5.1 AGENTURBEZIEHUNGEN

Die Agenturtheorie hat ihren Ursprung in den Finanzwissenschaften und der Volkswirtschaftslehre. Davis, Schoorman und Donaldson (1997, S. 24) beschreiben sie folgendermaßen: “Agency theory provides a useful way of explaining relationships where the parties’ interests are at odds and can be brought more into alignment through proper monitoring.”

In dieser Theorie ist der Prinzipal der Auftraggeber, der den Agenten mit einer Aufgabe betraut. Aus dieser Agenturbeziehung resultiert nach Jensen und Meckling (1976, S. 308) ein Agenturproblem: “We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal) engage another person (agent) to perform some service on their behalf, which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.”

Das bedeutet, dass der Agent seinen persönlichen Nutzen maximieren kann, indem er opportunistisch eigene Interessen auf Kosten des Prinzipals verfolgt (Jensen und Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama und Jensen, 1983). Diese Agenturproblematik kann auf zwei verschiedene Aspekte in der Prinzipal-Agenten Beziehung zurückgeführt werden. Zum einen kann das Agenturproblem aus verschiedenen Risikoeinstellungen des Agenten und des Prinzipals resultieren. Prinzipal und Agent können unterschiedliche Aktionen bevorzugen, wenn sich die Risikoeinstellungen unterscheiden (Eisenhardt, 1989). Zum anderen kann dieser Konflikt auch entstehen, wenn es einen Zielkonflikt zwischen den Interessen des Prinzipals und des Agenten gibt und es teuer oder schwierig für den Prinzipal ist, den Agenten zu überwachen.

1.5.2 ASYMMETRISCHE INFORMATION

Damit sind auch spezifische Annahmen über Informationen getroffen. Informationen stehen in der Agenturtheorie prinzipiell nicht allen Akteuren vollständig und kostenlos zur Verfügung, sie sind vielmehr asymmetrisch verteilt. Der Begriff der asymmetrischen Information stammt aus der Informationsökonomie und bezeichnet einen Zustand, in dem zwei Vertragsparteien nicht über identische Informationen verfügen. Dabei wird davon ausgegangen, dass der Prinzipal als Auftraggeber weniger Informationen hat als der Agent als Auftragnehmer.

Man unterscheidet dabei drei Grundtypen asymmetrischer Information: Qualitätsunsicherheit, Holdup und Moral Hazard (Spremann, 1990).

1.5.2.1 Qualitätsunsicherheit

Hierbei sind dem Prinzipal ex ante bestimmte Eigenschaften des Agenten bzw. der von ihm angebotenen Güter oder Dienstleistungen unbekannt. Erst nach Vertragsabschluss offenbart sich dem Prinzipal die wahre Qualität. Da der Agent dem Prinzipal falsche Tatsachen vorspiegeln kann, ergibt sich die Gefahr der systematischen Auswahl unerwünschter Vertragspartner, die adverse Selektion. Das berühmteste Beispiel ist das Lemon-Modell von Akerlof (1970).

1.5.2.2 Holdup

Hier ist dem Prinzipal ex ante nicht bekannt, welche Motive der Agent im Laufe der Leistungsbeziehung verfolgt. Hat der Prinzipal hochspezifische, irreversible Investitionen getätigt, kann er ex post in ein Abhängigkeitsverhältnis geraten, da er den Agenten nicht mehr zu einem interessenkonformen Verhalten motivieren kann.

1.5.2.3 Moral Hazard

In diesem Fall tritt die Informationsasymmetrie erst ex post auf. Der Prinzipal kennt das Ergebnis der Handlung des Agenten, kann aber nicht beurteilen, welchen Anteil der Agent geleistet hat und welcher Anteil exogenen Einflüssen zuzuschreiben ist. Dabei spricht man von hidden action, wenn der Prinzipal das Verhalten des Agenten nicht beobachten kann, und von hidden information, wenn er es zwar beobachten, aber nicht beurteilen kann. Aus dieser Informationsasymmetrie resultieren diskretionäre Handlungsspielräume für den Agenten. Innerhalb dieser Spielräume kann er

opportunistisch die fehlende Kontrollmöglichkeit des Prinzipals ausnutzen, ohne Gefahr zu laufen, entdeckt zu werden.

1.5.3 AGENTURKOSTEN

Um die Agenturproblematik unter Informationsasymmetrie zu meistern, kann der Prinzipal geeignete Anreiz- oder Überwachungssysteme schaffen, um das Verhalten des Agenten so zu steuern, dass die Abweichungen vom erwünschten Verhalten beschränkt werden. Die Kosten für diese Anreizsysteme werden Kontroll- oder Überwachungskosten⁷ genannt. In bestimmten Situationen kann es sich auch für den Agenten lohnen, Ausgaben zu tätigen, die dem Prinzipal signalisieren, dass der Agent im besten Interesse des Prinzipals handelt. Diese Kosten werden als Garantiekosten⁸ bezeichnet. Als Residualverlust werden Wohlfahrtsverluste des Prinzipals für trotz Überwachungs- und Garantiekosten verbleibende Interessendivergenzen bezeichnet. Die Summe aus Überwachungs- und Garantiekosten sowie dem Residualverlust stellen die Agenturkosten dar: "... it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal's viewpoint." (Jensen und Meckling, 1976, S. 308).

1.5.4 THEORIESTRÄNGE DER AGENTURTHEORIE.

Nach Jensen (1983) hat sich die Agenturtheorie entlang zweier Linien weiterentwickelt, der positivistischen Agenturforschung und der Prinzipal-Agenten Forschung. Beide Stränge basieren auf den gleichen Annahmen über Informationsasymmetrie und ein nutzenmaximierendes Menschenbild. Sie unterscheiden sich hauptsächlich hinsichtlich ihrer Vorgehensweise, das heißt bezüglich ihrer mathematischen Rigorosität und der untersuchten Prinzipal-Agenten Beziehung.

1.5.4.1 Prinzipal-Agenten Forschung

Die Prinzipal-Agenten Forschung untersucht eine Vielzahl von Prinzipal-Agenten Beziehungen, wie beispielsweise Arbeitgeber-Arbeitnehmer, Patient-Arzt oder Abnehmer und Lieferant (Harris und Raviv, 1978). Dabei ist das Vorgehen sehr formal, es

⁷ Darunter fallen alle Kosten, die durch die Überwachung des Benehmens des Agenten anfallen (monitoring costs), z. B. Auditkosten.

⁸ Da die Agenten die Überwachungskosten des Prinzipals zu tragen haben, ist es wahrscheinlich, dass sie Mechanismen einrichten, die den Aktionären versichern sollen, dass sie nicht im Eigeninteresse handeln. Die im Zusammenhang mit diesen Mechanismen anfallenden Kosten (bonding costs) sind z. B. Kosten für die Erstellung von Quartalsberichten.

wird großer Wert auf eine detaillierte Ausführung der getroffenen Annahmen und mathematische Beweisführung gelegt. Nach Eisenhardt (1989) ist sie sehr viel abstrakter als die positivistische Agenturforschung und weit weniger verbreitet.

1.5.4.2 Positivistische Agenturtheorie

Im Gegensatz dazu hat sich die positivistische Agenturtheorie nahezu ausschließlich auf die Untersuchung von Prinzipal-Agenten Beziehungen zwischen den Eigentümern und Managern von börsennotierten Unternehmen spezialisiert. Dieser Forschungszweig hat sich stark darauf konzentriert, die Governance Mechanismen zu untersuchen, mit denen die Agenturproblematiken zwischen Aktionären und Managern von Aktiengesellschaften gemeistert werden können. Insgesamt kann dieser Ansatz als weniger mathematisch und eher organisationstheoretisch bezeichnet werden (Eisenhardt, 1989).

Da der Fokus dieser Arbeit auf dem Board of Directors liegt, lässt diese Untersuchung alle übrigen Prinzipal-Agenten Beziehungen außer Acht und folgt der positivistischen Agenturtheorie.

1.5.4.2.1 Forschungsgegenstand

Der Forschungsgegenstand der positivistischen Agenturtheorie erwächst aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle in Aktiengesellschaften. Nach Berle und Means (1932) ist die Trennung von Eigentum und Kontrolle das Ergebnis zweier zeitgeschichtlicher Entwicklungen, der Entstehung der Kapitalgesellschaften und der industriellen Revolution.

Die erste Firma, die in Form einer Kapitalgesellschaft geführt wurde, war die East India Company. Im 17. Jahrhundert begann dieses Unternehmen, Gewürze per Schiff aus Indien nach Großbritannien zu transportieren. Diese Methode war schneller, sicherer und billiger als der bis dato übliche Transport über den Landweg, benötigte aber eine hohe Anfangsinvestition. Um das nötige Startkapital zu erhalten, wurde ein System entwickelt, mit dem eine bestimmte Anzahl von Investoren einen prozentualen Eigentumsanteil an der Firma erwerben konnte (Aoi, 1994). Die zweite Entwicklung ist die aus der industriellen Revolution resultierende Arbeitsteilung und Spezialisierung zur Produktivitätssteigerung. Eine zunehmend größere Zahl von Arbeitern

musste koordiniert, beaufsichtigt und verwaltet werden – das Berufsbild des Managers entstand.

Adam Smith (1776, im Nachdruck von 1937, S. 700) erwähnt erstmals das daraus resultierende Agenturproblem zwischen Eigentümer und Manager: “The directors of such companies, however, being the managers of other people’s money than their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private co-partnery frequently watch over them... Negligence and profusion, therefore, must always prevail more or less, in the management of the affairs of such a company.”

Berle und Means (1932, S. 27) beschreiben den Forschungsgegenstand des positivistischen Agenturansatzes folgendermaßen: “It has often been said that the owner of a horse is responsible. If the horse lives he must feed it. If the horse dies he must bury it. No such responsibility attaches to a share of stock. The owner is practically powerless through his own efforts to affect the underlying property. The spiritual values that formerly went with ownership have been separated from it ... the responsibility and the substance which have been an integral part of ownership in the past are being transferred to a separate group in whose hands lies control.”

Aktionäre, die eigentlichen Besitzer der Firma, transferieren die Kontrolle des Unternehmens zu einer Gruppe von professionellen Managern, die selbst keinen Anteil am Unternehmen besitzen. Dies schafft eine Situation, in der die Interessen von Eigentümern und Managern divergieren können – und es in der Realität auch tun.

1.5.4.2.2 Wissenschaftlicher Hintergrund

Die positivistische Agenturtheorie wird von drei wissenschaftlichen Beiträgen besonders beeinflusst. Jensen und Meckling (1976) untersuchen die Eigentümerstruktur des Unternehmens einschließlich der Frage, wie Eigenkapitalbesitz die Interessen der Manager mit denen der Aktionäre in Übereinstimmung bringt.

Fama (1980) beschreibt die Funktion effizienter Kapital- und Arbeitsmärkte als Informationsmechanismus, um das opportunistische Verhalten von Managern kontrollieren zu können. Er bezeichnet dabei die Agenturproblematik als das notwendige Übel

einer effizienten Form von ökonomischer Organisation. Fama und Jensen (1983) erörtern die Rolle des Boards als Informationsmechanismus für Aktionäre, um das Topmanagement überwachen zu können.

Aus der Perspektive der positivistischen Agenturtheorie ist die zentrale These, dass die Agenturkosten völlig von den Promotoren einer Kapitalgesellschaft getragen werden müssen, wenn der Kapitalmarkt die aus den Interessendivergenzen resultierenden Kosten korrekt antizipiert. Aus diesem Grunde gibt es ein reziprokes Interesse zwischen Prinzipal und Agenten, die Agenturkosten zu minimieren. Das bedeutet, dass es nicht um ein Maximum, sondern um ein Optimum an Kontrolle geht (Jensen und Meckling, 1976; Fama, 1980).

Am häufigsten wird der positivistische Agenturansatz dafür kritisiert, dass sein Menschenbild zu pessimistisch und simplistisch sei (Hirsch, Michaels und Friedman, 1987; Perrow, 1986). Auch wird die im Vergleich zum Prinzipal-Agenten Ansatz geringe mathematische Rigorosität bemängelt.

1.5.4.2.3 Verständnis des Board of Directors

Fama und Jensen (1983, S. 311) sehen das Board als: "... the apex of internal decision control systems of organizations." Das Board of Directors hat in der positivistischen Agenturtheorie die Funktion, die Agenturprobleme für die Aktionäre zu lösen. In diesem Zusammenhang übernimmt es die Anreizgestaltung für und Kontrolle von Topmanagern und die Kommunikation der Aktionärsinteressen (Mizruchi, 1983). Überwachung soll die Gelegenheiten der Manager für opportunistisches Verhalten reduzieren, geeignete Anreizstrukturen sollen die Interessen von Aktionären und Managern in Einklang bringen. Das Board trägt zum Unternehmenswert bei, indem es die Agenturkosten reduziert.

1.5.5 ZWEITE FORSCHUNGSFRAGE

Nach der positivistischen Agenturtheorie würde man also erwarten, dass sich ein Zusammenhang zwischen bestimmten Charakteristika des Board of Directors eines Unternehmens und dem Unternehmenswert nachweisen lässt. Im Fokus dieser Arbeit möchte ich empirisch untersuchen, welche vorgeschriebenen Charakteristika einen Einfluss auf den Unternehmenswert haben können.

Aufgrund der Zielsetzung eines internationalen Vergleichs bezieht sich die Untersuchung der vorgeschriebenen Board Charakteristika auf die Ebene des Landes und nicht auf die Ebene des Einzelunternehmens. Dementsprechend können auch nicht die Auswirkungen der Vorschriften auf den Wert des Einzelunternehmens untersucht werden, es muss vielmehr eine international vergleichbare Repräsentanz des Unternehmenswerts auf Landesebene gefunden werden. Ein landesspezifischer Kapitalmarktindex, der nichts anderes ist als eine gewichtete Darstellung ausgewählter Unternehmenswerte, erfüllt diese Anforderungen. Die zweite Forschungsfrage, die in dieser Arbeit beantwortet werden soll, lautet dementsprechend:

Forschungsfrage 2: Gibt es einen signifikanten Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance?

1.6 HYPOTHESENGENERIERUNG

Um die zweite Forschungsfrage beantworten zu können, müssen zunächst überprüfbare Hypothesen auf Basis der positivistischen Agenturtheorie generiert werden. In diesem letzten Abschnitt des Kapitels werden die allgemeine Vorgehensweise zur Erstellung der Hypothesen erläutert sowie die einzelnen Hypothesen vorgestellt.

1.6.1 EINLEITUNG

Die Hypothesengenerierung fand in vier Schritten statt. Im ersten Schritt wurde anhand der wissenschaftlichen Literatur überprüft, welche Charakteristika des Boards of Directors nach der positivistischen Agenturtheorie einen Einfluss auf den Unternehmenswert haben. Im zweiten Schritt wurden die aktuell gültigen Vorschriften für Boards of Directors auf Landesebene der G-10-Staaten identifiziert. In den G-10-Staaten ist jede Rechtsfamilie mindestens einmal vertreten. Im dritten Schritt fand ein Abgleich der Ergebnisse der ersten beiden Schritte statt. Somit wurden 137 vorgeschriebene Board of Directors Charakteristika auf Landesebene, die nach der Agenturtheorie einen Einfluss auf den Unternehmenswert haben, identifiziert. Diese Vorschriften wurden im vierten Schritt als überprüfbare Hypothese mit einer erwarteten Wirkrichtung auf den Unternehmenswert formuliert.

Aus dieser Vorgehensweise ist erkennbar, dass sich nicht der Anspruch ableiten lässt, dass alle landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika des Board of Directors in Hypothesen dargestellt werden. Dies liegt zum Ersten daran, dass es auch Vorschriften gibt, die nicht agenturtheoretisch motiviert werden können. Zum Zweiten ist es möglich, dass agenturtheoretisch motivierbare Vorschriften mancher Länder nicht aufgenommen wurden, weil sie in den G-10-Ländern nicht vorkamen. Zum Dritten unterliegt der internationale Vergleich von Vorschriften auch gewissen Verallgemeinerungen, die notwendig sind, um die Komplexität des Sachverhalts realisierbar zu gestalten. Auf diesen Punkt wird in Kapitel 2.2.2.2 noch genauer eingegangen.

Die Überprüfung der Hypothesen soll mit Hilfe einer empirischen, fragebogenbasierten Erhebung stattfinden. Aus diesem Grund ergeben sich zwei strukturelle Besonderheiten, die hier kurz erwähnt werden sollen, bevor sie in Kapitel 3.3.2 weiter vertieft werden.

Die Vorstellung der Hypothesen folgt in diesem Kapitel einer inhaltlichen Logik. Aus didaktischen Gründen empfiehlt es sich aber, beim Aufbau eines Fragebogens gelegentlich die Logikkette zu durchbrechen, um die Gefahr pfadabhängiger Antworten zu reduzieren. Um beide Aspekte zu verbinden, erfolgt die Nummerierung der Hypothesen nicht streng aufsteigend, sie ist vielmehr am Aufbau des Fragebogens orientiert. Weiterhin wird die empirische Erhebung in englischer Sprache stattfinden. Die im Fragebogen verwendeten (Zwischen-)Überschriften sind in Klammern hinter den deutschen (Zwischen-)Überschriften angegeben.

In der Literatur finden sich Untersuchungen zu acht verschiedenen Aspekten der Board Charakteristika, die aus der positivistischen Agenturperspektive einen Einfluss auf den Unternehmenswert haben können (siehe z. B. van den Berghe und Levrau, 2004). Dabei ist allen Studien gemein, dass sie sich damit auseinandersetzen, welche Board Charakteristika nötig sind, damit das Board of Directors seine Rolle effizient im Sinne einer Reduktion der Agenturkosten ausüben kann (van Ees, Postma und Sterken, 2003). Die in diesem Zusammenhang untersuchten Bereiche sind die Ausgewogenheit der Zusammensetzung des Boards (Board Balance), der Vorsitzende des Boards (Chairman of the Board), die Entlohnung (Compensation), die Aktionäre und die Hauptversammlung (Shareholders and General Meeting), die Komitees (Committees), der Audit (Audit), Interessenkonflikte (Conflicts of Interest) sowie Aufgaben und Verantwortlichkeiten (Tasks and Responsibilities).

Im Folgenden werden für jeden dieser Hauptbereiche die in dieser Arbeit untersuchten Hypothesen theoretisch hergeleitet. Dabei wird zunächst die agenturtheoretische Rolle jedes Hauptbereichs kurz erläutert. Daraufhin wird dargestellt, in welche Untergruppen sich diese Hauptbereiche untergliedern lassen. Für jede Untergruppe werden dann die zu untersuchenden Hypothesen mit der aus der Agenturtheorie zu erwartenden Wirkrichtung auf den Unternehmenswert erklärt. Hierbei gelten drei Annahmen, die nicht für jede einzelne Hypothese erneut erwähnt werden sollen. Die erste Annahme ist die *ceteris-paribus*-Annahme. Die zweite Annahme besagt, dass das Vorhandensein des jeweiligen Board Charakteristikums die Agenturkosten stärker senkt als es selbst Kosten verursacht. Diese Annahme ist vor allem in der Ergebnisinterpretation zu berücksichtigen. Wird nämlich die vermutete Wirkrichtung einer Hypothese durch die Auswertung abgelehnt, kann dies zum einen bedeuten, dass die

der Hypothese zugrunde liegende agenturtheoretische Argumentation verkehrt ist. Andererseits kann es aber auch bedeuten, dass die agenturtheoretische Wirkungsannahme korrekt ist, die durch dieses Charakteristikum induzierten Kosten aber höher sind als die Reduktion der Agenturkosten.

Weiterhin wird die Wirkrichtung für jedes vorgeschriebene Charakteristikum nur einmal erläutert. Dies betrifft vor allem die Bereiche Berichterstattung an die Aktionäre und Leistungsevaluation. Das heißt beispielsweise, dass erklärt wird, warum Vorschriften über die Finanzberichterstattung eine bestimmte Wirkrichtung auf den Unternehmenswert haben. Für die Vorschriften über die Berichterstattung in anderen Bereichen wird dieselbe Wirkweise nicht wiederholt erläutert.

1.6.2 AUSGEWOGENHEIT DER ZUSAMMENSETZUNG DES BOARDS (BOARD BALANCE)

Fragen dieser Hauptgruppe befassen sich mit den strukturellen Grundlagen und der Zusammensetzung eines Boards. Hier geht es vor allem um die Fragestellung, wie die Unabhängigkeit des Boards als Kontrollorgan gewährleistet werden kann. Die Ausgewogenheit der Zusammensetzung des Boards gehört zu den am häufigsten empirisch untersuchten Board Charakteristika

Die positivistische Agenturtheorie trifft Aussagen zu verschiedenen Aspekten der Ausgewogenheit der Zusammensetzung des Boards. Diese lassen sich in acht Untergruppen unterteilen: Das Board System (Board System), die Mitgliedschaft im Board (Board Membership), die Möglichkeit der mehrfachen Board Mitgliedschaft eines Individuums (Cross-Directorship), die Zusammensetzung des Boards (Board Composition), die verschiedenen Arten von Board Mitgliedern (Non-executive Directors, Independent Directors), die Größe des Boards (Board Size) und die Formate der Board Treffen (Meetings and Procedures).

1.6.2.1 Board System (Board System)

Generell gibt es weltweit zwei Arten von Board Systemen, das ein- und das zweistufige Board. Im einstufigen Board sind Leitungs- und Kontrollfunktion in einem Organ vereint, während dies im zweistufigen Board auf zwei Organe aufgeteilt ist. Nach Jensen und Meckling (1976) und Fama und Jensen (1983) ist die Unabhängigkeit des Boards einer der wesentlichen Garanten dafür, dass das Board seine Kontrollaufgabe durchführen kann. Sheridan und Kendall (1992, S. 161) argumentieren,

dass das zweistufige Board System für eine klarere Trennung der Aufgaben und Funktionen der executive und non-executive Directors sorgt: "There is an uncomfortable untidiness in having one group of directors supervising or controlling another group on the same board, which is meant to be the collective for managing the company." Pic (1995) folgert daraus, dass in zweistufigen Boards die Kontrollfunktion besser erfüllt werden kann.

H₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass Unternehmen ein einstufiges Board System haben müssen, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass Unternehmen ein zweistufiges Board System haben müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Es wird angenommen, dass Unternehmen in Ländern mit Wahlrecht des Board Systems sich für das System mit der positiveren Auswirkung auf den Unternehmenswert entscheiden.

H₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass Unternehmen ein Wahlrecht bezüglich des Board Systems haben, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.2.2 Mitgliedschaft im Board (Board Membership)

Nach Fama (1980) und Fama und Jensen (1983) ist die Überwachungsfunktion des Boards of Directors nur dann sichergestellt, wenn sowohl executive als auch non-executive Directors vertreten sind. Dabei ist es nach Cotter und Silvester (2003, S. 213) wichtig, dass das Board nicht dominiert werden kann: "Firms with boards of directors that are dominated ... can suffer problems associated with collusion and transfer of stockholder wealth."

Daraus leitet sich die Bedeutung der Besetzung des Boards of Directors ab. Hier stellt das Nominationskomitee eine Funktion dar, mit deren Hilfe nach der Agenturtheorie die Unabhängigkeit des Boards und die Ausgewogenheit der Board Besetzung gewährleistet werden kann.

H₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass Unternehmen ein Nominationskomitee haben müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Nominationskomitee Kandidaten für das Board auswählen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach der Agenturtheorie üben die Aktionäre ihre direkten Kontrollrechte vorwiegend in der Hauptversammlung aus (Rose und Mejer, 2003). Maug und Rydqvist (2001, S. 5) schreiben: "The principal-agent model of the shareholder meeting states that shareholders need voting power to oust management which does not serve their interests." Aus diesem Grund wird die Hypothese aufgestellt, dass die direkte Wahl von non-executive und executive Directors durch die Aktionäre einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert hat.

H₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass Aktionäre die non-executive Directors direkt wählen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass Aktionäre die executive Directors direkt wählen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach John und Senbet (1998) ist die Zusammensetzung des Boards der wesentlichste Einflussfaktor für die Unabhängigkeit dieses Organs vom Management. Dies wiederum ist wichtig, damit die Kontrollfunktion effektiv ausgeübt werden kann. Wenn der CEO Mitglied des Boards ist, besteht nach Lorsch und McIver (1989) die Gefahr, dass der CEO die Neumitglieder des Boards so auswählt, dass das Board leichter vom Management dominiert werden kann und damit nicht mehr effektiv kontrolliert.

H₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass der CEO Mitglied im Board werden kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Ähnlich verhält es sich auch mit der Mitgliedschaft des ehemaligen CEOs im Board. Nach Levy (1993) und Lorsch und McIver (1989) besteht sowohl in der Funktion als non-executive oder executive Mitglied als auch als Chairman die Gefahr, dass die Unabhängigkeit des Boards nicht vollständig gegeben ist, wenn es um die Ausübung der Kontrollfunktion geht. Daily und Dalton (1997, S. 127) schreiben: "In either in-

stance, the ability ... to be effective ... is seriously compromised." Deshalb werden für diese Fälle negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert angenommen.

H₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass der ehemalige CEO Chairman des Boards werden kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass der ehemalige CEO Mitglied des Boards werden kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass der ehemalige CEO als non-executive Director im Board tätig werden kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.2.3 Mehrfache Board Mitgliedschaft (Cross-Directorship)

Der Begriff Cross-Directorship ist auch unter der Bezeichnung Board Overlap oder Interlock bekannt und bezieht sich auf die Möglichkeit, dass ein Director gleichzeitig Mitglied mehrerer Boards ist. Core, Holthausen und Lacker (1999) und Shivdasani und Yermack (1999) schreiben, dass Directors an der Übernahme zu hoher Verpflichtungen leiden können, wenn sie in zu vielen Boards tätig sind und damit ihre Überwachungsfunktion nicht mehr effektiv ausüben können. Manager unter einer laxeren Kontrolle würden dann höhere Agenturkosten hervorrufen, die wiederum den Firmenwert reduzieren. Nach der positivistischen Agenturtheorie würde man positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert aus einer Einschränkung respektive dem Verbot der Cross-Directorship Möglichkeiten für ein Individuum erwarten.

H₁₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass ein Individuum nur eine begrenzte Anzahl an non-executive Director Positionen ausüben kann, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass ein Individuum die Zustimmung des Boards benötigt, wenn er eine Board Positionen in einem anderen Unternehmen ausüben will, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass Cross-Directorship verboten ist, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.2.4 Zusammensetzung des Boards (Board Composition)

Wenn die Board Mitglieder Expertise in den Geschäftsfeldern des Unternehmens aufweisen, kann Kontrolle effektiver und unabhängiger ausgeübt werden (Eguidazu Mayor, 1999).

H₁₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass die einzelnen Board Mitglieder über Expertise in den Tätigkeitsfeldern des Unternehmens verfügen müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Daily und Dalton (1994) kann die Zeit, die ein Director im Board verbringt, auch einen Einfluss auf die Unabhängigkeit dieses Organs haben. Unabhängiges Denken kann beispielsweise durch soziale Kohäsion und Verpflichtung zu früheren Entscheidungen des Managements, die das Board genehmigt hatte, beeinträchtigt werden (Muth und Donaldson, 1998). Aus diesem Grund wird angenommen, dass zeitliche Beschränkungen für das Amt eines Directors, sei es durch eine Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode, eine Altersgrenze oder eine Höchstamtszeit im Board, einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben.

H₁₆: Die Existenz einer Vorschrift über die Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₇: Die Existenz einer Vorschrift über die Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für non-executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₈: Die Existenz einer Vorschrift über eine Altershöchstgrenze für executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₉: Die Existenz einer Vorschrift über eine Altershöchstgrenze für non-executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₂₀: Die Existenz einer Vorschrift über eine Höchstamtszeit im Board für executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₂₁: Die Existenz einer Vorschrift über eine Höchstamtszeit im Board für non-executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Der Nachfolgeplan im Board wird in der Agenturtheorie als Teil des Disziplinierungsprozesses gesehen (Jensen und Meckling, 1976; Leighton und Thain, 1997). Die Hypothese lautet deshalb, dass seine Existenz einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert hat.

H₂₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board über einen Nachfolgeplan im Board verfügen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Die Existenz einer Leistungsbewertung hat nach Kunz und Pfaff (2002) in der Agenturtheorie auch positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Sie begründen dies über den disziplinierenden Effekt. Die diskretionären Entscheidungsspielräume des Managements ermöglichen es den Managern, ihre eigenen Ziele statt die Ziele der Aktionäre zu verfolgen (Jensen und Meckling 1976; Fama 1980; Fama und Jensen 1983; Jensen und Ruback, 1983). Durch die Leistungsevaluation kann das diskretionäre Verhalten der Evaluierten – als Einzelperson oder als Gruppe – mit den Interessen der Evaluierenden in Übereinstimmung gebracht werden, weil die Evaluierten bestimmte Anreize oder Repressionen zu erwarten haben.

H₂₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Leistung des Boards regelmäßig bewertet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

In der Agenturtheorie gibt es aufgrund der Interessendivergenz und der individuellen Nutzenmaximierung Konfliktpotenzial zwischen Eigentümern und Managern. Daraus resultieren Überwachungskosten. Da die Manager letztlich diese Kosten tragen, haben sie einen Anreiz, diese möglichst gering zu halten. Die veröffentlichten Informationen ermöglichen den Aktionären Kontrolle über ihre Agenten bei geringen Kosten. Deshalb wird hier die Hypothese aufgestellt, dass veröffentlichte Informationen generell einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben (Depoers, 2000).

H₂₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Zusammensetzung des Boards berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₂₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über den Hintergrund der Mitglieder des Boards berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₂₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Leistung des Boards berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.2.5 Non-executive Directors (Non-executive Directors)

Nach Zahra und Pearce (1989) sind in einem effektiven Board mehr non-executive Directors als executive Directors vertreten. Executive Directors haben durch ihr firmenspezifisches Wissen und ihre Erfahrung einen Vorteil gegenüber den Eigentümern der Firma, die keinen Kontakt mit den operativen Aspekten des Unternehmens haben (Mizruchi, 1988).

H₂₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass mehr non-executive als executive Directors im Board sein müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Um zu vermeiden, dass die executive Directors diese Situation ausnutzen, müssen vor allem die non-executive Directors die Kontroll- und Überwachungsfunktion übernehmen. Wenn sich non-executive Directors regelmäßig ohne executive Directors treffen, erhöhen sie ihre Unabhängigkeit vom Management (Dalton, Daily, Ellstrand und Johnson 1998, S. 271): "These non-management directors are believed to provide superior performance benefits to the firm as a result of their independence from firm management..."

H₂₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass sich die non-executive Directors auch ohne Anwesenheit der executive Directors regelmäßig treffen müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.2.6 Unabhängige Directors (Independent Directors)

Dalton, Daily, Ellstrand und Johnson (1998) weisen ebenfalls darauf hin, dass nicht alle non-executive Directors in gleichem Maße unabhängig vom Management des Unternehmens sind. Auch non-executive Directors können persönliche oder professionelle Beziehungen mit den executive Directors haben und somit in ihrer Unabhän-

gigkeit eingeschränkt sein. Aus diesem Grund wird angenommen, dass non-executive Directors, die wirklich unabhängig von den executive Directors sind, zu einem höheren Unternehmenswert beitragen.

H₂₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass zwischen abhängigen non-executive Directors und unabhängigen non-executive Directors unterschieden werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₃₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Mehrheit der non-executive Directors auch unabhängig sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₃₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Unabhängigkeit der non-executive Directors regelmäßig bewertet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₃₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Unabhängigkeit der non-executive Directors berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.2.7 Größe des Boards (Board Size)

Auch die Größe des Boards hat Auswirkungen auf die Unabhängigkeit dieses Organs. Je größer das Board ist, desto schwieriger hat es der CEO, dieses Board zu dominieren (Shaw, 1981). Ein größeres Board ist demzufolge unabhängiger, weil der individuelle Einfluss des CEO gemindert ist. Deshalb wird die Hypothese erstellt, dass eine Beschränkung der Board Größe negativ auf den Unternehmenswert wirkt, während eine Mindestgröße eine positive Auswirkung hat (Muth und Donaldson, 1998).

H₃₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board eine Maximalanzahl von Mitgliedern haben darf, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₃₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board eine Mindestanzahl von Mitgliedern haben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.2.8 Formate der Board Treffen (Board Meetings)

Viele Wissenschaftler argumentieren, dass regelmäßige Board Treffen dazu beitragen, dass die Directors ihre Pflichten in Übereinstimmung mit den Interessen der Aktionäre ausüben (Vafeas, 1999). Conger, Finegold und Lawler (1998) schreiben,

dass die Anzahl an Board Treffen als Maßstab für die Effizienz der Kontrollfunktion eines Boards gesehen werden kann. In dieser Argumentationslinie sind die Festsetzung einer Mindestanzahl von Board Meetings, die Beschränkung der Teilnahme an Board Meetings auf Board Mitglieder und die Verpflichtung zur regelmäßigen Teilnahme ebenfalls als Effizienz steigernde Regelungen anzusehen. Daher wird eine positive Wirkrichtung auf den Unternehmenswert angenommen.

H₃₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass es eine Mindestanzahl von Board Treffen geben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₃₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass ausschließlich Board Mitglieder an den Treffen teilnehmen dürfen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₃₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Board Mitglieder regelmäßig an den Treffen teilnehmen müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Die Funktion eines Board Sekretärs ist ebenfalls dazu geeignet, die diskretionären Handlungsspielräume des Managements zu reduzieren (Fama und Jensen, 1983; Jensen und Ruback, 1983). Die Existenz einer derartigen Position sollte dementsprechend einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert haben.

H₃₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board über eine Position verfügen muss, die sich darum kümmert, dass alle prozeduralen Vorschriften eingehalten werden, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Es wird angenommen, dass die Berichterstattungspflicht aus oben genannten Gründen ebenfalls einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert hat.

H₃₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Anzahl der Board Treffen berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₄₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Anzahl der besuchten Board Treffen der einzelnen Directors berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.3 VORSITZENDER DES BOARDS (CHAIRMAN OF THE BOARD)

Die Rolle des Vorsitzenden des Boards ist von Bedeutung, da sie die Unabhängigkeit der Arbeit des Boards stark beeinflussen kann. Aufgrund der oben bereits erläuterten Gefahr der Übernahme zu hoher Verpflichtungen wird eine negative Wirkrichtung auf den Unternehmenswert vermutet, wenn eine Person gleichzeitig Chairman mehrerer Unternehmen werden kann.

H₄₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass eine Person Chairman des Boards in mehreren Unternehmen werden kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Donaldson und Davis (1991, S. 51) gilt: "Where the chief executive officer is chair of the board of directors, the impartiality of the board is compromised. Agency and organisational economics theories predict that when the CEO also holds the dual role of chair, then the interests of the owners will be sacrificed to a degree in favour of management, that is, there will be managerial opportunism and agency loss."

H₄₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass der CEO nicht gleichzeitig Chairman des Boards sein kann, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach der Agenturtheorie sollte eine Rollentrennung zwischen CEO und Chairman des Boards bestehen (Finkelstein und d'Aveni, 1994, S. 1079): "According to agency theory, duality promotes entrenchment by reducing board monitoring effectiveness." Durch eine klare Trennung dieser beiden Funktionen kann die Gefahr, dass das executive Management das Board dominiert und somit in seiner Funktion einschränkt, reduziert werden.

H₄₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass es eine klare Trennung zwischen den Rollen des CEO und des Chairmans des Boards geben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Ebenso verhält es sich mit der Einberufung und der Erstellung der Agenda für das Board. Liegen diese Aufgabe nicht beim Chairman, kann das Board leichter vom Management dominiert werden, weil das Management dann nicht nur das Tagesge-

schäft leitet, sondern auch die Handlungen des Boards beeinflusst (Jensen, 1993; Reyes, 2002). Wenn diese Aufgaben beim Chairman liegen, wird ein positiver Effekt für den Unternehmenswert vermutet.

H₄₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass der Chairman die Treffen des Boards einberuft, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₄₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass der Chairman die Agenda für die Board Treffen erstellt, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Die Tatsache, dass der Chairman den CEO einstellt und entlässt, stellt quasi die ultimative Möglichkeit der Kontrolle des Managements durch das Board dar. Deshalb wird auch hier ein positiver Einfluss auf den Unternehmenswert unterstellt.

H₄₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass der Chairman den CEO einstellt und entlässt, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Die Leistungsevaluation des Chairman hat aus bereits erläuterten Gründen einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert.

H₄₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Leistung des Chairman regelmäßig evaluiert werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.4 ENTLOHNUNG (COMPENSATION)

Die Frage der Entlohnung wird in der positivistischen Agenturtheorie als Mechanismus zur Anreizgestaltung gesehen. Die Direktoren können durch eine Kopplung ihrer Entlohnung an die Wertsteigerung des Unternehmens stärker dazu motiviert werden, die Interessen der Aktionäre zu vertreten (Morgan und Poulsen, 2001).

Diese Hauptgruppe ist untergliedert in: allgemeine Aspekte der Entlohnung (General Questions), die Entlohnung der executive Directors (Executive Directors) und der non-executive Directors (Non-executive Directors) sowie die Berichterstattung gegenüber den Aktionären (Reporting).

1.6.4.1 Allgemeine Aspekte (General Questions)

Dabei ist auch ein möglicher Interessenkonflikt durch diskretionären Handlungsspielraum von Bedeutung, der entsteht, wenn executive Directors gleichzeitig als Topmanager im Unternehmen tätig sind und für die Festsetzung der Entlohnung der Topmanager verantwortlich sind (Fama und Jensen, 1983). Deshalb wird die Hypothese formuliert, dass es einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert gibt, wenn niemand in die Entscheidung über seine eigene Entlohnung einbezogen werden kann, und einen negativen Effekt, wenn die executive Directors Einfluss auf die Entlohnung der Board Mitglieder nehmen können.

H₄₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass niemand in die Entscheidung über seine eigene Entlohnung einbezogen werden darf, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₅₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass executive Directors Einfluss auf die Entlohnung der Board Mitglieder nehmen können, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Klein (1998) und Bosch (1995) gelingt es durch den Einsatz von Kompensationskomitees besser, bei Kompensationsentscheidungen die Bedürfnisse der Firma mit den Interessen der Aktionäre in Einklang zu bringen. Nach Cotter und Silvester (2003, S. 214) gilt: "By ensuring that ... remuneration packages are fair and equitable, independent compensation committees can reduce the agency costs that arise if executives are responsible for determining their own remuneration."

H₄₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board zur Festsetzung der Entlohnung der Board Mitglieder ein Komitee einrichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Nowak und McCabe (2003) kann der Chairman einen moderierenden Einfluss auf die Gestaltung der Entlohnung nehmen und so dazu beitragen, die Interessen des Boards und der Aktionäre diesbezüglich in Einklang zu bringen.

H₅₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass der Chairman bei Entlohnungsfragen (außer wenn es seine eigene Entlohnung betrifft) konsultiert werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Bebchuck und Fried (2004, S. 195) beschreiben die Möglichkeit, in der Kompensationsfrage diskretionäre Handlungsspielräume des Boards zu beschränken, ohne damit Alternativen zu blockieren, die im Interesse der Aktionäre sein könnten: "The most natural way ... is to require shareholder approval of certain board decisions. In particular ... for specific compensation agreements."

H₅₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Aktionäre den Entlohnungsschemata der Board Mitglieder zustimmen müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Bohren (1998) liegt es im Interesse des Agenten, eine höchstmögliche Bezahlung für den geringstmöglichen Einsatz zu erhalten, während der Prinzipal den langfristigen Erfolg bei möglichst geringen Kosten erhalten möchte. Um die Gefahr der Drückebergerei zu reduzieren, ist es im Interesse der Aktionäre, dass Directors bei inadäquater Leistung das Board verlassen müssen. Nach Nowak und McCabe (2003, S. 301) gilt: "In Agency Theory, the role of the company board is thus circumscribed by the theoretical model; the role is to monitor and evaluate management performance for the "principal" (shareholders). The sanctions available to it of being able to replace/appoint management and determine remuneration terms and incentives are implicit in such a role."

H₅₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass Directors bei inadäquater Leistung dazu gezwungen werden können das Board zu verlassen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.4.2 Executive Directors (Executive Directors)

Die Agenturtheorie beschreibt Gründe, warum die Bezahlung der executive Directors an die Leistung gebunden sein sollte. Nach Holmström (1979) und Feltham und Xie (1994) entsteht ein Moral Hazard Problem, wenn die Anstrengungen des Agenten nicht perfekt vom Prinzipal beobachtet werden können. Die Interessen eines execu-

tive Directors werden mit denen der Agenten in Übereinstimmung gebracht, indem sie an beobachtbare Anzeichen der gegenwärtigen und zukünftigen Leistung geknüpft werden. Nach Fama (1980) und Gibbons und Murphy (1992) passt die Firma die Entlohnung periodisch an, wenn die Fähigkeit des Executives durch die Kontrolle der Leistungsziele überprüfbar ist. Nach Kesner (1988) gehört somit die Knüpfung der Bezahlung der executive Directors an spezifische Leistungsziele sowie die Überwachung des Erreichens dieser Ziele zu den zentralen Kontrollaufgaben des Boards of Directors. Dazu gehört auch, dass diese Leistungsziele nicht nachträglich angepasst werden dürfen.

H₅₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors vom Erreichen bestimmter Leistungsziele abhängig sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₅₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass eine unabhängige Instanz die Erreichung der Leistungsziele beurteilen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₅₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass eine nachträgliche Anpassung der Leistungsziele nicht möglich ist, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Aus der Agenturperspektive haben die verschiedenen Komponenten der Bezahlung von executive Directors unterschiedliche Einflüsse auf die Motivation der Directors, vor allem hinsichtlich der Risikoaufteilung zwischen Prinzipal und Agent. Veliyath (1999, S. 125) schreibt über die Entlohnung der executive Directors mit Fixgehalt: "...[it does]...not necessarily encourage managerial activities and decisions that generate longer-term appreciation in shareholder value. Thus the incentive contract for managerial cash compensation shifts most of the risk on to the shareholders." Ist eine fixe Komponente in der Entlohnung von executive Directors vorgeschrieben, wird ein negativer Effekt auf den Unternehmenswert erwartet.

H₅₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors eine leistungsunabhängige Komponente enthalten muss, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Da es mit der Einführung einer variablen Komponente möglich ist, die Entlohnung der executive Directors an ihre Leistung zu knüpfen, kann, wie oben beschrieben, eine positive Wirkrichtung auf den Unternehmenswert erwartet werden.

H₅₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors eine variable Komponente enthalten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Mit der Einführung von Risikoelementen wie Aktien oder Optionen in die Bezahlung des executive Directors ist es möglich, die Interessen der Aktionäre und der Directors in Einklang zu bringen. Die Directors werden damit auch zu Eigentümern des Unternehmens und vertreten, wenn sie versuchen ihre Interessen als Eigentümer zu verfolgen, automatisch auch die Interessen der anderen Aktionäre (Veliyath, 1999). Die Entlohnung über Aktien oder Optionen wird als einer der wesentlichen Anreizmechanismen angesehen. Deshalb soll unterschieden werden, ob seine Anwendung vorgeschrieben oder lediglich erlaubt ist.

H₅₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors unternehmensbezogene Risikokomponenten wie Aktien oder Optionen enthalten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₆₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass executive Directors Aktien oder Optionen als Entlohnung erhalten können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Das Festsetzen einer Höchstgrenze für eine Abfindung im Falle einer frühzeitigen Beendigung des Arbeitsverhältnisses mit einem executive Director folgt der oben erläuterten Argumentationslinie von Bohren (1998). Sie schützt die Interessen der Aktionäre und mindert das Risiko der Drückebergerei.

H₆₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass es möglich ist, eine Höchstgrenze für eine Abfindung im Falle einer vorzeitigen Beendigung des Arbeitsverhältnisses festzusetzen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.4.3 Non-executive Directors (Non-executive Directors)

Die Argumentation von Veliyath (1999), dass Directors, die durch die Entlohnung mit Aktien oder Optionen auch gleichzeitig zu Eigentümern des Unternehmens werden und damit die Interessen der Aktionäre besser vertreten, gilt auch für non-executive Directors. Aus diesem Grund wird ebenfalls erwartet, dass die Möglichkeit der Entlohnung der non-executive Directors über Aktien oder Optionen einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert hat.

H₆₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass non-executive Directors Aktien oder Optionen als Entlohnung erhalten können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nur bei angemessener Entschädigung erklären sich qualifizierte Personen bereit, die Aufgaben eines non-executive Directors zu übernehmen. Nach Cordeiro, Veliyath, Erasmus und Tax (2000, S. 270) ist die Qualifikation der non-executive Directors ein wesentlicher Garant für die Ausübung einer effektiven Überwachungsfunktion. Deshalb sollten non-executive Directors auch adäquat für ihre Zeit und ihren Aufwand entschädigt werden: "The greater the effort required ..., the more should be the amount of compensation that they receive."

H₆₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von non-executive Directors ihren Zeitaufwand reflektieren muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Hempel und Fay (1994) ist der Aufwand und die Zeit der non-executive Directors abhängig von der Anzahl der besuchten Board Meetings.

H₆₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von non-executive Directors von ihrer Teilnahmequote an Board Treffen abhängen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.4.4 Berichterstattung (Reporting)

Von der Berichterstattung wird nach bereits erklärter Argumentationslogik generell ein positiver Effekt auf den Unternehmenswert erwartet.

H₆₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen einen Entlohnungsbericht veröffentlichen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₆₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass der Entlohnungsbericht Entlohnungsdaten auf individueller Ebene enthalten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₆₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass aus dem Entlohnungsbericht fixe und variable Entlohnung jedes Directors erkenntlich sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₆₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass der Wert der Aktien oder Optionen der Directors im Entlohnungsbericht stehen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₆₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass die zu erwartende Unternehmensrente der Directors aus dem Entlohnungsbericht erkenntlich sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₇₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Board Mitglieder die Entlohnung, die sie aus der Mitgliedschaft in anderen Boards beziehen, im Entlohnungsbericht veröffentlichen müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.5 AKTIONÄRE UND HAUPTVERSAMMLUNG (SHAREHOLDERS AND THE GM)

Diese Hauptgruppe besteht aus den Bereichen Aktionäre (Shareholders) und Hauptversammlung (General Meeting).

1.6.5.1 Aktionäre (Shareholders)

Die Aktionäre sind die Eigentümer des Unternehmens, die die Kontrolle aber dem Management überlassen. Nach der Agenturtheorie muss das Board, das als Überwachungs- und Kontrollorgan für die Aktionäre den Agenturkonflikt lösen soll, dafür sorgen, dass die Aktionäre ausreichend informiert werden (Rose und Mejer, 2003).

H₇₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board für die Berichterstattung gegenüber den Aktionären verantwortlich ist, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Grossman und Hart (1980) beschreiben das Freifahrer Problem, das vor allem Kleinaktionäre betrifft. Wenn sie das Management überwachen würden, müssten sie die kompletten Kosten allein tragen, würden von den Vorteilen aber nur anteilig ihrer Aktienbesitze profitieren. Mehrheits- oder Großaktionäre hingegen haben stärkere Anreize, einen kontrollierenden Einfluss zu übernehmen. Nach Villalonga und Amit (2004) besteht die Gefahr, dass der Großaktionär seinen kontrollierenden Einfluss missbraucht, um private Vorteile zu Lasten der Kleinaktionäre zu realisieren. Aus diesem Grund sollte darauf geachtet werden, dass die Interessen der Kleinaktionäre berücksichtigt werden und keine bevorzugte Behandlung der Großaktionäre stattfinden kann (Roe, 1994; Gelauff und den Broeder, 1997).

H₇₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board seine Strategie und Unternehmensführung mit den Großaktionären abstimmen muss, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₇₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass sich das Board darum bemühen muss, dass Großaktionäre die Interessen der Kleinaktionäre berücksichtigen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₇₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board Treffen mit Großaktionären im Voraus öffentlich ankündigen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Vertreter der Agenturtheorie argumentieren, dass eine Stakeholderorientierung die Eigentumsrechte der Aktionäre unterläuft (siehe z. B. Easterbrook und Fischel, 1989; Romano, 1996; Jensen, 2001). Aus diesem Grund wird angenommen, dass eine Verpflichtung, neben den Aktionären auch andere Stakeholder zu berücksichtigen, negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat.

H₇₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board neben den Aktionären auch die Interessen anderer Stakeholder berücksichtigen muss, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.5.2 Hauptversammlung (General Meeting)

Die Hauptversammlung spielt eine wesentliche Rolle in der Agenturtheorie. Die Aktionäre haben dort die Möglichkeit, Directors zu entlassen, die ihre Interessen nicht

angemessen vertreten. Damit ist die Hauptversammlung einer der relevanten Kontrollmechanismen der Aktionäre über die Directors (Maug und Rydqvist, 2001). Auch in der Hauptversammlung besteht die Gefahr, dass die Interessen der Kleinaktionäre benachteiligt werden, weil Großaktionäre und das Management die Entscheidungen treffen. Die Gefahr, dass die Kontrollfunktion der Hauptversammlung gemindert wird, besteht vor allem dann, wenn ein executive Director den Vorsitz übernimmt. Falls also jeder beliebige Director der Hauptversammlung vorsitzen kann, wird ein negativer Effekt auf den Unternehmenswert erwartet.

H₇₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass jedes beliebige Board Mitglied den Vorsitz der Hauptversammlung übernehmen kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Für Informations- und Veröffentlichungspflicht werden positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert erwartet.

H₇₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board die Agenda und Anträge vor der Hauptversammlung veröffentlichen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₇₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board den Aktionären vor der Hauptversammlung Berichte und Unterlagen zu den Anträgen zur Verfügung stellen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Hirschmann (1970) haben Aktionäre die Möglichkeit, ihre Unzufriedenheit mit dem Management zu artikulieren (Voice) oder ihre Aktien zu verkaufen (Exit). Durch den sinkenden Preis der Aktien würde den Directors ebenfalls signalisiert werden, dass die Aktionäre Handlungsbedarf sehen. Wenn alle Directors zur Anwesenheit verpflichtet sind, kann das Instrument des Voice effektiver eingesetzt werden, es wird also ein positiver Einfluss auf den Unternehmenswert erwartet.

H₇₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass alle Directors bei der Hauptversammlung anwesend sein müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.6 KOMITEES (COMMITTEES)

Nach Cotter und Silvester (2003) repräsentieren Komitees einen Mechanismus für Unternehmen, der es ihnen erlaubt, die Boards so zu organisieren, dass die begrenzte Zeit der Directors effizient verwendet werden kann. Die in diesem Bereich vorgestellten Hypothesen lassen sich unterteilen in allgemeine Aspekte der Komitees (General Committee Questions) und Vorsitzender des Komitees (Chairman of the Committee).

1.6.6.1 Allgemeine Aspekte der Komitees (General Committee Questions)

Kesner (1988, S. 72) schreibt: "The idea behind the establishment of commissions of the board of directors is the specialization of its members in specific undertakings of the board." Aus diesem Grund wird ein positiver Einfluss auf den Unternehmenswert vermutet, wenn das Board das Recht hat, Komiteestrukturen zu nutzen.

H₈₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board das Recht hat, Komitees einzurichten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Auch wird nach bereits beschriebener Logik angenommen, dass die Berichterstattung der Komitees gegenüber dem Board den Unternehmenswert positiv beeinflusst.

H₈₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass diese Komitees dem Board regelmäßig Bericht erstatten müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

In Firmen, die Komiteestrukturen nutzen, liegt die Verantwortung für eine Vielzahl von Überwachungsaufgaben in den einzelnen Komitees. Wenn man die Komiteemitglieder nur aus Board Mitgliedern rekrutieren kann, steht zu befürchten, dass die mögliche Unabhängigkeit des Komitees geringer ist, als in dem Fall, wo auch Nicht Board Mitglieder in Board Komitees aufgenommen werden können (Cotter und Silvester, 2003).

H₈₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass nur Board Mitglieder auch Komitee Mitglieder werden dürfen, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Stapledon und Lawrence (1997) sind non-executive Directors in Komitees besser geeignet, diese Überwachungsfunktion auszuüben als executive Directors und unabhängige non-executive Directors besser als abhängige.

H₈₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Mehrheit der Komitee Mitglieder non-executive Director sein müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₈₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Mehrheit der Komitee Mitglieder unabhängige non-executive Director sein müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Es wird in der Agenturtheorie nach der bereits beschriebenen Logik vermutet, dass die Leistungsbewertung und Berichterstattung gegenüber den Aktionären positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert haben.

H₈₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Leistung der Komitees regelmäßig evaluiert werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₈₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass über die Arbeit der Komitees berichtet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.6.2 Vorsitzender des Komitees (Chairman of the Committee)

Nach Spira (1998) hat der Chairman eines Komitees einen wesentlichen Einfluss auf die Effizienz dieses Organs. Für die Existenz der Chairman Position für jedes Komitee wird ein positiver Einfluss auf den Unternehmenswert vermutet.

H₈₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass jedes Komitee einen Chairman haben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Abbot, Parker, Peters und Raghunandan (2003) beschreiben, dass bei einigen Komitees die Unabhängigkeit des Komitees eine entscheidende Rolle spielt. Nach ihnen ist etwa ein negativer Einfluss auf den Unternehmenswert zu erwarten, wenn ein executive Director Chairman des Auditkomitees ist. Falls ein executive Director Chairman jedes beliebigen Komitees werden kann, ist ein negativer Einfluss auf den Unternehmenswert zu erwarten.

H₈₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass ein executive Director jedem beliebigen Komitee vorsitzen kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Maassen und van den Bosch (1999) steigert sich die Unabhängigkeit der Komitees, wenn der Vorsitzende ein non-executive Director ist.

H₉₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass ein non-executive Director jedem beliebigen Komitee vorsitzen kann, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Falls der Chairman des Boards den Vorsitz eines Komitees übernimmt, wird ebenfalls ein positiver Effekt vermutet.

H₈₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass der Chairman des Boards jedem beliebigen Komitee vorsitzen kann, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.7 AUDIT (AUDIT)

In der positivistischen Agenturtheorie erfüllen geeignete Auditstrukturen eine Reihe von Agenturkosten reduzierenden Funktionen. Hauptsächlich dienen sie dazu, dass den Aktionären eine Möglichkeit zur objektiven Überprüfung gegeben wird, ob das Board of Directors seine Aufgaben und Verpflichtungen sorgfältig erfüllt (Cotter und Silvester, 2003). Zu den wichtigsten Auditstrukturen gehören der externe Audit sowie interne Audit-, Risikosteuerungs- und Kontrollmechanismen (Bosch, 1995; Klein, 1998). Dabei spielt der externe Audit eine große Rolle bei der Steigerung der Glaubwürdigkeit und Verlässlichkeit der Finanzberichterstattung des Unternehmens, während interne Audit-, Risikosteuerungs- und Kontrollmechanismen vor allem zur korrekten Information des Boards und zur Wahrung dessen Unabhängigkeit beitragen (Pease and McMillan, 1993). Die vorgestellten Hypothesen im Bereich Audit lassen sich in allgemeine Aspekte (General Questions), externer Audit (External Audit), interner Audit (Internal Audit), Leistungsbeurteilung (Performance) und Berichterstattung (Reporting) unterteilen.

1.6.7.1 Allgemeine Aspekte (General Questions)

Fama und Jensen (1983) beschreiben das Board als den obersten internen Kontrollmechanismus, der die Handlungen des Topmanagements überwacht und kontrolliert. Nach Beasley und Salterio (2001) gehören dazu internes und externes Audit. Es wird angenommen, dass diese Funktionen in einem Unternehmen einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben.

H₉₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board einen externen Auditor engagieren muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₉₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über eine interne Auditfunktion verfügen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Bradbury (1990) wird die Glaubwürdigkeit des Berichterstattungsprozesses gesteigert, wenn es ein Organ wie beispielsweise das Auditkomitee gibt, das die internen und externen Auditoren überwacht. Die Existenz dieses Organs lässt dementsprechend eine positive Wirkung auf den Unternehmenswert erwarten.

H₉₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board ein Gremium einrichten muss, das die interne und externe Auditfunktion überwacht, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.7.2 Externer Audit (External Audit)

Van der Plaats (2001, S. 627) schreibt über den externen Auditor: "Agency theory is one of the few theoretic clarifications for the audit function. The principal (investor) has to overcome his (asymmetric) information disadvantage compared to the agent (management) and will therefore need independent audit services to verify information provided by the agent. The selfish agent may push the auditor towards his interest and the auditor has to maintain a delicate balance between professional scepticism and fostering the client relationship with management."

Wenn der Auditor an Sitzungen des Boards zum Jahresabschluss teilnimmt, kann die Gefahr, dass einzelne executive Directors ihm selektiv Information zur Verfügung stellen, reduziert werden.

H₉₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass der externe Auditor an Board Sitzungen über den Jahresabschluss teilnehmen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Auch ein Treffen ohne executive Directors hat den gleichen Effekt.

H₉₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board den externen Auditor ohne Gegenwart der executive Directors regelmäßig treffen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Ebenfalls positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert sind zu erwarten, wenn dem Board oder dem CEO jegliche Einflussnahme auf den Auditor untersagt sind.

H₉₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board dem externen Auditor keine Vorschriften, die die Durchführung seines Audits betreffen, machen darf, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.7.3 Interner Audit (Internal Audit)

Nach Bushman und Smith (2003) ist das interne Auditsystem eine komplexe Informationsinfrastruktur, die dazu beiträgt, Informationsqualität und Transparenz im Unternehmen zu erhöhen und somit Informationsasymmetrien zu reduzieren.

Schmidt (2005, S. 143) schreibt, dass Mitarbeiter im Unternehmen häufig die Ersten sind, die Unregelmäßigkeiten im Unternehmen bemerken: "Timely whistle blowing of employees ... can affect action against the fraud..." Um sicher zu stellen, dass diese Unregelmäßigkeiten bekannt werden, ist es wichtig, dass geeignete Anlaufstellen geschaffen werden. Die Existenz dieser Anlaufstellen lässt einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert vermuten. Der gleiche Effekt wird auch für eine Anlaufstelle für die Aktionäre bei Bedenken mit dem Chairman oder CEO des Unternehmens vermutet.

H₉₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen geeignete Anlaufstellen schaffen muss, bei denen Angestellte Unregelmäßigkeiten melden können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₉₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen geeignete Anlaufstellen schaffen muss, bei denen Aktionäre Bedenken mit dem Chairman oder CEO melden können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Beasley und Salterio (2001) gehört das Risikomanagement zu den Aufgaben des internen Audit. Es wird die Hypothese formuliert, dass ein Risikomanagement System eine positive Auswirkung auf den Unternehmenswert hat.

H₉₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen ein internes Risikomanagement System einrichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.7.4 Leistungsbeurteilung (Performance)

Wieder wird nach der bereits erläuterten Logik angenommen, dass die Beurteilung der Leistung positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat.

H₁₀₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Leistung des externen Auditors regelmäßig evaluiert werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₀₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Leistung der internen Auditfunktion regelmäßig evaluiert werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₀₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Leistung des internen Risikomanagement Systems regelmäßig evaluiert werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.7.5 Berichterstattung (Reporting)

Auch für die Berichterstattung wird wieder erwartet, dass sie in den einzelnen Bereichen positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat.

H₁₀₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board über den externen Auditor Bericht erstatten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₀₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board über die interne Auditfunktion Bericht erstatten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₀₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board über das Risikomanagement System Bericht erstatten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.8 INTERESSENKONFLIKTE (CONFLICTS OF INTEREST)

Ein Interessenkonflikt existiert, wenn die Gefahr besteht, dass executive Directors Aktionen vornehmen, die ihren persönlichen finanziellen Interessen zu Lasten der Interessen der Aktionäre dienen. In diesem Abschnitt werden der Umgang mit Interessenkonflikten (Dealing with Conflicts of Interest), finanzielle Vorteile (Financial Advantages) und Insider Trading (Insider Trading) abgedeckt.

1.6.8.1 Umgang mit Interessenkonflikten (Dealing with Conflicts of Interest)

Interessenkonflikte sind deshalb gefährlich, weil sie die Unabhängigkeit des Boards beeinträchtigen können. Nach Daily und Dalton (2003) müssen Directors mit Interessenkonflikt einer klaren Prozedur folgend über den Konflikt berichten und das Board verlassen, um die negativen Auswirkungen des Interessenkonflikts zu minimieren.

H₁₀₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass alle Board Mitglieder dazu verpflichtet sind, Interessenkonflikte sofort aufzudecken, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₀₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen eine klare Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts eines Board Mitglieds aufsetzen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₀₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass ein Director das Board verlassen muss, wenn ein dauerhafter Interessenkonflikt droht, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₀₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass über Interessenkonflikte Bericht erstattet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.8.2 Finanzielle Vorteile (Financial Advantage)

Nach Clifford und Evans (1997) besteht die Gefahr, dass die Unabhängigkeit des Boards beeinträchtigt und damit die Kontrollfunktion abgeschwächt wird, wenn es möglich ist, dass Board Mitglieder Kredite von ihrem Unternehmen erhalten können. In diesem Fall wird eine negative Auswirkung auf den Unternehmenswert erwartet.

H₁₁₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass Board Mitglieder Kredite vom Unternehmen erhalten können, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur Bewahrung der Unabhängigkeit des Boards dient das Verbot der Vorteilsannahme bzw. -abgabe durch Board Mitglieder. Sind diese Vorschriften vorhanden, wird ein positiver Effekt auf den Unternehmenswert angenommen.

H₁₁₁: Die Existenz einer Vorschrift, die Board Mitgliedern die Vorteilsannahme von Dritten untersagt, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₁₂: Die Existenz einer Vorschrift, die Board Mitgliedern die Gewährung von Vorteilen an Dritte untersagt, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.8.3 Insider Trading (Insider Trading)

Easterbrook (1981, S. 312) beschreibt den Zusammenhang zwischen Agenturtheorie und Insider Trading: "The opportunity to gain from insider trading may also induce managers to increase the volatility of the firm's stock prices. They may select riskier projects than the shareholders would prefer because if the risk pays off they can capture a portion of the gains in insider trading, and, if the project flops, the shareholders bear the loss." Daraus entsteht ein Agenturproblem, das die Aktionäre nicht lösen können. Die Überwachung des Aktienbesitzes von Directors und das Verbot von Insider Trading sollten dementsprechend eine positive Auswirkung auf den Unternehmenswert haben.

H₁₁₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass Board Mitglieder eine Instanz im Unternehmen regelmäßig über Veränderungen in ihrem privaten Aktienbesitz informieren müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₁₄: Die Existenz einer Vorschrift, die Board Mitgliedern Insider Trading verbietet, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Nach Muckley (1984) hat das Board einen starken Anreiz, den Firmenwert zu steigern und damit den eigenen sowie auch den Nutzen der Aktionäre zu maximieren, wenn die Board Mitglieder Aktien des Unternehmens besitzen. Dies wurde bereits

unter 1.6.4 erläutert. Aus diesem Grund ist für die vier folgenden Fälle ein positiver Zusammenhang zwischen der Möglichkeit bzw. der Verpflichtung zum Aktienbesitz und dem Unternehmenswert zu vermuten.

H₁₁₅: Die Existenz einer Vorschrift, die executive Directors dazu verpflichtet, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₁₆: Die Existenz einer Vorschrift, die es executive Directors erlaubt, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₁₇: Die Existenz einer Vorschrift, die non-executive Directors dazu verpflichtet, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₁₈: Die Existenz einer Vorschrift, die es non-executive Directors erlaubt, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Wieder wird erwartet, dass die Berichterstattung über Veränderungen im Aktienbesitz der Directors positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat.

H₁₁₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Veränderungen im Aktienbesitz der Board Mitglieder Bericht erstatten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.9 AUFGABEN UND VERANTWORTLICHKEITEN (TASKS AND RESPONSIBILITIES)

Unter diesem Hauptbereich sind Hypothesen zur Aufsicht über die Befolgung der Gesetze und internen Regeln (Law and Internal Rules), die berufliche Weiterentwicklung (Professional Development), die Versicherung der Directors (Insurance), das Verhalten bei Übernahmen (Takeovers), Finanzberichterstattung (Financial Reporting) sowie Informationsgewinnung (Information) angeordnet.

1.6.9.1 Gesetz und Interne Regeln (Law and Internal Rules)

Die unter diesem Punkt zusammengefassten Aspekte eines Boards beziehen sich auf die Einschränkung der diskretionären Entscheidungsspielräume der Manager. Dazu gehören zum einen die Überwachung der Einhaltung der gesetzlichen Vor-

schriften (Bilimoria and Piderit, 1994) im Sinne der Kontrollfunktion des Boards. Zum anderen werden die diskretionären Spielräume auch durch eine Board Satzung eingeschränkt und effizienter kontrollierbar (Reyes, 2002). Für beide werden positive Wirkrichtungen auf den Unternehmenswert vermutet.

H₁₂₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board darauf achten muss, dass sich das Unternehmen konform gesetzlicher Bestimmungen verhält, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₂₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass sich das Board eine eigene Geschäftsordnung geben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Auch für die Berichterstattungspflicht wird ein positiver Effekt erwartet.

H₁₂₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass über die Geschäftsordnung des Boards Bericht erstattet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.9.2 Informationen (Information)

Jensen (1993) argumentiert, dass Boards immer dann ineffektiv arbeiten, wenn sie sich auf die Informationen verlassen, die sie vom CEO erhalten. Dies liegt darin begründet, dass der CEO ihnen selektiv Information geben oder vorenthalten kann und somit eine umfassende Kontrolle oder Überwachung durch das Board nicht möglich ist. Wenn die Directors verpflichtet sind, sich selbst um die Beschaffung der Information zu kümmern, ist nach dieser Argumentation ein positiver Effekt auf den Unternehmenswert zu erwarten.

H₁₂₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Directors die Information, die sie für die Entscheidungsfindung als wichtig erachten, im Unternehmen einfordern müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Ebenso verhält es sich, wenn das Management verpflichtet ist, den Directors die erwünschten Informationen zu geben und somit die Kanalisierung der Informationsbeschaffung über den CEO vermieden werden kann.

H₁₂₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Management den Directors die eingeforderte Information zur Verfügung stellen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Auch die Möglichkeit, dass sich Directors unabhängigen Rat einholen können, trägt zur unabhängigen Informationsbeschaffung bei.

H₁₂₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Directors das Recht haben, unabhängige Beratung auf Kosten des Unternehmens einzufordern, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.9.3 Berufliche Weiterentwicklung (Professional Development)

Technisches, branchenspezifisches und managementspezifisches Wissen spielt eine große Rolle, damit ein Director seinen treuhänderischen Aufgaben gegenüber dem Aktionär nachkommen und effektiv die Kontrolle des Managements durchführen kann (Haniffa und Cooke, 2002). Dies legt die Annahme nahe, dass ergänzende professionelle Fortbildung für Directors ebenso wie ein Einführungstraining für neue Board Mitglieder und eine regelmäßige Überprüfung des Bedarfs für professionelle Weiterentwicklung der Directors einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben.

H₁₂₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass alle Directors Fortbildung auf Kosten des Unternehmens verlangen können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₂₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass neu aufgenommene Board Mitglieder Anspruch auf ein angemessenes Einführungstraining haben, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₂₈: Die Existenz einer Vorschrift, dass der Trainingsbedarf von Board Mitgliedern regelmäßig überprüft werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.9.4 Versicherung (Insurance)

In der Agenturtheorie spielt die persönliche Haftung der Directors in zweifacher Hinsicht eine Rolle. Zum einen würde eine Aufhebung der persönlichen Haftung dazu

führen, dass der Zusammenhang Handlung – persönliche Konsequenz für die Directors unterbrochen wäre (Farrell, 1986; Kaufman, 1989). Die persönliche Verantwortlichkeit der Directors würde sinken, die Kontrollfunktion des Boards würde weniger effektiv ausgeübt werden (Bradley und Schipani, 1991). Dies würde einen negativen Effekt auf den Unternehmenswert haben. Die persönliche Haftbarkeit der Directors sollte dementsprechend einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert haben. Wäre der Abschluss einer Haftpflichtversicherung ohne Selbstbehalt für die Directors vorgeschrieben, hätte dies dementsprechend einen negativen Einfluss auf den Unternehmenswert. Wenn die Directors jedoch einen Selbstbehalt zu tragen haben, ist die persönliche Haftung von der Höhe zwar beschränkt, aber dennoch vorhanden, so dass ein positiver Einfluss dieses Instruments auf den Unternehmenswert zu erwarten ist.

H₁₂₉: Die Existenz einer Vorschrift, dass Directors persönlich haftbar gemacht werden können, wenn sie nicht im Interesse der Aktionäre handeln, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₃₀: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen für jeden Director eine Amtshaftpflichtversicherung ohne Selbstbehalt abschließen muss, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₃₁: Die Existenz einer Vorschrift, dass die Directors zu einem Selbstbehalt im Falle einer Amtshaftpflichtversicherung verpflichtet sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.9.5 Übernahmen (Takeovers)

Im Falle eines Übernahmeversuchs besteht die Gefahr, dass sich die Directors opportunistisch verhalten um ihren eigenen Nutzen zu maximieren (Strong und Water-son, 1987). Es ist deshalb möglich, dass sie Strategien verfolgen, um ihre eigenen Karriereaussichten oder Bezahlung, nicht aber den Unternehmenswert zu maximieren. Sofern das Board verpflichtet ist, die Aktionäre über die Einstellung gegenüber der Übernahme zu informieren, die geplanten Maßnahmen zu veröffentlichen oder ohne Zustimmung der Aktionäre nicht aktiv zu werden, kann diese Gefahr reduziert werden. Dies lässt eine positive Wirkrichtung auf den Unternehmenswert vermuten.

H₁₃₂: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle eines Übernahmeangebots seine Position publik machen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₃₃: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle eines Übernahmeangebots über die geplanten Maßnahmen Bericht erstatten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₃₄: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle einer Übernahme keine Maßnahmen ergreifen darf, die nicht von den Aktionären genehmigt worden sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

1.6.9.6 Finanzberichterstattung (Financial Reporting)

Die Argumentationslinie, dass das Board durch Reporting die Überwachungskosten der Agenten senken kann, wurde bereits oben detaillierter vorgestellt.

H₁₃₅: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board die Erstellung und Veröffentlichung des Jahresberichts überwachen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

Weiterhin wird angenommen, dass die Übernahme persönlicher Verantwortung durch die Abgabe entsprechender Erklärungen zur Steigerung der Glaubwürdigkeit in der Finanzberichterstattung beiträgt.

H₁₃₆: Die Existenz einer Vorschrift, dass der CFO dem Board eine schriftliche Erklärung abgeben muss, dass die Finanzberichterstattung allen existierenden Vorschriften entspricht, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

H₁₃₇: Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board bzw. der Chairman und der CEO den Jahresbericht unterzeichnen müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.

2. METHODE

Nach der Erläuterung der theoretischen Grundlagen dieser Arbeit soll jetzt die verwendete Untersuchungsmethode dargelegt werden.

2.1 EINLEITUNG

Allen Arbeiten mit einer vergleichbaren Fragestellung ist gemein, dass sie zunächst eine Systematik identifizieren müssen, nach der die Charakteristika eines Board of Directors verglichen oder bewertet werden können. Aufgrund der Zielsetzung dieser Arbeit muss diese Systematik für einen internationalen Vergleich geeignet sein. Außerdem soll sie ermöglichen, dass beide Forschungsfragen beantwortet werden können.

Ein Beispiel für eine derartige Systematik stellen LLSV (1998) vor. In ihrer Studie wird die landesspezifische Stellung der Investoren anhand der Existenz bzw. Nichtexistenz bestimmter Investorenrechte international verglichen. Parallel zu dieser Vorgehensweise sollen hier die Boards of Directors anhand der Existenz bzw. Nichtexistenz bestimmter vorgeschriebener Charakteristika des Boards of Directors miteinander verglichen werden. Diese Methode ist unter der Bezeichnung numerischer Rechtsvergleich bekannt. Der numerische Rechtsvergleich wird in diesem Kapitel erläutert, diskutiert und beurteilt.

2.2 NUMERISCHER RECHTSVERGLEICH

2.2.1 BESCHREIBUNG

Siems (2006, S. 4) beschreibt den numerischen Rechtsvergleich als: "Law as such is translated into numbers." Kurz gefasst besagt die Methode des numerischen Rechtsvergleichs, dass nationale Rechtssysteme auf die Existenz bzw. Nichtexistenz von bestimmten Vorschriften hin untersucht werden. Die Ja/Nein Antworten werden dann in eine binäre 1/0 Metrik umgesetzt. Damit wird eine quantitative Vergleichbarkeit bestimmter Vorschriften in verschiedenen Rechtssystemen ermöglicht.

Die Methode des numerischen Rechtsvergleichs ist vergleichsweise jung. Traditionell haben sich die vergleichenden Rechtswissenschaften ausschließlich qualitativ mit Unterschieden in nationalen Rechtssystemen auseinandergesetzt (siehe z. B. De Cruz, 1999; Zweigert und Kötz, 1998). In den letzten Jahren jedoch hat sich der numerische Rechtsvergleich als eigene Methode etabliert und wird vor allem für Vergleiche im Gesellschaftsrecht angewandt (siehe z. B. LLSV, 1998; La Porta, Lopez-Silanes und Shleifer, 2006; West, 2001; Berkowitz, Pistor und Richard, 2003). Dabei wird diese Methode vorwiegend bei zwei Fragestellungen verwendet. Zum einen zur Messung der Konvergenz oder Divergenz von Rechtssystemen, zum anderen zur Messung der Qualität von Gesetzesvorschriften.

Die Beliebtheit dieser Methode lässt sich nicht nur darauf zurückführen, dass sie als Grundlage für einige bahnbrechende Publikationen diente, sondern auch darauf, dass sie von institutioneller Seite unterstützt wird. Zu den international bekannten Förderern dieser Methode gehören etwa die Weltbank oder das International Institute of Corporate Governance an der Yale School of Management.

2.2.2 DISKUSSION DER METHODE

Im Folgenden sollen die Vor- und Nachteile des numerischen Rechtsvergleichs gegenübergestellt werden. Die Argumente lassen sich in vier Bereiche gliedern.

2.2.2.1 Recht als Autopoietisches System

Das erste Argument stellt die Vergleichbarkeit von Rechtssystemen an sich in Frage. Teubner und Bankowski (1993) sehen das Rechtssystem eines Landes als autopoietisches System. Dieser Ansicht zufolge muss man die dynamischen Zusammenhänge der Interaktion zwischen Recht und Gesellschaft untersuchen und dabei die Fähigkeiten des Rechtssystems zur autonomen und selbst induzierten Änderung und Evolution in Betracht ziehen. Dabei muss auch berücksichtigt werden, dass es heute nicht mehr nationale Rechtssysteme gibt, die unabhängig voneinander nebeneinander existieren. Rechtssysteme werden zunehmend transnationaler, internationaler oder sogar globaler, so dass eine klare Abgrenzung einzelner Rechtssysteme nicht möglich ist. Aufgrund dieser außergewöhnlichen Zusammenhänge ist die Vergleichbarkeit von Rechtssystemen nicht mehr gegeben (Glenn, 2004). Nach Meinung der Vertreter des autopoietischen Verständnisses von Rechtssystemen gilt (Siems, 2006,

S. 14): "... the legal systems of different countries are incommensurable, such as, for instance, apples and oranges cannot be compared."

Diesem Argument steht entgegen, dass sich ein ganzer Wissenschaftszweig mit dem Vergleich von Rechtssystemen beschäftigen. Siems (2006, S. 21) argumentiert: "Even if different legal systems are described as apples and oranges, they are not incommensurable, because by looking at their characteristics (size, weight etc.) you can even compare apples and oranges."

2.2.2.2 Komplexitätsreduktion

Das zweite Argument stellt nicht die Vergleichbarkeit von Rechtssystemen in Frage, sondern die Eignung des numerischen Rechtsvergleichs zum Verständnis eines Rechtssystems. Es wird argumentiert, dass es sich beim numerischen Rechtsvergleich um ein sehr reduktionistisches Verfahren handelt. Komplexe Rechtssysteme können nicht dadurch verstanden werden, dass man sie in einfachere Teile aufspaltet. Es bestehen Interdependenzen zwischen einzelnen Bereichen eines Rechtssystems und die Zusammenhänge sind oft eher dynamisch und chaotisch als streng deterministisch (Ruhl, 1996). Durch den einfachen Vergleich auf die Existenz bzw. Nichtexistenz von Vorschriften hin bleibt ein tieferes Verständnis der Rechtssysteme verwehrt. Derartig komplexe und heterogene Systeme können nur verstanden werden, wenn die historische und die institutionelle Komponente mit in Betracht gezogen werden (Grasa, 1989).

Merryman (1999) stellt dem entgegen, dass es nicht Ziel der vergleichenden Rechtswissenschaft ist, jeden einzelnen Aspekt verschiedener Rechtssysteme zu beschreiben und zusammenzufassen, sondern die Rechtssysteme miteinander zu vergleichen. Markesinis (2003, S. 39) schreibt: "... comparative law ... cannot be put to practical use and is likely to satisfy only those who spend their time devising them and then quoting each other with self-satisfaction." Um dem Rechtsvergleich auch eine praktische Anwendung zu verleihen, schlägt er vor, die Komplexität durch den numerischen Rechtsvergleich zu reduzieren.

2.2.2.3 Anwendung Statistischer Methoden

Das dritte Argument kritisiert die Anwendung statistischer Methoden in den Rechtswissenschaften. Barondes (1995) argumentiert, dass quantitative Bewertungen und

statistische Aussagen in den Naturwissenschaften durchaus ihre Daseinsberechtigung haben, dass Recht aber keine Naturwissenschaft ist. Naturwissenschaften sind beschreibend, während Recht einen vorschreibenden Charakter hat. Naturwissenschaften sind proaktiv und basieren auf Daten und Beobachtungen, während Recht eher reaktiv ist und auf Vorschriften und Hierarchien basiert. Recht hat keine quantifizierbaren Inhalte sondern Werte. Aus diesem Grund können statistische Methoden der Naturwissenschaften nicht in den Rechtswissenschaften verwendet werden.

Diesem Argument kann entgegnet werden, dass statistische Methoden auch in anderen Feldern der Wissenschaft, die sich nicht um quantifizierbare Inhalte kümmern, weithin akzeptiert sind. Dazu gehören etwa Psychologie, Soziologie oder Politikwissenschaften (Kaufmann, Kraay und Mastruzzi, 2003).

2.2.2.4 Fokus auf Vorschriften

Das letzte Argument bemängelt den Fokus auf die Existenz von gesetzlichen Vorschriften. Nach konventioneller Ansicht muss ein wissenschaftlicher Rechtsvergleich sehr viel umfassender gestaltet sein. Linguistische, terminologische und kulturelle Unterschiede sind zu berücksichtigen, denn sie beeinflussen die Existenz und Gestaltung von gesetzlichen Vorschriften. Man darf geschichtliche, politische, wirtschaftliche und sozialwissenschaftliche Einflüsse beim Vergleich von Rechtssystemen nicht unberücksichtigt lassen (Zweigert und Kötz, 1998). Außerdem gehören zur Untersuchung eines Rechtssystems auch die Vorschriften, die aufgrund von gesellschaftlichen Konventionen bestehen, die aber nicht gesetzlich verankert sind (De Cruz, 1999). Wenn bei einem Rechtsvergleich der Fokus aber nur auf der Existenz von gesetzlichen Vorschriften liegt, findet gegebenenfalls kein vollständiger Vergleich statt.

Auf dieses Argument entgegnet Merryman (2000, S. 719): " ... legal measurements are not a substitute for the more usual (and generally more qualitative) approaches; they are a useful addition to them." Wird ein umfassender Rechtsvergleich zwischen mehreren Rechtssystemen gewünscht, so kann die Methode des numerischen Rechtsvergleichs nicht die alleinige Antwort sein. Nur weil mit ihrer Hilfe die Existenz bzw. Nichtexistenz bestimmter Vorschriften für verschiedene Länder identifiziert wurde, ist die Untersuchung deshalb noch nicht vollständig und abgeschlossen. So

müsste beispielsweise analysiert werden, woher diese Unterschiede stammen und was sie bedeuten.

2.2.3 BEURTEILUNG

Siems (2006) fasst zusammen, dass der Bedarf für numerischen Rechtsvergleich immer dann besteht, wenn eine große Anzahl von Ländern oder Vorschriften verglichen werden müssen, da ein qualitativer Vergleich die Komplexität nicht reduziert, sondern erhöht. Vagts (2000, S. 598) illustriert dies mit einem Kommentar zu der Arbeit von LLSV (1998): "The LLSV study is a ground-breaking endeavour. Orthodox comparative lawyers would have shrunk back from such an ambitious endeavour and if they had attempted, it would have wound up with a tome of 2000 pages and 6000 footnotes filled with caveats and qualifications that would have rendered it unreadable."

Ziel dieser Arbeit ist es nicht, die Rechtssysteme aller untersuchten Länder umfassend miteinander zu vergleichen. Vielmehr geht es darum, international zu untersuchen, welche landesspezifischen Vorschriften über Charakteristika der Boards of Directors existieren. Aus den oben dargestellten Argumenten ergibt sich, dass sich die Methode des numerischen Rechtsvergleichs für genau diese Fragestellung eignet. Sie soll in meiner Arbeit als Vehikel zum quantitativen Vergleich des Corporate Governance Mechanismus Board of Directors dienen. Dennoch muss bei der Interpretation der Ergebnisse auf die oben erläuterten Einschränkungen geachtet werden.

3. EMPIRISCHE GRUNDLAGEN

In diesem Kapitel werden die empirischen Grundlagen dieser Arbeit erläutert.

3.1 EINLEITUNG

Dieses Kapitel besteht aus zwei Bereichen. Im ersten wird die empirische Einordnung dieses Promotionsvorhabens erläutert. Der zweite Bereich enthält die Darstellung der empirischen Erhebung, angefangen von den methodischen Grundlagen bis hin zur praktischen Durchführung.

3.2 EMPIRISCHE EINORDNUNG

In diesem Abschnitt wird die empirische Einordnung sowie der wissenschaftliche Beitrag dieser Arbeit erläutert. Die empirische Einordnung erfolgt anhand der von Denis und McConnell (2003) vorgestellten Klassifikation. Dabei wird die Systematik zuerst vorgestellt, bevor diese Arbeit in den Bereich quantitativer Studien der zweiten Generation internationaler Corporate Governance Forschung eingeordnet wird. Der Abschnitt endet mit der Darstellung der drei wissenschaftlichen Beiträge meiner Forschungstätigkeit.

3.2.1 KLASSIFIKATION NACH DENIS UND MCCONNELL (2003)

Der Klassifikationsansatz von Denis und McConnell (2003) fußt auf einer Einteilung nach geographischem Bezug. Die erste Unterteilung besteht zwischen nationaler und internationaler Corporate Governance Forschung. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die verwendete Namensgebung stark von der Tatsache geprägt ist, dass die empirische Corporate Governance Forschung ihren Ausgang in den USA nahm. Deshalb gelten Studien mit Forschungsschwerpunkt USA allgemein als nationale Corporate Governance Forschung, während Arbeiten, die andere Länder zum Gegenstand haben, unter dem Titel internationale Corporate Governance Forschung geführt werden.

3.2.1.1 Nationale Corporate Governance Forschung

Von den späten 70er bis in die 90er Jahre hinein konzentrierte sich die Corporate Governance Forschung vornehmlich auf die USA. Dabei wurden sowohl das

US-amerikanische Corporate Governance System als auch die Corporate Governance Strukturen von Unternehmen in den USA analysiert. Ein Beispiel für eine derartige Studie ist etwa die Arbeit von Baysinger und Butler (1985), in der sie die Auswirkungen von Veränderungen in der Struktur der Boards of Directors auf die Unternehmensperformance untersuchen.

3.2.1.2 Internationale Corporate Governance Forschung

Erst in den frühen 90er Jahren rückten auch andere Länder in das Interesse der Wissenschaftler. Damit nahm die internationale Corporate Governance Forschung ihren Anfang. Aktuell spricht man von zwei Generationen internationaler Corporate Governance Forschung.

3.2.1.2.1 Forschung der Ersten Generation

Studien der ersten Generation internationaler Corporate Governance Forschung untersuchen typischerweise einzelne Länder tiefer gehend. Dabei folgen sie in der Regel dem Muster der Arbeiten, die sich bisher inhaltlich auf die USA beschränkt hatten. Zu Beginn haben sich internationale Untersuchungen vor allem auf die größten Volkswirtschaften der Welt, d. h. Japan, Deutschland und Großbritannien ausgerichtet. Seit einigen Jahren kann man aber auch einen sprunghaften Anstieg von Corporate Governance Untersuchungen von Ländern verschiedener Entwicklungsstufen beobachten.

Durch diese Werke wird klar, dass sich die Corporate Governance Systeme einzelner Länder erheblich voneinander unterscheiden können. Gründe für die gefundenen Unterschiede werden in diesen Studien aber nicht geliefert. Die Ursache dafür liegt darin, dass es innerhalb eines Landes kaum Variabilität in den gesetzlichen und regulatorischen Grundlagen für Aktiengesellschaften gibt. Deshalb vernachlässigen Studien, deren Untersuchungsfokus auf eine Nation beschränkt ist, die Auswirkungen von Gesetzen und Regulationen auf die Corporate Governance und den Unternehmenswert.

Beispiele für Studien in diesem Bereich sind etwa das Werk von Kaplan und Minton (1994), die die Effektivität des Boards of Directors in japanischen Firmen untersuchen, oder die Arbeit von Xu und Wang (1999), die die Eigentümerkonzentration in China analysieren.

3.2.1.2.2 Forschung der Zweiten Generation

Um die Unterschiede zwischen den Corporate Governance Systemen einzelner Länder erklären zu können, ist es nötig, mehrere Länder innerhalb des gleichen Untersuchungsrahmens zu vergleichen. Damit beschäftigt sich die empirische Corporate Governance Forschung der zweiten Generation, die deshalb auch als komparative Corporate Governance Forschung bezeichnet wird.

Die komparative Corporate Governance Forschung lässt sich in drei Bereiche unterteilen.

3.2.1.2.2.1 Qualitative Studien

Qualitative Studien beschäftigen sich damit, die Corporate Governance Systeme verschiedener Länder umfassend zu vergleichen. Zu Arbeiten in diesem Bereich zählt etwa Charkham (1994), der die Corporate Governance Systeme von fünf Ländern miteinander vergleicht.

3.2.1.2.2.2 Quantitative Studien

Als die erste quantitative Studie in der zweiten Generation internationaler Corporate Governance Forschung wird das Paper "Law and Finance" (LLSV, 1998) angesehen. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass es unterschiedliche Grade von Rechtssicherheit für Investoren in verschiedenen Ländern gibt. Dabei zeichnen sich Länder mit niedrigerer Rechtssicherheit durch eine höhere Eigenkapitalkonzentration und geringere Aktivitätslevel der Aktienmärkte aus. Die Autoren zeigen weiterhin, dass der primäre Interessenkonflikt im Unternehmen – der zwischen Aktionären und Managern – bei hoher Eigenkapitalkonzentration nicht von großer Bedeutung ist. Da Großaktionäre sowohl die Möglichkeit als auch den Anreiz haben, das Management direkt zu kontrollieren, ist der Interessenkonflikt in diesem Fall eher zwischen Groß- und Kleinaktionären zu suchen.

Dieses Beispiel zeigt, dass gesetzliche und regulatorische Grundlagen in der komparativen Corporate Governance Forschung als wesentlicher Einflussfaktor für länderspezifische Unterschiede der Corporate Governance Mechanismen anerkannt werden.

Quantitative Studien mit ökonomischem Bezug folgen nach Bauer, Guenster und Otten (2004) meist einem Schema. Sie untersuchen das Corporate Governance System oder einen bestimmten Corporate Governance Mechanismus und beantworten die Frage, wie dies die Leistungsfähigkeit der Firma und die Entscheidungsvorgänge im Unternehmen beeinflusst. Dazu werden die Corporate Governance Systeme oder einzelne Mechanismen quantitativ miteinander verglichen. Dies geschieht etwa durch eigene Erhebungen (siehe z. B. Drobetz, Schillhofer und Zimmermann, 2004) oder durch die Verwendung der Zahlen von Corporate Governance Ratingagenturen⁹, die ähnlich wie Kreditratingagenturen seit einigen Jahren auf dem Markt operieren. Die Leistungsfähigkeit der Firma wird beispielsweise an der Eigenkapitalrendite oder der Entwicklung des Firmenwerts gemessen.

3.2.1.2.2.3 Konvergenzstudien

Seit einigen Jahren steht auch die Frage nach dem besten Corporate Governance System zur Debatte. Zu Beginn konzentrierte sich die Diskussion auf die relative Unter- oder Überlegenheit der eher bankenzentrierten Systeme wie etwa in Deutschland oder Japan und der eher marktzentrierten Systeme wie z. B. in den USA oder Großbritannien. Inzwischen gibt es Untersuchungen, die eine Konvergenz der Corporate Governance Systeme vorhersagen (Hansmann und Kraakman, 2000). Eine Bestätigung dieser Ansicht sehen einige Wissenschaftler in der weltweit stattfindenden Einführung von nationalen Corporate Governance Codes, die inhaltlich mehr oder weniger starke Gemeinsamkeiten aufweisen (siehe z. B. Dahya, McConnell und Travlos, 2002).

Einen leicht unterschiedlichen Ansatz vertreten Wojcik (2003) und Witt (2004), die den langfristigen Untergang des deutschen Corporate Governance Systems prognostizieren. Witt geht jedoch nicht von einer Konvergenz aus. Er vertritt die These, dass das angelsächsische sowie das japanische Corporate Governance System weiterhin bestehen bleiben werden.

3.2.2 EINORDNUNG DIESER ARBEIT

Mit der im ersten Kapitel beschriebenen Fragestellung ist dieses Dissertationsvorhaben in den Bereich der quantitativen Studien der komparativen Corporate Governan-

⁹ z. B. GovernanceMetrics International, Core Ratings oder Deminor Rating

ce Forschung einzuordnen. Die erste Forschungsfrage steht dabei in der von LLSV (1998) begründeten Tradition, dass gesetzliche und regulatorische Grundlagen als wesentliche Einflussfaktoren für landesspezifische Corporate Governance Unterschiede gesehen werden. Die zweite Forschungsfrage folgt dem von Bauer, Guenster und Otten (2004) beschriebenen Schema und untersucht die Auswirkungen des Boards of Directors auf den Firmenwert.

3.2.3 WISSENSCHAFTLICHER BEITRAG DES DISSERTATIONSVORHABENS

Diese Arbeit kann drei Beiträge zur quantitativen Corporate Governance Forschung der zweiten Generation leisten.

Der erste Beitrag liegt im internationalen Vergleich der landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika. Damit wird der Corporate Governance Mechanismus des Boards of Directors erstmals mit Hilfe des numerischen Rechtsvergleichs umfassend erhoben und durch die binäre Antwortsystematik zahlenbasiert dokumentiert. Dies ermöglicht eine übersichtliche Gegenüberstellung sowie einen einfachen Vergleich der Boards of Directors verschiedener Länder oder Rechtssysteme. Da dieser Beitrag aber nicht im eigentlichen Fokus der Arbeit steht, wird er nicht spezifisch weiterverfolgt.

Der zweite Beitrag folgt, wie bereits erwähnt, der Arbeit von LLSV (1998). Für den Mechanismus des Investorenschutzes haben die Autoren dieser Studie nachgewiesen, dass die landesspezifische Ausprägung dieses Mechanismus von der Zugehörigkeit des Landes zu einer der vier Rechtsfamilien abhängt. Eine identische Überprüfung soll hier für den Mechanismus des Boards of Directors vorgenommen werden. Das Ergebnis dieser Analyse ist die Antwort auf die erste Forschungsfrage.

Der dritte Beitrag liegt in der Antwort auf die zweite Forschungsfrage. In der empirischen Corporate Governance Forschung findet sich eine Vielzahl von agenturtheoretisch motivierten Untersuchungen über den Zusammenhang zwischen dem Corporate Governance Mechanismus Board of Directors und der Kapitalmarktperformance. So wurde beispielsweise der Einfluss einzelner Charakteristika des Boards of Directors auf die Kapitalmarktperformance sowohl auf Ebene der Einzelunternehmen innerhalb eines Landes (siehe z. B. Baysinger und Butler, 1985) als auch auf Landes-

ebene im internationalen Vergleich (siehe z. B. Bryan, Nash und Patel, 2002) untersucht. Auch wurde bereits eine umfassende Untersuchung des Einflusses der Gesamtheit der Charakteristika des Boards of Directors auf die Kapitalmarktperformance auf Ebene des Einzelunternehmens innerhalb eines Landes durchgeführt (siehe z. B. van Ees, Postma und Sterken, 2003). Nach meinem Wissensstand gibt es bisher jedoch noch keine internationale Analyse der Auswirkungen der Gesamtheit der agenturtheoretisch motivierten landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika des Boards of Directors auf die Kapitalmarktperformance. Dies zu leisten ist das Hauptziel dieser Arbeit.

3.3 EMPIRISCHE ERHEBUNG

In diesem Abschnitt wird die in diesem Forschungsprojekt angewandte empirische Erhebung dargelegt.

3.3.1 EINLEITUNG

Der Abschnitt besteht aus drei Teilen. Im ersten Teil werden die methodischen Grundlagen wie Erhebungsart und Studienaufbau erläutert und beurteilt. Diese werden anschließend im Design des Fragebogens umgesetzt, das im zweiten Teil erklärt wird. Dazu gehören Überlegungen zum Aufbau des Fragebogens sowie zur Qualitätssicherung der Antworten. Im dritten Teil wird schließlich die praktische Durchführung der Erhebung beschrieben. Dies reicht von den Auswahlkriterien der untersuchten Länder und der befragten Personen über die Vorgehensweise zur Kontaktaufnahme und die Rücklaufquotenstatistik bis hin zu ersten Ergebnissen.

3.3.2 STUDIENKONZEPTION

Die methodischen Grundlagen der empirischen Erhebung orientieren sich sowohl hinsichtlich der Erhebungsart als auch der zu beachtenden Caveats an der Arbeit von LLSV (1998). Der Abschnitt schließt mit einer zusammenfassenden Beurteilung der Studienkonzeption.

3.3.2.1 Erhebungsart

LLSV (1998) sowie La Porta, Lopez-de-Silanes und Shleifer (2006) haben die Daten des numerischen Rechtsvergleichs für ihre Studie erhalten, indem sie Rechtsanwälte in den 49 erhobenen Ländern mit Hilfe von Fragebögen befragten. Diese Erhebungsart ist im Bereich des numerischen Rechtsvergleichs allgemein anerkannt (Siems, 2006, S. 5): "The answers of these local lawyers are as such therefore not objectionable." und soll auch für diese Arbeit angewandt werden.

3.3.2.2 Caveats beim Aufbau der Studie

Die wissenschaftliche Beachtung einiger auf der Methode des numerischen Rechtsvergleichs basierenden empirischen Untersuchungen hat zu einer ausführlichen Auseinandersetzung mit dieser Methodik geführt. In der Literatur finden sich drei grundlegende Caveats, die bei einer empirischen Studie berücksichtigt werden müssen, um eine korrekte Anwendung der Methode zu gewährleisten.

3.3.2.3 Problem des Home Bias

Das Home Bias Problem beschreibt die Gefahr, dass der Verfasser einer empirischen Erhebung zum internationalen numerischen Rechtsvergleich das Konzept seines Heimatrechtssystems bei der Befragung zugrunde legt (Zweigert und Kötz, 1998).

De Cruz (1999, S. 233) veranschaulicht dieses Problem: "Europeans and Americans must be constantly aware, when studying non-Western legal systems and cultures, that they must not approach or appraise these systems from their Western viewpoints or judge them by European or American standards. For example some Western lawyers concluded in the 1970s that China has no legal system because she has no attorneys in the American or European sense, no independent judiciary, no Codes, and, since the Cultural Revolution, no system of legal education. Yet, this is surely to judge a non-Western system by Western standards, rather like the Western visitor who assumed that there was no 'proper' music played in China because he did not see any Western instruments in the Chinese concert hall he visited." Auf diese Arbeit übertragen heißt das, dass die Fragestellung in der empirischen Studie so zu wählen ist, dass sie eine möglichst realitätsnahe Abbildung der Board Charakteristika aller untersuchten Rechtssysteme zulässt und nicht etwa, dass sie optimal an das deutsche Rechtssystem angepasst ist. Dieser Aspekt wurde in zwei Bereichen berücksichtigt.

Zum einen wurde bei der Gestaltung der Fragen im Fragebogen darauf geachtet, dass nicht das deutsche Konzept des zweistufigen Board Systems mit Trennung von Vorstand und Aufsichtsrat zugrunde gelegt wurde. Vielmehr war es Ziel, Formulierungen zu finden, mit denen sowohl das einstufige als auch das zweistufige Board System abgebildet werden kann, um eine unvoreingenommene Vergleichbarkeit zu ermöglichen. Um mögliche Verzerrungen durch Übersetzungen zu vermeiden, wurde die Befragung in allen Ländern einheitlich auf Englisch durchgeführt. Dies begründet auch – wie bereits in der Einleitung erwähnt – die teilweise Verwendung englischer Ausdrücke in dieser Arbeit.

Zum anderen wurde dem Fragebogen ein schematisches Organigramm vorangestellt, um die angewandten Formulierungen bildlich zu veranschaulichen und Uneindeutigkeiten zu vermeiden (siehe Anhang, Kapitel 8.2.1).

3.3.2.4 Problem der Verschiedenartigkeit von Vorschriften

Das Problem der Verschiedenartigkeit von Vorschriften beschreibt die Tatsache, dass sich die Frage nach der Existenz einer bestimmten Regel in einem spezifischen Rechtssystem nicht immer eindeutig mit Ja oder Nein beantworten lässt. Oft hängt die Gültigkeit einer Vorschrift beispielsweise zu einem gewissen Grad von den Umständen, unter denen sie anzuwenden ist, ab oder es gibt einen Ermessensspielraum bei der Auslegung der Vorschrift (Siems, 2005).

Dies kann anhand der Corporate Governance Codes verdeutlicht werden. In diesen Codes hat sich eine länderübergreifende Systematik entwickelt, nach der die in den Codes aufgeführten Vorschriften in drei Gruppen unterteilt werden (Dahya, McConnell und Travlos, 2002). Dies sind zum einen Vorschriften, die jedes börsennotierte Unternehmen zu erfüllen hat, zum anderen Vorschriften, die jedes börsennotierte Unternehmen erfüllen sollte¹⁰, und zum Dritten solche, die es im Sinne einer Best Practice erfüllen kann. Der Aspekt der Verschiedenartigkeit von Vorschriften spricht nun die Problematik an, wie eine Vorschrift eingeordnet werden soll, die in einem Land als gesetzlich bindend vorgeschrieben ist, die aber in einem anderen Land lediglich als Comply or Explain-Regel gilt oder etwa von der Börse als Voraussetzung für ein Listing verlangt wird.

In der Literatur findet sich ein Vorschlag, wie mit dieser Problematik umgegangen werden kann. Nach Zweigert und Kötz (1998) soll bei der Erhebung nicht ausdrücklich und ausschließlich nach der Existenz von gesetzlichen Vorschriften gefragt werden. Auch Vorschriften, die zwar keinen eindeutigen Gesetzescharakter haben, die von börsennotierten Unternehmen aber dennoch befolgt werden müssen, sollen erhoben werden. Auswahlkriterium ist hierbei die Sanktionierbarkeit. Das bedeutet beispielsweise, dass ein börsennotiertes Unternehmen sich an die Listing-Vorschriften der Börse halten muss, weil es sonst durch ein Delisting bestraft werden kann. Derar-

¹⁰ Auch unter dem Namen Comply or Explain-Regel bekannt

tige Börsenvorschriften sind eindeutig keine Gesetze, haben aber starken Einfluss auf die Gestaltungsspielräume der Unternehmen. Aus welcher Quelle eine Vorschrift stammt, ist letztlich irrelevant, sie muss nur für das börsennotierte Unternehmen bindend sein.

Für die Gestaltung des Fragebogens ergeben sich daraus zwei Konsequenzen. Zum einen dürfen sich die Fragen innerhalb des Fragebogens nicht auf die reine Existenz oder Nichtexistenz einer bestimmten Vorschrift beziehen, sondern müssen auf die Funktionalität der Vorschriften abstellen. Dies wurde bei der Gestaltung der Fragen berücksichtigt, indem beispielsweise der Begriff Vorschrift in den Fragen nicht explizit verwendet wurde. Weiterhin wurde dem Fragebogen ein einleitender Text vorangestellt, der die befragten Personen dazu aufforderte, zur Beantwortung des Fragebogens das oben erwähnte Kriterium der Sanktionierbarkeit zugrunde zu legen, statt nur auf die Existenz gesetzlicher Vorschriften zu achten. Der in dieser Arbeit verwendete Begriff Vorschrift ist dementsprechend auch unter diesen Gesichtspunkten zu verstehen.

3.3.2.5 Problem der Auswertung

Der am häufigsten genannte Kritikpunkt bei empirischen Studien mit numerischem Rechtsvergleich ist die Art der Auswertung der Erhebungen. LLSV (1998) beispielsweise untersuchen die internationale Existenz von Gläubigerrechten anhand von fünf Variablen. Sie bewerten aber nicht die fünf Variablen unabhängig voneinander, sondern geben den Ländern zwischen 0 und 5 Punkten im Bereich Gläubigerrechte. Diese Vorgehensweise setzt zwei Annahmen voraus. So muss nicht nur die Wirkrichtung der Rechte gleich sein, es müssen auch alle fünf Variablen gleich viel Bedeutung für den Schutz der Gläubigerrechte haben. Diese beiden Annahmen können nach Cools (2004) jedoch nicht als gegeben vorausgesetzt werden. Bei der Auswertung der empirischen Erhebung ist dies zu berücksichtigen.

3.3.2.6 Beurteilung

Auch wenn nach Siems (2005) die Berücksichtigung der oben genannten Caveats eine methodische Verbesserung etwa im Vergleich zu der Arbeit von LLSV (1998) darstellt, bleiben dennoch einige Einschränkungen weiter bestehen.

Zwar kann versucht werden, den Home Bias durch eine entsprechende Gestaltung des Fragebogens zu minimieren, man muss sich aber der Tatsache bewusst sein, dass sich daraus neue Probleme ergeben. So hatte der Ansatz zur Vermeidung des Home Bias zur Folge, dass Aspekte, die zwar typisch für das deutsche Rechtssystem, in anderen Rechtsfamilien aber vollkommen unbekannt sind, weitgehend aus der Befragung ausgeschlossen wurden. Dazu gehört beispielsweise der Bereich der Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat, der im deutschen Gesellschaftsrecht eine wesentliche Rolle spielt, international aber keine funktionalen Äquivalenzen aufweist. Insgesamt stellt sich die Frage, ob es besser ist, eine Fragestellung zu verwenden, die einige Rechtssysteme sehr gut, andere hingegen sehr schlecht widerspiegelt, oder ob es besser ist, eine Fragestellung zu nutzen, die kein System sehr gut, aber auch keines sehr schlecht abbildet.

Auch das Kriterium der Sanktionierbarkeit bei der Beurteilung, ob eine extralegale Vorschrift tatsächlich eine bindende Vorschrift darstellt, kann hinterfragt werden. Zwar wird durch diese Richtschnur die im Abschnitt 2.2.2.4 genannte Einschränkung des Fokus auf gesetzliche Vorschriften gemildert, sie wirft aber auch eine Anzahl neuer Fragen auf. So wären etwa die Fragen zu beantworten, was als Sanktionierung zählt, wo genau eine Sanktion beginnt und wie mit der unterschiedlichen Härte von Sanktionen umzugehen ist.

Weicht ein Unternehmen von der Comply or Explain-Regel ab, muss es im Allgemeinen lediglich einen plausiblen Grund für die Abweichung publizieren. Per definitionem stellt dies bereits eine Sanktion dar. Es ist jedoch nachvollziehbar, dass die Androhung eines Delistings für ein Unternehmen eine weitaus schwerwiegendere Sanktion darstellt. So besteht zumindest theoretisch die Möglichkeit, dass Unternehmen bei geringen zu befürchtenden Sanktionen eher Regelverstöße begehen als bei erheblicheren Sanktionen. Damit wirft sich erneut die Frage auf, wie bindend die einzelnen Vorschriften für die Unternehmen in verschiedenen Ländern in der Realität sind.

3.3.3 DESIGN DES FRAGEBOGENS

Nachdem bisher vorwiegend inhaltliche Aspekte der Studie erläutert wurden, steht jetzt das Design des Fragebogens im Fokus. Dies beinhaltet den Aufbau sowie die eingebauten Maßnahmen zur Qualitätssicherung der Antworten.

3.3.3.1 Aufbau

Die 137 Hypothesen wurden nach den oben erläuterten Vorgaben ins Englische übersetzt und als geschlossene Fragen formuliert. Die acht Hauptbereiche wurden in insgesamt vier etwa gleich lange Fragebögen aufgeteilt (siehe Tabelle 3.1). Die Fragebögen finden sich im Anhang, Kapitel 8.2.1.3 - 8.2.1.6.

Tabelle 3.1: Übersicht über die Zuordnung der Hauptbereiche zu Fragebögen

Fragebogen Nr.	Enthaltene Hauptbereiche	Anzahl Fragen
1	Board Balance	37 + 3
2	Chairman Compensation	30 + 3
3	Shareholders and GM Committees Audit	35 + 3
4	Conflicts of Interest Tasks and Responsibilities	32 + 3

Jedem Fragebogen wurde ein individualisiertes Anschreiben vorangestellt (siehe Anhang, Kapitel 8.2.1.1). In diesem Anschreiben ist eine kurze Vorstellung des Absenders und des Ziels der Erhebung enthalten, ebenso wie eine Abschätzung der zur Beantwortung benötigten Zeit. Auch wird der Empfänger gebeten, andere Personen, die seines Erachtens nach geeignet sein könnten, den Fragebogen zu beantworten, zu empfehlen. Damit wird der so genannte Expert knows Expert-Ansatz nach Lilien, Morrison, Searls, Sonnack und von Hippel (2002) verfolgt. Das Anschreiben schließt mit der Bitte, bei Rückfragen oder Kommentaren den Absender direkt zu kontaktieren.

3.3.3.2 Qualitätssicherung

Ein weiterer Aspekt, der bei der Gestaltung eines Fragebogens berücksichtigt werden muss, ist die Qualitätssicherung der Antworten.

Jeder der vier Fragebögen beginnt mit den gleichen drei Fragen, die sich auf das Board System des untersuchten Landes beziehen. Mit diesen Fragen wird überprüft, ob in diesem Land ein ein- oder zweistufiges Board System vorgeschrieben ist oder ob börsennotierte Unternehmen eine Auswahlmöglichkeit zwischen den Board Systemen haben. Die landesspezifischen Antworten auf diese Frage waren vor Beginn der Befragung bekannt, so dass nur Fragebögen in die finale Datenauswertung einfließen würden, in denen die ersten drei Fragen korrekt beantwortet waren.

Alle Fragen sind als geschlossene Fragen formuliert. Um ein unüberlegtes Durchkreuzen der Fragen zu vermeiden, wird, wie bereits im Abschnitt 1.6.1 erwähnt, die Logikkette der Fragen gelegentlich unterbrochen (Narver, Slater und MacLachlan 2004). Hinter jeder Frage gibt es neben der Antwort "Yes" und "No" auch die Möglichkeit mit "Don't Know" zu antworten, um die Wahrscheinlichkeit falscher Angaben möglichst gering zu halten. Für eventuelle Anregungen und Empfehlungen befindet sich ein Kommentarfeld am Ende des Fragebogens.

Dem Beispiel von Joshi und Sharma (2004) folgend wird der Befragte am Ende des Fragebogens gebeten, eine Selbsteinschätzung seiner Fähigkeiten zur Antwort auf die Board of Directors Fragen zu geben: "How well do you judge your ability to answer the above questions?" Zur Beantwortung wird eine fünfstufige Likert-Skala mit 1 = "not at all" bis 5 = "very well" vorgegeben. In der empirischen Forschung wird allgemein davon ausgegangen, dass die Selbsteinschätzung eine gute Richtlinie zur Beurteilung der Qualität der Antworten darstellt.

3.3.4 DURCHFÜHRUNG DER ERHEBUNG

Die praktische Durchführung der Erhebung umfasst im ersten Schritt eine Auseinandersetzung mit den Auswahlkriterien der zu untersuchenden Länder sowie der zu befragenden Personen. Daran anschließend werden die Methode der Kontaktaufnahme sowie der Vortest erläutert, bevor die statistischen Informationen über die Erhebung wie Erhebungszeitraum, Verzerrungspotential und Rücklaufquote analysiert werden. Nach der Darstellung des Auswertungsverfahrens werden die ersten Ergebnisse berichtet.

3.3.4.1 Auswahlkriterien der Länder

In den inhaltlich bzw. methodisch ähnlich aufgebauten empirischen Studien (z. B. LLSV, 1998; La Porta, Lopez-de-Silanes und Shleifer, 2006; Berkowitz, Pistor und Richard, 2003) finden sich drei regelmäßig angewandte Auswahlkriterien bezüglich der in die Untersuchung einzuschließenden Länder.

Das erste Kriterium ist, dass die untersuchten Länder keine kommunistischen Länder sein sollen. Meines Erachtens nach ist dieses Kriterium hinfällig, da kommunistische Länder nicht über einen Kapitalmarkt verfügen. Damit kann die Trennung von Eigentum und Kontrolle bei börsennotierten Unternehmen per se nicht auftreten

Weiterhin sollen die eingeschlossenen Länder seit mindestens zehn Jahren keine Übergangs- oder Transformationsländer sein. Dies erscheint sinnvoll, da eine gewisse Übergangsfrist zum Aufbau eines funktionierenden Kapitalmarkts und eines stabilen Rechtssystems benötigt wird. Die Anzahl der Jahre hingegen scheint eher arbiträr gewählt, manche Autoren (siehe z. B. LLSV, 1998) beschränken den Zeitraum auch auf fünf Jahre.

Nach dem dritten Kriterium soll das Land über mindestens fünf einheimische börsennotierte Unternehmen ohne staatliche Beteiligung im Non-Finance Sektor verfügen. Der Ausschluss staatlicher Beteiligung resultiert aus der Ansicht, dass der Staat potenziell über mehr Kontrollmacht gegenüber dem Unternehmen verfügt als ein Kleinaktionär und derartige Verzerrungen vermieden werden sollen. Die Mindestanzahl an Unternehmen soll eine ausreichende Größe des Kapitalmarkts gewährleisten. Die Anforderung, dass die Unternehmen aus dem Non-Finance Sektor stammen, soll sicherstellen, dass in jedem eingeschlossenen Land möglichst verschiedene Arten von börsennotierten Unternehmen mit unterschiedlichen Eigentümerstrukturen vertreten sind.

Aus den oben genannten Auswahlkriterien ergibt sich eine Samplegröße von 49 Ländern aus allen fünf Kontinenten. Das gleiche Ländersample wird auch von LLSV (1998), Berkowitz, Pistor und Richard (2003) und La Porta, Lopez-de-Silanes und Shleifer (2006) verwendet. Eine Aufstellung der eingeschlossenen Länder findet sich in Tabelle 3.2.

Tabelle 3.2: Übersicht über die erhobenen Länder

Land	Rücklaufquote	Unterstützung durch	Rechtsfamilie	Kontinent
Ägypten	16,36 %		Französisch	Afrika
Argentinien	17,86 %		Französisch	Amerika
Australien	15,00 %		Angloamerikanisch	Australien
Belgien	31,43 %	ECGI	Französisch	Europa
Brasilien	39,29 %	World Bank	Französisch	Amerika
Chile	100,00 %	World Bank	Französisch	Amerika
Dänemark	20,93 %		Skandinavisch	Europa
Deutschland	9,55 %		Deutsch	Europa
Ecuador	17,74 %		Französisch	Amerika
Finnland	22,73 %		Skandinavisch	Europa
Frankreich	20,75 %		Französisch	Europa
Griechenland	71,43 %	ECGI	Französisch	Europa
Holland	71,43 %	ECGI	Französisch	Europa
Hong Kong	20,00 %		Angloamerikanisch	Asien
Indien	30,00 %		Angloamerikanisch	Asien
Indonesien	71,43 %	World Bank	Französisch	Asien
Irland	21,43 %		Angloamerikanisch	Europa
Israel	30,00 %		Angloamerikanisch	Asien
Italien	43,48 %	ECGI	Französisch	Europa
Japan	29,41 %		Deutsch	Asien
Jordanien	37,50 %		Französisch	Asien
Kanada	23,26 %		Angloamerikanisch	Amerika
Kenia	26,19 %	P. Armstrong	Angloamerikanisch	Afrika
Kolumbien	39,13 %	World Bank	Französisch	Amerika
Malaysia	22,64 %		Angloamerikanisch	Asien
Mexiko	78,57 %	World Bank	Französisch	Amerika
Neuseeland	53,33 %	World Bank	Angloamerikanisch	Australien
Nigeria	23,64 %	P. Armstrong	Angloamerikanisch	Afrika
Norwegen	42,86 %	ECGI	Skandinavisch	Europa
Österreich	15,63 %		Deutsch	Europa
Pakistan	21,27 %		Angloamerikanisch	Asien
Peru	52,63 %	World Bank	Französisch	Amerika
Philippinen	69,23 %	World Bank	Französisch	Asien
Portugal	38,46 %	ECGI	Französisch	Europa
Schweden	22,58 %		Skandinavisch	Europa
Schweiz	24,24 %		Deutsch	Europa
Singapur	47,37 %	World Bank	Angloamerikanisch	Asien
Spanien	35,71 %	ECGI	Französisch	Europa
Sri Lanka	14,29 %		Angloamerikanisch	Asien
Südafrika	29,41 %	P. Armstrong	Angloamerikanisch	Afrika
Südkorea	19,30 %		Deutsch	Asien
Taiwan	16,13 %		Deutsch	Asien
Thailand	11,97 %		Angloamerikanisch	Asien
Türkei	37,04 %		Französisch	Asien
UK	23,53 %		Angloamerikanisch	Europa
Uruguay	55,00 %	World Bank	Französisch	Amerika
USA	11,39 %		Angloamerikanisch	Amerika
Venezuela	11,49 %		Französisch	Amerika
Zimbabwe	45,00 %	P. Armstrong	Angloamerikanisch	Afrika

3.3.4.2 Auswahlkriterien der Personen

Die für die Befragung auszuwählenden Personen sollten in der Lage sein, die Fragen nach der Existenz bestimmter vorgeschriebener Charakteristika auf Landesebene kompetent zu beantworten. Damit scheinen folgende Personengruppen als Zielgruppe geeignet zu sein:

- Fachanwälte oder Professoren für Gesellschaftsrecht
- Mitarbeiter von Corporate Governance Code-Kommissionen
- Wissenschaftler, die zu thematisch nahe gelegenen Bereichen veröffentlicht haben
- Teilnehmer an World Bank Corporate Governance Round Table Veranstaltungen
- Institutionen mit Gesellschaftsrechts- oder Corporate Governance-Bezug, z. B.:
 - Listings Divisionen von Börsen
 - European Corporate Governance Institute

Nicht geeignet für diese Befragung scheinen hingegen Mitglieder von Boards of Directors zu sein. Wenn ein Board Mitglied den Fragebogen beantwortet, besteht die Gefahr, dass die Regelung der Board Charakteristika auf Unternehmensebene dargestellt wird. Diese muss aber nicht zwingend mit den Regelungen auf Landesebene übereinstimmen. Auch hier sei wieder ein Beispiel aus dem Corporate Governance Code bemüht. Befolgt ein Unternehmen eine so genannte Kann-Bestimmung, geschieht dies freiwillig, ist aber nicht auf Landesebene vorgeschrieben. Antwortet der Director aber auf Basis dessen, was in seinem Unternehmen umgesetzt wird, kann dies zu Verzerrungen in der Grundgesamtheit kommen.

3.3.4.3 Kontaktaufnahme

Die zu befragenden Personen wurden per E-Mail kontaktiert. Für jeden Fragebogen wurde eine eigene URL kreiert, die als link in der E-Mail versandt wurde. Am Ende des Fragebogens wurde jeder Befragte dazu aufgefordert, sich anhand seiner E-Mail Adresse zu identifizieren. Nur Fragebögen, bei denen die E-Mail Adresse des Antwortenden mit der des Angeschriebenen übereinstimmte, wurden in die Auswertung mit einbezogen. Dies erfolgte, um sicher zu stellen, dass nur die vorher ausgewählten Personen an der Befragung teilnehmen würden.

3.3.4.4 Vortest

Vor Beginn der eigentlichen Befragung wurde ein Vortest mit insgesamt 20 Personen durchgeführt. Für den Vortest wurden pro Rechtsfamilie und Befragungszielgruppe mindestens zwei Fragebögen beantwortet. Die befragten Personen wurden nach Beantwortung des Fragebogens telefonisch kontaktiert und um ihre Meinung bezüglich Verständlichkeit, Beantwortbarkeit und Zeitbedarf gebeten.

Aus dem Vortest resultierten zwei Erkenntnisse. Zum einen entstand der Eindruck, dass Mitarbeiter von Corporate Governance Code-Kommissionen darüber beunruhigt waren, dass ihr jeweiliges Land in der Erhebung schlechter abschneiden könnte als andere Länder. Einer der Befragten gab sogar zu, dass er darüber nachgedacht habe, wie er die Antworten so manipulieren könnte, dass die Bestimmungen seines Landes möglichst vorteilhaft wirken würden. Aus diesem Grund wurde entschieden, die Zielgruppe der Mitarbeiter von Corporate Governance Code-Kommissionen aus der Befragung auszuschließen. Dieses Ergebnis deckt sich mit der Erfahrung von Ernst und Teichert (1998), die eine ähnliche Verzerrung bei Marketing Managern auf Grund von Überidentifikation beobachten.

Zum anderen gab es eine Frage, die von allen 20 befragten Personen mit der Option "Don't Know" beantwortet wurde. Diese Frage repräsentiert Hypothese 131 und überprüft, ob die Directors im Falle einer vorgeschriebenen Amtshaftpflichtversicherung zu einem Selbstbehalt verpflichtet sind. Um einen möglichen Zufall auszuschließen wurde die Frage aber nicht aus dem Fragebogen entfernt.

Die Ergebnisse des Vortests wurden nicht in die endgültige Auswertung der Erhebung einbezogen.

3.3.4.5 Erhebungszeitraum

Die empirische Erhebung begann am 1. Februar 2005 und endete am 30. April 2005. In dieser Zeit wurden 2.387 E-Mails versandt. Die Mehrzahl der Antworten erfolgte innerhalb von 24 Stunden.

3.3.4.6 Verzerrungen

Da sich die empirische Untersuchung auf die Erhebung von objektiv überprüfbaren Tatsachen beschränkt, muss die Repräsentativität der Stichprobe nicht überprüft werden. Untersuchungen auf Verzerrungen wie der late- oder non-respondent bias wurden dementsprechend nicht durchgeführt

3.3.4.7 Rücklaufquote

Von den 2.387 verschickten E-Mails konnten 163 aufgrund einer fehlerhaften oder ungültigen E-Mail Adresse nicht zugestellt werden. Bei 35 E-Mails erschien eine Out of Office-Meldung. 1.509 E-Mails wurden nicht beantwortet. Von den 680 beantworteten E-Mails enthielten 88 eine Empfehlung einer anderen Kontaktperson. 38 Angeschiedene erklärten, dass sie nicht der richtige Ansprechpartner für dieses Thema seien. 32 Personen antworteten, dass sie zur Beantwortung zwar qualifiziert seien, zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Zeit dafür hätten, aber bereit seien, zu einem späteren Zeitpunkt zu antworten. Auch auf Nachfrage beantwortete keine der 32 Personen den Fragebogen. Damit standen insgesamt 522 auswertbare Fragebögen zur Verfügung. Dies entspricht einer Rücklaufquote von 21,86 %.

Wie in Tabelle 3.2 ersichtlich, bestehen erhebliche Schwankungen bezüglich der Rücklaufquote zwischen den einzelnen Ländern. Die höchste Rücklaufquote wurde mit 100 % in Chile erreicht, die geringste in Deutschland mit 9,55 %. Diese hohen Schwankungen lassen sich durch zwei Tatsachen begründen. Zum einen erhielt die Erhebung in einigen Ländern Unterstützung. Die World Bank und das ECGI beispielsweise stellten mir für einige Länder Kontaktdaten ausgewählter Ansprechpartner zur Thematik Board of Directors und Corporate Governance zur Verfügung. Philip Armstrong von der Rechtsanwaltskanzlei Edward Nathan in Südafrika vermittelte mir die wichtigsten Ansprechpartner für die Erhebung in Afrika. Tendenziell war die Rücklaufquote bei vermittelten Kontakten höher als bei selbst identifizierten. Zum anderen lässt sich die geringe Rücklaufquote in Deutschland durch drei wiederholt aufgetretene Kommentare erklären. So stieß die Tatsache, dass ein Deutscher einen englischen Fragebogen an einen anderen Deutschen verschickt, auf Befremden. Ein weiterer Kommentar war, dass ich die Antworten für Deutschland selbst herausfinden könne und man nicht meine Arbeit übernehmen wolle. Auch gab es den Kommentar

eines Befragten, der den Fragebogen als versteckte Kontrolle seines Wissens interpretierte.

3.3.4.8 Auswertungsverfahren

Es wurden nur die Fragebögen in die Auswertung einbezogen, die die Qualitätssicherungskriterien erfüllen konnten. Das bedeutet konkret, dass die ersten drei Fragen korrekt und die Selbsteinschätzung mit mindestens einer 4 auf der Likert-Skala beantwortet sein mussten.

Um die Irrtumswahrscheinlichkeit zu minimieren wurde jede Frage doppelt erhoben. Wenn sich beim Abgleich zweier Fragebögen für ein Land widersprüchliche Antworten offenbarten, wurden die betroffenen Fragen einzeln nacherhoben. Auch bei "Don't Know"-Antworten wurde in der Nacherhebung das Prinzip der doppelten Beantwortung eingehalten. Sobald diese Kriterien erfüllt waren, wurde das Land als abgeschlossen betrachtet und die Erhebung nicht weiter verfolgt.

An dieser Stelle sollen auch noch zwei länderspezifische Besonderheiten erwähnt werden, die eine mögliche Verzerrung in der Auswertung verursachen könnten. Dies betrifft zum einen die USA. Einige der Vorschriften für Board of Directors Charakteristika sind in den USA auf Ebene der einzelnen Staaten geregelt und deshalb nicht landesweit einheitlich. Da jedoch die Mehrheit der börsennotierten Unternehmen in Delaware inkorporiert ist, wurden die Befragten gebeten, ausschließlich Delaware Law zur Beantwortung der Fragen heranzuziehen. Da es aber dennoch möglich ist, dass im Kapitalmarktindex Unternehmen repräsentiert sind, die nicht dort inkorporiert sind, ist dies eine Quelle möglicher Verzerrungen. Zum anderen gibt es für börsennotierte Unternehmen in einigen der 49 untersuchten Länder die Möglichkeit, das Board System frei zu wählen wie beispielsweise in Frankreich oder Japan. In diesem Fall wurden die Befragten gebeten, die Antworten so zu wählen, dass sie die Mehrheit der gewählten Board Systeme repräsentieren. Zwar ist in den meisten Ländern die Mehrheit eindeutig. So wählen in Frankreich beispielsweise weit über 90 % der Unternehmen das einstufige Board System. Da es aber dennoch theoretisch möglich ist, dass im Kapitalmarktindex auch Unternehmen mit einem anderen Board System eingeschlossen sind, kann es – analog zu dem Beispiel der USA – auch hier zu Verzerrungen kommen.

3.3.4.9 Ergebnisse

Insgesamt wurden 137 Fragen für 49 Länder erhoben. Die bereits im Vortest auffällige Frage zur Hypothese 131 konnte trotz Nacherhebung nur für 4 Länder beantwortet werden und wurde deshalb aus der Auswertung ausgeschlossen (siehe Tabelle 3.3). Die übrigen Fragen konnten vollständig erhoben werden (siehe Anhang, Kapitel 8.2.2).

Ebenfalls aus der Auswertung ausgeschlossen wurden die Fragen, die in allen 49 Ländern gleich beantwortet wurden, da der Erklärungswert einer Variablen nur dann gegeben ist, wenn die Variable in den untersuchten Objekten eine Varianz aufweist.

Tabelle 3.3: Aus der Auswertung ausgeschlossene Fragen

Frage Nr.	Frage	Antwort
10	Can the outgoing CEO become a member of the BoD?	Yes
70	Do the directors have to publish their earnings originating from directorship positions in other companies?	No
71	Is the BoD responsible for reporting to the shareholders?	Yes
80	Does the BoD have the right to set up committees for specific matters?	Yes
131	If the company is obliged to provide its officers with D&O liability insurance, are the directors obliged to keep a deductible?	N/A

Damit reduziert sich die Gesamtzahl der in die Auswertung einbezogenen Variablen auf 132.

4. AUSWERTUNG DER ERSTEN FORSCHUNGSFRAGE

In diesem Kapitel wird die erste Forschungsfrage "Unterscheiden sich die zu einer bestimmten Rechtsfamilie gehörenden Länder hinsichtlich der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors signifikant voneinander?" untersucht.

4.1 EINLEITUNG

Das Kapitel besteht aus drei Abschnitten. Im ersten Abschnitt wird dargelegt, wie die konfirmatorische Untersuchung der ersten Forschungsfrage mittels des Ansatzes der Differenz zweier arithmetischer Mittel erfolgt. An die Ergebnisinterpretation schließt sich der zweite Abschnitt an. Dort wird mittels eines explorativen Clusterverfahrens untersucht, welche Gründe sich für das Resultat der konfirmatorischen Analyse finden lassen. Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung der Erkenntnisse aus der konfirmatorischen und der explorativen Untersuchung.

4.2 KONFIRMATORISCHE UNTERSUCHUNG

Im Rahmen der konfirmatorischen Untersuchung soll die Hypothese H_0 "Die einzelnen Rechtsfamilien unterscheiden sich signifikant in der Ausgestaltung der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors." getestet werden. Nach der Erklärung der Berechnungsgrundlagen wird der Ansatz der Differenz zweier arithmetischer Mittel, der zur Auswertung angewandt werden soll, erläutert. Die Analyse findet auf Ebene der Einzelfragen für die einzelnen Rechtsfamilien, aber auch nach Hauptgruppen statt. Der Abschnitt schließt mit der Interpretation der gefundenen Ergebnisse.

4.2.1 BERECHNUNGSGRUNDLAGEN

Zur Testung der Hypothese sind zwei Berechnungsgrundlagen nötig. Zum einen ist dies die Zuordnung der einzelnen Länder zu den vier Rechtsfamilien. Diese Zuordnung ist in der Wissenschaft des Rechtsvergleichs weitgehend unstrittig und erfolgt nach Reynolds und Flores (1989, siehe Tabelle 3.2). Die zweite Berechnungsgrundlage ist die Ausgestaltung der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der

Boards of Directors. Diese stammt aus der empirischen Befragung, die im vorhergehenden Kapitel ausführlich behandelt wurde.

4.2.2 DIFFERENZ ZWEIER ARITHMETISCHER MITTEL

Das anzuwendende Verfahren, der Zweistichprobentest für die Differenz zweier arithmetischer Mittel, findet sich auch bei LLSV (1998). Mit diesem Test werden die Mittelwerte von zwei unabhängigen Gruppen miteinander verglichen, um herauszufinden, ob sie sich signifikant voneinander unterscheiden. Die Formel nach Bleymüller, Gehlert und Gülicher (2000, S. 110) ist in Formel 4.1 dargestellt.

Formel 4.1: Berechnung der Differenz zweier arithmetischer Mittel

$$t_{\text{Test}} = \frac{\bar{X}_{\text{Frage}_k}^{RF_i} - \bar{X}_{\text{Frage}_k}^{RF_j}}{\sqrt{\frac{\text{Var}(\bar{X}_{\text{Frage}_k}^{RF_i})}{n_{RF_i}} + \frac{\text{Var}(\bar{X}_{\text{Frage}_k}^{RF_j})}{n_{RF_j}}}}$$

mit $i, j = \text{Angloamerikanisch, Französisch, Deutsch, Skandinavisch}$; $i \neq j$
und $k = 1, \dots, 132$

Dazu werden die einzelnen Länder nach angloamerikanischer, französischer, deutscher und skandinavischer Rechtsfamilienzugehörigkeit sortiert. Für jede Rechtsfamilie wird dann für jede einzelne Frage des Fragebogens der Mittelwert und die Varianz der Antworten ermittelt. Für je zwei Rechtsfamilien kann dann mit diesem Test untersucht werden, ob ein signifikanter Unterschied zwischen den beiden Familien bei der Antwort auf die untersuchte Frage vorliegt.

Dazu wird die Nullhypothese $H_0 : \mu_{RF_i} = \mu_{RF_j}$ getestet, die Alternativhypothese ist $H_A : \mu_{RF_i} \neq \mu_{RF_j}$, es liegt also ein zweiseitiger Test vor. Bei vier Rechtsfamilien ergeben sich sechs zu untersuchende Kombinationen. Der Testwert muss dann mit dem kritischen t-Wert verglichen werden, der sich aus dem Signifikanzniveau und der Anzahl der Freiheitsgrade herleiten lässt (siehe Tabelle 4.1).

Als Signifikanzniveau werden standardmäßig 5 % gewählt, die Anzahl der Freiheitsgrade (df) ergibt sich aus der Summe der Gruppengrößen abzüglich 2: $df = (n_{RF_i} + n_{RF_j} - 2)$. Ist der Betrag des Testwerts kleiner als der des kritischen

Werts, kann $H_0 : \mu_{RF_i} = \mu_{RF_j}$ nicht abgelehnt werden. In diesem Fall muss davon ausgegangen werden, dass kein signifikanter Unterschied zwischen den beiden Rechtsfamilien hinsichtlich der untersuchten Frage besteht.

Tabelle 4.1: Untersuchungskombinationen der Rechtsfamilien

Rechtsfamilienkombination	Freiheitsgrade	t_{kritisch}	bei 5 % Sign.
Angloamerikanisch – Französisch	37	2,024	
Angloamerikanisch – Deutsch	22	2,074	
Angloamerikanisch – Skandinavisch	20	2,086	
Französisch – Deutsch	25	2,06	
Französisch – Skandinavisch	23	2,069	
Deutsch – Skandinavisch	8	2,306	

4.2.2.1 Ergebnisse

Eine Darstellung der Ergebnisse für die oben beschriebene Analyse findet sich in Tabelle 4.2. Aus den 132 möglichen Fragen unterscheiden sich das angloamerikanische und das französische Rechtssystem nur in neun Fragen signifikant voneinander. Das entspricht einem Anteil von 6,8 %.

Die größte Anzahl an signifikant unterschiedlichen Fragen weist der Vergleich des französischen mit dem skandinavischen Rechtssystem auf. Hierbei unterscheiden sich immerhin 24,2 % der Antworten signifikant voneinander. Der geringste Unterschied in den Vorschriften bezüglich der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors liegt zwischen dem deutschen und dem skandinavischen Rechtssystem mit nur 3,8 % an signifikant unterschiedlich beantworteten Fragen. Eine detailliertere Darstellung der Ergebnisse findet sich im Anhang, Kapitel 8.2.3.

Tabelle 4.2. Ergebnisse Rechtsfamilienanalyse

Rechtsfamilienkombination	Anzahl signifikant unterschiedlicher Fragen	Anteil in %
Angloamerikanisch – Französisch	9	6,8 %
Angloamerikanisch – Deutsch	25	18,9 %
Angloamerikanisch – Skandinavisch	26	19,7 %
Französisch – Deutsch	17	12,9 %
Französisch – Skandinavisch	32	24,2 %
Deutsch – Skandinavisch	5	3,8 %

Diese Ergebnisse lassen zwar den Schluss zu, dass unterschiedliche Grade an Ähnlichkeit zwischen den einzelnen Rechtsfamilien hinsichtlich der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors bestehen. Mit maximal 24,2 % signifikant unterschiedlichen Antworten muss die untersuchte Hypothese jedoch abgelehnt werden.

Bei einer Analyse auf Ebene der Einzelfragen kann man identifizieren, ob es in manchen Hauptgruppen mehr signifikante Unterschiede als in anderen gibt. Die Ergebnisse dieser Analyse sind in Tabelle 4.3 dargestellt.

Aus der Tabelle lässt sich erkennen, dass aus den sechs möglichen signifikanten Unterschieden pro Frage bei keiner einzigen der 132 Fragen fünf oder sechs signifikante Unterschiede identifiziert werden. Es gibt also keine Frage bezüglich der Vorschriften über Boards of Directors, bei der bei allen möglichen Rechtsfamilienvergleichen signifikante Unterschiede festgestellt werden können. Insgesamt gibt es bei 76 von 132 Fragen keinen einzigen signifikanten Unterschied. Den geringsten Anteil signifikanter Unterschiede weisen die Fragen in den Hauptgruppen Komitees und Audit auf. Diese Aspekte des Boards of Directors scheinen also rechtsfamilienübergreifend international weitgehend ähnlich geregelt zu sein. Im Gegensatz dazu findet sich in der Hauptgruppe Vorsitzender des Boards der größte Anteil signifikanter Unterschiede.

Tabelle 4.3: Ergebnisse Hauptgruppenanalyse

Hauptgruppe	Aus den sechs möglichen signifikanten Unterschieden pro Frage gab es...							Anzahl Fragen insgesamt	Anteil ohne sign. Unterschiede in %
	0	1	2	3	4	5	6		
Ausgewogenheit der Board Zusammensetzung	19	8	8	3	1	0	0	39	49 %
Vorsitzender des Boards	2	3	1	0	1	0	0	7	29 %
Entlohnung	10	4	5	2	1	0	0	22	45 %
Aktionäre und Hauptversammlung	5	0	1	0	2	0	0	8	63 %
Komitees	9	0	0	1	0	0	0	10	90 %
Audit	12	1	2	0	0	0	0	15	80 %
Interessenkonflikte	10	1	3	0	0	0	0	14	71 %
Aufgaben und Verantwortlichkeiten	9	1	5	0	2	0	0	17	53 %
Summe	76	18	25	6	7	0	0	132	58 %

Auch auf Ebene der Einzelfragen kann gesagt werden, dass sich die Rechtsfamilien bezüglich einzelner Hauptgruppen stärker voneinander unterscheiden als in anderen Hauptgruppen. Dennoch kann nicht gesagt werden, dass sich alle Rechtsfamilien bezüglich bestimmter Hauptgruppen signifikant voneinander unterscheiden.

4.2.2.2 Interpretation

Die Hypothese H_0 "Die einzelnen Rechtsfamilien unterscheiden sich signifikant in der Ausgestaltung der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors." muss abgelehnt werden. Damit kann das von LLSV (1998) für den Mechanismus des Investorenschutzes gefundene Ergebnis nicht für den Corporate Governance Mechanismus des Boards of Directors bestätigt werden.

Es gibt eine Reihe möglicher Begründungen für dieses Resultat. Wie bereits erwähnt, lässt sich beispielsweise die französische Rechtsfamilie in mindestens drei Untergruppen unterteilen: Frankreich, die von Napoleon eroberten Länder und die Kolonien. Für die englische Rechtsfamilie könnte man dementsprechend eine ähnliche Untergliederung vornehmen, je nachdem ob es sich um eine besiedelte oder eroberte bzw. überlassene Kolonie handelte. Dementsprechend stellt sich die Frage, wie

realitätsnah es ist, Länder aufgrund ihrer Rechtsfamilienzugehörigkeit in vier Gruppen einzuteilen (Franks und Sussman, 1999).

Weiterhin könnte es sein, dass sich die Rechtsfamilien hinsichtlich der Vorschriften über Boards of Directors signifikant unterscheiden, dies mit der verwendeten Erhebungs- und Auswertungsmethode jedoch nicht gezeigt werden konnte. Diese Möglichkeit ist wenig wahrscheinlich, schließlich gelingt es LLSV (1998) mit der gleichen Methodik signifikante Unterschiede für den Bereich des Investorenschutzes nachzuweisen.

Eine andere Erklärung wäre, dass es rechtsfamilienbedingt signifikante Unterschiede in den Vorschriften gab, diese Unterschiede heute aber nicht mehr in dem Maße existieren. Dafür kann es zwei Ursachen geben. Zum einen ist es möglich, dass sich die einzelnen Rechtsfamilien oder einzelne Länder aus verschiedenen Rechtsfamilien immer stärker aneinander angenähert haben. Die Ursprünge der Rechtsfamilien liegen mehrere hundert Jahre zurück, so dass ausreichend Zeit für eine mögliche Annäherung bestand. Dieser Annäherungsvorgang kann sich auch in einigen Bereichen stärker als in anderen vollzogen haben. So sind gegenwärtig in beinahe allen Ländern mit aktiven Kapitalmärkten Corporate Governance Codes eingeführt, die sich überwiegend mit der Regulierung des Boards of Directors beschäftigen. Dadurch könnte auch das im Vergleich zu LLSV (1998) unterschiedliche Ergebnis erklärt werden. Es ist möglich, dass der Bereich der Vorschriften über Investorenschutz wesentlich weniger international aneinander angepasst ist, als die Vorschriften über Boards of Directors.

Zum anderen gibt es eine Reihe von Wissenschaftlern, die die exklusive Verantwortlichkeit der Rechtsfamilienzugehörigkeit für den Status quo des Rechtssystems eines Landes in Frage stellen.

Sie argumentieren beispielsweise, dass die politische Entwicklung der einzelnen Länder seit dem Zeitpunkt, zu dem die Rechtssystematik einer bestimmten Rechtsfamilie angenommen wurde, unterschiedlich verlief und damit auch zur Entwicklung verschiedener, eigenständiger Rechtssysteme führte (Roe, 1994). Nach diesem Ansatz lassen sich keine signifikanten Unterschiede auf Rechtsfamilienebene nachweisen,

weil sich die einzelnen Länder zu stark voneinander unterscheiden, um in einer gemeinsamen Rechtsfamilie zusammengefasst werden zu können.

In der Literatur findet sich eine Vielzahl weiterer Erklärungen, die neben der Rechtsfamilienzugehörigkeit den Status quo eines Rechtssystems beeinflussen können. So weisen etwa Stulz und Williamson (2002) nach, dass verschiedene Religionen unterschiedliche Einflüsse auf die Entstehung und Ausprägung von Investorenrechten haben. Sie zeigen, dass katholisch oder islamitisch geprägte Länder generell eine geringere Ausprägung von Investorenrechten haben als protestantisch geprägte Staaten.

In diesem Zusammenhang ist auch die Auffassung zu sehen, dass die geographischen Einflüsse eines Landes – von der Lage über das Krankheitsrisiko bis zur Ausstattung mit Bodenschätzen – einen Einfluss auf das Rechtssystem eines Landes haben können (Acemoglu, Johnson und Robinson, 2001).

Pistor, Keinan, Kleinheisterkamp und West (2003a) kommen in ihrer Arbeit zu einem ähnlichen Ergebnis. Sie untersuchen mögliche Einflüsse auf den heutigen Status quo des Gesellschaftsrechtssystems eines Landes und identifizieren neben der Rechtsfamilienzugehörigkeit weitere Einflussfaktoren wie etwa den Wettbewerb, dem das regulatorische System ausgesetzt ist, die Ausgangsbedingungen zu dem Zeitpunkt als das Rechtssystem angenommen wurde sowie die Entwicklungsphasen des Kapitalmarktes.

4.3 EXPLORATIVE UNTERSUCHUNG

Nachdem die Hypothese abgelehnt werden musste, bietet es sich an, ein exploratives, d. h. strukturen-entdeckendes Verfahren anzuwenden, um mögliche Gründe für dieses Ergebnis zu identifizieren. In diesem Abschnitt wird die Clusteranalyse als exploratives Verfahren erläutert und ein für die vorliegende Fragestellung geeignetes Clusterverfahren hergeleitet. Dazu gehört die Festsetzung eines Verfahrens zur Bestimmung der Ähnlichkeiten zwischen den untersuchten Objekten, die Auswahl eines entsprechenden Fusionierungsalgorithmus und die Bestimmung der Clusterzahl. Der Abschnitt schließt mit der Analyse der Untersuchungsergebnisse.

4.3.1 CLUSTERANALYSE

Die explorative Methode, mit deren Hilfe die empirisch erhobenen Daten diesbezüglich untersucht werden können, wird als Clusteranalyse bezeichnet. Unter diesem Begriff versteht man eine Reihe verschiedener Verfahren, die Objekte in vorher nicht bekannte Gruppen aufteilen (Schulze, 2000). Dabei sollen homogene Teilmengen von Objekten in einer heterogenen Gesamtmenge von Objekten identifiziert werden. Das bedeutet, dass Gruppen geformt werden, die aus Mitgliedern mit einer möglichst weitgehend übereinstimmenden Eigenschaftsstruktur bestehen, während zwischen den Gruppen möglichst wenige Ähnlichkeiten existieren sollen. Zur Beurteilung der Übereinstimmung oder Unterscheidung der Eigenschaftsstruktur werden alle untersuchten Eigenschaften eines Objekts gleichzeitig herangezogen.

Hier sind die Objekte die untersuchten Länder, die Eigenschaften sind die binären Antworten auf die Frage nach der Existenz landesspezifisch vorgeschriebener Charakteristika der Boards of Directors. Mit Hilfe der Clusteranalyse kann dann überprüft werden, ob sich homogene Teilgruppen bilden lassen. Ausgehend von den homogenen Teilgruppen kann dann versucht werden, bestimmte gemeinsame Einflussfaktoren zu identifizieren.

Nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003) werden die Ablaufschritte einer Clusteranalyse in drei Bereiche unterteilt:

- (a) Bestimmung der Ähnlichkeiten
- (b) Auswahl des Fusionierungsalgorithmus
- (c) Bestimmung der Clusteranzahl

4.3.1.1 Bestimmung der Ähnlichkeiten

Ziel dieses ersten Ablaufschrittes ist die Quantifizierung der Ähnlichkeiten zwischen den Objekten. Dazu wird eine statistische Maßzahl, das Proximitätsmaß, berechnet. Grundsätzlich kann man zwei Arten von Proximitätsmaßen unterscheiden, die Ähnlichkeitsmaße und die Distanzmaße. Ähnlichkeitsmaße messen die Ähnlichkeit zwischen zwei Objekten, während Distanzmaße die Unähnlichkeit untersuchen. Die Auswahl des geeigneten Proximitätsmaßes hängt von zwei Faktoren ab.

Das erste Kriterium ist das Skalenniveau der Eigenschaftsvariablen. Die aus dem numerischen Rechtsvergleich resultierende binäre Variablenstruktur stellt eine Nominalskala dar. Nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003, S. 484) lassen sich bei binärer Variablenstruktur vier Fälle unterscheiden (siehe Tabelle 4.4).

Tabelle 4.4: Übersicht Proximitätsmaßberechnung

Objekt 1	Objekt 2		Zeilensumme
	Eigenschaft vorhanden (1)	Eigenschaft nicht vorhanden (0)	
Eigenschaft vorhanden (1)	a	c	a+c
Eigenschaft nicht vorhanden (0)	b	d	b+d
Spaltensumme	a+b	c+d	m

Bei binärer Variablenstruktur wird in der Regel eines der drei in Tabelle 4.5 dargestellten Ähnlichkeitsmaße verwendet.

Tabelle 4.5: Ähnlichkeitsmaße bei binärer Variablenstruktur

Bezeichnung	Formel
Tanimoto- oder Jaccard-Koeffizient	$\frac{a}{a+b+c}$
Russel & Rao- oder RR-Koeffizient	$\frac{a}{m}$
Simple Matching oder M-Koeffizient	$\frac{a+d}{m}$

Dabei gilt für alle drei Proximitätsmaße, dass die Ähnlichkeit zweier Objekte nicht durch ihre Reihenfolge beim Vergleich beeinflusst wird.

Das zweite Auswahlkriterium, d. h. welches dieser drei Ähnlichkeitsmaße vorzuziehen ist, hängt von der Frage ab, ob das Nichtvorhandensein einer Eigenschaft für die Problemstellung die gleiche Aussagekraft besitzt wie das Vorhandensein der Eigenschaft. Aufgrund der Methode des numerischen Rechtsvergleichs kann davon ausgegangen werden, dass das Vorhandensein eines Merkmals dieselbe Aussagekraft für die Gruppierung zu einer Rechtsfamilie besitzt wie das Nichtvorhandensein. In

diesem Fall ist nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003) ein Ähnlichkeitsmaß zu wählen, das im Zähler alle Übereinstimmungen berücksichtigt. Dies ist nur beim Simple Matching oder M-Koeffizienten der Fall.

4.3.1.2 Auswahl des Fusionierungsalgorithmus

Nach der Bestimmung der Ähnlichkeiten zwischen den Objekten werden diese mit Hilfe eines Fusionierungsalgorithmus in Gruppen zusammengefasst. Algorithmen, die alle Variablen gleichzeitig zur Klassifikation heranziehen, werden als polythetische Verfahren bezeichnet. Die polythetischen Verfahren wiederum lassen sich in partitionierende und hierarchische Verfahren unterteilen.

4.3.1.2.1 Partitionierende Verfahren

Partitionierende Verfahren gehen prinzipiell von einer vorgegebenen Gruppierung der Objekte aus. Unter Anwendung eines Austauschalgorithmus und einer Zielfunktion werden dann die Objekte zwischen den einzelnen Gruppen umgeordnet, bis die Zielfunktion ihr Optimum erreicht hat. Die partitionierenden Verfahren sind in der Praxis jedoch kaum verbreitet. Dafür gibt es im Wesentlichen zwei Gründe.

In der hier zu untersuchenden Fragestellung würde man von einer Ausgangspartition von 49 Ländern in 4 Rechtsfamilien ausgehen. Damit gibt es jedoch $4^{49} = 3,16913 \times 10^{29}$ zu untersuchende Möglichkeiten zur Clusterbildung. Bereits diese Zahlen verdeutlichen, dass auch mit heutigen EDV-Anlagen eine vollständige Enumeration nicht möglich ist. Man gelangt folglich nur zu lokalen und nicht zu globalen Optima. Der zweite häufig angewandte Kritikpunkt ist, dass die Wahl der Startpartition häufig subjektiv ist, aufgrund der lokalen Optima aber die Ergebnisse des Clusterprozesses stark beeinflusst. Sollte also die Annahme, dass sich die Rechtsfamilienzugehörigkeit eines Landes auf die landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors auswirkt, nicht zutreffen, würde die Ausgangspartition die Ergebnisse der Clusterbildung verzerren.

4.3.1.2.2 Hierarchische Verfahren

Nach Schulze (2000) konstruieren hierarchische Verfahren eine Folge von Zerlegungen. Sie können in agglomerative und divisive Verfahren unterteilt werden. Bei divisiven Algorithmen geht man von der größten Partition, also einer Gruppe, die alle Objekte enthält, aus. Diese größte Partition wird dann durch die Aufteilung in einzelne

Gruppen verfeinert. Hierbei steigt die Homogenität der Cluster mit zunehmender Clusteranzahl an. Nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003) kommen divisive Verfahren in der Praxis so gut wie nicht vor.

Bei den agglomerativen Verfahren geht man von den einzelnen Objekten als feinste Ausgangszerlegung aus. Dann findet eine Zusammenfassung von Gruppen statt, das heißt, es werden sukzessive einzelne Objekte zu Gruppen vereinigt. Dadurch nimmt die Homogenität innerhalb des Clusters bei gleichzeitig sinkender Clusterzahl ab.

Folgende agglomerative Verfahren können bei binärer Variablenstruktur und Ähnlichkeitsmaß als Fusionierungsalgorithmus dienen¹¹:

- (a) Das single linkage, nearest neighbour oder minimum distance Verfahren
- (b) Das complete linkage oder furthest neighbour Verfahren
- (c) Das average linkage oder between groups linkage Verfahren

4.3.1.2.2.1 Single Linkage Verfahren

Das single linkage Verfahren fusioniert im ersten Schritt die Objekte, die nach dem Ähnlichkeitsmaß die größte Ähnlichkeit aufweisen. Im nächsten Schritt kommt nun entweder ein drittes Objekt zu dieser ersten Gruppe oder zwei Objekte bilden eine neue Gruppe. Neues Ähnlichkeitsmaß des Clusters ist immer die größte Einzelähnlichkeit eines der Objekte im Cluster zu einem noch nicht fusionierten Objekt. Wenn das neue Ähnlichkeitsmaß größer ist als die Ähnlichkeit zwischen zwei nicht fusionierten Objekten, wird ein drittes Objekt dem ersten Cluster hinzugefügt, andernfalls entsteht ein zweites Cluster. Dieser Prozess endet, wenn alle Objekte in einer Gruppe sind.

Da das single linkage Verfahren im Aggregationsprozess immer die größte Einzelähnlichkeit verwendet, unterstützt es die Fusionierung von Clustern, die aneinander grenzen oder durch dazwischenliegende Objekte verbunden sind. Dabei kann es zur Kettenbildung kommen, d. h. es werden bei der Fusionierung einzelne Objekte aneinander gereiht, die wenige große Gruppen bilden, denen viele kleine Gruppen gegenüberstehen. Diese Eigenschaft nennt man kontrahierend.

¹¹ Center, Median und Ward Verfahren eignen sich nur bei Distanzmaßen

Dieses Verfahren ist nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003, S. 509) gut geeignet, "... Ausreißer in einem Objektraum zu identifizieren ...[und ist erkennbar an der]... Ausbildung "fadenförmiger" Cluster ..."

4.3.1.2.2.2 Complete Linkage Verfahren

Wie beim single linkage beginnt auch das complete linkage Verfahren mit der Fusionierung von zwei Objekten mit der größten Ähnlichkeit. Danach wird jedoch nicht die größte Einzelähnlichkeit das neue Ähnlichkeitsmaß des Clusters, sondern die geringste Einzelähnlichkeit zwischen einem der Objekte des Cluster und einem noch nicht fusionierten Objekt. Ist die geringste Einzelähnlichkeit größer als die Ähnlichkeit zu einem noch nicht fusionierten Objekt, wird das Objekt dem ersten Cluster hinzugefügt, andernfalls entsteht ein zweites Cluster. Auch hier endet der Prozess, wenn alle Objekte in einer Gruppe sind.

Durch diesen Algorithmus tendiert das complete linkage Verfahren dazu, mehrere kleine in etwa gleich große Gruppen zu bilden. Diese Eigenschaft nennt sich dilatierend. Es ist nicht geeignet Ausreißer zu entdecken. Sie würden bei diesem Verfahren eher zu einer Verzerrung im Fusionierungsprozess führen und sollten deshalb vorher eliminiert werden.

4.3.1.2.2.3 Average Linkage Verfahren

Wieder beginnt das Verfahren mit der Fusionierung von zwei Objekten mit der größten Ähnlichkeit. Zum neuen Ähnlichkeitsmaß wird der Mittelwert der Einzelähnlichkeiten der in dem Cluster zusammengefassten Objekte mit einem noch nicht fusionierten Objekt. Ist der Mittelwert größer als die Ähnlichkeit zwischen noch nicht fusionierten Objekten, wird das Objekt dem Cluster hinzugefügt, sonst entsteht ein zweites Cluster. Der Prozess endet wieder, wenn alle Objekte in einer Gruppe sind.

Dieses Verfahren weist weder kontrahierende noch dilatierende Eigenschaften auf und wird deshalb als konservativ bezeichnet.

Die Beschreibung der drei oben aufgeführten hierarchischen Verfahren zeigt, dass diese im Vergleich zu partitionierenden Verfahren stärker pfadabhängig sind. Eine einmal gebildete Gruppe aus Objekten kann im Fusionierungsprozess nicht mehr

aufgelöst werden. Das bedeutet, dass Fusionierungsentscheidungen auf einer Stufe immer von Fusionierungsentscheidungen auf vorhergehenden Stufen bedingt werden. Bei partitionierenden Verfahren können Objekte immer zwischen den Clustern ausgetauscht werden.

Nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003) gibt es keinen optimalen Fusionsalgorithmus. Sie empfehlen, zunächst die Ausreißer durch die Anwendung des single linkage Verfahrens zu identifizieren und anschließend die anderen Verfahren anzuwenden und die Ergebnisse miteinander zu vergleichen.

4.3.1.3 Bestimmung der Clusterzahl

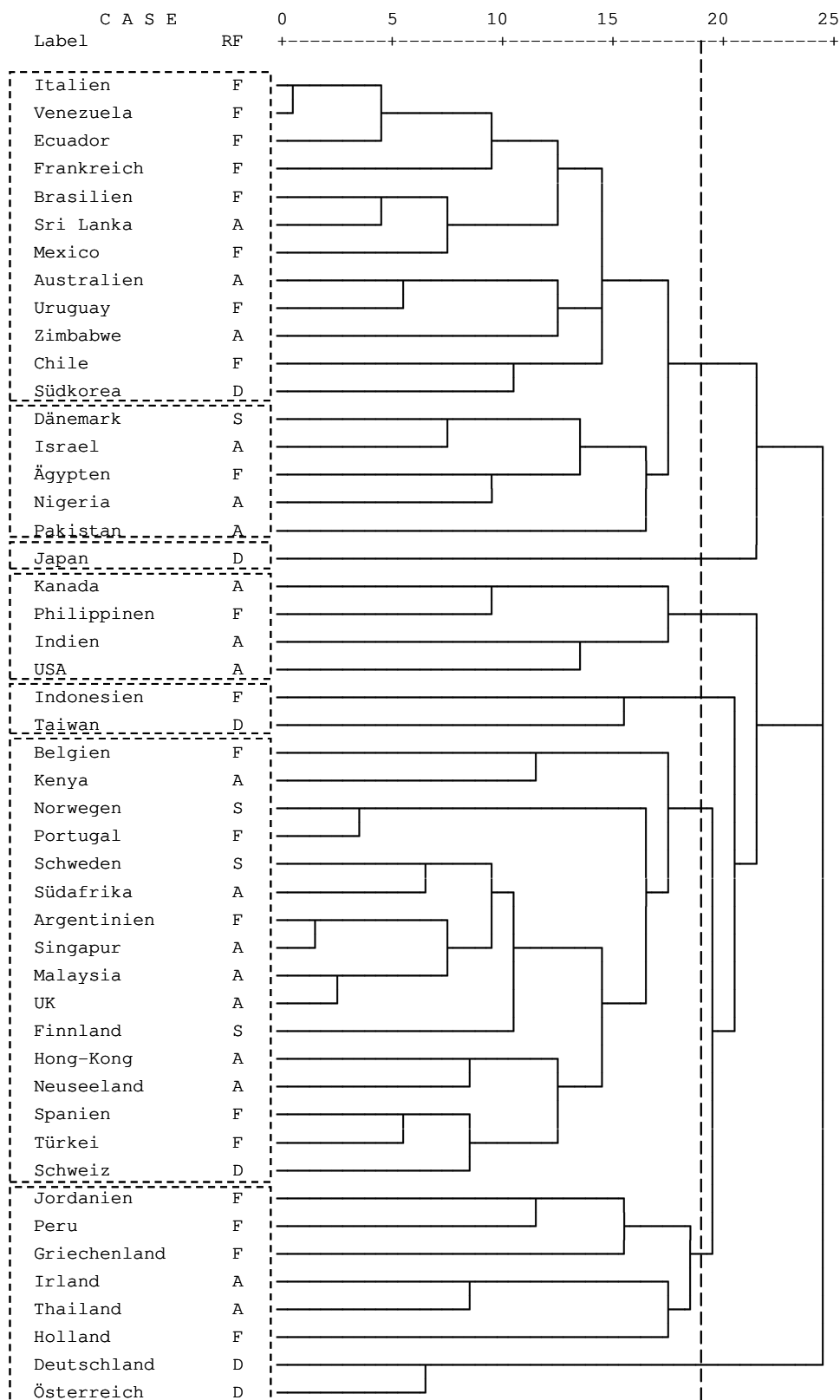
Da alle vorgestellten Fusionsalgorithmen erst aufhören, wenn alle Objekte zu einer Gruppe zusammengeführt sind, muss die Frage beantwortet werden, wie sich die richtige Clusterzahl bestimmen lässt. Dazu kann ein Dendrogramm herangezogen werden. Dies ist eine graphische Darstellung des Fusionierungsprozesses, bei der auf der Abszisse die zunehmende Heterogenitätsentwicklung der Gruppen und auf der Ordinate die Objekte abgetragen werden. Aus diesem Diagramm lassen sich optisch sinnvolle Gruppentrennungen erkennen. Dabei kann es durchaus mehrere sinnvolle Lösungen geben, je nach Präferenzen bezüglich der Clusteranzahl und Clusterhomogenität.

4.4 ANALYSE

Zur Clusteranalyse wurde die Software SPSS 13.0 in der Fassung vom 20. November 2004 verwendet. Die Clusteranalyse besteht aus zwei unterschiedlichen Schritten. Im ersten Schritt sollen mögliche verzerrende Elemente identifiziert und ausgeschlossen werden. Dazu wird eine Ähnlichkeitsmatrix nach dem M-Koeffizienten (siehe Anhang, Kapitel 8.2.4) erstellt, die mit dem single linkage Fusionierungsalgorithmus geclustert wird (siehe Anhang, Kapitel 8.2.5.1). In diesem Diagramm ist Kolumbien als Ausreißer identifizierbar und wird für die nachfolgenden Analysen ausgeschlossen. Im zweiten Schritt wird für die verbliebenen 48 Länder eine neue Ähnlichkeitsmatrix nach dem M-Koeffizienten erstellt. Die Auswertung erfolgt dann sowohl nach dem average linkage als auch nach dem complete linkage Algorithmus. Das Dendrogramm nach dem average linkage Verfahren wird in Abbildung 4.1 dargestellt, das nach dem complete linkage Verfahren findet sich im Anhang, Kapitel 8.2.5.2. In

beiden Darstellungen ist ersichtlich, dass sich unabhängig von der Gruppengröße kaum homogene Teilgruppen finden lassen, die der Rechtsfamilienzugehörigkeit eines Landes (dargestellt in der Spalte RF) entsprechen. Ein möglicher Cluster-vorschlag wird in Abbildung 4.1 durch die gestrichelten Linien dargestellt.

Abbildung 4.1: Dendrogramm nach average linkage Verfahren



Dieses Ergebnis unterstützt die Erkenntnis aus der Analyse der Differenz zweier arithmetischer Mittel, indem es Anzeichen dafür liefert, dass nicht nur die Zugehörigkeit zu einer Rechtsfamilie für die Ausprägung der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors verantwortlich ist.

Die nun folgende Ausführung beschränkt sich auf das hier präsentierte average linkage Dendrogramm. Zwei Aspekte sind besonders erwähnenswert. Zum einen spiegelt das Dendrogramm durchaus Gruppierungen wider, die man intuitiv erwartet hätte. In der vorgeschlagenen Clusterung besteht das dritte Cluster beispielsweise aus einem einzigen Land – Japan – dem viele Wissenschaftler (siehe z. B. Witt, 2004) eine Sonderstellung in der Corporate Governance Systematik zuweisen. Weiterhin zeigt das Dendrogramm eine starke Ähnlichkeit zwischen Deutschland und Österreich. Allgemein gilt als unstrittig, dass beide Länder über sehr ähnliche Wirtschafts- und Corporate Governance Systeme verfügen. Diese Ergebnisse können als Anzeichen dafür gewertet werden, dass es mit der Gestaltung des Fragebogens gelungen ist, eine geeignete Grundlage zur internationalen Erhebung der Ähnlichkeiten und Unterschiede der landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika zu schaffen.

Zum anderen ist es auffällig, dass sich in manchen Teilgruppen Länder bestimmter Rechtsfamilienzugehörigkeit zu häufen scheinen. So ist beispielsweise das erste Cluster dominiert von Ländern mit französischer Rechtsfamilienzugehörigkeit, während das zweite und vierte von Ländern mit angloamerikanischer Rechtsfamilienzugehörigkeit dominiert zu sein scheint.

Unter Berücksichtigung dieser Erkenntnis sollen die vorgestellten Erklärungsansätze zur Begründung der Ablehnung der Hypothese erneut betrachtet werden. Im Dendrogramm lässt sich kein Anzeichen dafür finden, dass die von Franks und Sussman (1999) vorgeschlagene verfeinerte Aufteilung in Untergruppen der Rechtsfamilien einen höheren Erklärungswert liefert als die standardmäßige Einteilung in vier Rechtsfamilien.

Das Dendrogramm scheint vielmehr darauf hinzuweisen, dass die Zugehörigkeit zu einer Rechtsfamilie zwar einen Einfluss auf die landesspezifisch vorgeschriebenen

Charakteristika der Boards of Directors hat. Es ist aber wenig wahrscheinlich, dass dieser Einfluss exklusiv für den Status quo dieser Vorschriften innerhalb eines Rechtssystems verantwortlich ist. Insofern kann dies als Anzeichen für die Unterstützung des Arguments von Roe (1994) gesehen werden.

Im Gegensatz zu der Vermutung von Roe (1994) weisen die Cluster jedoch nicht darauf hin, dass die Rechtssysteme der einzelnen Länder komplett unabhängig und eigenständig sind. In dieser Hinsicht liefern die in den Clustern aufgezeigten Ähnlichkeiten zwischen bestimmten Ländern eher Indizien, die auf die gegenseitige Beeinflussung oder Annäherung der Rechtssysteme hinsichtlich der landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika hinweisen. Dennoch sind die Unterschiede groß genug um von verschiedenen Rechtsgruppen sprechen zu können.

4.4.1 ZUSAMMENFASSUNG

Die Auswertung der ersten Forschungsfrage zeigt, dass die Rechtsfamilienzugehörigkeit nicht als exklusiver Einflussfaktor für den Status quo der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors angesehen werden kann. Diese Erkenntnis steht dem Resultat von LLSV (1998) entgegen. Zwar wird die Bedeutung der Rechtsfamilienzugehörigkeit eines Landes für die Ausprägung eines Corporate Governance Mechanismus anerkannt, die Sichtweise ist aber weniger rigide als bei LLSV (1998), da weitere mögliche Einflussfaktoren aus dem kulturellen, politischen, wirtschaftlichen oder geographischen Bereich ausdrücklich anerkannt werden.

Auch wenn sich diese Arbeit bei der Untersuchung des Einflusses der Rechtsfamilienzugehörigkeit auf den Status quo eines landesspezifischen Rechtssystems auf einen einzelnen Corporate Governance Mechanismus beschränkt, kann doch mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden, dass sich dieses Ergebnis auf das gesamte Rechtssystem übertragen lässt.

5. AUSWERTUNG DER ZWEITEN FORSCHUNGSFRAGE

In diesem Kapitel wird die zweite Forschungsfrage “Gibt es einen signifikanten Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance?” untersucht. Dazu soll mittels geeigneter Auswertungsverfahren überprüft werden, ob die statistisch ermittelten Wirkrichtungen der empirisch erhobenen Board Charakteristika die agenturtheoretisch motivierten Hypothesen bestätigen oder widerlegen.

5.1 EINLEITUNG

Das Kapitel besteht aus vier Abschnitten. Im ersten Abschnitt werden die zur Überprüfung des unterstellten kausalen Zusammenhangs zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika und der Kapitalmarktperformance notwendigen Berechnungsgrundlagen vorgestellt. Die Vorstellung des Analyseverfahrens zur Testung der Hypothesen erfolgt im zweiten Abschnitt. Hierbei ist auf zwei datentechnische Besonderheiten hinzuweisen. Zum einen muss vor der Durchführung der multiplen Regressionsanalyse aufgrund von Multikollinearität eine Faktorenanalyse vorgeschaltet werden. Weiterhin muss die Analyse für fünf Untersuchungsperioden erfolgen. Im dritten Abschnitt wird jede der fünf Untersuchungsperioden in einem zweistufigen Prozess, bestehend aus Schätzung der Regressionsfunktion und Interpretation der Schätzergebnisse, analysiert. Das Kapitel schließt mit einer übergreifenden Interpretation der gefundenen Ergebnisse.

5.2 BERECHNUNGSGRUNDLAGEN

Wie im Kapitel 1.5.5 dargelegt, wird ein kausaler Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika und der Kapitalmarktperformance vermutet. Bevor mit der statistischen Auswertung begonnen wird, sollen analog zum vorhergehenden Kapitel die wesentlichen Berechnungsgrundlagen erläutert werden. Dies umfasst neben der Bewertung der Ausgestaltung der landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika und der Messung der Kapitalmarktperformance auch die Beschreibung der eingeführten Kontrollvariablen und die zur Auswertung verwendete Software.

5.2.1 AUSGESTALTUNG DER BOARD CHARAKTERISTIKA

Die Bewertung der Ausgestaltung der landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika ist das Ergebnis der auf Basis des numerischen Rechtsvergleichs durch die Befragung erhobenen Daten.

5.2.2 MESSUNG DER KAPITALMARKTPERFORMANCE

Wie bereits erwähnt, versteht man unter Kapitalmarktperformance generell die prozentuale Veränderung eines Kapitalmarktindizes innerhalb eines bestimmten Zeitraums. Dementsprechend wäre es nahe liegend, zur Kalkulation der Kapitalmarktperformance einfach die nationalen Leitindizes als Berechnungsgrundlage heranzuziehen. Bei einer näheren Betrachtung dieser Indizes fällt jedoch schnell auf, dass diese auf unterschiedlichen Konstruktions- und Adjustierungsprinzipien beruhen. Bei Verwendung der nationalen Leitindizes zur Berechnung der Kapitalmarktperformance könnte dies zu Verzerrungen des Ergebnisses führen.

Um diese Problematik zu vermeiden, empfiehlt es sich, einen Kapitalmarktindex heranzuziehen, der für alle Länder nach den gleichen Konstruktions- und Adjustierungsprinzipien berechnet wird. Diese Anforderung erfüllt der MSCI Standard Index. Vereinfacht¹² dargestellt funktioniert die Indexkonstruktion in drei Schritten. Im ersten Schritt wird jedes börsennotierte Unternehmen einem Land zugeordnet, in der Regel nach dem Ort der Inkorporation. Im zweiten Schritt wird jedes börsennotierte Unternehmen einer von 24 Industriegruppen zugeordnet. Entscheidungskriterium hierbei ist, dass das Unternehmen mindestens 60 % seines Umsatzes dort erwirtschaftet. Im dritten Schritt werden 85 % des so genannten adjusted free floats¹³ pro Industriegruppe pro Land in den nationalen MSCI Standard Index eingeschlossen.

Der MSCI Standard Index stellt durch die identische Indexkonstruktion zwar eine Verbesserung gegenüber den nationalen Leitindizes dar, ist aber auch nicht frei von möglichen Verzerrungsfehlern. So kann beispielsweise die Zuordnungsregel für die

¹² Ausführlichere Informationen zur Indexkonstruktion finden sich im MSCI Standard Index Series Methodology Book (Stand: September 2005) unter <http://www.msci.com/stdindex/index.html>

¹³ adjusted free float: Adjustiert für den Anteil an Aktien, die tatsächlich internationalen Investoren zur Verfügung stehen. So gibt es beispielsweise Adjustierungsverfahren bei foreign ownership limitations etc.

Industriegruppen kritisch hinterfragt werden. Weiterhin bietet er – wie auch die nationalen Leitindizes – keine Lösung für die Tatsache, dass Unternehmen zwar in einem Land inkorporiert sind, einen Großteil ihres Umsatzes und Gewinns aber in anderen Ländern erwirtschaften. Der MSCI Standard Index ist für fünf der erhobenen 49 Länder nicht verfügbar: Ecuador, Kenia, Nigeria, Uruguay und Zimbabwe. Diese Länder werden aus der weiteren Analyse ausgeschlossen.

Die Berechnung der Kapitalmarktperformance erfolgt in Form der stetigen Rendite (siehe Formel 5.1).

Formel 5.1: Berechnung der Kapitalmarktperformance

$$\text{Kapitalmarktperformance}_{\text{Land}_i} = \Delta \text{MSCI}_{\text{Land}_i} = \ln \frac{\text{MSCI-Index}_{\text{Land}_i,t}}{\text{MSCI-Index}_{\text{Land}_i,t-1}}$$

mit $i = \{\text{Ägypten, Argentinien, ... , Venezuela}\}$

5.2.3 EINFÜHRUNG VON KONTROLLVARIABLEN

Anlehnend an eine Vielzahl empirischer Studien sollen Kontrollvariablen in das Modell eingeführt werden. Dadurch können Verzerrungen durch eventuell fehlende Modellvariablen korrigiert werden.

Um dem internationalen Kontext der Fragestellung dieser Arbeit gerecht zu werden, sollen solche Kontrollvariablen eingeführt werden, die die Kapitalmarktperformance auf Landesebene erklären können. In Anlehnung an die Arbitrage Pricing Theorie nach Ross (1976) kann die Kapitalmarktperformance als lineare Funktion verschiedener makroökonomischer Faktoren modelliert werden.

Zu den in empirischen Studien untersuchten makroökonomischen Faktoren gehören unter anderem industrielle Produktion, Risikoprämien für (Bundes-)Anleihen, privater Konsum und Ölpreis (z. B. Chen, Roll und Ross, 1986), Inflation (z. B. Fama, 1990), Zinssatz (z. B. Beenstock und Chan, 1988), Zinsstruktur (z. B. Lee, 1992) oder die Geldmenge M1 und M2 (z. B. Friedman, 1988).

Die Auswahl der einzufügenden makroökonomischen Kontrollvariablen wird von einer im Wesentlichen pragmatisch getriebenen Grundüberlegung geleitet. Die Kontrollvariablen sollten nicht dazu beitragen, die Samplegröße der Länder zu verkleinern. Es sollten also nur Kontrollvariablen eingeführt werden, die auch für alle untersuchten Länder zur Verfügung stehen. Dieses Auswahlkriterium liefert sechs makroökonomische Kontrollvariablen: das Bruttoinlandsprodukt, den Konsumentenpreisindex, den Industrieproduktionsindex, den dreimonatige Guthabenszinssatz, den private Konsumindex und den Ölpreis.

Als Datenquellen stehen Datastream und International Financial Statistics (IFS) zur Verfügung. Um Multikollinearität oder Verzerrungen innerhalb der Kontrollvariablen zu vermeiden, werden sie saisonbereinigt ohne Inflationsadjustierung in aktuellen Preisen in einheimischer Währung ausgedrückt. Die Performanceberechnung der Kontrollvariablen erfolgt ebenfalls in Form der stetigen Rendite (siehe Formel 5.2).

Formel 5.2: Berechnung der Performance der Kontrollvariablen

$$\text{Performance der Kontrollvariablen}_{\text{Land}_i} = \Delta \text{KV}_{\text{Land}_i} = \ln \frac{\text{Kontrollvariable}_{\text{Land}_i,t}}{\text{Kontrollvariable}_{\text{Land}_i,t-1}}$$

mit $i = \{\text{Ägypten, Argentinien, ... , Venezuela}\}$

Zwar stammen die Kontrollvariablen aus renommierten Datenquellen, es darf aber dennoch nicht vergessen werden, dass diese Datenquellen die Werte der Variablen nicht selbst berechnen, sondern von Dritten, in der Regel von nationalen Statistikbehörden, beziehen. Dementsprechend ist es möglich, dass sich die landesspezifischen Berechnungsgrundlagen für die Kontrollvariablen unterscheiden, was zu Verzerrungen führen kann.

5.2.4 VERWENDETE SOFTWARE

Zur Auswertung der zweiten Forschungsfrage wurde die Software SPSS 13.0 in der Fassung vom 20. November 2004 verwendet.

5.3 AUSWERTUNGSVERFAHREN DER QUERSCHNITTSREGRESSION

Die Existenz und Stärke des vermuteten Zusammenhangs zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika und der Kapitalmarktperformance soll anhand der vorgestellten Hypothesen konfirmatorisch überprüft werden.

5.3.1 EINLEITUNG

Dieser Abschnitt ist in vier Teilbereiche gegliedert. Im ersten Teilbereich wird die Ausgangsschätzgleichung vorgestellt. Diese kann jedoch aufgrund von Multikollinearität der unabhängigen Variablen nicht durchgeführt werden. Aus diesem Grund wird im zweiten Teilbereich das Verfahren der Faktorenanalyse vorgestellt, mit dem eine Anzahl linear unabhängiger Faktoren identifiziert werden kann. Im dritten Teilabschnitt wird das endgültige Analysemodell für eine Querschnittsregression auf Basis von Faktoren beschrieben. Der vierte Abschnitt stellt die Interpretationsgrundlagen vor.

5.3.2 AUSGANGSSCHÄTZUNG

Nach Backhaus, Plinke, Erichson und Weiber (2003) eignet sich die multiple Regressionsanalyse zur Untersuchung kausaler Zusammenhänge. Dabei bilden die empirisch erhobenen Daten sowie die Kontrollvariablen die unabhängigen Variablen, die Kapitalmarktperformance ist die abhängige Variable. Regressionsanalysen lassen sich in Zeitreihen- und Querschnittsregressionen unterteilen. Da durch den Fragebogen lediglich die aktuell bestehenden Vorschriften abgefragt werden, liegen die erhobenen Daten nicht in einer Zeitreihe vor, so dass nur eine Querschnittsregression angewandt werden kann.

Zur Schätzung der Kapitalmarktperformance wird eine lineare Regressionsfunktion spezifiziert (siehe Gleichung 5.1). Eine sinnvolle Durchführung der Regressions-schätzung mit SPSS ist aber nicht möglich, weil aufgrund der hohen Anzahl eingeschlossener Variablen Multikollinearität vorliegt (siehe Anhang, Kapitel 8.2.6). Sind aber nicht alle erhobenen Variablen unabhängig voneinander zur Erklärung des Sachverhalts nötig, führt die Einbeziehung aller Variablen in einem strukturenprüfenden Verfahren zu Verzerrungen der Analyseergebnisse.

Gleichung 5.1: Schätzgleichung Querschnittsregression

$$\begin{pmatrix} \Delta MSCI_{Land1} \\ \Delta MSCI_{Land2} \\ \Delta MSCI_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \Delta MSCI_{Land49} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \beta_{0Land1} \\ \beta_{0Land2} \\ \beta_{0Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \beta_{0Land49} \end{pmatrix} + \beta_1 \begin{pmatrix} Frage\ 1_{Land1} \\ Frage\ 1_{Land2} \\ Frage\ 1_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ Frage\ 1_{Land49} \end{pmatrix} + \dots + \beta_{132} \begin{pmatrix} Frage\ 132_{Land1} \\ Frage\ 132_{Land2} \\ Frage\ 132_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ Frage\ 132_{Land49} \end{pmatrix} + \gamma_1 \begin{pmatrix} \Delta KV\ 1_{Land1} \\ \Delta KV\ 1_{Land2} \\ \Delta KV\ 1_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \Delta KV\ 1_{Land49} \end{pmatrix} + \dots + \gamma_6 \begin{pmatrix} \Delta KV\ 6_{Land1} \\ \Delta KV\ 6_{Land2} \\ \Delta KV\ 6_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \Delta KV\ 6_{Land49} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{Land1} \\ \varepsilon_{Land2} \\ \varepsilon_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \varepsilon_{Land49} \end{pmatrix}$$

Wobei:

$\Delta MSCI$ = nach Formel 5.1 berechnete Kapitalmarktperformance

β_0 = konstantes Glied

$\beta_1, \dots, \beta_{132}$ = Regressionskoeffizienten der Variablen

Frage 1, ..., Frage 132 = empirisch erhobene Variablen

$\gamma_1, \dots, \gamma_6$ = Regressionskoeffizienten der Kontrollvariablen

ΔKV = nach Formel 5.2 berechnete Veränderung der Kontrollvariablen

ε = Residuum

5.3.3 FAKTORENANALYSE

Nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003) empfiehlt es sich in diesem Fall mit Hilfe einer Faktorenanalyse zu überprüfen, ob es möglich ist, die Vielzahl der erhobenen Variablen auf eine geringere Anzahl von voneinander unabhängigen Einflussfaktoren zu reduzieren. Diese komplexeren Variablenbündel werden als Faktoren bezeichnet.

5.3.3.1 Einleitung

Zur Erläuterung der Faktorenanalyse wird im Folgenden die Auswahl eines geeigneten Analyseverfahrens beschrieben, bevor die Methode der Faktorextraktion und Faktorinterpretation erläutert wird. Den Abschluss bildet eine Diskussion der Einschränkungen der Faktorenanalyse.

5.3.3.2 Auswahl des Analyseverfahrens

Der erste Schritt in einer Faktorenanalyse ist die Standardisierung der Ausgangsdaten. Dazu wird die Differenz zwischen dem Mittelwert und dem Beobachtungswert einer Variablen durch die Standardabweichung geteilt. So wird sichergestellt, dass die standardisierten Variablen einen Mittelwert von 0 und eine Standardabweichung von 1 haben.

Im zweiten Schritt erfolgen die Extraktion der Faktoren und die Bestimmung der Kommunalitäten. Dazu stehen zwei Verfahren zur Verfügung, die Hauptkomponentenanalyse und die Hauptachsenanalyse. Beide Verfahren sind mathematisch identisch, basieren aber auf unterschiedlichen theoretischen Modellen. Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003, S. 292) beschreiben die Modelle folgendermaßen: “Das Ziel der Hauptkomponentenanalyse liegt in einer möglichst umfassenden Reproduktion der Datenstruktur durch möglichst wenige Faktoren ... Demgegenüber liegt das Ziel der Hauptachsenanalyse in der Erklärung der Varianz der Variablen durch hypothetische Größen, ... Korrelationen werden hier also kausal interpretiert.“ Da das Ziel der Faktorenanalyse in dieser Arbeit die Komplexitätsreduktion ist, soll das Verfahren der Hauptkomponentenanalyse angewandt werden.

Bei einer Faktorenanalyse kommt es unweigerlich zu einem Informationsverlust im Vergleich zur Ausgangssituation. Dies hat zwei Gründe. Per definitionem gibt es weniger Faktoren als Ausgangsvariablen. So können die Faktoren in Summe weniger Varianz erklären als die Ausgangsvariablen. Außerdem können die Faktoren meist auch nicht die Varianz jeder Ausgangsvariablen vollständig erklären. Dieser Verlust an erklärter Varianz wird aber zugunsten der Komplexitätsreduktion in Kauf genommen.

5.3.3.3 Faktorextraktion

Unter Kommunalität versteht man den Umfang an Varianzerklärung, den die extrahierten Faktoren gemeinsam für eine Ausgangsvariable liefern. In der Hauptkomponentenanalyse werden zu Beginn ebenso viele Faktoren extrahiert wie Variablen vorliegen. Dabei erfolgt die Faktorextraktion sukzessive nach dem größten Eigenwert. Aus diesem Grund sind die Ausgangswerte der Kommunalitäten 1 (siehe Anhang, Kapitel 8.2.7).

Nun ist über die Anzahl der zu extrahierenden Faktoren zu entscheiden. Diese Entscheidung erfolgt subjektiv, d. h. es liegen keine eindeutigen Vorschriften zur Bestimmung der Faktorzahl vor. Das am häufigsten angewandte Kriterium ist das Kaiser-Gutman-Kriterium, das besagt, dass nur Faktoren mit einem Eigenwert größer 1 extrahiert werden sollen.

Liegt der Eigenwert nämlich unter 1, erklärt der Faktor weniger Varianz als eine einzelne Variable und wird dadurch unökonomisch. Nach dem Kaiser-Gutman-Kriterium sind hier 36 Faktoren zu extrahieren (siehe Tabelle 5.1). Dieses Ergebnis entspricht in etwa der Faustformel, dass 95 % der Gesamtvarianz der Ausgangssituation mit den Faktoren abgedeckt sein sollten.

Die Kommunalitäten werden aktualisiert und liegen dementsprechend unter 1 (siehe Anhang, Kapitel 8.2.7). Der höchste Wert liegt für die Variable 27 bei 0,991, der niedrigste Wert für die Variable 5 bei 0,892. Die hier vorgefundenen relativ hohen Kommunalitätswerte zeigen, dass die Varianzanteile aller Variablen relativ gut durch die gefundenen Faktoren erklärbar sind und keine Ergebnisverzerrungen zu erwarten sind.

Tabelle 5.1: Erklärte Gesamtvarianz bei der Faktorextraktion

Komponente	Summen von quadrierten Faktorladungen für Extraktion		
	Gesamt	% der Varianz	Kumulierte %
1	14,524	11,003	11,003
2	7,282	5,516	16,519
3	7,039	5,333	21,852
4	6,630	5,023	26,875
5	5,982	4,532	31,407
6	5,532	4,191	35,598
7	4,808	3,642	39,240
8	4,746	3,595	42,836
9	4,554	3,450	46,285
10	4,464	3,382	49,667
11	4,083	3,093	52,760
12	3,923	2,972	55,732
13	3,709	2,810	58,542
14	3,497	2,649	61,191
15	3,375	2,557	63,748
16	3,305	2,504	66,251
17	3,163	2,396	68,647
18	2,922	2,213	70,861
19	2,829	2,143	73,004
20	2,662	2,016	75,020
21	2,524	1,912	76,932
22	2,413	1,828	78,760
23	2,322	1,759	80,519
24	2,065	1,565	82,084
25	2,047	1,551	83,635
26	1,979	1,499	85,134
27	1,898	1,438	86,572
28	1,799	1,363	87,935
29	1,614	1,223	89,158
30	1,567	1,187	90,345
31	1,478	1,120	91,464
32	1,351	1,023	92,488
33	1,308	0,991	93,478
34	1,239	0,938	94,417
35	1,181	0,895	95,311
36	1,065	0,807	96,118
37	0,987	0,748	96,866
38

5.3.3.4 Faktorinterpretation

Im nächsten Schritt ist zu bestimmen, wie die mathematisch ermittelten Faktoren zu interpretieren sind. Da eine Hauptkomponentenanalyse zugrunde liegt, muss nach

Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003, S. 298): "...nach einem "Sammelbegriff" für die auf einen Faktor hoch ladenden Variablen..." gesucht werden. Zur Erleichterung der Interpretation wird häufig eine Varimax Rotation durchgeführt. Dabei wird das Koordinatenkreuz in seinem Ursprung so gedreht, dass die Ladungen der einzelnen Variablen auf den Faktoren eine maximale Varianz aufweisen. Die Faktorrotation ändert die aufgeklärte Gesamtvarianz oder die Kommunalitäten nicht, erleichtert aber die Zuordnung der Faktoren zu den Variablen (siehe Anhang, Kapitel 8.2.8).

Da alle Ausgangsvariablen Hypothesen repräsentieren, ist es möglich, die Faktoren ebenfalls als Hypothesen zu interpretieren. Zur besseren Unterscheidung zwischen den Hypothesen der Ausgangsvariablen und den aus der Faktorenanalyse resultierenden Hypothesen werden letztere als Faktorhypothesen bezeichnet. Analog zur Argumentation der Ausgangshypothesen sind zur Erstellung einer Faktorhypothese eine inhaltliche Definition des Faktors sowie eine Aussage über die erwartete Wirkrichtung nötig.

Die inhaltliche Definition erfolgt aus den Inhalten der zugrunde liegenden Ausgangsvariablen. Allgemein kann davon ausgegangen werden, dass Variablen ab einer absoluten Faktorladung von mehr als 0,3 einen Faktor beeinflussen. Zur Definition eines Faktors sollen nach Konvention alle Variablen, die mit einer Varimax rotierten Faktorladung mit einem Absolutwert von mehr als 0,7 auf den Faktor laden, in die Definition einbezogen werden. Dabei ist die Definition sehr einfach, wenn nur eine Variable einen Absolutwert von mehr als 0,7 aufweist. Laden jedoch mehrere Variablen mit einem hohen Absolutwert auf einen Faktor, ist eine Interpretation zu finden, die diese Variablen widerspiegelt. Dies ist nicht in allen Fällen möglich.

Die erwartete Wirkrichtung des Faktors ergibt sich aus der Multiplikation der erwarteten Wirkrichtung der Variablen mit dem Vorzeichen der Faktorladung. Auch hier kann es dazu kommen, dass keine eindeutige Aussage über die erwartete Wirkrichtung des Faktors getroffen werden kann.

Eine Übersicht der auf die 36 Faktoren ladenden Variablen mit einer absoluten Faktorladung von über 0,7 findet sich in Tabelle 5.2. Hierbei sind auch die erwartete

Wirkrichtung der Variablen und das Vorzeichen der Faktorladung angegeben. Weiterhin finden sich in der Tabelle die abgeleiteten Faktorhypothesen.

Die Definition der Faktorhypothesen gestaltet sich weitgehend unproblematisch. Lediglich bei den Faktoren 4 und 14 ergeben sich Schwierigkeiten. Für Faktor 4 ist es nicht möglich, eine erwartete Wirkrichtung vorherzusagen. In diesem Faktor sind die Variablen 14, 76 und 90 mit einer absoluten Faktorladung größer 0,7 zusammengefasst. Dabei ergibt sich aus der Multiplikation der erwarteten Wirkrichtung der Variablen mit dem Vorzeichen der Faktorladung für Variable 76 eine negative, für die Variablen 14 und 90 eine positive erwartete Wirkrichtung. Damit kann die erwartete Wirkrichtung des Faktors 4 nicht eindeutig festgelegt werden.

In Faktor 14 sind die Variablen 116 und 135 mit einer absoluten Faktorladung größer 0,7 repräsentiert. Die in diesen Variablen vertretenen Hypothesen lassen sich nicht sinnvoll zu einer Interpretation des Faktors zusammenfassen. Zwar kann für diesen Faktor eine erwartete Wirkrichtung ermittelt werden, er ist inhaltlich aber nicht sinnvoll interpretierbar.

Tabelle 5.2: Schematische Darstellung der auf die Faktoren ladenden Variablen mit absoluter Faktorladung > 0,7

Faktor	Vari- able Nr.	Formulierung der Ausgangshypothese	Erw. Wirk- richtung Hypo- these (+/-)	Vorzei- chen Faktor- ladung > 0,7 (+/-)	Faktorhypothese	Erw. Wirk- richtung Faktor (+/-)
1	99	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen ein internes Risikomanagement System einrichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen ein internes Risikomanagement System einrichten und es regelmäßig evaluieren muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	102	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Leistung des internen Risikomanagement Systems regelmäßig evaluiert werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
2	4	Die Existenz einer Vorschrift, dass Unternehmen ein Nominationskomitee haben müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass Unternehmen ein Nominationskomitee haben müssen, das die Kandidaten für das Board auswählen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	5	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Nominationskomitee Kandidaten für das Board auswählen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
3	134	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle einer Übernahme keine Maßnahmen ergreifen darf, die nicht von den Aktionären genehmigt worden sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle einer Übernahme keine Maßnahmen ergreifen darf, die nicht von den Aktionären genehmigt worden sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
4	14	Die Existenz einer Vorschrift, dass Cross-Directorship verboten ist, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Belange mit der Unabhängigkeit von Directors	Nicht interpretierbar
	76	Die Existenz einer Vorschrift, dass jedes beliebige Board Mitglied den Vorsitz der Hauptversammlung übernehmen kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-	-		
	90	Die Existenz einer Vorschrift, dass ein non-executive Director jedem beliebigen Komitee vorsitzen kann, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-		

Faktor	Variable Nr.	Formulierung der Ausgangshypothese	Erw. Wirkrichtung Hypothese (+/-)	Vorzeichen Faktorladung $> 0,7 $ (+/-)	Faktorhypothese	Erw. Wirkrichtung Faktor (+/-)
5	54	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors vom Erreichen bestimmter Leistungsziele abhängig sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors vom Erreichen bestimmter Leistungsziele abhängig sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
6	91	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board einen externen Auditor engagieren muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, die zur Steigerung der Glaubwürdigkeit in finanziellen Belangen durch Engagement eines externen Auditors bzw. das Verbot von Insider Trading beiträgt, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	114	Die Existenz einer Vorschrift, die Board Mitgliedern Insider Trading verbietet, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
7	41	Die Existenz einer Vorschrift, dass eine Person Chairman in mehreren Unternehmen werden kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-	-	Die Existenz einer Vorschrift, dass eine Person nicht Chairman mehrerer Unternehmen werden kann und dass das Unternehmen geeignete Anlaufstellen schaffen muss, bei denen Aktionäre Bedenken mit dem Chairman oder CEO melden können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	98	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen geeignete Anlaufstellen schaffen muss, bei denen Aktionäre Bedenken mit dem Chairman oder CEO melden können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
8	32	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Unabhängigkeit der non-executive Directors berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die vorgeschriebene Überprüfung und Berichterstattung über die Unabhängigkeit von non-executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	31	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Unabhängigkeit der non-executive Directors regelmäßig bewertet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
9	17	Die Existenz einer Vorschrift über die Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für non-executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die vorgeschriebene Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für Board Mitglieder hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	16	Die Existenz einer Vorschrift über die Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		

Faktor	Variable Nr.	Formulierung der Ausgangshypothese	Erw. Wirkrichtung Hypothese (+/-)	Vorzeichen Faktorladung $> 0,7 $ (+/-)	Faktorhypothese	Erw. Wirkrichtung Faktor (+/-)
10	19	Die Existenz einer Vorschrift über eine Altershöchstgrenze für non-executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die vorgeschriebene Altershöchstgrenze für Board Mitglieder hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	18	Die Existenz einer Vorschrift über eine Altershöchstgrenze für executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
11	66	Die Existenz einer Vorschrift, dass der Entlohnungsbericht Entlohnungsdaten auf individueller Ebene enthalten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Vorschrift, dass detailliert über Entlohnung der Board Mitglieder und mögliche Interessenkonflikte berichtet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	109	Die Existenz einer Vorschrift, dass über Interessenkonflikte Bericht erstattet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
	67	Die Existenz einer Vorschrift, dass aus dem Entlohnungsbericht fixe und variable Entlohnung jedes Directors erkenntlich sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
12	20	Die Existenz einer Vorschrift über eine Höchstamtszeit im Board für executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Eine vorgeschriebene Amtszeitbegrenzung für Board Mitglieder hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	21	Die Existenz einer Vorschrift über eine Höchstamtszeit im Board für non-executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
13	115	Die Existenz einer Vorschrift, die executive Directors dazu verpflichtet, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass Board Mitglieder zum Aktienbesitz des Unternehmens verpflichtet sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
	117	Die Existenz einer Vorschrift, die non-executive Directors dazu verpflichtet, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		

Faktor	Variable Nr.	Formulierung der Ausgangshypothese	Erw. Wirkrichtung Hypothese (+/-)	Vorzeichen Faktorladung $> 0,7 $ (+/-)	Faktorhypothese	Erw. Wirkrichtung Faktor (+/-)
14	116	Die Existenz einer Vorschrift, die es executive Directors erlaubt, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht interpretierbar	+
	135	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board die Erstellung und Veröffentlichung des Jahresberichts überwachen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+		
15	24	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Zusammensetzung des Boards berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Zusammensetzung des Boards berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
16	73	Die Existenz einer Vorschrift, dass sich das Board darum bemühen muss, dass Großaktionäre die Interessen der Kleinaktionäre berücksichtigen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass sich das Board bemühen muss, dass Großaktionäre die Interessen der Kleinaktionäre berücksichtigen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
17	82	Die Existenz einer Vorschrift, dass nur Board Mitglieder auch Komitee Mitglieder werden dürfen, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass nur Board Mitglieder auch Komitee Mitglieder werden dürfen, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-
18	40	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Anzahl der besuchten Board Treffen der einzelnen Directors berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen über die Anzahl der besuchten Board Treffen der einzelnen Directors berichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
19	78	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board den Aktionären vor der Hauptversammlung Berichte und Unterlagen zu den Anträgen zur Verfügung stellen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board den Aktionären vor der Hauptversammlung Berichte und Unterlagen zu den Anträgen zur Verfügung stellen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
20	79	Die Existenz einer Vorschrift, dass alle Directors bei der Hauptversammlung anwesend sein müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass alle Directors bei der Hauptversammlung anwesend sein müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+

Faktor	Variable Nr.	Formulierung der Ausgangshypothese	Erw. Wirkrichtung Hypothese (+/-)	Vorzeichen Faktorladung $> 0,7 $ (+/-)	Faktorhypothese	Erw. Wirkrichtung Faktor (+/-)
21	34	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board eine Mindestanzahl von Mitgliedern haben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board eine Mindestanzahl von Mitgliedern haben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
22	1	Die Existenz einer Vorschrift, dass Unternehmen ein einstufiges Board System haben müssen, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-	+	Wenn Unternehmen zwingend ein einstufiges Board System vorgeschrieben ist, hat dies signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-
	3	Die Existenz einer Vorschrift, dass Unternehmen ein Wahlrecht bezüglich des Board Systems haben, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-		
23	86	Die Existenz einer Vorschrift, dass über die Arbeit der Komitees berichtet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass über die Arbeit der Komitees berichtet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
24	49	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board zur Festsetzung der Entlohnung der Board Mitglieder ein Komitee einrichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board zur Festsetzung der Entlohnung der Board Mitglieder ein Komitee einrichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
25	74	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board Treffen mit Großaktionären im Voraus öffentlich ankündigen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board Treffen mit Großaktionären im Voraus öffentlich ankündigen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
26	132	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle eines Übernahmeangebots seine Position publik machen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle eines Übernahmeangebots seine Position publik machen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
27	120	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board darauf achten muss, dass das Unternehmen sich konform gesetzlicher Bestimmungen verhält, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board darauf achten muss, dass das Unternehmen sich konform gesetzlicher Bestimmungen verhält, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
28	68	Die Existenz einer Vorschrift, dass der Wert der Aktien oder Optionen der Directors im Entlohnungsbericht stehen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass der Wert der Aktien oder Optionen der Directors im Entlohnungsbericht stehen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+

Faktor	Variable Nr.	Formulierung der Ausgangshypothese	Erw. Wirkrichtung Hypothese (+/-)	Vorzeichen Faktorladung $> 0,7 $ (+/-)	Faktorhypothese	Erw. Wirkrichtung Faktor (+/-)
29	64	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von non-executive Directors von ihrer Teilnahmequote an Board Treffen abhängen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von non-executive Directors von ihrer Teilnahmequote an Board Treffen abhängen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
30	124	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Management den Directors die eingeforderte Information zur Verfügung stellen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Management den Directors die eingeforderte Information zur Verfügung stellen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
31	107	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen eine klare Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts eines Board Mitglieds aufsetzen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen eine klare Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts eines Board Mitglieds aufsetzen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
32	43	Die Existenz einer Vorschrift, dass der Chairman die Treffen des Boards einberuft, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass der Chairman die Treffen des Boards einberuft, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+
33	11	Die Existenz einer Vorschrift, dass der ehemalige CEO als non-executive Director im Board tätig werden kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass der ehemalige CEO als non-executive Director im Board tätig werden kann, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-
34	57*	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors eine leistungsunabhängige Komponente enthalten muss, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-	+*	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors eine leistungsunabhängige Komponente enthalten muss, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-
35	118	Die Existenz einer Vorschrift, die es non-executive Directors erlaubt, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-*	Die Existenz einer Vorschrift, die es non-executive Directors erlaubt, Aktien des Unternehmens zu halten, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-
36	108	Die Existenz einer Vorschrift, dass ein Director das Board verlassen muss, wenn ein dauerhafter Interessenkonflikt droht, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Die Existenz einer Vorschrift, dass ein Director das Board verlassen muss, wenn ein dauerhafter Interessenkonflikt droht, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+

* größte absolute Faktorladung kleiner 0,7

5.3.3.5 Einschränkungen der Faktorenanalyse

Einerseits dient das Verfahren der Faktorenanalyse zwar dazu, die Problematik multikollinearer Variablen zu lösen. Andererseits bringt es jedoch auch einige Einschränkungen mit sich, die im Folgenden kurz erläutert werden sollen.

Wie bereits erwähnt, geht eine Faktorenanalyse immer gleichzeitig auch mit einem gewissen Informationsverlust durch die Bündelung der Variablen in Faktoren einher. Die Reduzierung der Varianz ist in diesem Fall jedoch nicht der einzige Informationsverlust. Mit den 36 identifizierten Faktoren ist es nicht möglich, die 132 Ausgangshypothesen auf ihre Gültigkeit hin zu testen. Testbar sind nur die den 36 Faktoren zugrunde liegenden Faktorhypothesen. Von den 36 Faktorhypothesen sind zwei nicht interpretierbar. Somit ergibt sich ein Informationsverlust hinsichtlich der überprüfbaren Hypothesen.

Ein weiterer Informationsverlust rührt daher, dass in der Regel mehrere Variablen mit einer absoluten Faktorladung von größer als 0,3 auf den Faktor aufladen, zur inhaltlichen Definition der Faktorhypothese jedoch nur die herangezogen werden, deren absolute Faktorladung größer als 0,7 ist. Das bedeutet, dass ein Faktor immer auch Variablen repräsentieren kann, die in der inhaltlichen Definition der Faktorhypothese nicht explizit vertreten sind. Es kann also zu Verzerrungen zwischen der Faktorhypothese und den tatsächlich repräsentierten Variablen kommen. Dies sollte bei der Interpretation berücksichtigt werden.

5.3.4 ANALYSEMODELL

Nachdem durch das Verfahren der Faktorenanalyse sichergestellt ist, dass keine Multikollinearität zwischen den verbleibenden Faktoren besteht, kann das Verfahren der Querschnittsregression dargestellt werden. Im nun folgenden Abschnitt werden die Modellformulierung sowie die dem Schätzmodell zugrunde liegenden Prämissen erläutert.

5.3.4.1 Modellformulierung

Die Modellformulierung folgt dem unter 5.3.2 dargestellten Beispiel einer Querschnittsregression. Nach der Erörterung der hier vorliegenden Zeitraumproblematik folgen einige Bemerkung zur Verwendung der Kontrollvariablen, bevor die zu schätzende Modellgleichung vorgestellt wird.

5.3.4.1.1 Zeitraumproblematik

Bei einer Regressionsanalyse müssen sich abhängige und unabhängige Variablen immer auf den gleichen Zeitraum beziehen. Daraus ergibt sich bei der Modellformulierung die Frage, für welchen Zeitraum die Faktoren, die die landesspezifischen Vorschriften abbilden, als konstant angenommen werden können. Für diesen Zeitraum sind dann die Kapitalmarktperformance sowie die Performance der Kontrollvariablen zu berechnen.

Daraus ergeben sich zwei Schwierigkeiten. Zum Ersten fand die Erhebung der Daten in der Periode vom 1. Februar bis zum 30. April 2005 statt. Dies stellt einen Zeitraum dar. Für eine Querschnittsregression ist es aber nötig, einen Zeitpunkt zu fixieren, auf den sich die erhobenen Daten beziehen. Vereinfachend soll angenommen werden, dass sich die in der Befragung erhobenen Daten auf einen Zeitpunkt, der in der Mitte der Erhebungszeit liegt, beziehen. Aus pragmatischen Gründen soll hier der 1. April 2005 gewählt werden, da eine Anzahl der Kontrollvariablen quartalsweise erhoben wird und damit ein zweiter Zeitpunktskonflikt vermieden werden kann.

Zum Zweiten ist ein Zeitraum festzulegen, für den die auf den 1. April 2005 festgelegten Daten als konstant angenommen werden können. In der Literatur finden sich keine Anhaltspunkte darüber, für welchen Zeitraum die landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika als annähernd konstant angenommen werden können.

Um mit dieser Schwierigkeit umzugehen, soll die Regressionsanalyse für verschiedene Zeiträume durchgeführt werden. Diese Zeiträume sind 1, 3, 6, 12 und 18 Monate vor dem 1. April 2005.

Dennoch bleibt anzumerken, dass sich aus den beiden pragmatischen Vereinfachungen die Gefahr möglicher Ergebnisverzerrungen ergeben. So ist es etwa möglich, dass sich in den vor dem 1. April erhobenen Ländern die Vorschriften zwischen dem Erhebungszeitpunkt und dem 1. April verändert haben oder dass sich in den nach dem 1. April erhobenen Ländern die Vorschriften zwischen dem 1. April und dem Erhebungsdatum verändert haben. Auch kann beispielsweise die Konstanz der landesspezifischen Vorschriften von Land zu Land unterschiedlich sein.

5.3.4.1.2 Kontrollvariablen

Eine weitere Zeitraumproblematik ergibt sich durch die Einführung der Kontrollvariablen. Einige der Kontrollvariablen liegen auf Tages-, andere jedoch nur auf Quartalsbasis vor. Um Scheingenauigkeit zu vermeiden, werden in die einzelnen Schätzgleichungen nur Kontrollvariablen für den Zeitraum aufgenommen, für den sie auch vorliegen. Dies betrifft nur die Ein-Monats-Schätzung. Hier werden von den sechs Kontrollvariablen lediglich der dreimonatige Guthabenszinssatz und der Ölpreis aufgenommen. Für die übrigen Schätzungen stehen alle sechs Kontrollvariablen zeitraumgerecht zur Verfügung.

5.3.4.1.3 Modellgleichung

Zur Schätzung der abhängigen Variablen wird eine adaptierte lineare Regressionsfunktion spezifiziert (siehe Gleichung 5.2).

Nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003) empfiehlt sich die schrittweise Regressionsanalyse mit der Kleinstquadratmethode zur Schätzung einer Regressionsfunktion mit einer hohen Anzahl unabhängiger Variablen. Die erste in die Schätzgleichung eingeschlossene unabhängige Variable ist diejenige, die vom Betrag die höchste Korrelation mit der abhängigen Variablen aufweist. Daraufhin wird für alle nicht eingeschlossenen Variablen die Signifikanz und die partielle Korrelation mit der abhängigen Variablen berechnet. Aus den signifikanten Variablen wird diejenige mit der höchsten partiellen Korrelation als nächste in die Regressionsgleichung eingefügt. Bei diesem Verfahren kann es auch vorkommen, dass Variablen wieder aus der

Regressionsgleichung entfernt werden, weil sie durch die Aufnahme anderer Variablen an Bedeutung verloren haben. Der Iterationsprozess ist beendet, wenn keine unabhängigen Variablen mehr aufgenommen werden müssen und keine bereits eingeschlossenen mehr zu entfernen sind.

Gleichung 5.2: Adaptierte Schätzgleichung Querschnittsregression

$$\begin{pmatrix} \Delta MSCI_{Land1} \\ \Delta MSCI_{Land2} \\ \Delta MSCI_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \Delta MSCI_{Land44} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \beta_{0Land1} \\ \beta_{0Land2} \\ \beta_{0Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \beta_{0Land44} \end{pmatrix} + \beta_1 \begin{pmatrix} \text{Faktor 1}_{Land1} \\ \text{Faktor 1}_{Land2} \\ \text{Faktor 1}_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \text{Faktor 1}_{Land44} \end{pmatrix} + \dots + \beta_{132} \begin{pmatrix} \text{Faktor 36}_{Land1} \\ \text{Faktor 36}_{Land2} \\ \text{Faktor 36}_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \text{Faktor 36}_{Land44} \end{pmatrix} + \gamma_1 \begin{pmatrix} \Delta KV 1_{Land1} \\ \Delta KV 1_{Land2} \\ \Delta KV 1_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \Delta KV 1_{Land44} \end{pmatrix} + \dots + \gamma_6 \begin{pmatrix} \Delta KV 6_{Land1} \\ \Delta KV 6_{Land2} \\ \Delta KV 6_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \Delta KV 6_{Land44} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{Land1} \\ \varepsilon_{Land2} \\ \varepsilon_{Land3} \\ \dots \\ \dots \\ \varepsilon_{Land44} \end{pmatrix}$$

Wobei:

$\Delta MSCI$	=	nach Formel 5.1 berechnete Kapitalmarktperformance
β_0	=	konstantes Glied
$\beta_1, \dots, \beta_{36}$	=	Regressionskoeffizienten der Faktoren
Faktor 1, ..., Faktor 36	=	in der Faktorenanalyse identifizierte Faktoren
$\gamma_1, \dots, \gamma_6$	=	Regressionskoeffizienten der Kontrollvariablen
ΔKV	=	nach Formel 5.2 berechnete Veränderung der Kontrollvariablen
ε	=	Residuum

Nach dem Ende des Iterationsprozesses muss die Güte der gefundenen Regressionsfunktion und der Regressionskoeffizienten überprüft werden. Außerdem muss überprüft werden, ob die Modellprämissen eingehalten werden.

5.3.4.2 Modellprämissen

Das stochastische Modell der linearen Querschnittsregressionsanalyse trifft eine Reihe von Annahmen als Modellprämissen. Diese müssen erfüllt sein, damit die Regressionsparameter unverzerrt und effizient sind¹⁴. Die im Folgenden vorgestellten Prämissen sind die Abwesenheit von Multikollinearität, Homoskedastizität sowie die Normalverteilung der Störgrößen¹⁵.

¹⁴ Diese Eigenschaften werden auch als BLUE (Best Linear Unbiased Estimators) bezeichnet.

¹⁵ Die Modellprämissen, dass keine Autokorrelation vorliegen darf, muss in diesem Zusammenhang nicht überprüft werden, da die Gefahr der Autokorrelation nur bei Zeitreihen-, nicht aber bei Querschnittsanalysen vorliegt.

5.3.4.2.1 Keine Multikollinearität

Die erste Modellprämisse postuliert, dass die unabhängigen Variablen nicht perfekt linear voneinander abhängig sein dürfen. Im Falle von linearer Abhängigkeit der erklärenden Variablen spricht man von Multikollinearität. Multikollinearität kann drei Auswirkungen auf das Schätzergebnis haben: Eine Verzerrung des Schätzwertes durch eine Vergrößerung der Standardfehler der Regressionskoeffizienten, der Ausweis eines signifikanten Bestimmtheitsmaßes trotz nicht signifikanter Koeffizienten und die Instabilität der Regressionskoeffizienten.

Die Gefahr der Multikollinearität kann in SPSS mit Hilfe von vier Kennzahlen für jede Variable überprüft werden. Diese sind Toleranz, Variance Inflation Factor (VIF), Eigenwert und Konditionsindex. Der VIF besagt, dass sich die Varianzen der Regressionskoeffizienten bei zunehmender Multikollinearität um diesen Faktor vergrößern (Belsley, Kuh und Welsch, 1980). Die Toleranz stellt den Kehrwert des VIF dar und gibt Auskunft darüber, wie gut sich eine unabhängige Variable durch eine Linearkombination anderer unabhängiger Variablen darstellen lässt. Beide Werte sollen möglichst nahe an 1 liegen. Toleranzwerte kleiner als 0,1 und VIF-Werte größer als 10 werden als problematisch angesehen. Der Eigenwert der skalierten und unzentrierten Kreuzproduktmatrix drückt mögliche lineare Abhängigkeiten in der Korrelationsmatrix aus und sollte nicht zu nahe an 0 sein. Der Konditionsindex sollte unter 15 liegen, ab 30 liegen ernsthafte Probleme mit der Multikollinearität vor.

Die Gefahr von Multikollinearität ist hier nicht zu vermuten, da die in der Faktorenanalyse identifizierten Faktoren definitionsgemäß voneinander unabhängig sein müssen. Aus Gründen der Vollständigkeit werden die Schätzgleichungen dennoch auf Multikollinearität getestet.

5.3.4.2.2 Homoskedastizität

Die zweite Modellprämisse ist die der Homoskedastizität. Homoskedastizität bedeutet, dass die Störgröße eine konstante Varianz aufweisen muss, das heißt, die Störgröße muss unabhängig von den erklärenden Variablen und von der Reihenfolge der Beobachtungen sein. Ein Vorliegen von Heteroskedastizität würde den Standardfehler der Regressionskoeffizienten verfälschen und damit die Schätzung ineffizient machen und das Konfidenzintervall verzerren.

Zur Überprüfung, ob Heteroskedastizität vorliegt empfehlen Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003, S. 85) zwei Verfahren. Das erste Verfahren ist eine visuelle Inspektion. Dazu wird ein Streudiagramm der standardisierten Residuen der einzelnen Beobachtungswerte gegen die standardisierten Schätzwerte der abhängigen Variablen erstellt. Liegt Heteroskedastizität vor, lässt sich in der Regel ein graphischer Zusammenhang zwischen den Residuen und den Schätzwerten erkennen.

Das zweite Verfahren ist die Berechnung eines Testwertes für Homoskedastizität. Zu den drei bekanntesten Verfahren gehören der Goldfeld-Quandt-Test, der Breusch-Pagan-Test und der White-Test. Da sich der White-Test nicht mit SPSS berechnen lässt und der Breusch-Pagan-Test im Vergleich zum Goldfeld-Quandt-Test als mächtiger und umfassender gilt, soll hier der Breusch-Pagan-Test angewandt werden.

Eckey, Kosfeld und Dreger (2001) folgend soll für den Breusch-Pagan-Heteroskedastizitätstest angenommen werden, dass potentielle Heteroskedastizität nur von einer unabhängigen Variablen herrührt. Die Nullhypothese lautet, dass die Varianz der Störgröße für jedes Land gleich ist und deshalb Homoskedastizität vorliegt.

Zur Berechnung des Testwertes wird eine Hilfsregression erstellt. Dabei ist die abhängige Variable die quadrierte Residualvarianz der Schätzgleichung dividiert durch die nicht erwartungstreue Residualvarianz der Maximum Likelihood Schätzung: $\frac{\hat{\epsilon}^2}{\hat{\sigma}_{ML}^2}$.

Diese wiederum ergibt sich, indem man die Quadratsumme der Residuen der Schätzgleichung durch die Samplegröße teilt: $\hat{\sigma}_{ML}^2 = \frac{\text{Quadratsumme der Residuen}}{n}$.

Die unabhängigen Variablen der Hilfsregression sind die unabhängigen Variablen der Schätzgleichung. Für jede unabhängige Variable wird eine Hilfsregression berechnet. Der Testwert entspricht der halben erklärten Summe der Abweichungsquadrate der Hilfsregression, der kritische Wert ist χ^2 -verteilt mit einem Freiheitsgrad. Bei 5 % Signifikanz beträgt der kritische Wert 3,84.

5.3.4.2.3 Normalverteilung der Störgrößen

Der dritten Prämisse zufolge müssen die Störgrößen normalverteilt sein. Zwar sind die Regressionsparameter einer Kleinstquadratschätzung auch ohne Erfüllung dieser Annahme unverzerrt und effizient, aber die Durchführung statistischer Signifikanztests wäre nicht mehr gültig.

Zur Überprüfung der Normalverteilung der Störgrößen stehen eine Reihe von Verfahren zur Verfügung. Zu den visuellen Verfahren gehört die Erstellung eines Histogramms der standardisierten Residuen, das ungefähr der Normalverteilung folgen sollte, sowie das P-P Diagramm nach der Blom-Methode. Dieses Diagramm stellt die erwartete kumulierte Wahrscheinlichkeit der standardisierten Residuen ihrer beobachteten kumulierten Wahrscheinlichkeit gegenüber. Bei Vorliegen der Normalverteilung folgt das Diagramm der 45 Grad Linie. Zu den zahlenbasierten Verfahren gehört die Betrachtung der Residuenstatistik. Werte der standardisierten Residuen, die mehr als 3 Standardabweichungen von 0 entfernt sind, lassen auf Ausreißer schließen. Die Berechnung der Schiefe und Wölbung der standardisierten Residuen sollte 0 ergeben um die Annahme der Normalverteilung nicht zu verletzen.

5.3.5 INTERPRETATIONSGRUNDLAGEN

Nach der Überprüfung der Modellprämissen kann die Schätzgleichung interpretiert werden.

Zwei bereits erwähnte Einschränkungen sollen an dieser Stelle ausdrücklich noch einmal betont werden. Aufgrund der konventionellen Definition der Faktoren anhand der Ausgangsvariablen mit einer absoluten Faktorladung von mehr als 0,7 kann sich eine Verzerrung zwischen den tatsächlich repräsentierten Variablen und der Definition der Faktorhypothese ergeben. Die Interpretation bezieht sich aber ausschließlich auf die Definition der Faktorhypothese und vernachlässigt folglich alle Variablen mit einer absoluten Faktorladung von weniger als 0,7.

Die zweite zu berücksichtigende Einschränkung bezieht sich auf den Begriff der Vorschrift. Es soll noch einmal deutlich darauf hingewiesen werden, dass eine Vorschrift nicht zwingend ein Gesetz sein muss. Nach den hier festgelegten Definitionen genügt die Tatsache, dass der Handlungsspielraum eines Unternehmens eingeschränkt

wird und das Nichtbeachten sanktioniert werden kann, um eine Regel als Vorschrift zu klassifizieren. Auch zielt der Begriff "die Existenz einer Vorschrift" nicht auf die reine Existenz einer spezifischen Vorschrift, sondern auf deren inhaltliche Funktionalität ab.

Abschließend ist auch darauf hinzuweisen, dass die Ablehnung einer Hypothese im vorliegenden Untersuchungsrahmen zwei Gründe haben kann. Zum einen kann die der Hypothese zugrunde liegende Argumentation fehlerhaft sein. Zum anderen ist es aber auch möglich, dass die Argumentation korrekt ist, der aus der Vorschrift resultierende Nettoeffekt jedoch nicht der erwarteten Wirkrichtung entspricht. Eine Vorschrift kann einerseits Agenturkosten reduzieren (erhöhen), gleichzeitig aber auch andere Kosten erhöhen (reduzieren). Wenn die Reduktion (Erhöhung) der Agenturkosten durch die Erhöhung (Reduktion) der anderen Kosten überkompensiert wird, kommt es zu einem negativen (positiven) Nettoeffekt.

5.4 ANALYSE

Nach der Erläuterung der Grundlagen des Schätzverfahrens soll nun die Querschnittsregressionsanalyse durchgeführt werden.

5.4.1 EINLEITUNG

Die schrittweise Regressionsanalyse ist für die in Tabelle 5.3 dargestellten fünf Zeiträume zu schätzen.

Tabelle 5.3: Zu untersuchende Zeiträume

Zeitraum	Datum
Ein-Monats-Periode	1. März 2005 – 1. April 2005
Drei-Monats-Periode	1. Januar 2005 – 1. April 2005
Sechs-Monats-Periode	1. Oktober 2004 – 1. April 2005
Zwölf-Monats-Periode	1. April 2004 – 1. April 2005
18-Monats-Periode	1. Oktober 2003 – 1. April 2005

Die Gliederung dieses Abschnitts folgt dieser Struktur. Jede der fünf Perioden wiederum wird in einem zweistufigen Prozess, bestehend aus Schätzung der Regressionsfunktion und Interpretation der Schätzergebnisse, analysiert.

5.4.2 EIN-MONATS-PERIODE

5.4.2.1 Schätzung

Die Schätzung der Regressionsfunktion beinhaltet die schrittweise Regressionsanalyse, die Auswahl des besten Schätzmodells, die Überprüfung der Gültigkeit der Modellprämissen und die Zusammenfassung der gefundenen Ergebnisse.

5.4.2.1.1 Schrittweise Regressionsanalyse

Bei der Schätzung für einen Monat weist Faktor 13 die höchste Korrelation mit der abhängigen Variablen Kapitalmarktperformance aus. Er wird deshalb als erster in das Regressionsmodell eingeschlossen (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.1.1). Daraufhin werden für alle verbleibenden unabhängigen Variablen die Signifikanz sowie die partiellen Korrelationen errechnet (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.1.2). Die nächste eingeschlossene Variable ist diejenige der signifikanten Variablen, die die höchste partielle Korrelation mit der abhängigen Variablen aufweist (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.1.3).

Dies ist hier Faktor 9. Der Iterationsprozess endet erst, wenn keine signifikanten Variablen mehr eingeschlossen werden müssen oder keine bereits eingeschlossenen wieder entfernt werden müssen. Dies ist nach Modell 7 der Fall (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.1.4).

5.4.2.1.2 Auswahl des Schätzmodells

Für Modell 7 sind nun Regressionsgleichung und Regressionskoeffizienten sowie die Modellprämissen zu überprüfen.

5.4.2.1.2.1 Schätzgleichung

Die Schätzgleichung (siehe Gleichung 5.3) für die Ein-Monats-Periode nach Modell 7 lautet:

Gleichung 5.3: Schätzgleichung Ein-Monats-Periode

$$\Delta \text{MSCI}_{\text{Land}} = 0,022 + 0,035 \text{ Faktor 13} + 0,021 \text{ Faktor 9} - 0,022 \text{ Faktor 11} - 0,018 \text{ Faktor 29} + 0,017 \text{ Faktor 31} - 0,016 \text{ Faktor 25} + 0,013 \text{ Faktor 7}$$

5.4.2.1.2.2 Gütemaße der Schätzgleichung

Das korrigierte Bestimmtheitsmaß gibt an, dass 70,9 % der quadratischen Variation der Kapitalmarktperformance linear aus der Regressionsgleichung erklärt werden können (siehe Tabelle 5.4). Das ist ein zufrieden stellendes Ergebnis.

Tabelle 5.4: Gütemaße der Ein-Monats-Schätzgleichung

Modell	R	R-Quadrat	Korrigiertes R-Quadrat	Standardfehler des Schätzers
7	0,870	0,756	0,709	0,035

Der Standardfehler des Schätzers zeigt, welcher mittlere Fehler bei der Verwendung der Regressionsfunktion zur Schätzung der Kapitalmarktperformance gemacht wird. Er ist deshalb in Relation zum Mittelwert und zur Standardabweichung der Kapitalmarktperformance der 44 untersuchten Länder zu sehen (siehe Tabelle 5.5).

Bei einer durchschnittlichen Kapitalmarktperformance von 2,16 % im Zeitraum von einem Monat ist ein Standardfehler von 3,5 % als relativ hoch einzuschätzen. Diese Ungenauigkeit kann aber durch die hohe Standardabweichung erklärt werden.

Tabelle 5.5: Kapitalmarktperformance der untersuchten Länder

Zeitraum	Mittelwert	Standardabweichung
Ein-Monats-Periode	2,16 %	6,5 %
Drei-Monats-Periode	9,25 %	12,0 %
Sechs-Monats-Periode	23,11 %	14,3 %
Zwölf-Monats-Periode	27,22 %	20,2 %
18-Monats-Periode	45,62 %	27,3 %

Der F-Wert der Regressionsgleichung ist hoch signifikant (siehe Tabelle 5.6), so dass die Annahme, dass ein Zusammenhang zwischen den in den Faktoren repräsentierten Vorschriften bezüglich der Rechte und Pflichten der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance besteht, nicht verworfen werden kann.

Tabelle 5.6: Signifikanz der Ein-Monats-Schätzgleichung

	Quadratsumme	Df	Mittel der Quadrate	F	Signifikanz
Regression	0,137	7	0,020	15,940	0,000
Residuen	0,044	36	0,001		
Gesamt	0,181	43			

5.4.2.1.2.3 Prüfung der Modellkoeffizienten

In Tabelle 5.7 findet sich eine Zusammenfassung der Modellkoeffizienten. Sie sind alle 5 %-signifikant. In keinem der Konfidenzintervalle kommt es zu einem Vorzeichenwechsel. Das ist wichtig, denn es bedeutet, dass sich die Wirkrichtung des vermuteten Einflusses nicht umkehrt.

Tabelle 5.7: Modellkoeffizienten der Ein-Monats-Schätzung

Modell 7	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	95 %-Konfidenzintervall für B	
	B	Beta			Untergrenze	Obergrenze
Konstante	0,022		4,101	0,000	0,011	0,032
Faktor 13	0,035	0,536	6,517	0,000	0,024	0,046
Faktor 9	0,021	0,346	4,206	0,000	0,012	0,033
Faktor 11	-0,022	-0,339	-4,115	0,000	-0,033	-0,011
Faktor 29	-0,018	-0,261	-3,174	0,003	-0,028	-0,006
Faktor 31	0,017	0,255	3,096	0,004	0,006	0,027
Faktor 25	-0,016	-0,240	-2,920	0,006	-0,026	-0,005
Faktor 7	0,013	0,206	2,508	0,017	0,003	0,024

5.4.2.1.2.4 Prüfung der Modellprämissen

5.4.2.1.2.4.1 Multikollinearität

Wie erwartet, sind die in das Modell eingeschlossenen Faktoren linear unabhängig, so dass die Multikollinearitätsindikatoren Toleranz und VIF (siehe Tabelle 5.8) bei keiner der untersuchten Variablen auf die Möglichkeit linearer Abhängigkeit schließen lassen.

Tabelle 5.8: Toleranz und VIF der Ein-Monats-Schätzung

Modell 7	Kollinearitätsstatistik	
	Toleranz	VIF
Konstante	1,000	1,000
Faktor 13	1,000	1,000
Faktor 9	1,000	1,000
Faktor 11	1,000	1,000
Faktor 29	1,000	1,000
Faktor 31	1,000	1,000
Faktor 25	1,000	1,000
Faktor 7	1,000	1,000

Der Eigenwert und der Konditionsindex (siehe Tabelle 5.9) liegen in allen Dimensionen bei 1, so dass auch hier keine Anzeichen von Multikollinearität vorliegen.

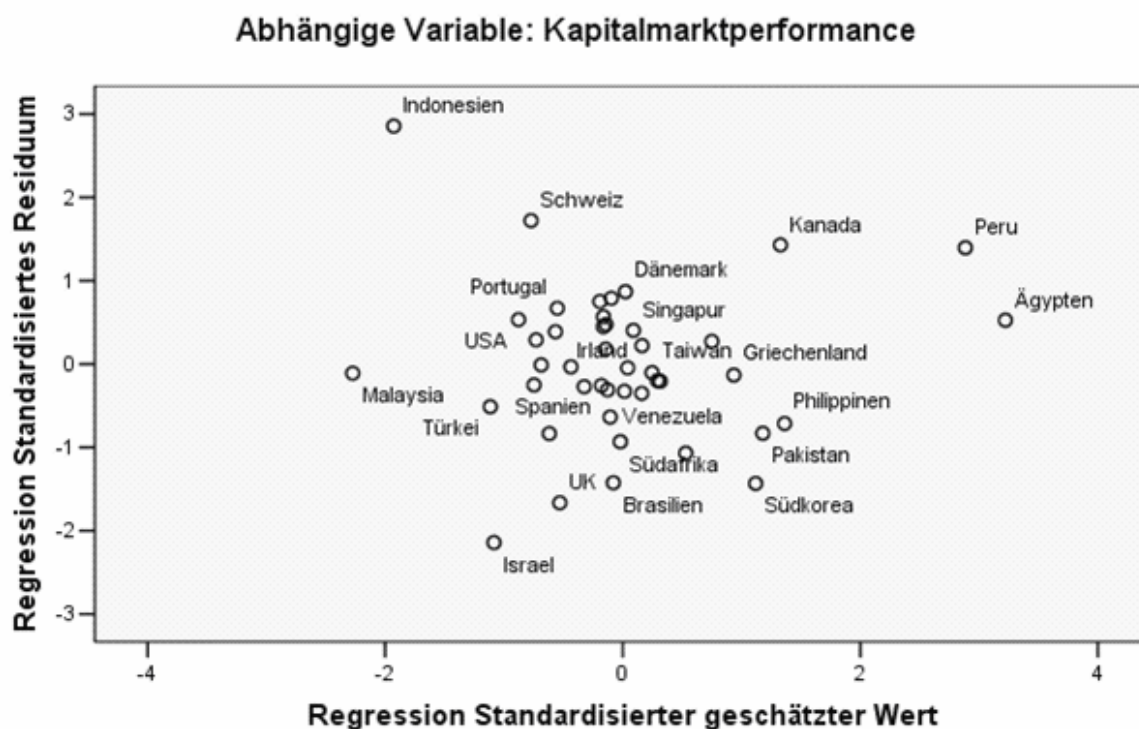
Tabelle 5.9: Eigenwert und Konditionsindex der Ein-Monats-Schätzung

Dimen- sion	Eigen- wert	Kondi- tions- index	Varianzanteile							
			Kon- stan- te	Fak- tor 13	Fak- tor 9	Fak- tor 11	Fak- tor 29	Fak- tor 31	Fak- tor 25	Fak- tor 7
1	1,000	1,000	0,00	0,01	0,00	0,55	0,34	0,10	0,00	0,00
2	1,000	1,000	0,00	0,96	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00
3	1,000	1,000	0,00	0,00	0,00	0,44	0,42	0,14	0,00	0,00
4	1,000	1,000	0,09	0,02	0,01	0,00	0,12	0,41	0,36	0,00
5	1,000	1,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
6	1,000	1,000	0,91	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,05	0,00
7	1,000	1,000	0,00	0,01	0,97	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00
8	1,000	1,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,11	0,30	0,58	0,00

5.4.2.1.2.4.2 Heteroskedastizität

Die Darstellung des Streudiagramms (siehe Abbildung 5.1) der standardisierten Residuen der einzelnen Beobachtungswerte gegen die standardisierten Schätzwerte der abhängigen Variablen zeigt keine Anzeichen für Heteroskedastizität. Dieser Verdacht würde nur vorliegen, wenn sich in diesem Diagramm ein Muster erkennen lassen würde.

Abbildung 5.1: Streudiagramm der Ein-Monats-Schätzung



Die Ergebnisse des Breusch-Pagan-Tests finden sich in Tabelle 5.10. Da der Testwert immer unter dem kritischen Wert liegt, ist die Nullhypothese der Homoskedastizität nicht abzulehnen.

Tabelle 5.10: Breusch-Pagan-Test der Ein-Monats-Schätzung

Variable	Testwert	Kritischer Wert (df =1; 5 % Signifikanz)
Faktor 13	0,002	3,84
Faktor 9	0,104	3,84
Faktor 11	0,003	3,84
Faktor 29	0,004	3,84
Faktor 31	0,001	3,84
Faktor 25	0,007	3,84
Faktor 7	0,000	3,84

5.4.2.1.2.4.3 Normalverteilung der Störgrößen

Die visuelle Untersuchung der standardisierten Residuen erfolgt anhand des Normalverteilungshistogramms (siehe Abbildung 5.2) und des P-P Diagramms (siehe Abbildung 5.3). Die Verteilung der standardisierten Residuen folgt der Normalverteilungskurve relativ gut, der Mittelwert liegt bei 0, die Standardabweichung nahe bei 1. Bei einer Samplegröße von 44 sind diese Werte gut genug, um nicht auf eine Verletzung der Normalverteilungsannahme hinzuweisen. Das gleiche gilt auch für das P-P Diagramm (siehe Abbildung 5.3).

Abbildung 5.2: Normalverteilungshistogramm der Ein-Monats-Schätzung

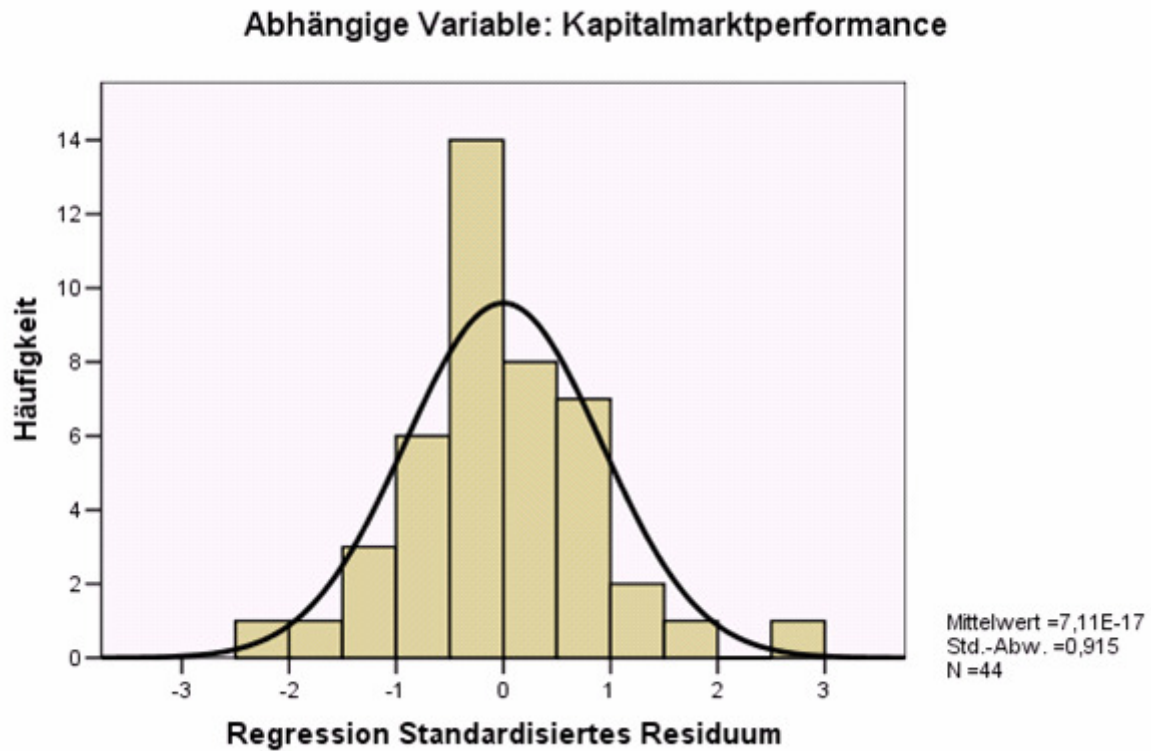
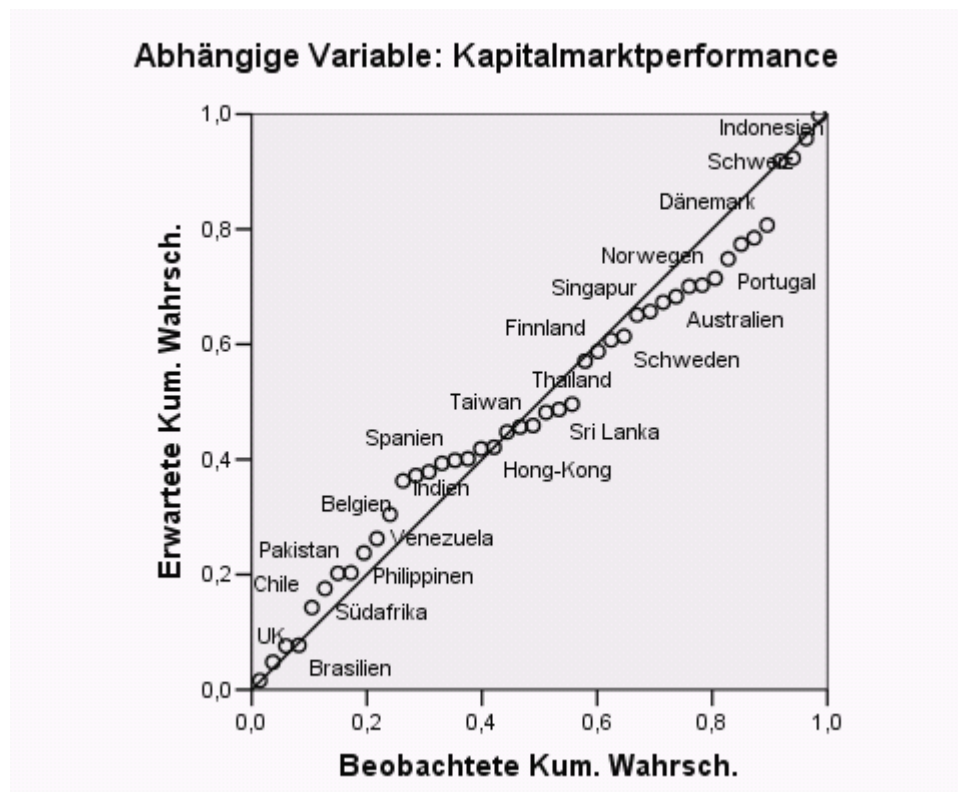


Abbildung 5.3: P-P Diagramm der Ein-Monats-Schätzung



Bei der Berechnung von Schiefe und Wölbung der standardisierten Residuen geht man davon aus, dass sie nicht auf eine Störung der Normalverteilungsannahme hinweisen, so lange der statistische Wert nicht mehr als 3 Standardabweichungen von 0 entfernt liegt. Dies ist hier der Fall (siehe Tabelle 5.11), so dass auch diese Untersuchung keine Anzeichen für die Störung der Normalverteilungsannahme der Residuen liefert.

Tabelle 5.11: Schiefe und Wölbung der Ein-Monats-Schätzung

Modell 7	N	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standard	Schiefe		Kurtosis	
		Statistik	Statistik	Statistik	Statistik	Statistik	Standardfehler	Statistik	Standardfehler
Standardisierte Residuen	44	-2,141	2,855	0,000	0,915	0,394	0,357	1,369	0,702

Die in Tabelle 5.12 ausgewiesene Residuenstatistik zeigt, dass der Maximalwert für das standardisierte Residuum mit 2,855 knapp über 3 Standardabweichungen (2,745) von 0 entfernt liegt. Damit liegt ein Hinweis auf einen möglichen Ausreißer vor, der auch im Histogramm (siehe Abbildung 5.2) erkennbar ist. Durch das Streudiagramm (siehe Abbildung 5.1) kann dieser Ausreißer als Indonesien identifiziert werden.

Tabelle 5.12: Residuenstatistik der Ein-Monats-Schätzung

Modell 7	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	N
Nicht standardisierter vorhergesagter Wert	-0,107	0,203	0,022	0,056	44
Nicht standardisierte Residuen	-0,075	0,100	0,000	0,032	44
Standardisierter vorhergesagter Wert	-2,273	3,221	0,000	1,000	44
Standardisierte Residuen	-2,141	2,855	0,000	0,915	44

Die oben aufgeführten Resultate der visuellen Inspektion und der Berechnung der Schiefe und Wölbung zeigen jedoch, dass dieser Ausreißer keine Auswirkungen auf

die Schätzgleichung hat, die auf eine Störung der Normalverteilungsannahmen hinweisen würden. Somit ist es nicht nötig, Indonesien aus der Schätzgleichung auszuschließen und sie erneut zu berechnen.

5.4.2.1.3 Zusammenfassung

Nach Untersuchung der Gütekriterien des Schätzmodells und der einzelnen Schätzparameter sowie der Überprüfung der Modellprämissen lässt sich sagen, dass die Schätzgleichung geeignet ist, um für den Zeitraum von einem Monat eine lineare Abhängigkeit zwischen Faktoren, die bestimmte vorgeschriebene Board Charakteristika repräsentieren, und der Kapitalmarktperformance zu modellieren.

5.4.2.2 Interpretation

Im ersten Schritt der Interpretation müssen die Vorzeichen der Koeffizienten der einzelnen Faktoren aus der Regressionsschätzung mit den nach der Faktorhypothese erwarteten Vorzeichen verglichen werden. Damit kann herausgefunden werden, ob die Hypothese abgelehnt werden muss oder nicht abgelehnt werden kann. Eine tabellarische Übersicht findet sich in Tabelle 5.13.

Die in Faktor 13 ausgedrückte Hypothese kann nicht abgelehnt werden. Dieses Ergebnis zeigt, dass die Interessen des Boards durch den privaten Aktienbesitz mit den Interessen der Aktionäre so in Einklang gebracht werden, dass das Board durch die Steigerung des Unternehmenswerts sowohl den eigenen als auch den Nutzen der Aktionäre steigert. Die daraus resultierende Reduktion der Agenturkosten überschreitet die Kosten, die aus der Existenz dieser Vorschrift resultieren, so dass der Zuschlag 3,5 % beträgt. Es kann jedoch keine Aussage darüber getroffen werden, wie viele Aktien ein Board Mitglied vorgeschriebenerweise besitzen muss, um einen positiven Effekt auf die Kapitalmarktperformance realisieren zu können. Mit der gegebenen Fragestellung wäre theoretisch auch der Besitz einer einzigen Aktie denkbar. In diesem Fall wäre aber fraglich, ob der gewünschte Effekt, die Interessen der Manager mit denen der Aktionäre durch den Aktienbesitz in Einklang zu bringen, erreicht würde.

Auch Faktorhypothese 9, dass die vorgeschriebene Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für Board Mitglieder signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat, kann nicht abgelehnt werden. Das bedeutet, dass die Begrenzung

der Dauer einer Amtsperiode dazu beiträgt, dass die Unabhängigkeit des Boards gestärkt wird. Wie bereits erläutert, argumentieren Muth und Donaldson (1998), dass unabhängiges Denken etwa durch soziale Kohäsion und Verpflichtung zu früheren Entscheidungen des Managements, die das Board genehmigt hatte, beeinträchtigt werden kann. Auch hier mindert diese Vorschrift die Agenturkosten stärker, als sie Kosten verursacht. Der Zuschlag beträgt 2,1 %. Durch die verwendete Methode ist es nicht möglich, Aussagen über die ideale Dauer einer Amtsperiode zu treffen, so dass theoretisch auch eine sehr lange Amtsperiode denkbar wäre, die dieser Argumentation gegenläufig wäre. In der Praxis sind Amtsperioden jedoch in der Regel auf Zeiträume unter fünf Jahren beschränkt.

Faktorhypothese 11 hingegen muss abgelehnt werden. Wider Erwarten hat die Vorschrift, dass detailliert über die Entlohnung der Board Mitglieder und mögliche Interessenkonflikte berichtet werden muss, signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Dies kann zwei Gründe haben. Zum einen ist es möglich, dass die der Hypothese zugrunde liegende Argumentation als falsch abgelehnt werden muss. Zum anderen ist es aber auch möglich, dass die detaillierte Berichterstattung über Entlohnung und Interessenkonflikte zwar die Agenturkosten senkt, selbst aber so viele Kosten verursacht, dass der Nettoeffekt negativ ist. Für den zweiten Fall soll die Logikkette anhand des Beispiels der detaillierten Berichterstattung über die Entlohnung dargestellt werden. Es scheint klar, dass der Prozess der Berichterstattung selbst nicht sehr teuer sein kann. Die Daten über die Entlohnung der Board Mitglieder liegen beispielsweise im Unternehmen vor und müssen nicht erst kostspielig erhoben werden. Auch die Druckkosten zur Veröffentlichung steigen nur marginal. Es ist jedoch möglich, dass die detaillierte Berichterstattung über die Entlohnung der Board Mitglieder eine derartige Transparenz im Markt schafft, dass das Gesamtniveau der Entlohnung ansteigt. Damit würden die aus dieser Vorschrift resultierenden Kosten die Einsparungen bei den Agenturkosten überkompensieren. Der aus der Existenz der Vorschrift resultierende Abschlag beträgt 2,2 %.

Ebenfalls abgelehnt werden muss Faktorhypothese 29. Das heißt, dass die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von non-executive Directors von ihrer Teilnahmequote an Board Treffen abhängen muss, signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat. Die Argumentation der Hypothese lautet, dass die Quali-

fikation der non-executive Directors ein wesentlicher Garant für die Ausübung einer effektiven Überwachungsfunktion ist. Deshalb ist eine adäquate Entschädigung für Zeit und Aufwand nötig. Nach Hempel und Fay (1994) ist Zeit und Aufwand der non-executive Directors abhängig von der Anzahl der besuchten Board Meetings. Auch hier stehen wieder zwei Überlegungsansätze zur Verfügung. Zum einen ist es möglich, dass die zugrunde liegende Argumentation abgelehnt werden muss. Das könnte hier etwa bedeuten, dass die Anzahl der besuchten Board Meetings kein guter Proxy für die Zeit und den Aufwand der Directors ist. Zum anderen kann es auch sein, dass eine Kopplung der non-executive Director Entlohnung an die Anzahl der besuchten Meetings zwar die Agenturkosten senkt, weil die non-executive Directors stärker motiviert sind, an Treffen teilzunehmen und dadurch die Überwachungsfunktion des Boards besser wird. Diese Senkung der Agenturkosten ist dann aber geringer als die zusätzlichen Kosten, die durch dieses Entlohnungssystem entstehen. Das kann einerseits beispielsweise daran liegen, dass die Entlohnungskosten insgesamt steigen, weil die Directors strategisch an Treffen teilnehmen, um ihre Gesamtentlohnung zu steigern. Andererseits ist es aber auch möglich, dass dieses Entlohnungssystem falsche Anreize setzt, so dass der Gesamtaufwand, den die non-executive Directors in das Unternehmen setzen, zurückgeht oder dass dieses System nur noch non-executive Directors mit unpassender Qualifikation anspricht. Hier beträgt der Abschlag 1,8 %.

Faktorhypothese 31, die besagt, dass die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen eine klare Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts eines Board Mitglieds aufsetzen muss, signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat, kann nicht abgelehnt werden. Die Gefahr, dass ein Interessenkonflikt die Unabhängigkeit des Boards beeinträchtigt, kann also durch das vorgeschriebene Aufsetzen einer klaren Prozedur reduziert werden, und die Reduktion der Agenturkosten ist größer als die Kosten für das Aufsetzen einer derartigen Prozedur. Der aus der Existenz der Vorschrift resultierende Zuschlag ist 1,7 %.

Faktorhypothese 25 hingegen muss abgelehnt werden. Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board Treffen mit Großaktionären im Voraus öffentlich ankündigen muss, hat demzufolge signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Die Argumentationsgrundlage für die Hypothese besagt, dass die Gefahr besteht, dass

der Großaktionär seinen kontrollierenden Einfluss missbraucht, um private Vorteile zu Lasten der Kleinaktionäre zu realisieren. Diese Gefahr kann durch eine öffentliche Vorankündigung eines Treffens mit Großaktionären reduziert werden. Auch hier muss wieder zwischen zwei Fällen unterschieden werden. Im ersten Fall wird angenommen, dass die Argumentationsgrundlage nicht stimmt. Ist die zugrunde liegende Argumentation falsch, kann dies entweder daran liegen, dass keine Gefahr besteht, dass Großaktionäre gegen die Interessen der Minderheitsaktionäre handeln oder dass die Vorankündigung eines Treffens kein geeigneter Mechanismus ist, um die Gefahr zu reduzieren. Im zweiten Fall ist die Argumentationsgrundlage der Hypothese korrekt, die Kosten für die öffentliche Vorankündigung eines Treffens wären dann aber höher als die daraus resultierende Reduktion der Agenturkosten. Der Abschlag beträgt 2,0 %.

Faktorhypothese 7 kann nicht abgelehnt werden. Durch die hier repräsentierte Vorschrift werden zwei Dinge bewirkt. Zum einen ist durch das Verbot, dass eine Person Chairman mehrerer Unternehmen sein kann, aus Sicht der Aktionäre die Gefahr möglicher Interessenkonflikte des Chairman geringer. Auch droht nicht die Gefahr der Übernahme zu hoher Verpflichtungen. Zum anderen bieten Anlaufstellen im Unternehmen den Aktionären neben der Hauptversammlung eine weitere Möglichkeit zur Artikulation ihrer Belange. Dies kann auch zum rechtzeitigen Aufdecken von Unregelmäßigkeiten führen. Der Zuschlag für diese Vorschrift beträgt 1,3 %.

Tabelle 5.13: Ergebnisübersicht Ein-Monats-Schätzung

Faktor	Faktorhypothese	Erwartetes Vorzeichen	Gefundenes Vorzeichen	Hypothese abgelehnt/nicht abgelehnt
13	Die Existenz einer Vorschrift, dass Board Mitglieder zum Aktienbesitz des Unternehmens verpflichtet sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
9	Die vorgeschriebene Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für Board Mitglieder hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
11	Die Vorschrift, dass detailliert über Entlohnung der Board Mitglieder und mögliche Interessenkonflikte berichtet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
29	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von non-executive Directors von ihrer Teilnahmequote an Board Treffen abhängen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
31	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen eine klare Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts eines Board Mitglieds aufsetzen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
25	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board Treffen mit Großaktionären im Voraus öffentlich ankündigen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
7	Die Existenz einer Vorschrift, dass eine Person nicht Chairman mehrerer Unternehmen werden kann und dass das Unternehmen geeignete Anlaufstellen schaffen muss, bei denen Aktionäre Bedenken mit dem Chairman oder CEO melden können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt

Keine der in die Regressionsgleichung aufgenommenen Kontrollvariablen ist signifikant. Dafür lassen sich unterschiedliche Gründe finden. Zum einen kann es daran liegen, dass die verfügbaren makroökonomischen Kontrollvariablen in dem untersuchten Zeitraum keinen signifikanten Einfluss hatten. Zum anderen ist es aber auch möglich, dass die Messgenauigkeit der Kontrollvariablen für den Zeitraum von einem Monat nicht ausreichend war.

5.4.3 DREI-MONATS-PERIODE

5.4.3.1 Schätzung

5.4.3.1.1 Schrittweise Regressionsanalyse

Die schrittweise Regressionsanalyse wird analog zu der Ein-Monats-Schätzung durchgeführt. Wieder ist Faktor 13 die erste eingeschlossene Variable (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.2.1). Der Iterationsprozess endet nach Modell 12 (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.2.2).

5.4.3.1.2 Auswahl des Schätzmodells

Für Modell 12 erfolgt nun die Überprüfung der Schätzgleichung und der Modellprämissen.

5.4.3.1.2.1 Schätzgleichung

Die Schätzgleichung (siehe Gleichung 5.4) für die Drei-Monats-Periode lautet:

Gleichung 5.4: Schätzgleichung Drei-Monats-Periode

$$\Delta \text{MSCI}_{\text{Land}} = 0,108 + 0,079 \text{ Faktor 13} - 1,71 \Delta \text{ Bruttoinlandsprodukt} + 0,034 \text{ Faktor 31} - 0,027 \text{ Faktor 17} - 1,526 \Delta \text{ Privater Konsumindex} + 0,028 \text{ Faktor 21} + 0,019 \text{ Faktor 23} - 0,095 \Delta \text{ Dreimonatiger Guthabenszinssatz} + 0,02 \text{ Faktor 9} + 0,02 \text{ Faktor 12} - 0,02 \text{ Faktor 25} - 0,017 \text{ Faktor 11}$$

5.4.3.1.2.2 Gütemaße der Schätzgleichung

Das korrigierte Bestimmtheitsmaß (siehe Tabelle 5.14) liegt bei 83,4 % und damit über dem der Ein-Monats-Schätzung. Bei einer durchschnittlichen Kapitalmarktperformance von 9,25 % im Zeitraum von drei Monaten (siehe Tabelle 5.5) ist ein Standardfehler von 4,9 % geringer als in der Ein-Monats-Schätzung.

Tabelle 5.14: Gütemaße der Drei-Monats-Schätzgleichung

Modell	R	R-Quadrat	Korrigiertes R-Quadrat	Standardfehler des Schätzers
12	0,938	0,881	0,834	0,049

Die Schätzgleichung ist hoch signifikant (siehe Tabelle 5.15).

Tabelle 5.15: Signifikanz der Drei-Monats-Schätzgleichung

	Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Signifikanz
Regression	0,548	12	0,046	19,038	0,000
Residuen	0,074	31	0,002		
Gesamt	0,622	43			

5.4.3.1.2.3 Prüfung der Modellkoeffizienten

Das Gleiche gilt für die Modellkoeffizienten, auch durchlaufen die Konfidenzintervalle keinen Vorzeichenwechsel (siehe Tabelle 5.16).

Tabelle 5.16: Modellkoeffizienten der Drei-Monats-Schätzung

Modell 12	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	95 %-Konfidenzintervall für B	
	B	Beta			Untergrenze	Obergrenze
Konstante	0,108		12,705	0,000	0,091	0,126
Faktor 13	0,079	0,656	10,279	0,000	0,063	0,095
Δ Bruttoinlandsprodukt	-1,710	-0,320	-4,781	0,000	-2,439	-0,980
Faktor 31	0,034	0,284	4,563	0,000	0,019	0,049
Faktor 17	-0,027	-0,227	-3,518	0,001	-0,043	-0,011
Δ Privater Konsumindex	-1,526	-0,240	-3,325	0,002	-2,463	-0,590
Faktor 21	0,028	0,233	3,685	0,001	0,013	0,044
Faktor 23	0,019	0,162	2,552	0,016	0,004	0,035
Δ Dreimonatiger Guthabenszinssatz	-0,095	-0,195	-2,851	0,008	-0,164	-0,027
Faktor 9	0,020	0,164	2,613	0,014	0,004	0,035
Faktor 12	0,020	0,167	2,661	0,012	0,005	0,035
Faktor 25	-0,020	-0,164	-2,492	0,018	-0,036	-0,004
Faktor 11	-0,017	-0,144	-2,218	0,034	-0,033	-0,001

5.4.3.1.2.4 Prüfung der Modellprämissen

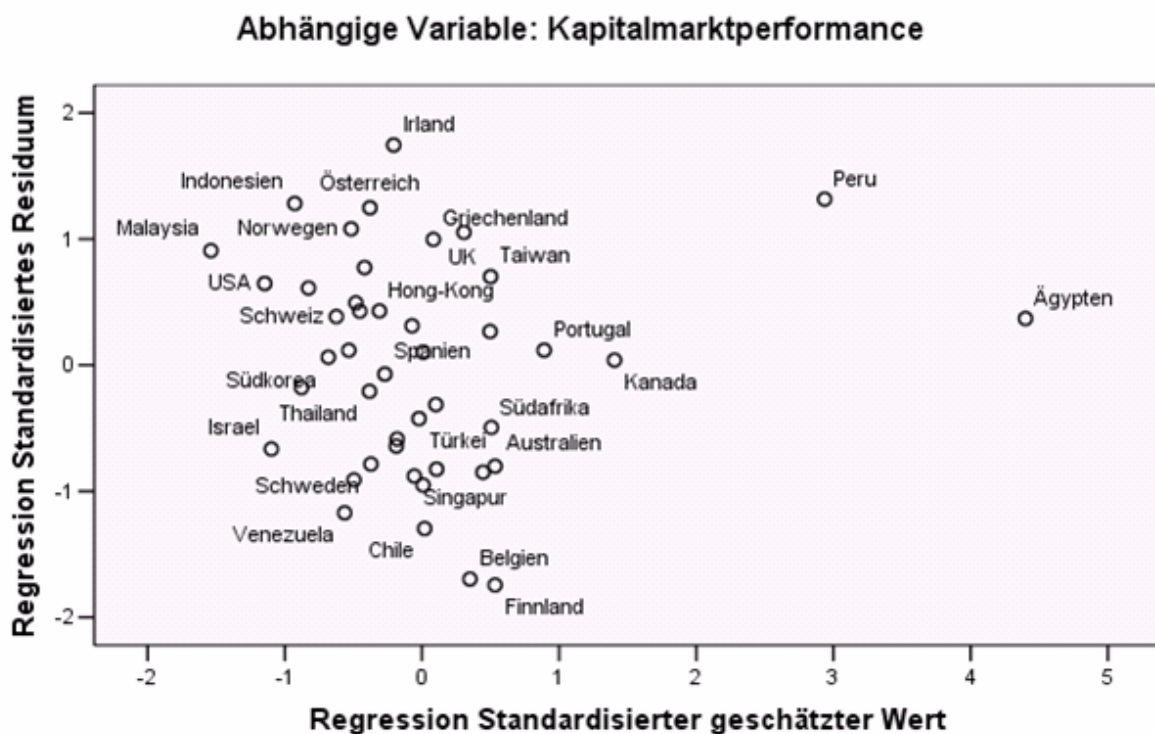
5.4.3.1.2.4.1 Multikollinearität

Auch das Modell 12 zeigt keine Anzeichen von Multikollinearität (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.2.3).

5.4.3.1.2.4.2 Heteroskedastizität

Die Darstellung des Streudiagramms der standardisierten Residuen der einzelnen Beobachtungswerte gegen die standardisierten Schätzwerte der abhängigen Variablen zeigt keinen Hinweis auf Heteroskedastizität (siehe Abbildung 5.4).

Abbildung 5.4: Streudiagramm der Drei-Monats-Schätzung



Die Überprüfung mit dem Breusch-Pagan-Test bestätigt dies (siehe Tabelle 5.17).

Tabelle 5.17: Breusch-Pagan-Test der Drei-Monats-Schätzung

Variable	Testwert	Kritischer Wert (df =1; 5 % Signifikanz)
Faktor 13	0,95	3,84
Δ Bruttoinlandsprodukt	0,037	3,84
Faktor 31	0,389	3,84
Faktor 17	0,608	3,84
Δ Privater Konsumindex	0,199	3,84
Faktor 21	0,501	3,84
Faktor 23	0,121	3,84
Δ Dreimonatiger Guthabenszinssatz	0,623	3,84
Faktor 9	0,317	3,84
Faktor 12	0,007	3,84
Faktor 25	0,328	3,84
Faktor 11	0,295	3,84

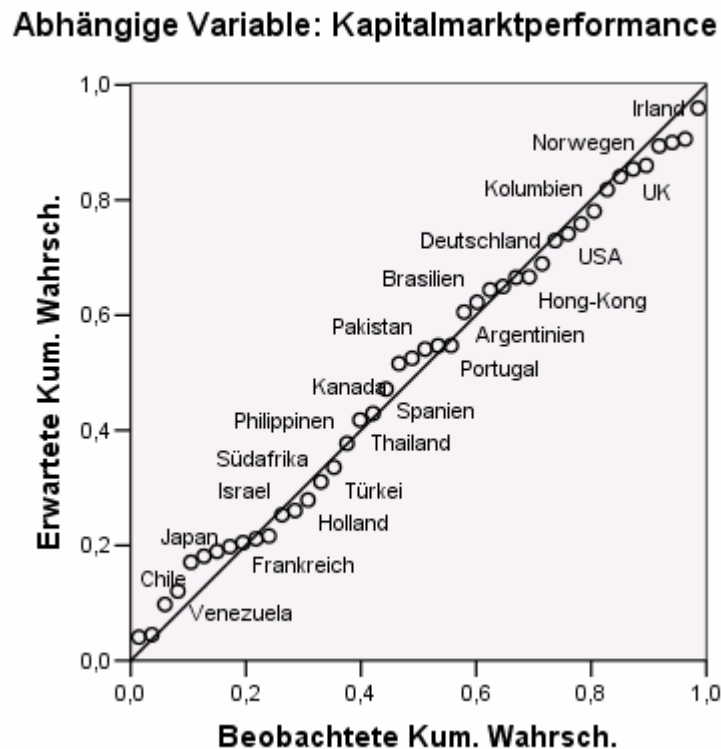
5.4.3.1.2.4.3 Normalverteilung der Störgrößen

Die Residuenstatistik lässt dieses Mal keine Ausreißer erkennen (siehe Tabelle 5.18).

Tabelle 5.18: Residuenstatistik der Drei-Monats-Schätzung

Modell 12	Mini- mum	Maxi- mum	Mittel- wert	Standard- abweichung	N
Nicht standardisierter vorhergesagter Wert	-0,081	0,589	0,093	0,113	44
Nicht standardisierte Residuen	-0,085	0,085	0,000	0,042	44
Standardisierter vorhergesagter Wert	-1,539	4,399	0,000	1,000	44
Standardisierte Residuen	-1,744	1,746	0,000	0,849	44

Schiefe und Wölbung der standardisierten Residuen liegen ebenfalls innerhalb des Toleranzbereichs von 3 Standardabweichungen (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.2.4).

Abbildung 5.5: P-P Diagramm der Drei-Monats-Schätzung

Auch die visuelle Inspektion, hier anhand des P-P Diagramms (siehe Abbildung 5.5), liefert keine Anzeichen für eine Verletzung der Annahme der Normalverteilung der Residuen. Das Histogramm findet sich im Anhang, Kapitel 8.2.9.2.5.

5.4.3.1.3 Zusammenfassung

Auch für die Drei-Monats-Periode zeigt die Überprüfung der Gütekriterien des Schätzmodells und der einzelnen Schätzparameter sowie der Modellprämissen, dass die Schätzgleichung zur Modellierung des Zusammenhangs zwischen landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika und der Kapitalmarktperformance geeignet ist.

5.4.3.2 Interpretation

Auch hier werden die gefundenen mit den erwarteten Vorzeichen verglichen. Eine tabellarische Übersicht für die Schätzung im Drei-Monats-Zeitraum ist in Tabelle 5.19 dargestellt. Die Interpretation der Faktoren 13, 31, 9, 25 und 11 wurde bereits bei der Schätzung für einen Monat erklärt und wird deshalb hier nicht erneut erläutert.

Faktorhypothese 17 kann nicht abgelehnt werden. Die Existenz einer Vorschrift, dass nur Board Mitglieder auch Komitee Mitglieder werden dürfen, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Nach der Argumentation von Cotter und Silvester (2003) ist die mögliche Unabhängigkeit des Komitees geringer, wenn man die Komiteemitglieder nur aus Board Mitgliedern rekrutieren kann, als in dem Fall, in dem auch Nicht Board Mitglieder in Board Komitees aufgenommen werden können. Die Reduktion der Unabhängigkeit wird nach der Schätzgleichung mit einem Abschlag von 2,7 % bestraft.

Ebenfalls nicht abgelehnt werden kann die Faktorhypothese 21. Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board eine Mindestanzahl von Mitgliedern haben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Ein Board mit einer vorgeschriebenen Mindestgröße ist demzufolge unabhängiger und weniger leicht zu dominieren. Weiterhin ist die Reduktion der Agenturkosten, die durch die Mindestgröße erfolgt, größer als die Kosten, die durch die Einhaltung der Mindestgröße verursacht werden. Hier ist jedoch einschränkend zu bemerken, dass nur die Existenz einer vorgeschriebenen Mindestgröße¹⁶ abgefragt wurde. Es ist unbekannt, welche Mindestgröße das Board vorschriftsmäßig haben sollte. Dementsprechend wäre theoretisch auch denkbar, dass eine Mindestgröße von einem Mitglied vorgeschrieben ist, was die obige Argumentation hinfällig werden lassen würde. Der Zuschlag für die vorgeschriebene Mindestgröße des Boards beträgt 2,8 %.

Faktorhypothese 23 kann auch nicht abgelehnt werden. Die Existenz einer Vorschrift, dass über die Arbeit der Komitees berichtet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Hier greift die Argumentation, dass die Veröffentlichung von Informationen den Aktionären Kontrolle über ihre Agenten bei geringen Kosten ermöglicht. Der Zuschlag beträgt hier 1,9 %.

Auch nicht abgelehnt werden kann die Faktorhypothese 12. Eine vorgeschriebene Amtszeitbegrenzung für Board Mitglieder hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Diese Hypothese steht in Verwandtschaft mit Faktorhypothese 9. Das kann als weiteres Zeichen dafür gesehen werden, dass die Unabhän-

¹⁶ Die Frage nach der Existenz einer Vorschrift über die Maximalgröße eines Boards wurde ebenfalls gestellt. Aufgrund der Datenaggregation in der Faktorenanalyse kann hierzu jedoch keine Aussage getroffen werden.

gigkeit des Boards auch von der Zeit, die ein Director in diesem Organ verbringt, abhängt. Die vorgeschriebene Begrenzung der Amtszeit für Directors mindert die Agenturkosten stärker als sie Kosten verursacht. Der Zuschlag beträgt 2,0 %. Wie bei der Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode kann auch hier keine Aussage darüber getroffen werden, auf welchen Zeitraum sich die vorgeschriebene Amtszeitbegrenzung zu beziehen hat.

Drei Kontrollvariablen sind in der Regressionsschätzung signifikant, die Veränderung des Bruttoinlandsprodukts, des privaten Konsumindexes und des dreimonatigen Guthabenszinssatzes (siehe Tabelle 5.20). Dabei haben die Veränderungen aller drei Kontrollvariablen einen negativen Einfluss auf die Kapitalmarktperformance. Die im Vergleich zu den Faktorkoeffizienten relativ hohen Absolutwerte der Koeffizienten der Kontrollvariablen lassen sich durch die geringen Veränderungswerte der Variablen erklären. Naka, Mukherjee und Tufte (1998) argumentieren, dass man für Veränderungen des Bruttoinlandsprodukts und des privaten Konsumindexes einen positiven Zusammenhang mit der Kapitalmarktperformance und mit dem Zinssatz einen negativen Zusammenhang erwarten würde. Das bedeutet aber nicht, dass die hier gefundenen Vorzeichen nicht plausibel sind. Chang und Ha (1997, S. 106) argumentieren dies wie folgt: "The true functional relationships between stock market and economic variables may not always be concurrent or synchronous. Stock market activity has traditionally been considered to lead some of the main economic activity. On the other hand, the market's reactions to some economic figures do not realize contemporaneously since the actual release of those figures is not made until some time after the performance period." Insgesamt kann gesagt werden, dass die Bildung von Hypothesen über die Wirkrichtung von makroökonomischen Einflussvariablen auf die Kapitalmarktperformance in der Literatur umstritten ist, da die Verzögerungsdauer zwischen Ursache und Wirkung nicht bekannt ist. Chen, Roll und Ross (1986) beispielsweise nehmen in ihrer Arbeit Abstand von der Hypothesenformulierung.

Tabelle 5.19: Ergebnisübersicht der Drei-Monats-Periode

Faktor	Faktorhypothese	Erwartetes Vorzeichen	Gefundenes Vorzeichen	Hypothese abgelehnt/nicht abgelehnt
13	Die Existenz einer Vorschrift, dass Board Mitglieder zum Aktienbesitz des Unternehmens verpflichtet sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
31	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen eine klare Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts eines Board Mitglieds aufsetzen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
17	Die Existenz einer Vorschrift, dass nur Board Mitglieder auch Komitee Mitglieder werden dürfen, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-	-	Nicht abgelehnt
21	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board eine Mindestanzahl von Mitgliedern haben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
23	Die Existenz einer Vorschrift, dass über die Arbeit der Komitees berichtet werden muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
9	Die vorgeschriebene Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für Board Mitglieder hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
12	Eine vorgeschriebene Amtszeitbegrenzung für Board Mitglieder hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
25	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board Treffen mit Großaktionären im Voraus öffentlich ankündigen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
11	Die Vorschrift, dass detailliert über Entlohnung der Board Mitglieder und mögliche Interessenkonflikte berichtet werden muss, hat positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt

Tabelle 5.20: Signifikante Kontrollvariablen der Drei-Monats-Schätzung

Kontrollvariable	Koeffizient	Durchschnittliche Veränderung
Δ Bruttoinlandsprodukt	- 1,71	-0,007 %
Δ Privater Konsumindex	- 1,526	0,91 %
Δ Dreimonatiger Guthabenszinssatz	- 0,095	3,27 %

5.4.4 SECHS-MONATS-PERIODE

5.4.4.1 Schätzung

5.4.4.1.1 Schrittweise Regressionsanalyse

Wie auch bei den anderen beiden Schätzgleichungen ist die erste eingeschlossene Variable Faktor 13 (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.3.1). Der Iterationsprozess endet mit Modell 11 (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.3.2).

5.4.4.1.2 Auswahl des Schätzmodells

5.4.4.1.2.1 Schätzgleichung

Die Schätzgleichung für die Sechs-Monats-Periode findet sich in Gleichung 5.5:

Gleichung 5.5: Schätzgleichung Sechs-Monats-Periode

$$\Delta \text{MSCI}_{\text{Land}} = 0,397 + 0,099 \text{ Faktor 13} - 1,193 \Delta \text{ Ölpreis} - 0,040 \text{ Faktor 30} - 0,034 \text{ Faktor 24} + 0,031 \text{ Faktor 7} - 0,029 \text{ Faktor 36} + 0,028 \text{ Faktor 5} + 0,027 \text{ Faktor 31} - 0,025 \text{ Faktor 17} + 0,022 \text{ Faktor 20} - 0,019 \text{ Faktor 25}$$

5.4.4.1.2.2 Gütemaße der Schätzgleichung

Das korrigierte Bestimmtheitsmaß liegt bei 82,5 % (siehe Tabelle 5.21) und damit über dem der Ein-Monats-, aber unter dem der Drei-Monats-Schätzung. Bei einer durchschnittlichen Kapitalmarktperformance von 23,11 % im Zeitraum von sechs Monaten (siehe Tabelle 5.5) stellt der Standardfehler von 5,9 % einen deutlichen Rückgang im Vergleich zur Ein- und Drei-Monats-Schätzung dar.

Tabelle 5.21: Gütemaße der Sechs-Monats-Schätzgleichung

Modell	R	R-Quadrat	Korrigiertes R-Quadrat	Standardfehler des Schätzers
11	0,933	0,870	0,825	0,059

Die Schätzgleichung ist hoch signifikant (siehe Tabelle 5.22).

Tabelle 5.22: Signifikanz der Sechs-Monats-Schätzgleichung

	Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Signifikanz
Regression	0,764	11	0,069	19,403	0,000
Residuen	0,115	32	0,004		
Gesamt	0,879	43			

5.4.4.1.2.3 Prüfung der Modellkoeffizienten

Auch die Modellkoeffizienten sind hoch signifikant. Die 95 %-Konfidenzintervalle der Koeffizienten beinhalten keinen Vorzeichenwechsel (siehe Tabelle 5.23).

Tabelle 5.23: Modellkoeffizienten der Sechs-Monats-Schätzung

Modell 11	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	95 %-Konfidenzintervall für B	
	B	Beta			Untergrenze	Obergrenze
Konstante	0,397		12,782	0,000	0,334	0,461
Faktor 13	0,099	0,689	10,758	0,000	0,080	0,117
Δ Ölpreis	-1,193	-0,404	-5,588	0,000	-1,628	-0,758
Faktor 30	-0,040	-0,277	-4,091	0,000	-0,059	-0,020
Faktor 24	-0,034	-0,237	-3,671	0,001	-0,053	-0,015
Faktor 7	0,031	0,214	3,344	0,002	0,012	0,049
Faktor 36	-0,029	-0,200	-3,119	0,004	-0,047	-0,010
Faktor 5	0,028	0,197	3,017	0,005	0,009	0,047
Faktor 31	0,027	0,190	2,967	0,006	0,008	0,046
Faktor 17	-0,025	-0,178	-2,759	0,010	-0,044	-0,007
Faktor 20	0,022	0,154	2,380	0,023	0,003	0,041
Faktor 25	-0,019	-0,131	-2,051	0,049	-0,037	0,000

5.4.4.1.2.4 Prüfung der Modellprämissen

5.4.4.1.2.4.1 Multikollinearität

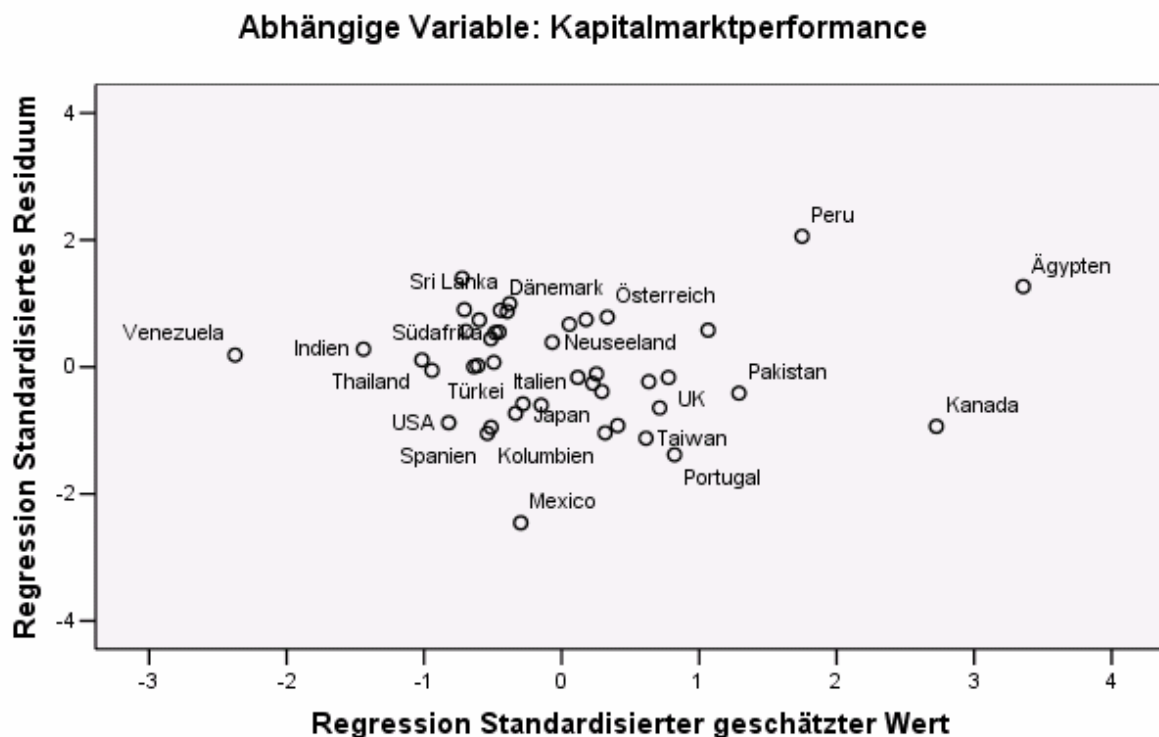
Die Indikatoren lassen erwartungsgemäß keinen Schluss auf mögliche Multikollinearität zu (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.3.3). Toleranz und VIF bleiben für alle Variablen

nahe genug an 1, der Eigenwert in allen Dimensionen ungleich 0 und der Konditionsindex unter 15.

5.4.4.1.2.4.2 Heteroskedastizität

Die visuelle Untersuchung auf Heteroskedastizität mittels des Streudiagramms der standardisierten Residuen der einzelnen Beobachtungswerte gegen die standardisierten Schätzwerte der abhängigen Variablen zeigt kein erkennbares Muster (siehe Abbildung 5.6).

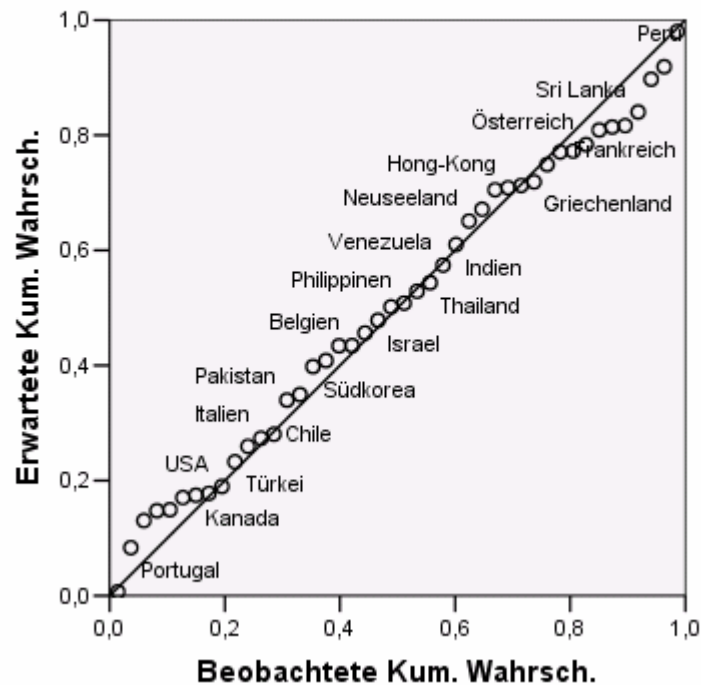
Abbildung 5.6: Streudiagramm der Sechs-Monats-Schätzung



Auch der Breusch-Pagan-Test zeigt keine Anzeichen für Heteroskedastizität (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.3.4).

5.4.4.1.2.4.3 Normalverteilung der Störgrößen

Wie am dargestellten P-P Diagramm nach der Blom-Methode erkennbar (siehe Abbildung 5.7) gibt die Überprüfung der Normalverteilung der Störgrößen keinen Hinweis auf eine Verletzung dieser Modellprämisse.

Abbildung 5.7: P-P Diagramm der Sechs-Monats-Schätzung**Abhängige Variable: Kapitalmarktperformance**

Auch Schiefe, Wölbung, Residuenstatistik und Histogramm (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.3.5 - 8.2.9.3.7) lassen keinen anderen Schluss zu.

5.4.4.1.3 Zusammenfassung

Die Gütekriterien und Modellprämissen des in der schrittweisen Regressionsanalyse für den Zeitraum von sechs Monaten gefundenen Schätzmodells werden nicht verletzt. So lässt sich sagen, dass auch für den Sechs-Monats-Zeitraum eine signifikante Schätzgleichung vorliegt, mit der sich die Abhängigkeit zwischen landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika und der Kapitalmarktperformance darstellen lässt.

5.4.4.2 Interpretation

Eine tabellarische Übersicht für die Überprüfung der Faktorhypothesen dieser Schätzung findet sich in Tabelle 5.24. Die Faktoren 13, 7, 31, 17 und 25 wurden bereits oben interpretiert und sind deshalb nicht erneut dargestellt.

Abgelehnt werden muss Faktorhypothese 30. Die Existenz einer Vorschrift, dass das Management den Directors die eingeforderte Information zur Verfügung stellen muss, hat wider Erwarten signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Sollte die der Hypothese zugrunde liegende Argumentation verkehrt sein, könnte dies beispielsweise bedeuten, dass mit dieser Maßnahme die Kanalisierung der Information über den CEO nicht ausreichend vermieden werden kann. Auch wäre denkbar, dass das Board sich zu stark auf die vom Management gelieferte Information verlassen würde und sich nicht mehr umfassend genug selbst informiert. Alternativ sind die Kosten, die aus dem Anspruch auf Informationsbereitstellung durch das Management resultieren, höher als die daraus resultierende Reduktion der Agenturkosten, so dass es zu einem negativen Nettoeffekt kommt. Der Abschlag für diese Vorschrift beträgt 4,0 %.

Ebenfalls abgelehnt werden muss Faktorhypothese 24. Dies besagt, dass die Existenz einer Vorschrift, dass das Board zur Festsetzung der Entlohnung der Board Mitglieder ein Komitee einrichten muss, signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat. Das kann einerseits bedeuten, dass es derartigen Komitees nicht gelingt, durch ihre Kompensationsentscheidungen die Bedürfnisse der Firma mit den Interessen der Aktionäre besser in Einklang zu bringen, als wenn die Board Mitglieder über ihre eigene Entlohnung entscheiden. Andererseits ist es möglich, dass die Interessen besser in Einklang gebracht werden, dass die Kosten für dieses Komitee aber höher sind, als durch die Agenturkostenreduktion eingespart werden kann. Der Abschlag für den Einsatz von Kompensationskomitees beträgt 3,4 %.

Auch Faktorhypothese 36, die besagt, dass die Existenz einer Vorschrift, dass ein Director das Board verlassen muss, wenn ein dauerhafter Interessenkonflikt droht, signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat, ist abzulehnen. Nach Daily und Dalton (2003) sind Interessenkonflikte deshalb gefährlich, weil sie die Unabhängigkeit des Boards beeinträchtigen können. Zum einen wäre es möglich, dass diese Argumentation nicht stimmt, die Unabhängigkeit des Boards also nicht von Interessenkonflikten beeinträchtigt wird. Alternativ ist es möglich, dass Interessenkonflikte zwar die Unabhängigkeit des Boards beeinträchtigen. Dennoch ist der Anstieg der Kosten, wenn ein Director das Board im Falle eines dauerhaften Interessenkonflikts verlassen muss, höher als die damit verbundene Reduktion der Agentur-

kosten. Kosten, die mit dem Ausscheiden eines Directors aus dem Board verbunden sind, wären beispielsweise Abfindung oder Rekrutierung eines Nachfolgers. Der Abschlag beträgt 2,9 %.

Faktorhypothese 5 kann nicht abgelehnt werden. Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors vom Erreichen bestimmter Leistungsziele abhängig sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Durch die Knüpfung der Entlohnung an bestimmte Leistungsziele können folglich die Interessen der Eigentümer besser mit denen der Manager in Einklang gebracht werden, außerdem kann das Board durch die Überwachung der Leistungsziele einer seiner zentralen Kontrollaufgaben effizienter nachkommen. Der Zuschlag beträgt 2,8 %.

Zwar wurde Faktorhypothese 31 bereits in der Ein-Monats-Interpretation ausführlich erläutert, da sich aber aus dem gleichzeitigen Auftreten mit Faktorhypothese 36 interessante Schlüsse ziehen lassen, soll sie hier noch einmal kurz betrachtet werden. Sie besagt, dass eine Vorschrift, die das Unternehmen zum Aufsetzen einer klaren Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts verpflichtet, einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert hat und wird nicht abgelehnt. Faktorhypothese 36, die annimmt, dass das vorgeschriebene Entfernen eines Directors im Falle eines dauerhaften Interessenkonflikts einen positiven Effekt auf den Unternehmenswert hat, wird hingegen abgelehnt. Daraus könnte man schließen, dass der proaktive Umgang mit der Gefahr des Interessenkonflikts einen positiven Effekt hat. Eine extreme Reaktion, wie sie etwa das Entfernen eines Directors darstellt, hat jedoch einen negativen Effekt. Das wiederum könnte bedeuten, dass der Zusammenhang zwischen der Strenge der Vorschriften über den Umgang mit Interessenkonflikten und der Kapitalmarktperformance dem Verlauf einer umgekehrten U-Kurve folgt.

Auch Faktorhypothese 20 kann nicht abgelehnt werden. Die Existenz einer Vorschrift, dass alle Directors bei der Hauptversammlung anwesend sein müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Ein effektiver Einsatz des "Voice"-Instruments auf der Hauptversammlung reduziert die Agenturkosten in stärkerem Ausmaß als die Anwesenheit aller Board Mitglieder bei der Hauptversammlung an Kosten verursacht. Der Zuschlag beträgt 2,2 %.

Tabelle 5.24: Ergebnisübersicht der Sechs-Monats-Periode

Faktor	Faktorhypothese	Erwartetes Vorzeichen	Gefundenes Vorzeichen	Hypothese abgelehnt/nicht abgelehnt
13	Die Existenz einer Vorschrift, dass Board Mitglieder zum Aktienbesitz des Unternehmens verpflichtet sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
30	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Management den Directors die eingeforderte Information zur Verfügung stellen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
24	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board zur Festsetzung der Entlohnung der Board Mitglieder ein Komitee einrichten muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
7	Die Existenz einer Vorschrift, dass eine Person nicht Chairman mehrerer Unternehmen werden kann und dass das Unternehmen geeignete Anlaufstellen schaffen muss, bei denen Aktionäre Bedenken mit dem Chairman oder CEO melden können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
36	Die Existenz einer Vorschrift, dass ein Director das Board verlassen muss, wenn ein dauerhafter Interessenkonflikt droht, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
5	Die Existenz einer Vorschrift, dass die Entlohnung von executive Directors vom Erreichen bestimmter Leistungsziele abhängig sein muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
31	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Unternehmen eine klare Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts eines Board Mitglieds aufsetzen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
17	Die Existenz einer Vorschrift, dass nur Board Mitglieder auch Komitee Mitglieder werden dürfen, hat signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	-	-	Nicht abgelehnt
20	Die Existenz einer Vorschrift, dass alle Directors bei der Hauptversammlung anwesend sein müssen, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
25	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board Treffen mit Großaktionären im Voraus öffentlich ankündigen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt

Die einzig signifikante Kontrollvariable ist der Ölpreis (siehe Tabelle 5.25). Die durchschnittliche Veränderung des Ölpreises über den Zeitraum von 6 Monaten beträgt 13,93 %. Dies begründet wiederum den relativ hohen Wert des Koeffizienten. Der

berechnete negative Einfluss auf die Kapitalmarktperformance stimmt mit dem Ergebnis von Chen, Roll und Ross (1986) überein.

Tabelle 5.25: Signifikante Kontrollvariablen der Sechs-Monats-Periode

Kontrollvariable	Koeffizient	Durchschnittliche Veränderung
Δ Ölpreis	- 1,193	13,932 %

5.4.5 ZWÖLF-MONATS-PERIODE

5.4.5.1 Schätzung

5.4.5.1.1 Schrittweise Regressionsanalyse

Wieder wird Faktor 13 zuerst in die Schätzgleichung eingeschlossen (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.4.1). Der Iterationsprozess endet mit Modell 7 (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.4.2).

5.4.5.1.2 Auswahl des Schätzmodells

Für den Zeitraum von zwölf Monaten lautet die Schätzgleichung (siehe Gleichung 5.6):

Gleichung 5.6: Schätzgleichung Zwölf-Monats-Periode

$$\Delta \text{MSCI}_{\text{Land}} = 0,272 + 0,144 \text{ Faktor 13} - 0,051 \text{ Faktor 4} + 0,046 \text{ Faktor 3} - 0,042 \text{ Faktor 30} - 0,040 \text{ Faktor 36} + 0,036 \text{ Faktor 7} - 0,035 \text{ Faktor 8}$$

5.4.5.1.2.1 Gütemaße der Schätzgleichung

Das korrigierte Bestimmtheitsmaß liegt bei 72,2 %. Der Standardfehler von 10,6 % bei einer durchschnittlichen Kapitalmarktperformance von 27,22 % im Zeitraum von zwölf Monaten (siehe Tabelle 5.26) stellt eine leichte Verschlechterung gegenüber der Sechs-Monats-Schätzung dar.

Tabelle 5.26: Gütemaße der Zwölf-Monats-Schätzgleichung

Modell	R	R-Quadrat	Korrigiertes R-Quadrat	Standardfehler des Schätzers
7	0,876	0,767	0,722	0,106

Wie im Anhang (siehe Kapitel 8.2.9.4.3 und 8.2.9.4.4) ersichtlich, sind die Schätzgleichung sowie die einzelnen Koeffizienten wieder hoch signifikant, ebenso kommt es nicht zu einem Vorzeichenwechsel in den Konfidenzintervallen.

5.4.5.1.2.2 Prüfung der Modellprämissen

5.4.5.1.2.2.1 Multikollinearität

Wieder geben Toleranz, VIF, Konditionsindex und Eigenwert keine Hinweise auf Multikollinearität (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.4.5).

5.4.5.1.2.2.2 Heteroskedastizität

Der Breusch-Pagan-Test lässt keine Heteroskedastizität befürchten (siehe Tabelle 5.27). Dies wird auch durch die visuelle Inspektion (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.4.6) unterstützt.

Tabelle 5.27: Breusch-Pagan-Test der Zwölf-Monats-Schätzung

Variable	Testwert	Kritischer Wert (df =1; 5 % Signifikanz)
Faktor 13	2,893	3,84
Faktor 4	0,017	3,84
Faktor 3	0,043	3,84
Faktor 30	0,093	3,84
Faktor 36	0,899	3,84
Faktor 7	2,269	3,84
Faktor 8	0,249	3,84

5.4.5.1.2.2.3 Normalverteilung der Residuen

Ein Blick in die Residuenstatistik lässt keine Ausreißer erkennen (siehe Tabelle 5.28).

Tabelle 5.28: Residuenstatistik der Zwölf-Monats-Schätzung

Modell 7	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	N
Nicht standardisierter vorhergesagter Wert	0,055	0,977	0,272	0,177	44
Nicht standardisierte Residuen	-0,206	0,214	0,000	0,097	44
Standardisierter vorhergesagter Wert	-1,228	3,989	0,000	1,000	44
Standardisierte Residuen	-1,933	2,009	0,000	0,915	44

Auch Schiefe und Wölbung lassen keine Verletzung der Normalverteilungsannahme erkennen (siehe Tabelle 5.29). Die weiteren Indikatoren sind im Anhang dargestellt (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.4.7 und 8.2.9.4.8).

Tabelle 5.29: Schiefe und Wölbung der Zwölf-Monats-Schätzung

Modell 7	N	Mini- mum	Maxi- mum	Mit- tel- wert	Stan- dard	Schiefe		Kurtosis	
	Sta- tis- tik	Sta- tis- tik	Statis- tik	Sta- tis- tik	Sta- tis- tik	Sta- tis- tik	Stan- dard- fehler	Sta- tis- tik	Stan- dard- feh- ler
Standar- disierte Residuen	44	-1,933	2,009	0,000	0,915	0,247	0,357	-0,575	0,702

5.4.5.1.3 Zusammenfassung

Auch für die Zwölf-Monats-Periode kann die Qualität der Schätzgleichung nicht in Frage gestellt werden.

5.4.5.2 Interpretation

Eine tabellarische Übersicht für die Überprüfung der Faktorhypothesen im Zwölf-Monats-Zeitraum ist in Tabelle 5.30 zu finden. Die Interpretation der Ergebnisse für die Faktoren 4, 3 und 8 werden erläutert, die anderen Faktorhypothesen wurden bereits vorher dargestellt.

Faktorhypothese 4 ist nicht interpretierbar, da sich aus den Vorzeichen der in diesem Faktor vereinigten Hypothesen kein eindeutiges erwartetes Vorzeichen für die Faktorhypothese ableiten lässt. Der Abschlag beträgt 5,1 %.

Faktorhypothese 3 kann nicht abgelehnt werden. Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle einer Übernahme keine Maßnahmen ergreifen darf, die nicht von den Aktionären genehmigt worden sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Mit dieser Vorschrift kann die Gefahr, dass Directors Strategien verfolgen, die ihre eigenen Karriereaussichten oder ihre Bezahlung, aber nicht den Unternehmenswert, maximieren, gemindert werden. Diese Maßnahme senkt die

Agenturkosten in einem höheren Maß als sie selbst an Kosten verursacht. Der Zuschlag beträgt 4,6 %.

Faktorhypothese 8 muss abgelehnt werden. Die vorgeschriebene Überprüfung und Berichterstattung über die Unabhängigkeit von non-executive Directors hat unerwarteterweise signifikant negative Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Die zugrunde liegende Argumentation ist, dass auch non-executive Directors persönliche oder professionelle Beziehungen mit den executive Directors haben und somit in ihrer Unabhängigkeit eingeschränkt sein können. Non-executive Directors, die wirklich unabhängig von den executive Directors sind, würden dementsprechend zu einem höheren Unternehmenswert beitragen. Auch hier gibt es wieder zwei Möglichkeiten, warum die Faktorhypothese abgelehnt wurde. Falls die zugrunde liegende Argumentation falsch ist, heißt dies, dass Überprüfung der und Berichterstattung über die Unterteilung in unabhängige non-executive Directors und nicht unabhängige non-executive Directors keine höhere Unabhängigkeit des Boards bringt. Kurz gefasst würde das bedeuten, dass auch nicht unabhängige non-executive Directors unabhängig genug sind, um die Kontrollfunktion des Boards zu gewährleisten, respektive dass unabhängige non-executive Directors nicht so viel unabhängiger sind, als dass dies die Kontrollfunktion des Boards verbessern würde. Die zweite Möglichkeit besteht darin, dass die Argumentation stimmt, die verursachten Kosten aber höher sind als die Einsparungen auf der Seite der Agenturkosten. Überprüfung von und Berichterstattung über die Unabhängigkeit der non-executive Directors wäre also teurer als die daraus resultierende Reduktion der Agenturkosten. Dies wäre beispielsweise denkbar, wenn das Unternehmen mit großen Schwierigkeiten bei der Rekrutierung qualifizierter und unabhängiger non-executive Directors rechnen müsste oder wenn unabhängige non-executive Directors weniger effizient im Board einzusetzen wären als nicht unabhängige. Der Abschlag beträgt 3,5 %.

In der Zwölf-Monats-Periode ist keine der Kontrollvariablen signifikant.

Tabelle 5.30: Ergebnisübersicht der Zwölf-Monats-Periode

Faktor	Faktorhypothese	Erwartetes Vorzeichen	Gefundenes Vorzeichen	Hypothese abgelehnt/ nicht abgelehnt
13	Die Existenz einer Vorschrift, dass Board Mitglieder zum Aktienbesitz des Unternehmens verpflichtet sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
4	Nicht interpretierbar			
3	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle einer Übernahme keine Maßnahmen ergreifen darf, die nicht von den Aktionären genehmigt worden sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
30	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Management den Directors die eingeforderte Information zur Verfügung stellen muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
36	Die Existenz einer Vorschrift, dass ein Director das Board verlassen muss, wenn ein dauerhafter Interessenkonflikt droht, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
7	Die Existenz einer Vorschrift, dass eine Person nicht Chairman mehrerer Unternehmen werden kann und dass das Unternehmen geeignete Anlaufstellen schaffen muss, bei denen Aktionäre Bedenken mit dem Chairman oder CEO melden können, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
8	Die vorgeschriebene Überprüfung und Berichterstattung über die Unabhängigkeit von non-executive Directors hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt

5.4.6 18-MONATS-PERIODE

5.4.6.1 Schätzung

5.4.6.1.1 Schrittweise Regressionsanalyse

Auch in dieser Schätzung wird Faktor 13 wieder als erster in die Schätzgleichung eingeschlossen (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.5.1). Der Iterationsprozess endet mit Modell 5 (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.5.2).

5.4.6.1.2 Auswahl des Schätzmodells

Die Schätzgleichung für die 18-Monats-Periode (siehe Gleichung 5.7) lautet:

Gleichung 5.7: Schätzgleichung 18-Monats-Periode

$$\Delta \text{MSCI}_{\text{Land}} = 0,494 + 0,167 \text{ Faktor 13} - 0,081 \text{ Faktor 36} + 0,07 \text{ Faktor 3} + 0,073 \text{ Faktor 21} - 0,727 \Delta \text{ Industrieproduktionsindex}$$

5.4.6.1.2.1 Gütemaße der Schätzgleichung

Das korrigierte Bestimmtheitsmaß liegt bei 60,9 % und erreicht damit den niedrigsten Wert aller fünf Schätzungen. Bei einer durchschnittlichen Kapitalmarktperformance von 45,62 % im Zeitraum von 18 Monaten (siehe Tabelle 5.5) liegt der Standardfehler von 17,1 % relativ gesehen zwischen dem der Sechs- und der Zwölf-Monats-Schätzung.

Tabelle 5.31: Gütemaße der 18-Monats-Schätzung

Modell	R	R-Quadrat	Korrigiertes R-Quadrat	Standardfehler des Schätzers
5	0,809	0,654	0,609	0,171

Wie auch in den vorhergehenden Untersuchungszeiträumen sind sowohl die Schätzgleichung als auch die einzelnen Koeffizienten wieder hoch signifikant, ein Vorzeichenwechsel in den Konfidenzintervallen kommt nicht vor (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.5.3 und 8.2.9.5.4).

5.4.6.1.2.2 Prüfung der Modellprämissen

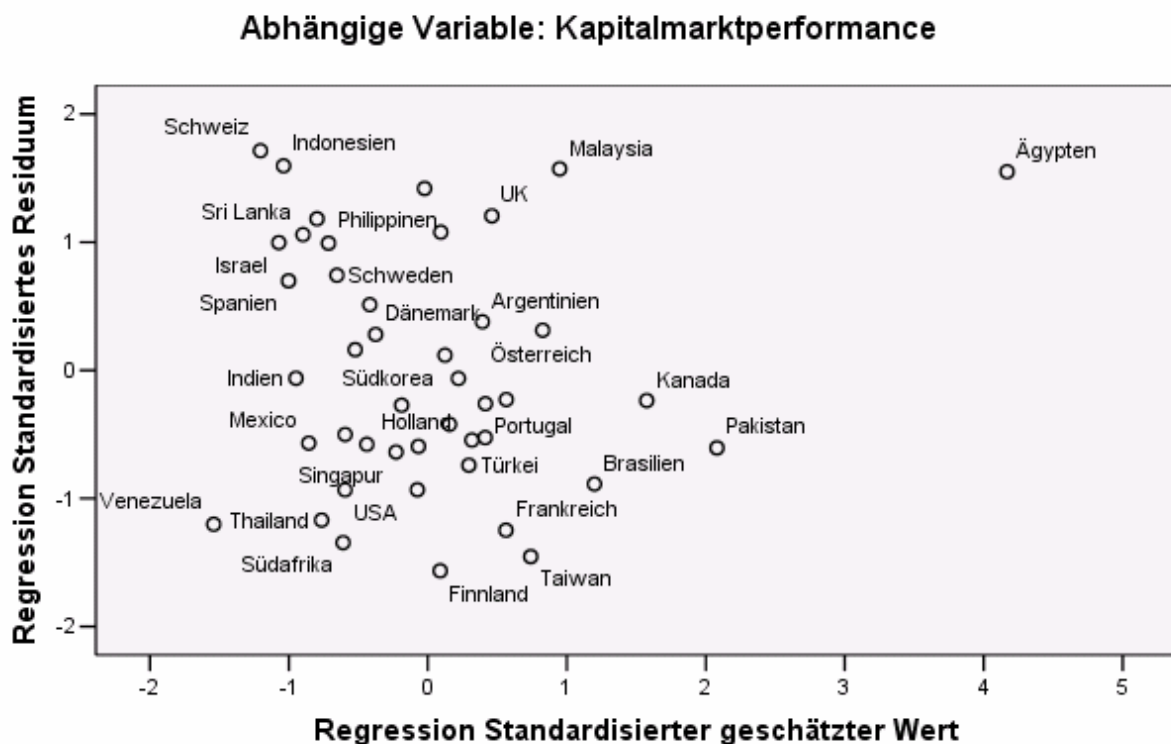
5.4.6.1.2.2.1 Multikollinearität

Konditionsindex und Eigenwert lassen ebenso wenig wie Toleranz und VIF (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.5.5) auf Multikollinearität schließen.

5.4.6.1.2.2.2 Heteroskedastizität

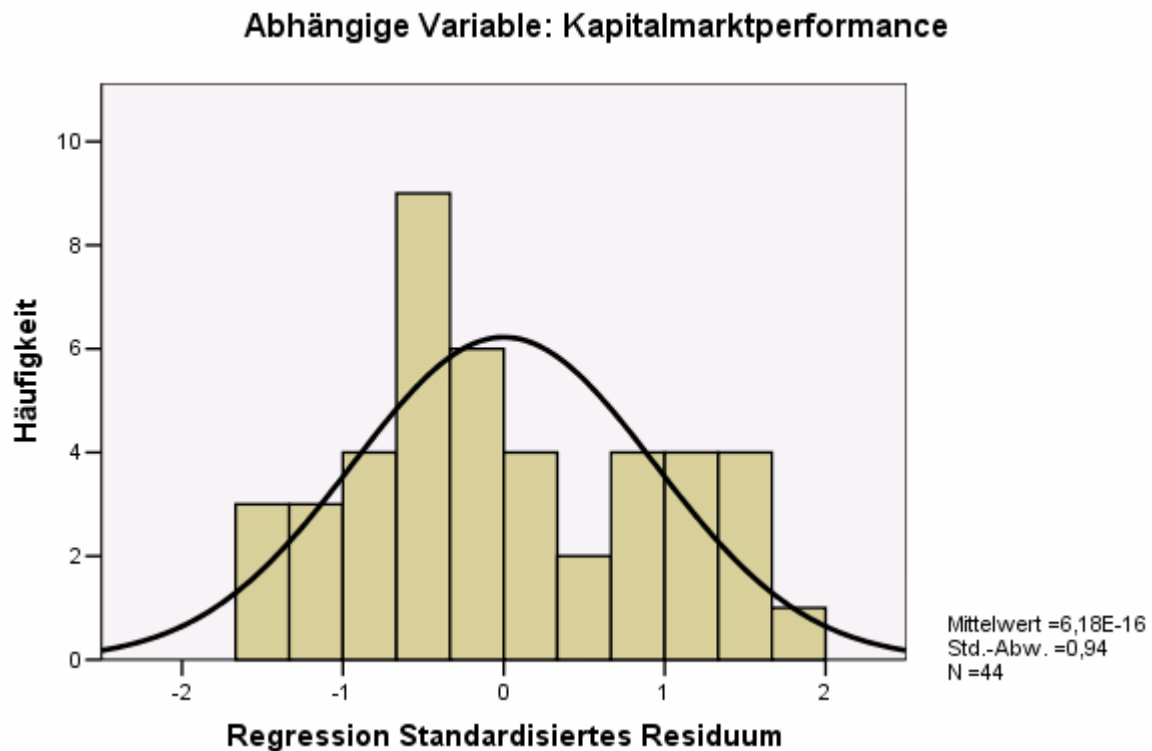
Das Streudiagramm der standardisierten Residuen der einzelnen Beobachtungswerte gegen die standardisierten Schätzwerte der abhängigen Variablen zeigt kein erkennbares Muster und weist damit nicht auf Heteroskedastizität hin (siehe Abbildung 5.8). Der Breusch-Pagan-Test findet sich im Anhang, Kapitel 8.2.9.5.6.

Abbildung 5.8: Streudiagramm der 18-Monats-Schätzung



5.4.6.1.2.2.3 Normalverteilung der Störgrößen

Das Histogramm (siehe Abbildung 5.9) bietet wieder keinen Anlass, die Normalverteilungsannahme in Frage zu stellen. Die weiteren Indikatoren unterstützen diese Vermutung (siehe Anhang, Kapitel 8.2.9.5.7 - 8.2.9.5.9).

Abbildung 5.9: Normalverteilungshistogramm der 18-Monats-Schätzung

5.4.6.1.3 Zusammenfassung

Wie in den vorangegangenen vier Untersuchungsperioden zeigt die Überprüfung der Gütekriterien des Schätzmodells und der einzelnen Schätzparameter sowie der Modellprämissen, dass die für den 18-Monats-Zeitraum gefundene Schätzgleichung zur Modellierung des Zusammenhangs zwischen landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika und der Kapitalmarktperformance geeignet ist.

5.4.6.2 Interpretation

Alle im 18-Monats-Zeitraum signifikanten Faktoren wurden bereits in den vorhergehenden Abschnitten ausführlich erläutert. Eine tabellarische Aufstellung der Faktorhypothesen ist in Tabelle 5.32 enthalten.

Die Veränderung des Industrieproduktionsindex ist die einzige signifikante Kontrollvariable in dieser Schätzgleichung (siehe Tabelle 5.33). Die durchschnittliche Veränderung des Industrieproduktionsindex beträgt im 18-Monats-Zeitraum 5,19 %. Auch hier würde man nach Naka, Mukherjee und Tufte (1998) einen positiven

Einfluss auf die Kapitalmarktperformance erwarten, das negative Vorzeichen ist aus oben dargelegten Gründen jedoch nicht unplausibel.

Tabelle 5.32: Ergebnisübersicht der 18-Monats-Periode

Faktor	Faktorhypothese	Erwartetes Vorzeichen	Gefundenes Vorzeichen	Hypothese abgelehnt/nicht abgelehnt
13	Die Existenz einer Vorschrift, dass Board Mitglieder zum Aktienbesitz des Unternehmens verpflichtet sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
36	Die Existenz einer Vorschrift, dass ein Director das Board verlassen muss, wenn ein dauerhafter Interessenkonflikt droht, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	-	Abgelehnt
3	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board im Falle einer Übernahme keine Maßnahmen ergreifen darf, die nicht von den Aktionären genehmigt worden sind, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt
21	Die Existenz einer Vorschrift, dass das Board eine Mindestanzahl von Mitgliedern haben muss, hat signifikant positive Auswirkungen auf den Unternehmenswert.	+	+	Nicht abgelehnt

Tabelle 5.33: Signifikante Kontrollvariablen der 18-Monats-Schätzung

Kontrollvariable	Koeffizient	Durchschnittliche Veränderung
Δ Industrieproduktionsindex	- 0,727	5,192 %

5.5 ÜBERGREIFENDE INTERPRETATION

Nachdem die Schätzergebnisse für jede einzelne Periode interpretiert wurden, soll jetzt eine übergreifende Interpretation der gefundenen Ergebnisse bei der Untersuchung der zweiten Forschungsfrage "Gibt es einen signifikanten Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance?" erfolgen.

5.5.1 EINLEITUNG

Dieser Abschnitt besteht aus drei Teilen. Zunächst wird eine Übersicht über die Kontrollvariablen und deren Interpretation gegeben. Im zweiten Teil werden die Faktoren unter verschiedenen Gesichtspunkten interpretiert. Im dritten erfolgt eine Übertragung der Erkenntnisse.

5.5.2 KONTROLLVARIABLEN

Alle in mindestens einer untersuchten Periode als signifikant identifizierten Kontrollvariablen finden sich in Tabelle 5.34. Insgesamt trägt die Signifikanz von Kontrollvariablen zur Schätzgüte einer Regressionsgleichung bei, da die Gefahr möglicher Verzerrungen gemindert wird. Auch dass verschiedene Kontrollvariablen in den unterschiedlichen betrachteten Zeiträumen signifikant sind, ist nicht ungewöhnlich. Die Tatsache, dass die Vorzeichen teilweise nicht mit den Erwartungen übereinstimmen, kann mit einer möglichen zeitlichen Verzögerung zwischen Ursache und Effekt begründet werden. Die absolute Höhe der Koeffizientenwerte kann nicht interpretiert werden, bei Betrachtung der durchschnittlichen Veränderung der Kontrollvariablen in der Untersuchungsperiode lassen sich jedoch keine Ausreißer finden.

Tabelle 5.34: Zusammenfassender Überblick signifikanter Kontrollvariablen

Kontrollvariable	Periode	Koeffizient	Durchschnittliche Veränderung
Δ Bruttoinlandsprodukt	3 Monate	- 1,71	- 0,008%
Δ Privater Konsumindex	3 Monate	- 1,526	+ 0,91 %
Δ Dreimonatiger Guthabenszinssatz	3 Monate	- 0,095	+ 3,27 %
Δ Ölpreis	6 Monate	- 1,193	+ 13,932 %
Δ Industrieproduktionsindex	18 Monate	- 0,727	+ 5,192 %

5.5.3 FAKTOREN

Zu Beginn der Ergebnisinterpretation der Faktoren soll noch einmal auf die wesentlichen Einschränkungen hingewiesen werden. So muss bei der Interpretation auf die mögliche Verzerrung zwischen der Definition der Faktorhypothese und den aufladenden Variablen geachtet werden. Aufgrund der Tatsache, dass sich die landesspezifisch vorgeschriebenen Board of Directors Charakteristika im Zeitablauf verändern und mit den erhobenen Daten nicht festgestellt werden kann, für welchen Beobachtungszeitraum die Vorschriften in den untersuchten Ländern als konstant angenommen werden können, wurden fünf verschiedene Zeiträume untersucht. Für jede Periode konnte eine signifikante Schätzgleichung ermittelt werden, so dass keine Aussage darüber getroffen werden kann, welcher der untersuchten Zeiträume das präziseste Abbild der Realität liefert. Auch ist es nicht möglich, die für die einzelnen Untersuchungsperioden gefundenen Ergebnisse miteinander zu vergleichen, da keine Erkenntnisse darüber bestehen, ob und in welchem Umfang Verzerrungen aufgrund der Zeitraumproblematik vorliegen. Die letzte Einschränkung ergibt sich aus der fehlenden Interpretierbarkeit der Faktoren 4 und 14.

Trotz dieser Einschränkungen lassen die Ergebnisse der fünf untersuchten Zeiträume einige übergreifende Interpretationen zu. Die erste Interpretationsmöglichkeit ergibt sich aus der Unterscheidung zwischen signifikanten und nicht signifikanten Faktoren.

5.5.3.1 Nicht Signifikante Faktoren

Von den 36 zur Verfügung stehenden Faktoren wurden 17 in keiner der fünf untersuchten Zeiträume in einer Regressionsschätzung als signifikant ausgewiesen. Die durch diese Faktoren repräsentierten Hypothesen sind folglich aufgrund von fehlender Signifikanz abzulehnen (siehe Tabelle 5.35). Faktor 14 ist, wie bereits erläutert, nicht interpretierbar.

Unter der Annahme, dass sich die Nichtsignifikanz verallgemeinern lässt, kann man aus agenturtheoretischer Sicht auf die in diesen Faktorhypothesen formulierten Vorschriften verzichten. Sie bringen keine Steigerung des Unternehmenswerts, verursachen aber auch keine signifikanten Kosten.

Tabelle 5.35: Zusammenfassender Überblick nicht signifikanter Faktoren

Faktor	Zugrunde liegende Vorschrift
1	Unternehmen muss internes Risikomanagement System einrichten und es regelmäßig evaluieren
2	Board muss Nominationskomitee haben, das die Kandidaten für das Board auswählt
6	Steigerung der Glaubwürdigkeit in finanziellen Belangen durch Engagement eines externen Auditors und Verbot von Insider Trading
10	Altershöchstgrenze für Board Mitglieder
14	Nicht interpretierbar
15	Berichterstattung über Zusammensetzung des Boards
16	Board muss sich darum bemühen, dass Großaktionäre die Interessen der Kleinaktionäre berücksichtigen
18	Unternehmen muss über die Anzahl der besuchten Board Treffen der einzelnen Directors berichten
19	Board muss Aktionären vor der Hauptversammlung Berichte und Unterlagen zu den Anträgen zur Verfügung stellen
22	Zwingende Auswahl des einstufigen Board Systems
26	Board muss im Falle eines Übernahmeangebots seine Position publik machen
27	Board muss darauf achten, dass das Unternehmen sich konform gesetzlicher Bestimmungen verhält
28	Wert der Aktien oder Optionen der Directors muss im Entlohnungsbericht stehen
32	Chairman beruft Treffen des Boards ein
33	Ehemaliger CEO darf als non-executive Director im Board tätig werden
34	Entlohnung von executive Directors muss eine leistungsunabhängige Komponente enthalten
35	Non-executive Directors dürfen Aktien des Unternehmens halten

5.5.3.2 Signifikante Faktoren

Für insgesamt 19 Faktoren konnte in mindestens einer Periode ein signifikanter Einfluss auf die Kapitalmarktperformance nachgewiesen werden. In Tabelle 5.36 sind die Ergebnisse der fünf untersuchten Perioden zusammengefasst.

Faktor 4 kann nicht interpretiert werden und wird aus der weiteren Darstellung ausgeschlossen. Auch kann die absolute Höhe der Faktorkoeffizienten aufgrund einer fehlenden theoretischen Fundierung nicht interpretiert werden. Im Vergleich zur durchschnittlichen Kapitalmarktperformance in den entsprechenden Zeiträumen sind jedoch zumindest keine Ausreißer erkennbar, so dass die Höhe der Koeffizientenwerte nicht unplausibel scheint. Ebenfalls nicht beantwortet werden kann die Frage,

warum bestimmte Vorschriften in einigen Perioden signifikant sind, in anderen jedoch nicht.

Die Interpretation der als signifikant identifizierten Vorschriften kann in zwei Richtungen erfolgen. Zum einen kann überprüft werden, ob und warum die statistischen Ergebnisse zur Ablehnung der Faktorhypothesen führen, zum anderen können aber auch die Konsequenzen aus den berechneten Wirkrichtungen gezogen werden.

Tabelle 5.36: Zusammenfassender Überblick signifikanter Faktoren

Faktor	Hypothese abgelehnt	1 Monat (+ 2,16 %)	3 Monate (+ 9,25 %)	6 Monate (+ 23,11 %)	12 Monate (+ 27,22 %)	18 Monate (+ 45,62 %)
3	Nein				+ 4,6 %	+ 7,0 %
4	Nicht interpretierbar				- 5,1 %	
5	Nein			+ 2,8 %		
7	Nein	+ 1,3 %		+ 3,1 %	+ 3,6 %	
8	Ja				- 3,5 %	
9	Nein	+ 2,1 %	+ 2,0 %			
11	Ja	- 2,2 %	- 1,7 %			
12	Nein		+ 2,0 %			
13	Nein	+ 3,5 %	+ 7,9 %	+ 9,9 %	+ 14,4 %	+ 16,7 %
17	Nein		- 2,7 %	- 2,5 %		
20	Nein			+ 2,2 %		
21	Nein		+ 2,8 %			+ 7,3 %
23	Nein		+ 1,9 %			
24	Ja			- 3,4 %		
25	Ja	- 1,6 %	- 2,0 %	- 1,9 %		
29	Ja	- 1,8 %				
30	Ja			- 4,0 %	- 4,2 %	
31	Nein	+ 1,7 %	+ 3,4 %	+ 2,7 %		
36	Ja			- 2,9 %	- 4,0 %	- 8,1 %

5.5.3.2.1 Überprüfung der Faktorhypothesen

Die Interpretation bezüglich der Faktorhypothesen ist bereits in den einzelnen Untersuchungsperioden geschehen und soll an dieser Stelle nicht im Detail wiederholt werden. Sieben Faktorhypothesen mussten abgelehnt werden, elf konnten nicht abgelehnt werden. Während die Annahme einer Faktorhypothese eindeutig die Hypothese und deren Wirkrichtung auf die Kapitalmarktperformance bestätigt, gilt dies

nicht im Falle einer Ablehnung. Bei einer Ablehnung ist es möglich, dass die der Hypothese zugrunde liegende Argumentation verkehrt ist oder dass der Nettoeffekt aus Reduktion (Steigerung) der Agenturkosten und Steigerung (Reduktion) anderer Kosten negativ (positiv) ist, so dass die Wirkrichtung nicht der Erwartung entspricht.

5.5.3.2.2 Konsequenzen aus den Wirkrichtungen

Aus der Gesamtübersicht in Tabelle 5.36 ist ersichtlich, dass ein Faktor, wenn er in verschiedenen Untersuchungsperioden signifikant ist, immer die gleiche Wirkrichtung hat. Dies wird weiterhin dadurch verstärkt, dass auch im 95 %-Konfidenzintervall aller Koeffizienten kein Vorzeichenwechsel stattfindet. Das heißt, die Vorzeichen der Faktorkoeffizienten sind in allen Fällen eindeutig, die Wirkrichtung der Vorschriften kehrt sich in den untersuchten Zeiträumen nicht um. Unter der Annahme, dass sich diese Eindeutigkeit verallgemeinern lässt, können zwei Konsequenzen aus den berechneten Wirkrichtungen abgeleitet werden.

Vorschriften, die in den Faktorhypothesen formuliert sind und eine signifikant negative Auswirkung auf den Unternehmenswert haben, sollten international abgeschafft werden (siehe Tabelle 5.37). Sie wirken aus agenturtheoretischer Sicht kontraproduktiv, da sie nicht dazu beitragen, ein optimales Level an Kontrolle zu finden.

Tabelle 5.37: Abzuschaffende Vorschriften

Faktor	Zugrunde liegende Vorschrift
8	Überprüfung und Berichterstattung über die Unabhängigkeit von non-executive Directors
11	Detaillierte Berichterstattung über Entlohnung der Board Mitglieder und mögliche Interessenkonflikte
17	Nur Board Mitglieder dürfen auch Komitee Mitglieder werden
25	Board muss Treffen mit Großaktionären im Voraus öffentlich ankündigen
29	Entlohnung von non-executive Directors muss von ihrer Teilnahmequote an Board Treffen abhängen
30	Management muss den Directors die eingeforderte Information zur Verfügung stellen
36	Director muss das Board verlassen, wenn ein dauerhafter Interessenkonflikt droht

Vorschriften, die eine signifikant positive Auswirkung auf den Unternehmenswert haben, sollten hingegen international eingeführt werden (siehe Tabelle 5.38). Wenn die

Vorzeichen eindeutig sind, kann die Einführung dieser Vorschriften keine negative Auswirkung auf den Unternehmenswert haben.

Tabelle 5.38: Einzuführende Vorschriften

Faktor	Zugrunde liegende Vorschrift
3	Board darf im Falle einer Übernahme keine Maßnahmen ergreifen, die nicht von den Aktionären genehmigt worden sind
5	Die Entlohnung von executive Directors muss vom Erreichen bestimmter Leistungsziele abhängig sein
7	Eine Person kann nicht Chairman mehrerer Unternehmen werden und Unternehmen müssen geeignete Anlaufstellen schaffen, bei denen Aktionäre Bedenken mit dem Chairman oder CEO melden können
9	Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode für Board Mitglieder
12	Amtszeitbegrenzung für Board Mitglieder
13	Verpflichtung der Board Mitglieder zum Aktienbesitz des Unternehmens
20	Alle Directors müssen bei der Hauptversammlung anwesend sein
21	Board muss eine Mindestanzahl von Mitgliedern haben
23	Über die Arbeit der Komitees muss berichtet werden
31	Das Unternehmen muss eine klare Prozedur im Falle eines Interessenkonflikts eines Board Mitglieds aufsetzen

Besonders auffällig ist, wie in Tabelle 5.36 erkennbar, Faktor 13. Er ist in jeder der fünf Perioden signifikant. Dies scheint die Bedeutung der diesem Faktor zugrunde liegenden Vorschrift für die Kapitalmarktperformance auszudrücken. Das wird weiterhin sowohl durch die absolute Höhe des Koeffizienten als auch durch die Tatsache, dass er in jeder Regressionsschätzung die höchste partielle Korrelation mit der Kapitalmarktperformance aufweist, unterstützt. Von den zwölf in Tabelle 5.38 aufgeführten einzuführenden Vorschriften wäre dementsprechend die Verpflichtung der Board Mitglieder zum Aktienbesitz des Unternehmens als erste einzuführen.

An dieser Stelle soll noch einmal darauf hingewiesen werden, dass, bedingt durch die Untersuchungsmethode, keine Aussage darüber getroffen werden kann, wie viele Aktien zur Realisation des Zuschlags vorschriftsmäßig von Board Mitgliedern besessen werden müssen.

5.5.4 ZUSAMMENFASSENDER BEANTWORTUNG DER ZWEITEN FORSCHUNGSFRAGE

Die Überprüfung der zweiten Forschungsfrage hat ergeben, dass einige der landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika signifikanten Einfluss auf die Kapitalmarktperformance haben. Weiterhin hat die Untersuchung ergeben, dass nicht

alle Vorschriften gleich stark wirken und dass auch nicht alle Vorschriften die Wirkrichtung aufweisen, die agenturtheoretisch zu erwarten wäre.

5.5.5 ÜBERTRAGUNG DER ERKENNTNISSE

Dies zeigt erneut, dass bei der statistischen Auswertung der mit der Methode des numerischen Rechtsvergleichs erhobenen Daten große Vorsicht anzuwenden ist. Diese Erkenntnis kann auf die Arbeit von LLSV (1998) übertragen werden. Wie bereits erwähnt, untersuchen sie beispielsweise die internationale Existenz von Gläubigerrechten anhand von fünf Variablen und geben den Ländern zwischen 0 und 5 Punkten. Nachdem hier für den Corporate Governance Mechanismus Board of Directors nachgewiesen wurde, dass weder die agenturtheoretisch angenommene Wirkrichtung noch die Stärke der Wirkung für alle Vorschriften gleich ist, kann mit einer gewissen Berechtigung angenommen werden, dass sich dies für den Mechanismus des Investorenschutzes ähnlich verhält. Damit wäre das Argument von Cools (2004) bestätigt. Die Konsequenz wäre, dass die von LLSV (1998) getroffene Auswertung erheblichen Verzerrungen unterliegen kann. Dies könnte ein weiterer möglicher Grund dafür sein, dass sich das Untersuchungsergebnis bezüglich der Auswirkung der Zugehörigkeit zu einer Rechtsfamilie auf die Ausgestaltung eines Corporate Governance Mechanismus zwischen dieser Arbeit und der von LLSV (1998) unterscheidet.

6. EINSCHRÄNKUNGEN

Eine Vielzahl der aus den gewählten Ansätzen resultierenden Einschränkungen wurde bereits in den einzelnen Kapiteln ausführlich erläutert. Diese Einschränkungen sollen hier nicht alle im Detail wiederholt werden. Vielmehr ist es Ziel dieses Kapitels, einen zusammenfassenden Überblick über die wesentlichen konzeptionellen Einschränkungen zu liefern, um es zu ermöglichen, die Ergebnisse dieser Arbeit mit der gebotenen Objektivität betrachten zu können.

Dieses Kapitel ist in drei Abschnitte unterteilt. Im ersten Abschnitt werden die Einschränkungen, die sich aus dem gewählten theoretischen und methodischen Ansatz sowie dessen Umsetzung im Fragebogen ergeben, dargestellt. Die hier erwähnten Einschränkungen beziehen sich auf beide Forschungsfragen. Im zweiten und dritten Abschnitt werden dann die Einschränkungen erläutert, die sich spezifisch nur auf die erste respektive zweite Forschungsfrage beziehen.

6.1 GEWÄHLTER ANSATZ

Die Einschränkungen aufgrund des gewählten Ansatzes lassen sich in fünf Bereiche untergliedern. Aus inhaltlicher Sicht stammen eine Reihe von Einschränkungen aus der Begrenzung der Untersuchung auf Vorschriften. Die Hypothesengenerierung auf Basis der positivistischen Agenturtheorie sowie deren Umsetzung im Fragebogen unter Anwendung der Methode des numerischen Rechtsvergleichs ist ebenso wie die gewählte Erhebungsgrundlage Quelle möglicher Verzerrungen.

6.1.1 BESCHRÄNKUNG AUF VORSCHRIFTEN

Eine Reihe von Einschränkungen ergibt sich bereits aus der Wahl der Vorschrift als landesspezifischen Vergleichsmaßstab. Einerseits ist es, um der Zielsetzung eines internationalen Vergleichs gerecht zu werden, nötig, eine Vergleichsebene zu definieren. Andererseits wird mit dem Fokus auf die Vorschrift aber auch nur verglichen, was auf einer theoretischen Basis vorgeschrieben ist, ohne dass zwingend davon ausgegangen werden kann, dass diese Vorschriften in der Realität auch eingehalten werden. So ist es beispielsweise denkbar, dass in manchen Ländern bestimmte Board of Directors Charakteristika aus traditionellen Gründen vorhanden sind, ohne

dass sie durch eine Vorschrift verankert wären. Ebenso ist denkbar, dass in manchen Ländern Boards of Directors vorgeschriebene Charakteristika in der Realität einfach nicht aufweisen.

Daraus ergibt sich auch eine weitere Ungenauigkeit. Vorschriften beziehen sich in der Regel auf formale Strukturen. Die mit den Strukturen verwobenen Prozesse hingegen spielen keine Rolle. So wird durch diese Herangehensweise implizit unterstellt, dass ausschließlich die Strukturen im Board maßgeblich sind, während die Rolle der Prozesse, der Personen oder der Kultur vernachlässigt wird. Zwar steht außer Frage, dass diese Aspekte einen wesentlichen Einfluss haben (Fan, 2004), sie sind aber weitgehend unternehmensspezifisch und können weder auf Landesebene noch durch die Methode des numerischen Rechtsvergleichs objektiv gemessen werden.

Auch zielt der Begriff "die Existenz einer Vorschrift" nicht auf die reine Existenz einer spezifischen Vorschrift, sondern auf deren inhaltliche Funktionalität ab. Dies kann gegebenenfalls zu interpretatorischen Missverständnissen führen. Eine ähnliche Schwierigkeit entsteht mit der Frage, was genau unter einer Vorschrift zu verstehen ist. Hier wurde das Kriterium der Sanktionierbarkeit als Maßstab gewählt. Dieser Ansatz wiederum wirft die Fragestellung auf, was genau unter einer Sanktion zu verstehen ist und ob verschiedene Härtestufen von Sanktionen auch unterschiedliche Vorschriftentreue erwarten lassen.

6.1.2 HYPOTHESENGENERIERUNG

Der zweite große Bereich der Einschränkungen resultiert aus der Generation der empirischen Erhebung zugrunde liegenden Hypothesen. Aus der Beschränkung auf die positivistische Agenturtheorie als Grundlage für die Hypothesenerstellung ergibt sich automatisch, dass kein umfassendes Bild des Boards of Directors gezeichnet werden kann. Aus der Typologisierung der verschiedenen Rollen, die die einzelnen Theorien dem Board of Directors zuordnen, ist erkennbar, dass eine einzelne Theorie nie alle Funktionen, die ein Board of Directors zu erfüllen hat, umfassend erklären kann. Hung (1998, S. 108) schreibt hierzu: "... the board may have other important functions, for instance, acting as a link between the organization and external resources providers, which cannot be extensively explained by agency theory." Das

bedeutet, dass nicht alle das Board of Directors regulierenden Vorschriften in Hypothesen dargestellt werden können, unter anderem deshalb, weil es auch Vorschriften gibt, die nicht agenturtheoretisch motiviert werden können.

Eine weitere Schwierigkeit ergibt sich aus der Tatsache, dass in der Agenturtheorie nicht immer Einigkeit über die grundlegenden Hypothesen bestimmter Board Charakteristika herrscht. In Fällen, in denen in der Literatur beispielsweise Argumente sowohl für eine positive als auch für eine negative Auswirkung auf den Unternehmenswert zu finden waren, wurde die häufiger vertretene Meinung ausgewählt.

6.1.3 METHODE DES NUMERISCHEN RECHTSVERGLEICHS

Die Auswahl der Methode des numerischen Rechtsvergleichs verpflichtet den Forscher, bei einer internationalen Erhebung pragmatische Überlegungen zu treffen. Somit unterliegt der internationale Vergleich von Vorschriften auch gewissen Verallgemeinerungen, die notwendig sind, um die Komplexität des Sachverhalts realisierbar zu gestalten. So ist eine Entscheidung zu treffen, ob man ein Hypothesen- und Fragenkonstrukt wählen soll, das einige wenige Systeme möglichst genau abbilden kann oder das die Abbildung möglichst vieler Systeme mit dem Risiko einer geringeren Detailtreue zulässt. Die Literatur empfiehlt, den so genannten Home Bias zu vermeiden und den zweiten Ansatz zu wählen. Das bedeutet aber auch, dass beispielsweise wesentliche Charakteristika des deutschen Systems, wie die Arbeitnehmervertretung im Aufsichtsrat, nicht abgebildet werden.

6.1.4 FRAGEBOGEN

In der Konzeption des Fragebogens finden sich nur Vorschriften, die in den G-10-Ländern zu finden sind. Damit ist nicht zwingend sicher gestellt, dass alle landesspezifischen Vorschriften für Board of Directors Charakteristika für die 49 untersuchten Länder repräsentiert sind. Ähnlich verhält es sich mit dem Organigramm, das dem Fragebogen vorangestellt ist. So soll es die Begriffszuordnung bei der Beantwortung der Fragen erleichtern, es besteht aber die Möglichkeit, dass es nicht für alle 49 Länder repräsentativ ist.

Auch die Formulierungen, die sich inhaltlich auf die Funktionalität einer Vorschrift beziehen und die in Form von geschlossenen Fragen erfolgen, resultieren in einer gewissen Unschärfe der Beschreibung der vorgeschriebenen Board Charakteristika.

6.1.5 ERHEBUNGSGRUNDLAGE

Neben der aus der Gestaltung des Fragebogens resultierenden Unschärfe ergeben sich auch datentechnische Unreinheiten aus der Auswahl der Erhebungsgrundlage. So unterliegen beispielsweise Unternehmen mit Hauptsitz in Deutschland und starker Auslandstätigkeit nur zu einem geringen Anteil der deutschen Gesetzgebung, werden dem Aktienindex aber voll zugerechnet. Weitere Ungenauigkeiten der Repräsentation ergeben sich bei den Ländern mit Wahlmöglichkeit des Board Systems oder bundesstaatenweise unterschiedlichen Vorschriften wie etwa in den USA. Auch muss man sich der Tatsache bewusst sein, dass trotz der Auswahlkriterien, die ein Land zum Einschluss zu erfüllen hat, immer noch Länder unterschiedlicher Entwicklungsstufen miteinander verglichen werden.

Auch die Auswertung der Fragebögen ist eine mögliche Quelle von Ungenauigkeiten. Zwar wurden alle Fragen bei Experten doppelt erhoben und nach Selbsteinschätzung und objektiven Fragekriterien ausgewählt, eine ultimative Garantie für die Richtigkeit der Antworten kann aber nicht gegeben werden.

6.2 ERSTE FORSCHUNGSFRAGE

Die erste Forschungsfrage lautet "Unterscheiden sich die zu einer bestimmten Rechtsfamilie gehörenden Länder hinsichtlich der landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors signifikant voneinander?".

Der Hypothesentest wurde nach Rechtsfamilie sowohl auf Ebene der Einzelfragen als auch auf Ebene der Hauptgruppen durchgeführt. Dabei kann man argumentieren, dass die hier gewählte Zuordnung der einzelnen Hypothesen zu Hauptgruppen zu einem gewissen Grad arbiträr erscheint. So ist es beispielsweise denkbar, dass man eine eigene Hauptgruppe zum Thema Reporting hätte schaffen können, in der dann alle reportingspezifischen Fragen der anderen Bereiche zusammengefasst worden wären. Damit ist die Untersuchung auf Ebene der Hauptgruppen Quelle möglicher Ergebnisverzerrungen.

Es konnte nicht nachgewiesen werden, dass sich die zu einer bestimmten Rechtsfamilie gehörenden Länder hinsichtlich der landesspezifisch vorgeschriebenen Charak-

teristika der Boards of Directors signifikant voneinander unterscheiden. Dieses Ergebnis unterliegt der Einschränkung, dass es aus dem durch die Erhebungsmethode gesetzten Fokus resultieren kann. So ist es etwa möglich, dass die Vorschriften, bei denen sich die Länder rechtsfamilienspezifisch signifikant voneinander unterscheiden, nicht agenturtheoretisch motiviert werden können. Oder die Erhebungsmethode war mit der binären Datenstruktur zu ungenau, um bestehende Unterschiede zu identifizieren. Auch ist dieses Ergebnis nicht zwingend auf andere Corporate Governance Mechanismen übertragbar. Möglicherweise sind rechtsfamilienbedingte, landesspezifische Unterschiede bei Investorenrechten oder Takeover Vorschriften ausgeprägter als beim Board of Directors.

6.3 ZWEITE FORSCHUNGSFRAGE

Die zweite Forschungsfrage lautet "Gibt es einen signifikanten Zusammenhang zwischen den landesspezifisch vorgeschriebenen Charakteristika der Boards of Directors und der Kapitalmarktperformance?". Um sie zu beantworten wurde der Ansatz einer linearen Querschnittsregression gewählt. Vor der Durchführung dieser Regression erfolgte eine Faktorenanalyse. Die aus diesen beiden Ansätzen resultierenden Einschränkungen werden im Folgenden erläutert.

6.3.1 QUERSCHNITTSREGRESSION

Mit dem gewählten linearen Ansatz konnten signifikante Schätzgleichungen identifiziert werden, das heißt, der Ansatz kann nicht abgelehnt werden. Dennoch birgt er die Einschränkung, dass es Wechselwirkungen zwischen bestimmten Vorschriften geben kann, die in dem linearen Ansatz nicht berücksichtigt werden können. So ist es beispielsweise möglich, dass zwei Vorschriften jede für sich keinen signifikanten Einfluss auf die Kapitalmarktperformance haben, in der Wechselwirkung aber schon.

Da keine Kenntnis darüber besteht, für welchen Zeitraum die erhobenen Daten über die landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika als konstant angenommen werden können, ist die Ergebnisinterpretation der Schätzgleichungen für die einzelnen Untersuchungsperioden erschwert. Es kann keine Aussage darüber getroffen werden, welche Schätzgleichung die Realität am präzisesten reflektiert. Weiterhin kann keine Begründung dafür gegeben werden, warum verschiedene Vorschriften in unterschiedlichen Perioden signifikant sind.

Auch aus den eingeführten Kontrollvariablen ergeben sich mögliche Einschränkungen. So wurden nur die Kontrollvariablen integriert, die für alle Länder verfügbar waren, um das Datensample nicht zu verkleinern. Sie wurden also eher aufgrund von pragmatischen denn von sachlogischen Ursachen ausgewählt. Außerdem wurde aus finanziellen Gesichtspunkten auf den Kauf einer untersuchungsrelevanten Kontrollvariablen verzichtet. So wird in der Regressionsschätzung angenommen, dass alle Vorschriften auch tatsächlich eingehalten werden. Für das bereits erwähnte Risiko einer Missachtung könnte mit einer Kontrollvariablen, die die landesspezifische Durchsetzbarkeit von Vorschriften misst, korrigiert werden.

6.3.2 FAKTORENANALYSE

Wie bereits erwähnt, resultiert eine Vielzahl von Einschränkungen aus der Anwendung der Faktorenanalyse. Neben der Reduzierung des Erklärungsgehalts werden auch die 132 Ursprungshypothesen auf 36 Faktorhypothesen reduziert. In der Regel laden mehr als eine der Ausgangsvariablen mit einer absoluten Faktorladung von größer als 0,3 auf die Faktorhypothese auf, zu deren Definition jedoch nur die Ausgangsvariablen mit einer absoluten Faktorladung von größer als 0,7 herangezogen werden. Dies birgt das Potenzial von Verzerrungen zwischen der Faktorhypothese und den tatsächlich repräsentierten Variablen. Wenn also in der Interpretation von der Abschaffung einer bestimmten Vorschrift gesprochen wird, werden all die Vorschriften, die auch, aber mit geringerer Stärke, auf den Faktor aufladen, vernachlässigt. Damit resultiert die Komplexitätsreduktion auf der Datenseite in einer unvermeidbaren Ungenauigkeit in der Interpretation.

Auch baut ein Großteil der Interpretation der zweiten Forschungsfrage auf der Annahme auf, dass sich die Wirkrichtung der als signifikant identifizierten Vorschriften nicht umkehrt. Dies ist in den fünf Untersuchungsperioden der Fall, heißt aber nicht, dass es sich in anderen Perioden so verhalten muss. Kann man aber nicht von einer Konstanz der Wirkrichtung ausgehen, sind auch die Empfehlungen für eine Einführung respektive Abschaffung bestimmter Vorschriften hinfällig.

Neben der Tatsache, dass die Faktoren 4 und 14 nicht interpretiert werden können und keine Begründung für die ermittelte Höhe der einzelnen Faktorkoeffizienten ge-

geben werden kann, gibt es eine weitere Einschränkung hinsichtlich der Ergebnisinterpretation. So wird zwar identifiziert, dass die Vorschrift des Anteilsbesitzes am Unternehmen für Directors einen signifikant positiven Einfluss auf die Kapitalmarktperformance hat. Es kann jedoch nichts dazu gesagt werden, wie viele Anteile die Directors besitzen müssen. Ähnlich verhält es sich mit der vorgeschriebenen Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode, der vorgeschriebenen Amtszeitbegrenzung für Board Mitglieder und der vorgeschriebenen Mindestanzahl von Board Mitgliedern. Zwar scheint intuitiv plausibel, dass ein Director mehr als eine Aktie besitzen sollte, ein Board mehr als ein Mitglied haben sollte, die Amtsperiode nicht etwa 50 Jahre betragen sollte und die Höchstamtszeit nicht bei 120 Jahren liegen sollte, damit die vorgestellten Argumentationsgrundlagen der positivistischen Agenturtheorie greifen. Die hier erhobenen Daten lassen aber keine genauere Quantifizierung zu, so dass es theoretisch auch möglich wäre, dass die oben aufgeführten Extrembeispiele signifikante Einflüsse auf die Kapitalmarktperformance hätten.

7. ZUSAMMENFASSUNG UND ANSÄTZE FÜR KÜNFTIGE FORSCHUNG

In diesem abschließenden Kapitel meiner Arbeit sollen eine Zusammenfassung der erarbeiteten Ergebnisse erfolgen und Ansätze für weitere Forschung aufgezeigt werden.

7.1 ZUSAMMENFASSUNG

Die Zusammenfassung erfolgt getrennt nach Grundlagen der Arbeit sowie für die beiden Forschungsfragen.

7.1.1 GRUNDLAGEN

Die Trennung von Eigentum und Kontrolle in börsennotierten Unternehmen führt unter den Annahmen von Informationsasymmetrie und nutzenmaximierenden Individuen zur Existenz der agenturtheoretisch motivierten Corporate Governance Problematik. Ausgehend von der Tatsache, dass das zugrunde liegende Corporate Governance Problem international identisch ist, stellt sich die Frage, warum sich die landesspezifischen Corporate Governance Systeme voneinander unterscheiden. Allgemein geht man davon aus, dass landesspezifisch unterschiedliche Vorschriften der Kapitalmarktinstitutionen und des Gesellschaftsrechts für die Ausprägung der verschiedenen Corporate Governance Systeme verantwortlich sind.

7.1.2 ERSTE FORSCHUNGSFRAGE

Die Rechtskreislehre setzt sich mit dem Phänomen der unterschiedlichen Vorschriften einzelner Ländern auseinander. Sie liefert den Erklärungsansatz, dass jedes Land historisch bedingt einer von vier Rechtsfamilien zuzuordnen ist. Dementsprechend wird angenommen, dass die Corporate Governance Systeme der Länder, die zu einer Rechtsfamilie gehören, relativ starke Ähnlichkeiten aufweisen, während sich die einzelnen Rechtsfamilien relativ stark voneinander unterscheiden. Diese Annahme wird für den Corporate Governance Mechanismus des Boards of Directors in dieser Arbeit überprüft. Dazu wird auf Basis von agenturtheoretisch motivierten Hypothesen nach der Methode des numerischen Rechtsvergleichs die funktionale (Nicht-) Existenz von 137 Vorschriften in 49 Ländern fragebogenbasiert erhoben. Davon können 132 Vorschriften in die endgültige Auswertung aufgenommen werden.

Mit Hilfe des Ansatzes der Differenz zweier arithmetischer Mittel wird für die sechs möglichen Zweierkombinationen der einzelnen Rechtsfamilien untersucht, ob sich die landesspezifisch vorgeschriebenen Board of Directors Charakteristika zwischen den Rechtsfamilien signifikant voneinander unterscheiden. Dies muss sowohl auf Ebene der Einzelfragen als auch auf Ebene der Hauptgruppen für alle sechs Kombinationen abgelehnt werden. Aus der Reihe der möglichen Begründungen für dieses Ergebnis gibt es zwei, die als besonders wahrscheinlich erachtet werden können. Zum einen ist es möglich, dass sich die Rechtsfamilien hinsichtlich der Vorschriften einst signifikant voneinander unterschieden haben, sich im Zuge der Globalisierung aber immer weiter aneinander angenähert haben. Ein Beispiel hierfür ist die Einführung von Corporate Governance Codes, die sich vorwiegend mit der Regulierung des Boards of Directors befassen und die es inzwischen in fast jedem Land mit aktivem Kapitalmarkt gibt. Zum anderen kann aber auch die exklusive Verantwortlichkeit der Rechtsfamilienzugehörigkeit für den Status quo des Rechtssystems und daraus resultierend des Corporate Governance Systems in Frage gestellt werden.

Eine explorative Untersuchung mittels Clusteranalyse zeigt, dass es wahrscheinlich ist, dass die Rechtsfamilienzugehörigkeit zwar einen entscheidenden Einfluss auf die landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika hat, aber nicht ausschließlich dafür verantwortlich ist. Mögliche weitere Einflussfaktoren stammen aus dem kulturellen, politischen, wirtschaftlichen oder geographischen Bereich.

7.1.3 ZWEITE FORSCHUNGSFRAGE

Die zweite Forschungsfrage setzt sich mit dem Einfluss des Boards of Directors auf die Kapitalmarktperformance auseinander. Der positivistischen Agenturtheorie zufolge hat das Board of Directors dann einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert, wenn es zur Reduktion der Agenturkosten beitragen kann. Dabei liegt der Beitrag des Boards in der Lösung des Agenturproblems für die Aktionäre, indem es die Anreizgestaltung für das Management übernimmt, eine Kontrollfunktion ausübt und die Aktionärsinteressen im Unternehmen kommuniziert.

Bevor jedoch mit einer linearen Querschnittsregression überprüft werden kann, ob die statistisch ermittelten Wirkrichtungen der empirisch erhobenen Board Charakteristika die agenturtheoretisch motivierten Hypothesen bestätigen oder widerlegen,

muss für die 132 Variablen eine Faktorenanalyse durchgeführt werden, um die Problematik der Multikollinearität zu lösen. Die Faktorenanalyse resultiert in 36 Faktoren und birgt das Potenzial für Verzerrungen zwischen der Faktorhypothese und den tatsächlich repräsentierten Variablen. Damit bedingt die Komplexitätsreduktion auf der Datenseite eine unvermeidbare Ungenauigkeit in der Interpretation. Eine weitere Unschärfe folgt aus der Zeitraumproblematik. Da mit den erhobenen Daten keine Aussage darüber getroffen werden kann, über welchen Zeitraum die landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika als konstant angenommen werden können, werden fünf verschiedene Untersuchungszeiträume analysiert. Für jeden dieser Zeiträume werden signifikante Schätzgleichungen identifiziert, so dass keine Aussage darüber getroffen werden kann, welcher die Realität am besten reflektiert.

Von den 36 zur Verfügung stehenden Faktoren werden 17 in keiner der fünf untersuchten Zeiträume in einer Regressionsschätzung als signifikant ausgewiesen, 19 sind in mindestens einer Periode signifikant. Zwei der 36 Faktoren können inhaltlich nicht definiert werden.

Aus der Untersuchung der zweiten Forschungsfrage lassen sich zwei Erkenntnisse ziehen. Zum einen muss ein Teil der agenturtheoretisch motivierten Hypothesen abgelehnt werden, ein Teil kann aber auch nicht abgelehnt werden. Bei einer Ablehnung ist es möglich, dass die der Hypothese zugrunde liegende Argumentation falsch ist oder dass der Nettoeffekt aus Reduktion (Steigerung) der Agenturkosten und Steigerung (Reduktion) anderer Kosten negativ (positiv) ist, so dass die Wirkrichtung nicht der Erwartung entspricht. Kann eine Hypothese jedoch nicht abgelehnt werden, ist dies der gleichzeitige Beweis dafür, dass die Argumentation korrekt ist und die beobachtete Wirkrichtung den Erwartungen entspricht.

Zum anderen lassen sich aus den Vorzeichen der Faktorkoeffizienten Empfehlungen für die Einführung oder Abschaffung bestimmter Vorschriften ableiten. In den verschiedenen Untersuchungszeiträumen sind die Wirkrichtungen immer eindeutig, d. h. sie weisen weder einen Vorzeichenwechsel im 95 %-Konfidenzintervall auf, noch gibt es einen Vorzeichenwechsel eines Faktors, wenn er in mehr als einer Untersuchungsperiode signifikant ist. Nimmt man nun an, dass sich die Eindeutigkeit der Wirkrichtung verallgemeinern lässt, sollten aus der agenturtheoretischen Perspektive

alle Vorschriften mit einer negativen Auswirkung auf die Kapitalmarktperformance international abgeschafft und alle mit positiver Wirkung weltweit eingeführt werden. Die erste einzuführende Vorschrift wäre die Verpflichtung aller Board Mitglieder zum Aktienbesitz an ihrem Unternehmen.

Diese Ergebnisse unterliegen jedoch drei wesentlichen Einschränkungen. Wie oben erwähnt, kann aus der Faktorenanalyse eine Verzerrung zwischen Faktordefinition und tatsächlich repräsentierten Vorschriften resultieren. Weiterhin nimmt der gewählte lineare Querschnittsregressionsansatz an, dass keine Wechselwirkung zwischen den einzelnen Vorschriften besteht. Schließlich kann die aufgrund des gewählten Ansatzes bei einigen Vorschriften fehlende Quantifizierbarkeit bemängelt werden. So kann beispielsweise keine Aussage darüber getroffen werden, wie viele Aktien ein Director besitzen muss, damit sich positive Auswirkungen auf die Kapitalmarktperformance realisieren lassen.

Mit diesen Resultaten kann gezeigt werden, dass einerseits nicht alle agenturtheoretisch motivierten Hypothesen auch die erwartete Wirkrichtung aufweisen, und dass andererseits auch nicht alle signifikanten Faktoren gleich stark wirken. Damit wird der von LLSV (1998) vertretene Ansatz, bei dem die statistische Auswertung anhand von aggregierten Daten erfolgt, in Frage gestellt.

7.2 ANSÄTZE FÜR KÜNFTIGE FORSCHUNG

Die gefundenen Ergebnisse eröffnen ein weites Feld für zukünftige Untersuchungen in beiden Forschungsfragen.

7.2.1 ERSTE FORSCHUNGSFRAGE

Nachdem nicht nachgewiesen werden konnte, dass sich die landesspezifisch vorgeschriebenen Board of Directors Charakteristika zwischen den Rechtsfamilien signifikant voneinander unterscheiden, wäre es interessant herauszufinden, welche Einflussfaktoren neben der Rechtsfamilienzugehörigkeit für den Status quo eines Rechts- und Corporate Governance Systems verantwortlich sind.

Ebenfalls anzuregen wäre eine Untersuchung der von LLSV (1998) verwendeten Datenbasis im nicht-aggregierten Zustand. Wären dann – wie in dieser Arbeit – keine

signifikanten Unterschiede zwischen den Rechtsfamilien auf Ebene der Einzelfragen zu identifizieren, würde dies das hier gefundene Ergebnis bestärken.

7.2.2 ZWEITE FORSCHUNGSFRAGE

Die aus der Untersuchung der zweiten Forschungsfrage resultierenden Vorschläge für zukünftige Forschung lassen sich in zwei Bereiche unterteilen. Das sind zum einen Ansätze, die zu einer Verbesserung der hier gefundenen Ergebnisse beitragen. Zum anderen kann aber auch der hier vorgestellte Ansatz auf andere Bereiche ausgeweitet werden.

7.2.2.1 Ansätze zur Verbesserung der Ergebnisse

Auf Ebene der hier gefundenen Faktorkoeffizienten wären Untersuchungen über die Einflussgrößen auf ihre Höhe ein interessanter Forschungsgegenstand.

Hinsichtlich der Interpretierbarkeit der Ergebnisse wäre es wichtig herauszufinden, für welchen Zeitraum die landesspezifisch vorgeschriebenen Board Charakteristika als konstant angenommen werden können. Dies würde eine Aussage darüber ermöglichen, welche der Untersuchungsperioden die Realität am besten widerspiegelt, und gegebenenfalls auch eine Begründung dafür liefern, warum verschiedene Vorschriften in unterschiedlichen Perioden signifikant sind.

Ebenfalls zur Erleichterung der Interpretierbarkeit beitragen würden Ansätze, die einen verbesserten Umgang mit den drei in der Zusammenfassung bereits erwähnten Einschränkungen erlauben würden. Dazu gehört an erster Stelle die Reduktion des aus der Faktorenanalyse resultierenden Verzerrungspotenzials zwischen Faktordefinition und tatsächlich repräsentierten Vorschriften. Die Ausweitung des linearen Regressionsansatzes auf ein Schema, mit dessen Hilfe auch die Interaktion von Vorschriften untersucht werden kann, wäre auch zu empfehlen. Schließlich wären Untersuchungen zur Quantifizierbarkeit bei den Vorschriften bezüglich des Aktienbesitzes von Directors, der zeitlichen Begrenzung der Dauer einer Amtsperiode, der Amtszeitbegrenzung und der Mindestanzahl von Board Mitgliedern angebracht, um eine eindeutige Argumentationslinie festlegen zu können.

Auch von Bedeutung wäre neben der durchgeführten Querschnittuntersuchung auch eine Zeitreihenuntersuchung. Mit einer derartigen Paneluntersuchung könnte analy-

sirt werden, ob die Einführung bzw. Abschaffung der hier vorgeschlagenen Vorschriften die erwartete Wirkrichtung auf die Kapitalmarktperformance hat.

Ebenso kann man sich die Frage stellen, ob ein freiwilliges Befolgen der als signifikant erarbeiteten Vorschriften eine identische Wirkung auf den Unternehmenswert oder die Kapitalmarktperformance hat. Für Faktor 13 wurde beispielsweise die Vorschrift zum Aktienbesitz als signifikanter Einflussfaktor auf die Kapitalmarktperformance identifiziert. Für die freiwillige Möglichkeit des Aktienbesitzes, wie in den Ausgangshypothesen 116 und 118 dargelegt, konnte diese Signifikanz aber nicht nachgewiesen werden.

7.2.2.2 Ausweitung des Ansatzes

Im nächsten Schritt wäre es interessant, den hier vorgestellten Ansatz auszuweiten. Dies könnte zum einen in Form einer umfassenderen Betrachtung des Boards of Directors erfolgen. Das würde beispielsweise bedeuten, die Einschränkung auf eine Theorie – wie hier die positivistische Agenturtheorie – aufzugeben und zu versuchen, einen konzeptionell umfassenderen Ansatz zu entwickeln. Zum anderen könnte die Untersuchung des Einflusses eines Corporate Governance Mechanismus auf die Kapitalmarktperformance zunächst auf die anderen Corporate Governance Mechanismen und schließlich gegebenenfalls auch auf komplette Corporate Governance Systeme ausgeweitet werden.

Mit diesen Ansätzen könnte es langfristig möglich sein, die Einflussfaktoren für die Unterschiedlichkeit der einzelnen Corporate Governance Systeme zu identifizieren und herauszufinden, ob bestimmte Corporate Governance Systeme tatsächlich Vorteile für die Kapitalmarktperformance bringen.

8. ANHANG

8.1 VERZEICHNISSE

8.1.1 TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1.1: Schematische Übersicht über Board of Directors Theorien	38
Tabelle 3.1: Übersicht über die Zuordnung der Hauptbereiche zu Fragebögen	97
Tabelle 3.2: Übersicht über die erhobenen Länder.....	100
Tabelle 3.3: Aus der Auswertung ausgeschlossene Fragen.....	105
Tabelle 4.1: Untersuchungskombinationen der Rechtsfamilien	108
Tabelle 4.2: Ergebnisse Rechtsfamilienanalyse	109
Tabelle 4.3: Ergebnisse Hauptgruppenanalyse	110
Tabelle 4.4: Übersicht Proximitätsmaßberechnung	114
Tabelle 4.5: Ähnlichkeitsmaße bei binärer Variablenstruktur.....	114
Tabelle 5.1: Erklärte Gesamtvarianz bei der Faktorextraktion.....	131
Tabelle 5.2: Schematische Darstellung der auf die Faktoren ladenden Variablen mit absoluter Faktorladung $> 0,7$	134
Tabelle 5.3: Zu untersuchende Zeiträume	148
Tabelle 5.4: Gütemaße der Ein-Monats-Schätzgleichung	149
Tabelle 5.5: Kapitalmarktperformance der untersuchten Länder	150
Tabelle 5.6: Signifikanz der Ein-Monats-Schätzgleichung	150
Tabelle 5.7: Modellkoeffizienten der Ein-Monats-Schätzung	151
Tabelle 5.8: Toleranz und VIF der Ein-Monats-Schätzung	151
Tabelle 5.9: Eigenwert und Konditionsindex der Ein-Monats-Schätzung	152
Tabelle 5.10: Breusch-Pagan-Test der Ein-Monats-Schätzung.....	153
Tabelle 5.11: Schiefe und Wölbung der Ein-Monats-Schätzung.....	155
Tabelle 5.12: Residuenstatistik der Ein-Monats-Schätzung.....	155
Tabelle 5.13: Ergebnisübersicht Ein-Monats-Schätzung	160
Tabelle 5.14: Gütemaße der Drei-Monats-Schätzgleichung	161
Tabelle 5.15: Signifikanz der Drei-Monats-Schätzgleichung.....	162
Tabelle 5.16: Modellkoeffizienten der Drei-Monats-Schätzung.....	162
Tabelle 5.17: Breusch-Pagan-Test der Drei-Monats-Schätzung	164
Tabelle 5.18: Residuenstatistik der Drei-Monats-Schätzung	164
Tabelle 5.19: Ergebnisübersicht der Drei-Monats-Periode	168
Tabelle 5.20: Signifikante Kontrollvariablen der Drei-Monats-Schätzung	168
Tabelle 5.21: Gütemaße der Sechs-Monats-Schätzgleichung.....	169

Tabelle 5.22: Signifikanz der Sechs-Monats-Schätzgleichung	170
Tabelle 5.23: Modellkoeffizienten der Sechs-Monats-Schätzung	170
Tabelle 5.24: Ergebnisübersicht der Sechs-Monats-Periode.....	175
Tabelle 5.25: Signifikante Kontrollvariablen der Sechs-Monats-Periode	176
Tabelle 5.26: Gütemaße der Zwölf-Monats-Schätzgleichung	177
Tabelle 5.27: Breusch-Pagan-Test der Zwölf-Monats-Schätzung	178
Tabelle 5.28: Residuenstatistik der Zwölf-Monats-Schätzung	178
Tabelle 5.29: Schiefe und Wölbung der Zwölf-Monats-Schätzung	179
Tabelle 5.30: Ergebnisübersicht der Zwölf-Monats-Periode	181
Tabelle 5.31: Gütemaße der 18-Monats-Schätzung.....	182
Tabelle 5.32: Ergebnisübersicht der 18-Monats-Periode.....	185
Tabelle 5.33: Signifikante Kontrollvariablen der 18-Monats-Schätzung.....	185
Tabelle 5.34: Zusammenfassender Überblick signifikanter Kontrollvariablen.....	186
Tabelle 5.35: Zusammenfassender Überblick nicht signifikanter Faktoren.....	188
Tabelle 5.36: Zusammenfassender Überblick signifikanter Faktoren	189
Tabelle 5.37: Abzuschaffende Vorschriften	190
Tabelle 5.38: Einzuführende Vorschriften.....	191

8.1.2 ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1.1: Typologie der Board Theorien nach Hung (1998).....	29
Abbildung 4.1: Dendrogramm nach average linkage Verfahren	120
Abbildung 5.1: Streudiagramm der Ein-Monats-Schätzung	152
Abbildung 5.2: Normalverteilungshistogramm der Ein-Monats-Schätzung	154
Abbildung 5.3: P-P Diagramm der Ein-Monats-Schätzung	154
Abbildung 5.4: Streudiagramm der Drei-Monats-Schätzung.....	163
Abbildung 5.5: P-P Diagramm der Drei-Monats-Schätzung.....	165
Abbildung 5.6: Streudiagramm der Sechs-Monats-Schätzung	171
Abbildung 5.7: P-P Diagramm der Sechs-Monats-Schätzung	172
Abbildung 5.8: Streudiagramm der 18-Monats-Schätzung	183
Abbildung 5.9: Normalverteilungshistogramm der 18-Monats-Schätzung	184

8.1.3 ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abkürzung	Bedeutung
\bar{x}	Mittelwert
A	Angloamerikanische Rechtsfamilie
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BoD	Board of Directors
bzw.	beziehungsweise
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
D	Deutsche Rechtsfamilie
D&O Insurance	Director and Officer Insurance
d. h.	das heißt
df	Anzahl der Freiheitsgrade
Dipl.-Kfm.	Diplomkaufmann
Dr.	Doktor
ECGI	European Corporate Governance Institute
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
F	Französische Rechtsfamilie
G-10	Group of Ten: 1962 gegründete Gruppe zehn führender Industrienationen (Belgien, Deutschland, Frankreich, Holland, Italien, Japan, Kanada, Schweden, UK, USA)
H	Hypothese
IFS	International Financial Statistics
KV	Kontrollvariable
LLSV	La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer und Vishny
ln	Logarithmus
MBA	Master of Business Administration
M-Koeffizient	Simple Matching-Koeffizient
MSCI	Morgan Stanley Capital Index
N	Gruppengröße
N/A	Not applicable
rer. pol.	rerum politicarum
RF	Rechtsfamilie
RR-Koeffizient	Russel & Rao-Koeffizient
S	Skandinavische Rechtsfamilie
Sign.	Signifikanz
sign.	signifikant
t_{kritisch}	Testwert
URL	Uniform Resource Locator
Var	Varianz
VIF	Variance Inflation Factor
z. B.	zum Beispiel
Δ	Veränderung
μ	Mittelwert

8.1.4 LITERATURVERZEICHNIS

Abbott, L. J., S. Parker, G. F. Peters und K. Raghunandan (2003), "An Empirical Investigation of Audit Fees, Nonaudit Fees, and Audit Committees", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, No. 2, S. 215-234.

Acemoglu, D., S. Johnson und J. A. Robinson (2001), "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation", *American Economic Review*, Vol. 91, No. 5, S. 1369-1401.

Acemoglu, D., S. Johnson und J. A. Robinson (2002), "Reversal of Fortune: Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 4, S. 1231-1294.

Akerlof, G. A. (1970), "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, S. 488-500.

Alberti, F. (2001), "The Governance of Industrial Districts: a Theoretical Footing Proposal", *LIUC Papers*, N. 82, Serie: Piccola e Media Impresa No. 5, Universita Carlo Cattaneo, Castellanza.

Alexander, G. J. und R. A. Buchholz (1978), "Research Notes: Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 21, No. 3, S. 479-486.

Altman, S., E. Valenzi und R. M. Hodgetts (1985), *Organizational Behaviour: Theory and Practice*, Academic Press, New York, New York.

Aoi, J. (1994), "To Whom Does the Company Belong? A New Management Mission for the Information Age", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, No. 4, S. 25-31.

Backhaus, K., B. Erichson, W. Plinke und R. Weiber (2003), *Multivariate Analysemethoden*, 10. Auflage, Springer, Berlin.

Baker, J. H. (1990), *Introduction to English Legal History*, 3. Auflage, Butterworths, London.

Barney, J. (1990), "The Debate between Traditional Management Theory and Organizational Economics: Substantive Differences or Intergroup Conflict?", *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, S. 382-393.

Barney, J. (1991), "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage", *Journal of Management*, Vol. 17, No. 1, S. 99-120.

Barney, J., M. Wright und D. Ketchen (2001), "The Resource-Based View of the Firm: Ten Years After 1991", *Journal of Management*, Vol. 27, No. 6, S. 625-641.

- Barondes, R. (1995), "The Limits of Quantitative Legal Analyses: Chaos in Legal Scholarship and FDIC v. W. R. Grace & Co.", *Rutgers Law Review*, Vol. 48, No. 1, S. 161-225.
- Bauer, R., N. Guenster und R. Otten (2004), "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", *Journal of Asset Management*, Vol. 5, No. 2, S. 91-104.
- Baysinger, B. D. und H. N. Butler (1985), "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 1, No. 1, S. 101-124.
- Beasley, M. S. und S. E. Salterio (2001), "The Relationship between Board Characteristics and Voluntary Improvements in Audit Committee Composition and Experience", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 4, S. 539-570.
- Bebchuck, L. und J. Fried (2004), *Pay without Performance, the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Bebchuk, L. A. und M. J. Roe (1999), "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance", *Stanford Law Review*, Vol. 52, S. 127-170.
- Beck, T. und R. Levine (2004), "Legal Institutions and Financial Development", *NBER Working Paper*, No. 10417, Cambridge.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt und R. Levine (2003a), "Law and Finance. Why Does Legal Origin Matter?", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, No. 4, S. 653-675.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt und R. Levine (2003b), "Law, Endowments, and Finance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, No. 2, S. 137-181.
- Beenstock, M. und K.-F. Chan (1988), "Economic Forces in the London Stock Market", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 50, No. 1, S. 27-39.
- Belsley, D., E. Kuh und R. E. Welsch (1980), *Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*, Wiley, New York, New York.
- Berkowitz, D., K. Pistor und J.-F. Richard (2003), "Economic Development, Legality, and the Transplant Effect", *European Economic Review*, Vol. 47, No. 1, S. 165-195.
- Berle, A. A. und G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World, New York, New York.
- Berman, H. J. (1983), *Law and Revolution*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

-
- Bilimoria, D. und S. Piderit (1994), "Qualifications of Corporate Board Committee Members", *Group and Organization Management*, Vol. 19, No. 3, S. 334-362.
- Black, B. (2001), "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 149, No. 6, S. 2131-2150.
- Bleymüller, J., G. Gehlert und H. Gülicher (2000), *Statistik für Wirtschaftswissenschaftler*, 12. Auflage, Vahlen, München.
- Bogdan, M. (1993), *Komparativ Rättskunnskap*, Norstedts Juridik, Stockholm.
- Bohren, O. (1998), "The Agent's Ethics in the Principal-Agent Model", *Journal of Business Ethics*, Vol. 17, No. 7, S. 745-755.
- Bosch, H. (1995), *The Director at Risk: Accountability in the Boardroom*, Pitman Publishing, London.
- Bradbury, M. E. (1990), "The Incentives for Voluntary Audit Committee Formation", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 9, No. 1, S. 19-36.
- Bradley, M. und C. Schipani (1991), Economic Importance of the Business Judgment Rule: An Empirical Analysis of the Trans Union Decision and Subsequent Delaware Legislation, in: Sametx, A. (Hrsg.), *The Battle for Corporate Control*, Business One Irwin, Homewood, Illinois.
- Brailsford, T. J., B. R. Oliver und S. L. H. Pua (2002), "On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure", *Accounting and Finance*, Vol. 42, No. 1, S. 1-26.
- Bratton, W. W. (2001), "Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn", *Journal of Corporation Law*, Vol. 26, No. 3, S. 737-770.
- Brown, L. N. (1980), "The Two Legal Traditions: Antithesis or Synthesis?", *Journal of Common Market Studies*, Vol. 18, No. 3, S. 246-255.
- Bryan, S. H., R. C. Nash und A. Patel (2002), "The Equity Mix in Executive Compensation: An Investigation of Cross-Country Differences", *EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper*, EFMA 2002 London Meetings.
- Bushman, R. M. und A. J. Smith (2003), "Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance", *Journal of Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York)*, Vol. 9, No. 1, S. 65-87.
- Carpenter, R. N. (1988), "Cooperative Governance, Part II: Directors' Responsibilities", *Directors and Boards*, Vol. 29, No. 3, S. 3-6.

Carter, D. A., B. J. Simkins und W. G. Simpson (2003), "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", *Financial Review*, Vol. 38, No. 1, S. 33-53.

Chang, E. C. und S. Wong (2003), "Managerial Discretion and Firm Performance in China's Listed Firms", *Unpublished Working Paper*, University of Hong Kong.

Chang, S. J. und D. Ha (1997), "The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Performance: A Taxonomic Approach", *American Business Review*, Vol. 15, No. 2, S. 104-115.

Chapin, D. H. (1986), "Internal Controls and the "Prudent Man"", *Directors and Boards*, Vol. 10, No. 3, S. 25-27.

Charkham, J. P. (1994), *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford University Press, Oxford.

Chen, N.-F., R. Roll und S. A. Ross (1986), "Economic Forces and the Stock Market", *Journal of Business*, Vol. 59, No. 31, S. 383-403.

Clifford, P. und R. Evans (1997), "Non-Executive Directors: A Question of Independence", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 5, No. 4, S. 224-331.

Conger, J., D. Finegold und E. Lawler III (1998), "Appraising Boardroom Performance", *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 1, S. 136-148.

Cools, S. (2004), "The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers", *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, No. 490, Harvard University, Cambridge, Massachusetts.

Coombes, P. und M. Watson (2000), "Three Surveys on Corporate Governance", *McKinsey Quarterly*, No. 4, S. 74-77.

Cordeiro, J., R. Veliyath, E. J. Erasmus und M. Tax (2000), "An Empirical Investigation of the Determinants of Outside Director Compensation", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 8, No. 3, S. 268-279.

Core, J., R. Holthausen und D. Larcker (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 3, S. 371-406.

Cotter, J. und M. Silvester (2003), "Board and Monitoring Committee Independence", *Abacus*, Vol. 39, No. 2, S. 211-232.

Curtin, P. D. (1964), *The Image of Africa*, University of Wisconsin Press, Madison, Wisconsin.

Curtin, P. D. (1998), *Disease and Empire: The Health of European Troops in the Conquest of Africa*, Cambridge University Press, New York, New York.

Daft, R. L. (1989), *Organizational Theory and Design*, 3. Auflage, West Publishing, St. Paul, Minnesota.

Dahya, J., J. J. McConnell und N. Travlos (2002), "The Cadbury Committee, Corporate Performance and Top Management Turnover", *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 1, S. 461-483.

Daily, C. M. und D. R. Dalton (1994), "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure", *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 6, S. 1603-1617.

Daily, C. M. und D. R. Dalton (1997), "Separate, but not Independent: Board Leadership Structure in Large Corporations", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 5, No. 3, S. 126-136.

Daily, C. M. und D. R. Dalton (2003), "Conflicts of Interest: a Corporate Governance Pitfall", *Journal of Business Strategy*, Vol. 24, No. 4, S. 7-8.

Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand und J. L. Johnson (1998), "Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, No. 3, S. 269-290.

Davis, J., Schoorman, D. und L. Donaldson (1997), "Toward a Stewardship Theory of Management", *Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1, S. 20-47.

Davis, N. und A. M. Kutan (2003), "Inflation and Output as Predictors of Stock Returns and Volatility: International Evidence", *Journal of Applied Financial Economics*, Vol. 13, No. 9, S. 693-700.

Dawson, J. P. (1960), *A History of Lay Judges*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

De Cruz, P. (1999), *Comparative Law in a Changing World*, 2. Auflage, Cavendish Publishing, London.

De Jong, A., D. V. De Jong, G. Mertens und C. E. Wasly (2001), "The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence from the Netherlands", *Simon School of Business Working Paper*, No. FR 00-20, ERIM Report Series Reference No. ERS-2001-87-F&A.

Demirgüç-Kunt, A. und V. Maksimovic (1998), "Law, Finance, and Firm Growth", *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, S. 2107-2137.

Denis, D. K. und J. J. McConnell (2003), "International Corporate Governance", *ECGI - Finance Working Paper*, No. 05/2003, Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference.

Depoers, F. (2000), "A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies", *European Accounting Review*, Vol. 9, No. 2, S. 245-263.

Dickinson, D. G. (2000), "Stock Market Integration and Macroeconomic Fundamentals: An Empirical Analysis, 1980-95", *Journal of Applied Financial Economics*, Vol. 10, No. 3, S. 261-276.

Dietl, H., E. Frank und A. Picot (1999), *Organisation – Eine Ökonomische Perspektive*, 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

Donaldson, L. (1985), *In Defence of Organization Theory, A Reply to the Critics*, Cambridge University Press, Cambridge, Massachusetts.

Donaldson, L. (1990a), "The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory", *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, S. 369–381.

Donaldson, L. (1990b), "A Rational Basis for Criticisms of Organizational Economics: A Reply to Barney", *Academy of Management Review*, Vol. 15, No. 3, S. 394-401.

Donaldson, L. und J. H. Davis (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, S. 49-65.

Donaldson, L. und J. H. Davis (1994), "Boards and Company Performance – Research Challenges the Conventional Wisdom", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 2, No. 3, S. 151-160.

Donaldson, T. und L. Preston (1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications", *Academy of Management Review*, Vol. 20, No. 1, S. 65-91.

Drobetz, W., A. Schillhofer und H. Zimmermann (2004), "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, S. 267-293.

Drucker, P. (1974), *Management: Tasks, Responsibilities, Practices*, Harper and Row, New York, New York.

Easterbrook, F. H. (1981), "Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production of Information", *Supreme Court Review*, S. 309-365.

Easterbrook, F. H. und D. Fischel (1989), "The Corporate Contract", *Columbia Law Review*, Vol. 89, S. 1416–1448.

Eckey, H. F., R. Kosfeld und C. Dreger (2001), *Ökonometrie*, 2. Auflage, Gabler, Wiesbaden.

Eguidazu Mayor, S. (1999), *Creación de Valor y Gobierno de la Empresa*, Ediciones Gestion 2000, Madrid.

Eisenhardt, K. M. (1989), "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, S. 57-74.

Ernst, H. und T. Teichert (1998), "The R&D/Marketing Interface and Single Informant Bias in NPD Research: An Illustration of a Benchmarking Case Study" *Technovation*, Vol. 18, No. 12, S 721-739.

Errunza, V. und K. Hogan (1998), "Macroeconomic Determinants of European Stock Market Volatility", *European Financial Management*, Vol. 4, No. 3, S. 361-377.

Ewing, B. T., S. M. Forbes und J. E. Paynes (2003), "The Effects of Macroeconomic Shocks on Sector-Specific Returns", *Journal of Applied Economics*, Vol. 35, No. 2, S. 201-207.

Ewing, H.G. (1979), "The Corporate Board of Directors – Duties and Responsibilities", *Public Relations Quarterly*, Vol. 24, No. 1, S. 7-9.

Fama, E. F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, S. 288-307.

Fama, E. F. (1981), "Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money", *American Economic Review*, Vol. 71, No. 4, S. 545-565.

Fama, E. F. (1990), "Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity", *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4, S. 1089-1108.

Fama, E. F. und M. C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, S. 301-325.

Fama, E. F. und M. R. Gibbons (1984), "A Comparison of Inflation Forecasts", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 13, No. 3, S. 327-348.

Fan, P. S. (2004), "Review of Literature and Empirical Research on Corporate Governance", *MAS Staff Paper*, Financial Services Group Training Unit, Monetary Authority of Singapore.

Farrell, C. (1986), "If Directors Are Doing Their Job, They Don't Need Insurance", *Business Week*, September 8, S. 56-61.

Feltham, G. A. und J. Xie (1994), "Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations", *Accounting Review*, Vol. 69, No. 3, S. 429-453.

Finkelstein, S. und R. A. d'Aveni (1994), "CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and...", *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 5, S. 1079-1108.

Forbes, D. und F. Milliken (1999), "Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-Making Groups", *Academy of Management Review*, Vol. 24, No. 3, S. 489-505.

Foss, N. J. (1997), "On the Foundations of the Strategic Theory of the Firm: Should We Rely on Governance, Capabilities, or Both", *Working Paper Series*, No. 97-8, Department of Industrial Economics and Strategy, Copenhagen Business School.

Fox, M. A. und R. T. Hamilton (1994), "Ownership and Diversification: Agency Theory or Stewardship Theory", *Journal of Management Studies*, Vol. 31, No. 1, S. 69-81.

Franks, J. und C. Mayer (1997), Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France, in: Chew, D. (Hrsg.), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press, New York, New York.

Franks, J. und O. Sussman (1999), "Financial Innovations and Corporate Insolvency", *Working Paper*, London Business School.

Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, London.

Friedman, M. (1988), "Money and the Stock Market", *Journal of Political Economy*, Vol. 96, No. 2, S. 221-245.

Gelauff, G. und C. den Broeder (1997), "Governance of Stakeholder Relationships: The German and Dutch Experience", *Working Paper*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Den Haag.

Gibbons, R. und K. J. Murphy (1992), "Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence", *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 3, S. 468-505.

Gibson, M. S. (1998), "'Big Bang' Deregulation and Japanese Corporate Governance: A Survey of the Issues", *US Federal Reserve Board's International Finance Discussion Papers*.

Glaeser, E. L. und A. Shleifer (2002), "Legal Origins", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 4, S. 1193-1229.

- Glaeser, E., S. Johnson und A. Shleifer (2001), "Coase versus the Coasians", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 3, S. 853-899.
- Glendon, M. A., M. W. Gordon und C. Osakwe (1982), *Comparative Legal Tradition in a Nutshell*, West Publishing, St. Paul, Minnesota.
- Glendon, M. A., M. W. Gordon und C. Osakwe (1994), *Comparative Legal Traditions: Text, Materials and Cases on the Civil and Common Law Traditions with Special References to French, German and English*, West Publishing, St. Paul, Minnesota.
- Glenn, H. P. (2004), *Legal Traditions of the World*, 2. Auflage, Oxford University Press, Oxford.
- Gomard, B. (1961), "Civil Law, Common Law and Scandinavian Law", *Scandinavian Studies in Law*, Vol. 5, S. 27-38.
- Gompers, A., J. L. Ishii und A. Metrick (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, S. 107-155.
- Granovetter, M. (1985), "Economic Action and Social Structure: A Theory of Embeddedness", *American Journal of Sociology*, Vol. 91, No. 3, S. 481-510.
- Grasa, A. A. (1989), *Econometric Model Selection: A New Approach*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- Grossman, S. J. und O. D. Hart (1980), "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation", *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, S. 42-64.
- Hamel, G. und A. Heene (1994), *Competence-Based Competition*, Wiley, Chichester.
- Hamel, G. und C. K. Prahalad (1994), *Competing for the Future*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Haniffa, R. M. und T. E. Cooke (2002), "Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations", *Abacus*, Vol. 38, No. 3, S. 317-349.
- Hansmann, H. und R. Kraakman (2000), "The End of History for Corporate Law", *Yale Law School Working Paper*, No. 235, *NYU Working Paper*, No. 013, *Harvard Law School Discussion Paper*, No. 280, *Yale SOM Working Paper*, No. ICF - 00-09.
- Harris, M. und A. Raviv (1978), "Some Results on Incentive Contracts with Applications to Education and Employment, Health Insurance, and Law Enforcement", *American Economic Review*, Vol. 68, No. 1, S. 20-30.
- Hayek, F. (1960), *The Constitution of Liberty*, The University of Chicago Press, Chicago, Illinois.

Hempel, P. und C. Fay (1994), "Outside Director Compensation and Firm Performance", *Human Resource Management*, Vol. 33, No. 1, S. 111-133.

Hermalin, B. E. und M. S. Welsbach (1992), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Journal of Financial Management*, Vol. 20, No. 4, S. 101-112.

Herman, E. (1981), *Corporate Control, Corporate Power*, Cambridge University Press, Cambridge.

Herzberg, F., B. Mausner und B. Snyderman (1959), *The Motivation to Work*, John Wiley, New York, New York.

Hillman, A. J., A. A. Cannella und R. L. Paetzold (2000), "The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change", *Journal of Management Studies*, Vol. 37, No. 2, S. 235-254.

Hirsch, P., S. Michaels und R. Friedman (1987), "Dirty Hands vs. Clean Models: Is Sociology in Danger of Being Seduced by Economics?", *Theory and Society*, Vol. 16, No. 3, S. 317-336.

Hirschmann, A. O. (1970), *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Ho Young Lee, W. (2003), "The Role of Audit Committee Independence, Auditor Tenure, and Their Interaction on Managers' Account Discretion", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 19, No. 4, S. 1-13.

Holmström, B. (1979), "Moral Hazard and Observability", *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, S. 74-91.

Hopt, K. J., H. Kanda, M. J. Roe, E. Wymeersch und S. Prigge (1998), *Comparative Corporate Governance, The State of the Art and Emerging Research*, Clarendon Press, Oxford.

Hung, H. (1998), "A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 6, No. 2, S. 101-111.

Huse, M. (1995), The Role of Trust in Empowering Boards of Directors in Small Firms: Researching Unresearchable Issues, in: Huse, M. (Hrsg.), *Stakeholder Perspectives on Corporate Governance - a Sample of Scandinavian Contributions*, Nordlandsforskning, Bodø.

Jensen, M. C. (1983), "Organization Theory and Methodology", *Accounting Review*, Vol. 58, No. 2, S. 319-339.

Jensen, M. C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, S. 831-880.

Jensen, M. C. (2001), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", *European Financial Management*, Vol. 7, No. 3, 297-317.

Jensen, M. C. und R. S. Ruback (1983), "The Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 1-4, S. 5-50.

Jensen, M. C. und W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, S. 305-350.

John, K. und L. W. Senbet (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, No. 4, S. 371-403.

Johnson, S., P. Boone, A. Breach und E. Friedman (2000), "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1/2, S. 141-186.

Jones, E. (1998), *The English Nation: The Great Myth*, Sutton Publishing, Stroud.

Joshi, A. W. und S. Sharma (2004), "Customer Knowledge Development: Antecedents and Impact on New Product Performance", *Journal of Marketing*, Vol. 68, No. 4, S. 47-59.

Judge, W. Q. Jr. und C. P. Zeithaml (1992), "Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process", *Academy of Management Journal*, Vol. 35, No. 4, S. 766-794.

Kaplan, S. und B. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, No. 2, S. 225-258.

Kaufman, D. W. (1989), "Corporate Directorships: Liability Risks and Protective Techniques", *Employee Relations Law Journal*, Vol. 15, S. 21-33.

Kaufmann, D., A. Kraay und M. Mastruzzi (2003), "Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2002", *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3106.

Kesner, I. F. (1988), "Directors Characteristics and Committee Membership: An Investigation of Type, Occupation, Tenure and Gender", *Academy of Management Journal*, Vol. 31, No. 1, S. 66-84.

Klein, A. (1998), "Firm Performance and Board Committee Structure", *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, No. 1, S. 275-303.

Kraatz, M. und E. Zajac (1996), "Exploring the Limits of the New Institutionalism: The Causes and Consequences of Illegitimate Organizational Change", *American Sociological Review*, Vol. 61, No. 5, S. 812-836.

Kunz, A. H. und D. Pfaff (2002), "Agency Theory, Performance Evaluation, and the Hypothetical Construct of Intrinsic Motivation", *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 27, No. 3, S. 275-295.

Kwon, C. S. und T. S. Shin (1999), "Cointegration and Causality between Macroeconomic Variables and Stock Market Returns", *Global Finance Journal*, Vol. 10, No. 1, S. 71-81.

La Porta, R. und F. Lopez-de-Silanes (1998), Capital Markets and Legal Institutions, in: Burki, J. und G. E. Perry (Hrsg.), *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*, World Bank Publication, Washington.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes und A. Shleifer (2006), "What Works in Securities Law?", *Journal of Finance*, Forthcoming Februar 2006.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. W. Vishny (LLSV, 1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, S. 1131-1150.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. W. Vishny (LLSV, 1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, S. 1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. W. Vishny (LLSV, 1999), "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, S. 471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer und R. W. Vishny (LLSV, 2000), "Investor Protection and Corporate Governance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, S. 3-27.

Lee, B. S. (1992), "Causal Relationships Among Stock Returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation", *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4, S. 1591-1603.

Leighton, D. S. R. und D. H. Thain (1997), *Making Boards Work: What Directors Must Do to Make Canadian Boards Effective*, McGraw-Hill, Toronto.

Levine, R. (1998), "Law, Finance, and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, No. 1-2, S. 8-35.

Levy, L. (1993), *Separate Chairmen of the Board: Their Roles, Legal Liabilities, and Compensation. A Special Report of The Corporate Board*, Vanguard Publications, Lansing, Minnesota.

Lilien, G. L., P. O. Morrison, K. Searls, M. Sonnack und E. von Hippel (2002), "Performance Assessment of the Lead User Idea-Generation Process for New Product Development", *Management Science*, Vol. 48, No. 8, S. 1042-1059.

Lombardo, D. und M. Pagano (2000), "Legal Determinants of the Return on Equity", *Working Paper*, Yale School of Management's Economics Research Network, S. 1-50.

Lombardo, D. und M. Pagano (2002), Law and Equity Markets: A Simple Model, in: McCahery, J., P. Moerland, T. Raaijmakers und L. Renneboog (Hrsg.), *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford University Press, New York, New York.

Lorsch, J. W. und E. McIver (1989), *Pawns and Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

Louden, J. K. (1982), *The Director: A Professional's Guide to Effective Work*, Amacom, New York, New York.

Maassen, G. und F. van den Bosch (1999), "On the Supposed Independence of Two-Tier Boards: Formal Structure and Reality in the Netherlands", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 7, No. 1, S. 31-38.

Mace, M. (1971), *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.

Markesinis, B. (2003), *Comparative Law in the Courtroom and the Classroom: The Story of the Last Thirty Five Years*, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon.

Masson, R. T. (1971), "Executive Motivations, Earnings and Consequent Equity Performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 79, No. 6, S. 1278-1292.

Mattar, E. und M. Ball (1985), *Handbook for Corporate Directors*, McGraw-Hill, New York.

Maug, E. und K. Rydqvist (2001), "What is the Function of the Shareholder Meeting? Evidence from the U.S. Proxy Voting Process", *Working Paper*, Humboldt Universität, Berlin.

Mayer, C. (1994), Stock-Markets, Financial Institutions and Corporate Performance, in: Dimsdale, N. und M. Prevezer (Hrsg.), *Capital Markets and Corporate Governance*, Clarendon Press, Oxford.

McClelland, D. C. (1961), *The Achieving Society*, Van Nostrand, Princeton, New Jersey.

Merrett, D. T. und K. A. Houghton (1999), "Takeovers and Corporate Governance: Whose Interests Do Directors Serve?", *Abacus*, Vol. 35, No. 2, S. 223-240.

Merryman, J. H. (1985), *The Civil Law Tradition: An Introduction to the Legal Systems of Western Europe and Latin America*, Stanford University Press, Stanford, California.

Merryman, J. H. (1996), "The French Deviation", *American Journal of Comparative Law*, Vol. 44, S. 109-119.

Merryman, J. H. (1999), *The Loneliness of the Comparative Lawyer: And Other Essays in Foreign and Comparative Law*, Kluwer Law International, Den Haag.

Merryman, J. H. (2000), "Law and Development Memoirs II: SLADE", *American Journal of Comparative Law*, Vol. 48, No. 4, S. 713 – 727.

Miller, D. und J. Shamsie (1996), "The Resource-based View of the Firm in Two Environments: The Hollywood Film Studios from 1936 to 1965", *Academy of Management Journal*, Vol. 39, No. 3, S. 519-543.

Mills, C. W. (1956), *The Power Elite*, Oxford University Press, Oxford.

Mintzberg, H. (1983), *Power In and Around Organizations*, Prentice-Hall, Englewoods, New Jersey.

Mitteis, H. und H. Lieberich (1992), *Deutsche Rechtsgeschichte*, 19. Auflage, Beck, München.

Mizruchi, M. S. (1983), "Who Controls Whom? An Examination of the Relation between Management and Board of Directors in Large American Corporations", *Academy of Management Review*, Vol. 8, No. 3, S. 426-435.

Mizruchi, M. S. (1988), Managerialism: Another Reassessment, in: Schwartz, M. (Hrsg.), *The Structure of Power in America: The Corporate Elite as a Ruling Class*, Holmes and Meier, New York, New York.

Morgan, A. G. und A. B. Poulsen (2001), "Linking Pay to Performance - Compensation Proposals in the S&P 500", *Journal of Financial Economics*, Vol. 62, No. 3, S. 489-523.

Moss, G. C. (1999), "A Comparison between Italian, English and Norwegian Inheritance Rules as an Illustration of Different Legal Methods", *Tidsskrift for Rettsvitenskap*, Vol. 112, No. 3, S. 884-903.

Muckley, J. E. (1984), "Dear Fellow Shareowner", *Harvard Business Review*, Vol. 62, No. 2, S. 46-64.

Mukherjee, T. K. und A. Naka (1995), "Dynamic Relations between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock Market: An Application of a Vector Error Correction Model", *Journal of Financial Research*, Vol. 18, No. 2, S. 223-237.

Müller, R. K. (1979), *Board Compass*, D. C. Heath, Lexington, Massachusetts.

Muth, M. M. und L. Donaldson (1998), "Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 6, No. 1, S. 5-28.

Naka, A., T. Mukherjee und D. Tufte (1998), "Macroeconomic Variables and the Performance of the Indian Stock Market", *Working Paper*, Department of Economics and Finance, University of New Orleans.

Narver, J. C. , S. T. Slater und D. L. MacLachlan (2004), "Responsive and Proactive Market Orientation and New-Product Success", *Journal of Product Innovation Management*, Vol. 21, No. 5, S. 334-347.

Nichols, T. (1969), *Ownership Control and Ideology. An Inquiry into Certain Aspects of Modern Business Ideology*, George Allen and Unwin, London.

Nitsche, A. (2003), *Gute Corporate Governance-Prinzipien börsennotierter Aktiengesellschaften in Japan*, Schriften des Japan-Zentrums der WHU, Vallendar.

Nowak und McCabe (2003), "Information Costs and the Role of the Independent Corporate Director", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 4, S. 300-308.

OECD (1996), "Corporate Governance, Competition and Performance", *Economic Department Working Papers*, No. 164.

Pease, G. und K. McMillan (1993), *The Independent Non-Executive Director*, Lingman Professional, Melbourne.

Pedersen, T. und S. Thomsen (1997), "European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study", *Journal of International Business Studies*, Vol. 28, No. 4, S. 759-778.

Pedersen, T. und S. Thomsen (1999), "Business Systems and Corporate Governance", *International Studies of Management and Organization*, Vol. 29, No. 2, S. 43-59.

Penning, J. M. (1980), *Interlocking Directorates*, Jossey-Bass, San Francisco, California.

Penrose, E. T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, Oxford.

Perotti, E. C. und E.-L. von Thadden (2003), "Strategic Transparency and Informed Trading: Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, S. 61-85.

Perrow, C. (1986), *Complex Organisations*, Random House, New York, New York.

Pettigrew, A. (1992), "On Studying Managerial Elites", *Strategic Management Journal*, Vol. 13, No. 8, S. 163-182.

Pfeffer, J. (1972), "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 17, No. 2, S. 218-228.

Pfeffer, J. (1981), *Power in Organizations*, Pitman, Marshfield, Massachusetts.

Pfeffer, J. und G. R. Salancik (1978), *The External Control of Organizations: A Resource-Dependence Perspective*, Harger and Row, New York, New York.

Pic, J. (1995), "Europe's Diverse Corporate Boards – How They Differ From Each Other and the US", *Point of View*, Spencer Stuart.

Pigé, B. (2002), "Stakeholder Theory and Corporate Governance: The Nature of the Board Information", *Journal of Management*, Vol. 7, No. 1, S. 1-17.

Pistor, K. und C. Xu (2002), "Law Enforcement under Incomplete Law: Theory and Evidence from Financial Market Regulation", *London School of Economics Working Paper*, No. TE/02/442.

Pistor, K., Y. Keinan, J. Kleinheisterkamp und M. D. West (2003a), "Evolution of Corporate Law and the Transplant Effect: Lessons from Six Countries", *World Bank Research Observer*, Vol. 18, No. 1, S. 89-112.

Pistor, K., Y. Keinan, J. Kleinheisterkamp und M. D. West (2003b), "Innovation in Corporate Law", *Journal of Comparative Economics*, Vol. 31, No. 4, S. 676-695.

Prahalad, C. K. und K. Hamel (1990), "The Core Competence of the Corporation", *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 3, S. 79-91.

Priem, R. und J. Butler (2001), "Is the Resource-based "View" a Useful Perspective for Strategic Management", *Academy of Management Review*, Vol. 26, No. 1, S. 22-40.

Provan, K. G. (1980), "Board Power and Organizational Effectiveness among Human Service Agencies", *Academy of Management Journal*, Vol. 23, No. 2, S. 221-236.

- Ratcliff, R. E. (1980), "Banks and Corporate Lending: An Analysis of the Impact of Internal Structure of the Capitalist Class on the Lending Behavior of Banks", *American Sociological Review*, Vol. 45, No. 4, S. 553-570.
- Reyes, L. (2002), "Board of Directors, Diversification Strategy and Shareholder Value", *Working Paper*, Universidad Rey Juan Carlos.
- Reynolds, T. H. und A. A. Flores (1989), *Foreign Law: Current Sources of Codes and Basic Legislation in Jurisdictions of the World*, Rothmann, Littleton, Colorado.
- Richardson, R. J. (1987), "Directorship Interlocks and Corporate Profitability", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 32, No. 3, S. 367-386.
- Roe, M. J. (1994), *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Romano, R. (1996), *Corporate Law and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- Rose, C. und C. Mejer (2003), "The Danish Corporate Governance System: From Stakeholder Orientation towards Shareholder Value", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 4, S. 335-344.
- Ross, S. A. (1976), "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economic Theory*, Vol. 13, No. 3, S. 341-360.
- Rubner, A. (1965), *The Endangered Shareholder: Directors and the Modern Corporation*, MacMillan, London.
- Ruhl, J. B. (1996), "Complexity Theory as a Paradigm for the Dynamical Law-and-Society System: A Wake-Up Call for Legal Reductionism and the Modern Administrative State", *Duke Law Journal*, Vol. 95, No. 5, S. 849-928.
- Sanchez R., A. Heene und H. Thomas (1996), *Dynamics of Competence-Based Competition: Theory and Practice in the New Strategic Management*, Pergamon, New York, New York.
- Sanchez, R. und A. Heene (1997), "Reinventing Strategic Management: New Theory and Practice for Competence-Based Competition", *European Management Journal*, Vol. 15, No. 3, S. 303-317.
- Schlesinger, R., H. Baade, M. Damaska und P. Herzog (1988), *Comparative Law. Case-Text-Materials*, The Foundation Press, New Nork, New York.
- Schmidt, M. (2005), "'Whistle Blowing' Regulation and Accounting Standards Enforcement in Germany and Europe – An Economic Perspective", *International Review of Law and Economics*, Vol. 25, No. 2, S. 143-168.

Schoorman, F. D., M. H. Bazerman und R. S. Atkin (1981), "Interlocking Directorates: A Strategy for Reducing Environmental Uncertainty", *Academy of Management Review*, Vol. 6, No. 2, S. 243-251.

Schulze, P. (2000), *Beschreibende Statistik*, 4. Auflage, Oldenbourg, München.

Scott, W. R. (1992), *Organizations: Rational, Nature, and Open Systems*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Scott, W. R. (1994), Institutional Analysis, in: Scott, W. A. und J. W. Meyer (Hrsg.), *Institutional Environments and Organizations*, Sage, London.

Selznik, P. (1957), *Leadership in Administration: A Sociological Perspective*, Harper and Row, New York, New York.

Shaw, M. (1981), *Group Dynamics: The Psychology of Small Group Behaviour*, McGraw-Hill, Sydney.

Sheridan, D. und N. Kendall (1992), *Corporate Governance, An Action Plan for Corporate Profitability and Business Success*, Financial Times/Pitman Publishing, London.

Shibakawa, R. (1994), "Corporate Governance, Cost of Capital and Financial Distress", *Hitotsubashi Journal of Commerce and Management*, Vol. 29, No. 1, S. 1-14.

Shivdasani, A. und D. Yermack (1999), "CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 5, S. 1829-1853.

Shleifer, A. und R. W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, S. 737-783.

Siems, M. M. (2005), "What Does not Work in Comparing Securities Laws: A Critique on La Porta et al.'s Methodology", *International Company and Commercial Law Review*, S. 300-305.

Siems, M. M. (2006), "Numerical Comparative Law - Do We Need Statistical Evidence in Law in Order to Reduce Complexity?", *Cardozo Journal of International and Comparative Law*, Forthcoming.

Smith, A. (1776), *The Wealth of Nations*, Glasgow, im Nachdruck von 1937, Modern Library, New York, New York.

Spira, L. F. (1998), "An Evolutionary Perspective on Audit Committee Effectiveness", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 6, No. 1, S. 29-38.

Spremann, K. (1990), "Asymmetrische Information", *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, Vol. 60, No. 5/6, S. 561-585.

Stapledon, G. P. und J. Lawrence (1997), "Board Composition, Structure and Independence in Australia's Largest Listed Companies", *Melbourne University Law Review*, Vol. 21, No. 1, S. 150-186.

Stewart, D. W. (1981), "The Application and Misapplication of Factor Analysis in Marketing Research", *Journal of Marketing Research*, Vol. 18, No. 1, S. 51-62.

Story, J. (1833), *Commentaries on the Constitution of the United States: With a Preliminary Review of the Constitutional History of the Colonies and States, Before the Adoption of the Constitution*, Hilliard, Gray, and Company, Boston, Massachusetts. Überarbeitet von Clark, N. J. (2005), Lawbook Exchange.

Strong, N. und M. Waterson (1987), Principals, Agents and Information, in: Clarke, R. und T. McGuinness (Hrsg.), *The Economics of the Firm*, Basil Blackwell, Oxford.

Stulz, R. M. und R. Williamson (2002), "Culture, Openness, and Finance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, No. 3, S. 313-349.

Teubner, G. und Z. Bankowski (1993), *Law as an Autopoietic System*, Blackwell, Oxford.

Tolbert, P. S. und L. G. Zucker (1983), "Institutional Sources of Change in the Formal Structure of Organizations: The Diffusion of Civil Service Reform, 1880-1935", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 28, No. 1, S. 22-40.

Tricker, R. I. (1994), *International Corporate Governance: Text, Readings, and Cases*, Prentice-Hall, New York, New York.

Useem, M. (2003), "Corporate Governance is Directors Making Decisions: Reforming the Outward Foundations for Inside Decision Making", *Journal of Management and Governance*, Vol. 7, No. 3, S. 241-253.

Vafeas, N. (1999), "Board Meeting Frequency and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, No. 1, S. 113-142.

Vagts, D. F. (2000), Comparative Company Law - The New Wave, in: Schweizer, R., H. Burkert und U. Gasser (Hrsg.), *Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag*, Schulthess, Zürich.

van Caenegem, R. C. (1973), *The Birth of the English Common Law*, Cambridge University Press, Cambridge.

- van den Berghe, L. A. A. und A. Levrau (2004), "Evaluating Boards of Directors: What Constitutes a Good Corporate Board?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, No. 4, S. 461-478.
- van der Plaats, E. (2001), "Regulating Auditor Independence", *European Accounting Review*, Vol. 9, No. 4, S. 625-638.
- van Ees, H., T. J. B. M. Postma und E. Sterken (2003), "Board Characteristics and Corporate Performance in the Netherlands", *Eastern Economic Journal*, Vol. 29, No. 1, S. 41-59.
- Vance, S. C. (1983), *Corporate Leadership: Boards, Directors and Strategy*, McGraw-Hill, New York.
- Veliyath, R. (1999), "Top Management Compensation and Shareholder Returns: Unravelling Different Models of the Relationship", *Journal of Management Studies*, Vol. 36, No. 1, S. 123-142.
- Villalonga, B. und R. H. Amit (2004), "How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?", *Maastricht Meetings Paper*, No. 3620.
- Weber, H. (2000), Entwicklungspfade europäischer Rechtstraditionen, in: Holtmann, D. und P. Riemer, *Europa: Einheit und Vielfalt. Eine interdisziplinäre Betrachtung. Region – Nation – Europa*, Band 10, LIT, Münster.
- West, M. D. (2001), "The Puzzling Divergence of Corporate Law: Evidence and Explanations from Japan and the United States", *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 150, No. 2, S. 527-601.
- Wiedenbeck, M. und C. Züll (2001), "Klassifikation mit Clusteranalyse: Grundlegende Techniken hierarchischer und K-means-Verfahren", *ZUMA How-to Reihe*, Nr. 10, Zentrum für Umfragen, Methoden und Analysen, Mannheim.
- Williamson, O. (1975), *Market and Hierarchies*, Free Press, New York.
- Williamson, O. (1984), "Corporate Governance", *Yale Law Journal*, Vol. 93, S. 1197-1229.
- Witt, P. (2003), *Corporate Governance Systeme im Wettbewerb*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden.
- Witt, P. (2004), "The Competition of International Corporate Governance Systems – a German Perspective", *Management International Review*, Vol. 44, No. 3, S. 309-333.
- Wojcik, D. (2003), "Change in the German Model of Corporate Governance: Evidence from Blockholdings 1997-2001", *Environment and Planning A*, Vol. 35, No. 8, S. 1431-1458.

Wymeersch, E. (2003), Corporate Governance Regeln in ausgewählten Rechtssystemen, in: Hommelhoff, P. und K. J. Hopt (Hrsg.), *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung Börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis*, O. Schmidt, Köln.

Xu, X. und Y. Wang (1999), "Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies", *China Economic Review*, Vol. 10, No. 1, S. 75-98.

Yeh, Y.-H., T.-S. Lee und T. Woidtke (2001), "Family Control and Corporate Governance: Evidence from Taiwan", *International Review of Finance*, Vol. 2, No. 1/2, S. 21-48.

Zahra, S. A. und J. A Pearce II (1989), "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model", *Journal of Management*, Vol. 15, No. 2, S. 291-235.

Zweigert, K. und H. Kötz (1977), *An Introduction to Comparative Law*, North-Holland, Amsterdam.

Zweigert, K. und H. Kötz (1996), *Einführung in die Rechtsvergleichung auf dem Gebiete des Privatrechts*, 3. Auflage, Mohr Siebeck, Tübingen.

Zweigert, K. und H. Kötz (1998), *An Introduction to Comparative Law*, 3. Auflage, Oxford University Press, New York, New York.

8.2 DOKUMENTVERWEISE

8.2.1 FRAGEBÖGEN

8.2.1.1 Anschreiben

Dear Mr./Mrs. ...

My name is Christopher Daniel, I am a Ph.D. student at WHU, a German university. I would like to kindly address you with a request for support.

In my research, I am trying to prove an empirical relationship between the rights and duties of Boards of Directors and capital market performance. In order to do this, I am currently evaluating the country-specific background on Boards, as written in laws or corporate governance codes for 49 countries.

For the evaluation, I have developed a Yes/No questionnaire. The questionnaire contains round about 30 questions, and I would be very happy if you could take about 10 minutes to complete it online for your country and send it back to me.

Please just follow the link:

<http://www.phil-soehnlein.de/christopher/questionnaire1.php>

If you do not think that you are the right person to answer these questions, I would like to ask you whether you could recommend me somebody who I could address. I would be most grateful for any advice.

For any further questions, please do not hesitate to contact me.

Best regards

Christopher Daniel

8.2.1.2 Allgemeine Einführung

Thank you for taking the time to fill out this questionnaire! The aim of this questionnaire is to understand the specific **role of the Board of Directors** in the corporate governance system of **publicly listed companies** (i.e. companies quoted on the stock exchange) in your country.

Please enter here, for which **country** you fill out this questionnaire:

What kind of **board system** do publicly listed companies have?

One-Tier System

Two-Tier System

Publicly listed companies
can choose between the
two systems



The questionnaire intends to find out about directors' rights and duties on a **country-specific basis**. This means that your answers should reflect rights and duties of Boards of Directors that **hold for all publicly listed companies in your country**. This means at the same time that it is not intended to find out what directors should ideally do or what directors of some companies do.

Only compulsory rules and regulations are of concern here. Hereby, the questionnaire **does not** intend to **make a difference** between what is **prescribed by law, by a stock exchange listing provision or by a Corporate Governance Code**. This means that the **source** of the rule or regulation **is not important** in this questionnaire.

The yardstick used in this questionnaire is the **question of sanctions**. Whenever a company **might be sanctioned for not following a rule or a regulation**, please **consider it as compulsory** – regardless of the source. If a company might not be sanctioned, it should not be considered as a compulsory rule or regulation in the sense of this questionnaire.

It is **not important what kind of sanction** this might be. The term sanction starts when the company is **obliged to publish the offence of a rule** (e.g. in its annual report) and goes to the threat of a **delisting or a trial**. If, for example, a rule is prescribed by the Corporate Governance Code using the **"Comply or Explain" rule**, please **consider it as compulsory**. This is because the company has to publish the reasons for deviating from this rule in the annual report.

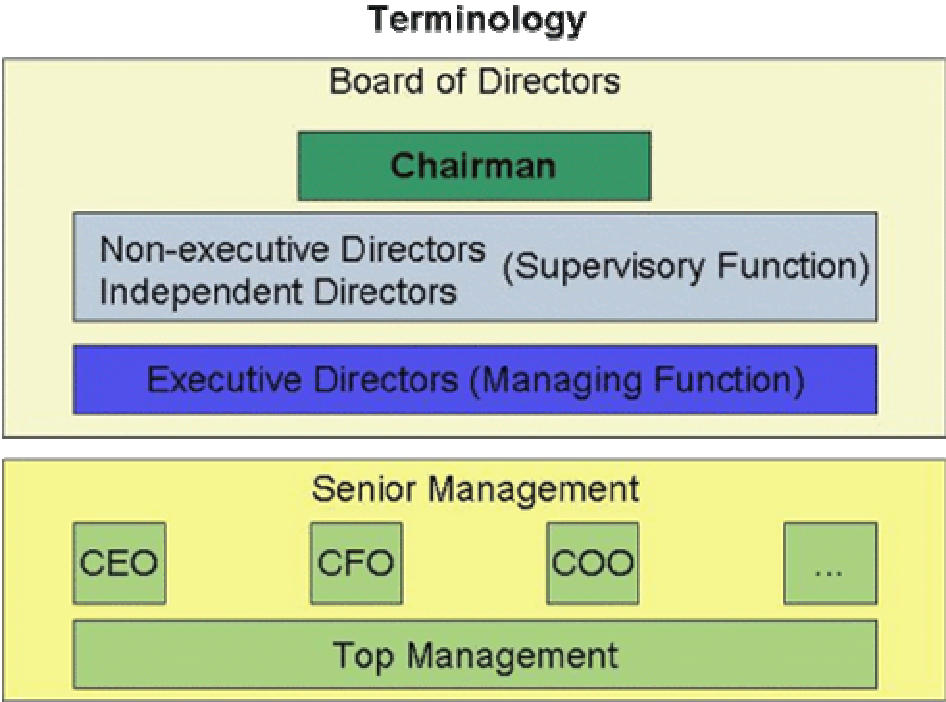
You may encounter the following abbreviations in this questionnaire:

CEO = Chief Executive Officer;

BoD = Board of Directors;

GM = General Meeting

For any further questions regarding the terminology used in this questionnaire, please refer to the illustration below:



All further questions can be answered by "Yes", "No" and "Don't Know". In case your country should allow publicly listed companies to choose between the one- and two-tier board system, please tick "Yes" or "No" according to the rules of the board system that is chosen by the majority of companies.

For any further questions, please do not hesitate to [contact me](#).

8.2.1.3 Board Balance

1. Board Membership

1. Does the Board of Directors (BoD) have to establish a committee that has to lay down the principles for the selection of BoD candidates (e.g. nomination committee)? Yes No Don't Know
2. Does this committee have to select the candidates for the BoD? Yes No Don't Know
3. Do the shareholders elect all non-executive directors directly? Yes No Don't Know
4. Do the shareholders elect all executive directors directly? Yes No Don't Know
5. Can the CEO be a member of the BoD? Yes No Don't Know
6. Can the outgoing CEO become the chair of the BoD? Yes No Don't Know
7. Can the outgoing CEO become a member of the BoD? Yes No Don't Know
8. Can the outgoing CEO become a non-executive member of the BoD? Yes No Don't Know

2. Cross-Directorship

1. Is there a limitation to the number of non-executive directorship positions for one individual? Yes No Don't Know

2. Does a director need BoD approval if he wants to accept BoD membership in another company? Yes No Don't Know

3. Is cross-membership in boards prohibited? Yes No Don't Know

3. Board Composition

1. Is the BoD obliged to reflect in its members' experience the fields in which the company operates? Yes No Don't Know

2. Is the maximum term period clearly defined for executive directors? Yes No Don't Know

3. Is the maximum term period clearly defined for non-executive directors? Yes No Don't Know

4. Is there an age limit for executive directors? Yes No Don't Know

5. Is there an age limit for non-executive directors? Yes No Don't Know

6. Is there a maximum time for executive directors serving on the board? Yes No Don't Know

7. Is there a maximum time for non-executive directors serving on the board? Yes No Don't Know

8. Does the BoD have to have a succession plan? Yes No Don't Know

9. Does the performance of the BoD have to be assessed regularly? Yes No Don't Know
10. Does the company have to report on the composition of the BoD (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know
11. Does the company have to report on the background of BoD members (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know
12. Does the company have to report on the performance of the BoD (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know

4. Non-executive Directors

1. Does the majority of board members have to be non-executive directors? Yes No Don't Know
2. Do non-executive directors have to meet regularly without the presence of executive directors? Yes No Don't Know

5. Independent Directors

1. Does your country distinguish between independent, non-executive and non-independent, non executive directors? Yes No Don't Know
2. Does the majority of non-executive board members have to be independent directors? Yes No Don't Know

3. Does the directors' independence have to be reviewed regularly? Yes No Don't Know

4. Does the company have to report about directors' independence? Yes No Don't Know

6. Board Size

1. Is there a precise limitation to board size? Yes No Don't Know

2. Is there a minimum requirement for the size of a BoD? Yes No Don't Know

7. Meetings and Procedures

1. Is there an explicitly specified minimum number of yearly BoD meetings? Yes No Don't Know

2. Are only BoD members allowed to attend BoD meetings? Yes No Don't Know

3. Do directors have to take part regularly in meetings of the BoD? Yes No Don't Know

4. Is the company obliged to have a function (e.g. company secretary) that ensures that all board procedures are complied with (e.g. writing the board minutes)? Yes No Don't Know

5. Does the company have to report in the annual report about the number of board meetings? Yes No Don't Know

6. Does the company have to report in the annual report about the individual attendance at board meetings? Yes No Don't Know

8. Identification

My e-mail address is:

Comment:

8.2.1.4 Role of the Chairman / Director Compensation

A. The Chairman of the Board of Directors

1. Can one person become chairman of the Board of Directors (BoD) of more than one company? Yes No Don't Know
2. Can the CEO be Chairman of the BoD at the same time? Yes No Don't Know
3. Is the chairman responsible for calling the meetings of the board? Yes No Don't Know
4. Does the performance of the chairman have to be evaluated annually? Yes No Don't Know
5. Does the chairman have to draw up the agenda for BoD meetings? Yes No Don't Know
6. Does the chairman have to appoint and dismiss the CEO? Yes No Don't Know
7. Is there a clear separation between the roles of the chairman of the BoD and the CEO? Yes No Don't Know

B. Director Compensation

1. General

1. Does the rule exist that nobody should be involved in the determination of his own compensation? Yes No Don't Know

2. Is the BoD obliged to set up a committee that determines BoD members' compensation (e.g. compensation committee)? Yes No Don't Know

3. Can executive directors take part in determining the BoD members' compensation? Yes No Don't Know

4. Does the chairman of the BoD have to be consulted about the remuneration of BoD members (except when his own is under review)? Yes No Don't Know

5. Does the BoD members' remuneration have to be approved by the shareholders? Yes No Don't Know

6. Can BoD members be forced to retire early in case of inadequate performance? Yes No Don't Know

2. Executive directors

1. Does the compensation have to be dependent on the achievement of specified performance targets? Yes No Don't Know

2. Does an independent position (e.g. the compensation committee) have to judge on the achievement of the performance targets? Yes No Don't Know

3. Are changing performance targets explicitly excluded? Yes No Don't Know

4. Does executive director compensation have to include fixed components? Yes No Don't Know

5. Does executive director compensation have to include variable components? Yes No Don't Know

6. Does executive director compensation have to include risk elements (such as shares/options)? Yes No Don't Know

7. Can executive directors receive shares/options as remuneration? Yes No Don't Know

8. Is there a maximum remuneration in the event of early dismissal? Yes No Don't Know

3. Non-executive directors

1. Can non-executive directors receive shares/options as remuneration? Yes No Don't Know

2. Does the level of non-executive director remuneration have to reflect time-commitment? Yes No Don't Know

3. Does the remuneration have to reflect individual attendance at meetings? Yes No Don't Know

4. Reporting on Compensation

1. Does the company have to publish a remuneration report (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know

2. Does this report have to include individualized remuneration figures? Yes No Don't Know

3. Does the company have to report fixed and variable remuneration of each individual director? Yes No Don't Know
4. Does it have to include the value of shares/stock options? Yes No Don't Know
5. Does it have to include current pension schemes? Yes No Don't Know
6. Do the directors have to publish their earnings originating from directorship positions in other companies? Yes No Don't Know

C. Identification

My e-mail address is:

Comment:

8.2.1.5 Shareholders, General Meeting, Committees and Audit

A. Shareholders

1. Is the Board of Directors (BoD) responsible for reporting to the shareholders? Yes No Don't Know
2. Is the BoD obliged to discuss governance and strategy with major/institutional shareholders? Yes No Don't Know
3. Is the BoD obliged to endeavour to have the major shareholders respect the interests of minority shareholders? Yes No Don't Know
4. Do meetings of the BoD with institutional/major investors have to be announced in advance? Yes No Don't Know
5. Does the BoD have to consider other stakeholders in addition to the company's shareholders? Yes No Don't Know

B. General Meeting

1. Can any member of the BoD chair the GM? Yes No Don't Know
2. Does the BoD have to publish agenda and proposals for the GM in advance? Yes No Don't Know
3. Is the BoD obliged to provide shareholders with reports and documents about the proposals before the GM? Yes No Don't Know

4. Do all directors have to be present at the GM? Yes No Don't Know

C. Committees

1. General

1. Does the BoD have the right to set up committees for specific matters? Yes No Don't Know
2. Do these committees have to report to the BoD regularly? Yes No Don't Know
3. Can only BoD members become committee members? Yes No Don't Know
4. Is the majority of committee members required to be non-executive directors? Yes No Don't Know
5. Is the majority of committee members required to be independent non-executive directors? Yes No Don't Know
6. Does the BoD have to have a function that oversees that the performance of the committees is evaluated regularly? Yes No Don't Know
7. Do the committees have to report on their work (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know

2. Chairman

1. Do all committees have to have a chairman? Yes No Don't Know

2. Can the chairman of the BoD chair any committee? Yes No Don't Know

3. Can an executive director chair any committee? Yes No Don't Know

4. Can a non-executive director chair any committee? Yes No Don't Know

D. Audit

1. General

1. Does the BoD have to employ an external auditor? Yes No Don't Know

2. Does the company have to set up an internal control system/an internal audit function? Yes No Don't Know

3. Does the BoD have to set up a function that supervises the external and/or the internal auditor (e.g. audit committee)? Yes No Don't Know

2. External Auditors

1. Does the auditor have to take part in deliberations of the BoD on the annual report and the financial statements? Yes No Don't Know

2. Does the BoD have to meet the external auditor regularly without the presence of executive directors? Yes No Don't Know

3. Are the BoD and the CEO prohibited to give instructions to the external auditor that limit his possibility of performing the audit? Yes No Don't Know

3. Internal Auditors/Internal Control Functions

1. Does the company have to set up a system with which staff may report concerns about improprieties or alleged irregularities? Yes No Don't Know

2. Does the company have to set up a position which shareholders can address if they have concerns with the chairman or the CEO? Yes No Don't Know

3. Does the BoD have to provide for a risk management system? Yes No Don't Know

4. Performance

1. Does the performance of the external auditor have to be evaluated regularly? Yes No Don't Know

2. Does the internal control system/ the internal audit function have to be evaluated regularly? Yes No Don't Know

3. Does the risk management system have to be evaluated regularly? Yes No Don't Know

5. Reporting

1. Does the BoD have to report on the external auditor (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know

2. Does the BoD have to report on the internal auditor/internal control function (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know

3. Does the BoD have to report on internal risk management and control systems (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know

E. Identification

My e-mail address is:

Comment:

8.2.1.6 Conflicts of Interest, Tasks and Responsibilities

A. Conflicts of Interest

1. General

1. Are all Board of Directors (BoD) members obliged to report a conflict of interest immediately? Yes No Don't Know

2. Is the company obliged to set up a clear procedure for the case of conflicts of interest? Yes No Don't Know

3. Does a director have to leave the board if a conflict of interest seems permanent? Yes No Don't Know

4. Do conflicts of interest of directors have to be reported (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know

2. Financial Advantages

1. Can BoD members obtain loans from the company? Yes No Don't Know

2. Are BoD members explicitly prohibited to receive payments, gifts or advantages from third parties? Yes No Don't Know

3. Are BoD members prohibited to grant advantages to third parties? Yes No Don't Know

3. Insider Trading

1. Do BoD members have to give notice of changes in their shareholdings regularly to a person in the company (e.g. chair)? Yes No Don't Know
2. Are directors obliged to refrain from trading shares if they have insider knowledge from pursuing their duties? Yes No Don't Know
3. Are executive directors obliged to hold shares of the company? Yes No Don't Know
4. Can executive directors hold shares of the company? Yes No Don't Know
5. Are non-executive directors obliged to hold shares of the company? Yes No Don't Know
6. Can non-executive directors hold shares of the company? Yes No Don't Know
7. Does the company have to report share purchases and sales of their directors (e.g. in the annual report or at the GM)? Yes No Don't Know

B. Tasks and Responsibilities

1. Law and Internal Rules

1. Is the BoD obliged to monitor the company's compliance with legal and regulatory requirements? Yes No Don't Know

2. Does the BoD have to issue internal rules/terms of reference/statutes/regulations? Yes No Don't Know

3. Do these rules have to be published in the annual report? Yes No Don't Know

2. Information

1. Do the directors have to ask for information they consider necessary in order to take decisions? Yes No Don't Know

2. Does the executive management have to provide the directors with the required information? Yes No Don't Know

3. Can the BoD obtain independent advice from external experts at the company's expenses? Yes No Don't Know

3. Professional Development

1. Do all directors have access to supplementary training at the company's expenses if they consider it necessary? Yes No Don't Know

2. Do newly elected board members have the right to an appropriate introduction and training? Yes No Don't Know

3. Do the training needs of BoD members have to be reviewed regularly? Yes No Don't Know

4. Insurance

1. Can all directors be made personally liable if they fail to act in the shareholders' best interest? Yes No Don't Know

2. Is the company obliged to provide its officers with D&O liability insurance? Yes No Don't Know

3. If the company provides the directors with D&O insurance, are the directors obliged to keep a deductible? Yes No Don't Know

5. Takeovers

1. Does the BoD have to make public its position if a serious private bid is made? Yes No Don't Know

2. Do the directors have to publish a survey of antitakeover measures and how they plan to use them? Yes No Don't Know

3. Is the BoD prohibited to take extraordinary actions unless authorized by the GM? Yes No Don't Know

6. Financial Reporting

1. Does the BoD have to supervise preparation and publication of the annual report? Yes No Don't Know

2. Does the BoD have to request the CFO to deliver a written statement that all financial reports meet all existing regulations? Yes No Don't Know

3. Do the BoD/the Chairman of the BoD and the CEO have to sign the annual report? Yes No Don't Know

C. Identification

My e-mail address is:

Comment:

[send survey](#)

8.2.2 ERGEBNISSE DER EMPIRISCHEN ERHEBUNG

Land	Frage-Nr.	1	2	3	4	5
	Rechtsfamilie	Do companies have to have a one-tier board in your country?	Do companies have to have a two-tier board in your country?	Do companies have to choose the board system in your country?	Does the BoD have to establish a committee that has to lay down the principles for the selection of BoD candidates (e.g. nomination committee)?	Does this committee have to select the candidates for the BoD?
Australien	Angloam.	1	0	0	1	1
Hong Kong	Angloam.	1	0	0	0	1
Indien	Angloam.	1	0	0	1	1
Irland	Angloam.	1	0	0	0	0
Israel	Angloam.	1	0	0	0	0
Kanada	Angloam.	1	0	0	1	1
Kenia	Angloam.	1	0	0	1	1
Malaysia	Angloam.	1	0	0	1	1
Neuseeland	Angloam.	1	0	0	0	0
Nigeria	Angloam.	1	0	0	0	0
Pakistan	Angloam.	1	0	0	0	0
Singapur	Angloam.	1	0	0	1	1
Sri Lanka	Angloam.	1	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	0	0	1	1
Thailand	Angloam.	1	0	0	0	0
UK	Angloam.	1	0	0	1	1
USA	Angloam.	1	0	0	1	1
Zimbabwe	Angloam.	1	0	0	0	0
Ägypten	Franz.	1	0	0	0	0
Argentinien	Franz.	1	0	0	1	1
Belgien	Franz.	0	0	1	1	1
Brasilien	Franz.	1	0	0	0	0
Chile	Franz.	1	0	0	0	0
Ecuador	Franz.	0	0	1	0	0
Frankreich	Franz.	0	0	1	0	1
Griechenland	Franz.	1	0	0	0	0
Holland	Franz.	0	0	1	1	0
Indonesien	Franz.	0	1	0	0	0
Italien	Franz.	0	0	1	0	0
Jordanien	Franz.	1	0	0	0	0
Kolumbien	Franz.	1	0	0	1	1
Mexiko	Franz.	1	0	0	0	0
Peru	Franz.	0	0	1	0	0
Philippinen	Franz.	1	0	0	1	1
Portugal	Franz.	0	0	1	0	0
Spanien	Franz.	1	0	0	0	0
Türkei	Franz.	1	0	0	0	0
Uruguay	Franz.	0	0	1	0	0
Venezuela	Franz.	0	0	1	0	0
Deutschland	Deutsch	0	1	0	0	0
Japan	Deutsch	0	0	1	1	1
Österreich	Deutsch	0	1	0	0	0
Schweiz	Deutsch	0	0	1	0	0
Südkorea	Deutsch	1	0	0	1	1
Taiwan	Deutsch	0	1	0	0	0
Dänemark	Skand.	0	1	0	1	0
Finnland	Skand.	0	0	1	1	1
Norwegen	Skand.	1	0	0	1	0
Schweden	Skand.	1	0	0	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	6 Do the shareholders elect all non- executive directors directly?	7 Do the shareholders elect all executive directors directly?	8 Can the CEO be a member of the BoD?	9 Can the outgoing CEO become the chair of the BoD?	10 Can the outgoing CEO become a member of the BoD?
Australien	Angloam.	1	1	1	0	1
Hong Kong	Angloam.	1	1	1	1	1
Indien	Angloam.	1	1	1	1	1
Irland	Angloam.	1	1	1	1	1
Israel	Angloam.	1	1	1	0	1
Kanada	Angloam.	1	0	1	0	1
Kenia	Angloam.	1	0	1	0	1
Malaysia	Angloam.	1	1	1	0	1
Neuseeland	Angloam.	0	0	1	1	1
Nigeria	Angloam.	1	0	1	1	1
Pakistan	Angloam.	0	1	1	1	1
Singapur	Angloam.	1	1	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	1	1	1
Südafrika	Angloam.	1	0	1	1	1
Thailand	Angloam.	1	0	1	0	1
UK	Angloam.	1	1	1	1	1
USA	Angloam.	1	1	1	1	1
Zimbabwe	Angloam.	1	1	1	1	1
Ägypten	Franz.	1	1	1	1	1
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	1
Belgien	Franz.	1	1	1	1	1
Brasilien	Franz.	1	1	1	1	1
Chile	Franz.	1	1	0	1	1
Ecuador	Franz.	1	1	1	1	1
Frankreich	Franz.	1	1	1	1	1
Griechenland	Franz.	1	0	1	1	1
Holland	Franz.	1	0	1	0	1
Indonesien	Franz.	1	1	1	1	1
Italien	Franz.	1	1	1	1	1
Jordanien	Franz.	1	1	1	1	1
Kolumbien	Franz.	1	0	1	1	1
Mexiko	Franz.	0	0	1	1	1
Peru	Franz.	0	0	0	1	1
Philippinen	Franz.	1	1	1	1	1
Portugal	Franz.	1	1	1	1	1
Spanien	Franz.	1	1	1	1	1
Türkei	Franz.	1	1	1	1	1
Uruguay	Franz.	1	1	1	1	1
Venezuela	Franz.	1	1	1	1	1
Deutschland	Deutsch	0	0	0	1	1
Japan	Deutsch	0	0	1	1	1
Österreich	Deutsch	1	0	0	1	1
Schweiz	Deutsch	1	1	1	1	1
Südkorea	Deutsch	1	1	1	1	1
Taiwan	Deutsch	1	1	1	1	1
Dänemark	Skand.	1	1	1	0	1
Finnland	Skand.	1	0	1	1	1
Norwegen	Skand.	1	1	1	1	1
Schweden	Skand.	1	1	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	11 Can the outgoing CEO become a non-executive member of the BoD?	12 Is there a limitation to the number of non- executive directorship positions for one individual?	13 Does a director need BoD approval if he wants to accept BoD membership in another company?	14 Is cross- membership in boards prohibited?	15 Is the BoD obliged to reflect in its members' experience the fields in which the company operates?
Australien	Angloam.	1	0	0	0	0
Hong Kong	Angloam.	1	1	0	0	1
Indien	Angloam.	1	0	0	0	0
Irland	Angloam.	1	0	1	0	0
Israel	Angloam.	0	0	0	1	0
Kanada	Angloam.	1	0	0	0	1
Kenia	Angloam.	1	1	0	0	1
Malaysia	Angloam.	1	1	0	0	0
Neuseeland	Angloam.	1	0	0	0	0
Nigeria	Angloam.	1	0	0	0	0
Pakistan	Angloam.	1	1	1	0	0
Singapur	Angloam.	0	0	0	0	0
Sri Lanka	Angloam.	1	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	0	0	0	0
Thailand	Angloam.	1	0	0	0	0
UK	Angloam.	1	0	1	0	0
USA	Angloam.	0	0	0	0	0
Zimbabwe	Angloam.	1	1	0	0	0
Ägypten	Franz.	1	1	0	0	0
Argentinien	Franz.	1	0	0	0	1
Belgien	Franz.	1	1	0	0	1
Brasilien	Franz.	1	0	0	0	0
Chile	Franz.	1	0	0	0	0
Ecuador	Franz.	1	0	0	0	0
Frankreich	Franz.	1	1	0	0	0
Griechenland	Franz.	1	0	1	0	0
Holland	Franz.	1	1	1	0	0
Indonesien	Franz.	1	0	1	0	0
Italien	Franz.	1	0	0	0	0
Jordanien	Franz.	1	1	0	0	0
Kolumbien	Franz.	0	1	0	0	0
Mexiko	Franz.	1	0	0	0	0
Peru	Franz.	1	0	0	0	1
Philippinen	Franz.	1	0	0	0	1
Portugal	Franz.	1	0	0	0	0
Spanien	Franz.	1	0	0	0	1
Türkei	Franz.	1	0	0	0	1
Uruguay	Franz.	1	1	0	0	0
Venezuela	Franz.	1	0	0	0	0
Deutschland	Deutsch	1	1	0	1	0
Japan	Deutsch	1	0	1	0	0
Österreich	Deutsch	1	1	1	1	0
Schweiz	Deutsch	1	0	0	0	0
Südkorea	Deutsch	1	1	1	0	0
Taiwan	Deutsch	0	0	1	1	1
Dänemark	Skand.	1	0	0	0	0
Finnland	Skand.	1	0	0	1	1
Norwegen	Skand.	1	0	0	0	0
Schweden	Skand.	1	0	0	0	1

Land	Frage-Nr.	16	17	18	19	20
	Rechtsfamilie	Is the maximum term period clearly defined for executive directors?	Is the maximum term period clearly defined for non-executive directors?	Is there an age limit for executive directors?	Is there an age limit for non-executive directors?	Is there a maximum time for executive directors serving on the board?
Australien	Angloam.	0	0	0	0	0
Hong Kong	Angloam.	1	1	0	0	0
Indien	Angloam.	1	1	1	0	0
Irland	Angloam.	1	1	0	0	0
Israel	Angloam.	0	0	0	0	0
Kanada	Angloam.	0	0	1	1	0
Kenia	Angloam.	1	1	1	1	1
Malaysia	Angloam.	0	0	1	1	0
Neuseeland	Angloam.	0	0	0	0	0
Nigeria	Angloam.	1	1	1	1	0
Pakistan	Angloam.	0	0	0	0	0
Singapur	Angloam.	0	0	1	1	0
Sri Lanka	Angloam.	0	0	1	1	0
Südafrika	Angloam.	1	1	0	0	0
Thailand	Angloam.	1	1	0	0	0
UK	Angloam.	0	0	0	0	0
USA	Angloam.	0	0	0	0	0
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	0	0
Ägypten	Franz.	1	1	0	0	1
Argentinien	Franz.	0	0	0	0	0
Belgien	Franz.	1	1	0	0	0
Brasilien	Franz.	0	0	0	0	0
Chile	Franz.	1	1	0	0	0
Ecuador	Franz.	1	1	0	0	0
Frankreich	Franz.	1	1	1	1	0
Griechenland	Franz.	1	1	0	0	0
Holland	Franz.	1	1	0	0	0
Indonesien	Franz.	0	0	0	0	1
Italien	Franz.	1	1	0	0	0
Jordanien	Franz.	1	1	0	0	1
Kolumbien	Franz.	0	0	1	1	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	0	0
Peru	Franz.	1	1	0	0	0
Philippinen	Franz.	0	0	0	0	0
Portugal	Franz.	1	1	0	0	0
Spanien	Franz.	0	0	1	0	0
Türkei	Franz.	0	0	0	0	0
Uruguay	Franz.	0	0	0	0	0
Venezuela	Franz.	1	1	0	0	0
Deutschland	Deutsch	1	1	0	0	0
Japan	Deutsch	1	1	0	0	0
Österreich	Deutsch	1	1	1	1	0
Schweiz	Deutsch	0	0	0	0	0
Südkorea	Deutsch	1	1	0	0	0
Taiwan	Deutsch	0	0	0	0	0
Dänemark	Skand.	0	0	0	0	1
Finnland	Skand.	0	1	1	1	0
Norwegen	Skand.	1	1	0	0	0
Schweden	Skand.	1	1	0	0	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	21 Is there a maximum time for non- executive directors serving on the board?	22 Does the BoD have to have a succession plan?	23 Does the performance of the BoD have to be assessed regularly?	24 Does the company have to report on the composition of the BoD (e.g. in the annual report or at the GM)?	25 Does the company have to report on the background of BoD members (e.g. in the annual report or at the GM)?
Australien	Angloam.	0	0	1	1	1
Hong Kong	Angloam.	1	0	1	1	1
Indien	Angloam.	0	0	1	1	1
Irland	Angloam.	0	0	0	1	0
Israel	Angloam.	1	0	0	1	0
Kanada	Angloam.	0	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	1	1	1	1
Malaysia	Angloam.	0	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	0	0	0	1	0
Nigeria	Angloam.	0	0	0	1	0
Pakistan	Angloam.	0	0	1	1	0
Singapur	Angloam.	0	0	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	0	1	1	1
Thailand	Angloam.	0	0	0	1	1
UK	Angloam.	0	0	1	1	1
USA	Angloam.	0	0	0	1	1
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	1	0
Ägypten	Franz.	1	0	1	1	1
Argentinien	Franz.	0	0	1	1	0
Belgien	Franz.	0	1	1	1	1
Brasilien	Franz.	0	0	0	1	1
Chile	Franz.	0	0	0	1	1
Ecuador	Franz.	0	0	1	1	0
Frankreich	Franz.	0	0	1	1	0
Griechenland	Franz.	0	0	1	1	1
Holland	Franz.	1	0	1	1	1
Indonesien	Franz.	1	0	0	1	1
Italien	Franz.	0	0	0	1	0
Jordanien	Franz.	1	0	1	1	1
Kolumbien	Franz.	0	1	0	1	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	1	0
Peru	Franz.	0	0	1	1	1
Philippinen	Franz.	0	0	1	1	1
Portugal	Franz.	0	0	0	1	0
Spanien	Franz.	0	0	0	1	1
Türkei	Franz.	0	0	1	1	1
Uruguay	Franz.	0	0	0	1	0
Venezuela	Franz.	0	0	1	1	0
Deutschland	Deutsch	0	0	0	1	1
Japan	Deutsch	0	0	0	1	1
Österreich	Deutsch	0	1	0	1	0
Schweiz	Deutsch	0	0	0	1	1
Südkorea	Deutsch	0	0	0	1	1
Taiwan	Deutsch	0	1	1	1	1
Dänemark	Skand.	1	0	1	1	0
Finnland	Skand.	0	0	1	1	1
Norwegen	Skand.	0	0	1	0	1
Schweden	Skand.	0	0	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	26 Does the company have to report on the performance of the BoD (e.g. in the annual report or at the GM)?	27 Does the majority of board members have to be non- executive directors?	28 Do non- executive directors have to meet regularly without the presence of executive directors?	29 Does your country distinguish between independent non- executive and non-independent non-executive directors?	30 Does the majority of non- executive board members have to be independent directors?
Australien	Angloam.	1	0	0	1	1
Hong Kong	Angloam.	0	0	0	1	0
Indien	Angloam.	1	0	0	1	0
Irland	Angloam.	0	0	0	1	0
Israel	Angloam.	0	0	0	0	0
Kanada	Angloam.	0	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	0	0	1	0
Malaysia	Angloam.	1	0	0	1	0
Neuseeland	Angloam.	0	0	0	1	0
Nigeria	Angloam.	0	0	0	0	0
Pakistan	Angloam.	1	0	1	0	0
Singapur	Angloam.	1	0	0	1	0
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	1	0	0	0
Thailand	Angloam.	1	0	0	1	0
UK	Angloam.	1	0	1	1	0
USA	Angloam.	1	1	1	1	1
Zimbabwe	Angloam.	1	1	0	0	0
Ägypten	Franz.	0	0	0	0	0
Argentinien	Franz.	1	0	0	1	0
Belgien	Franz.	0	0	1	1	0
Brasilien	Franz.	0	1	0	0	0
Chile	Franz.	0	0	0	1	0
Ecuador	Franz.	0	0	0	0	0
Frankreich	Franz.	0	1	0	0	0
Griechenland	Franz.	1	1	0	1	1
Holland	Franz.	1	0	1	1	1
Indonesien	Franz.	1	0	0	1	0
Italien	Franz.	0	0	0	1	0
Jordanien	Franz.	1	0	0	0	0
Kolumbien	Franz.	0	0	1	1	1
Mexiko	Franz.	0	0	0	1	0
Peru	Franz.	1	1	0	0	1
Philippinen	Franz.	0	0	0	1	1
Portugal	Franz.	0	0	0	1	0
Spanien	Franz.	0	0	0	1	0
Türkei	Franz.	1	0	0	1	0
Uruguay	Franz.	1	0	0	0	0
Venezuela	Franz.	0	0	0	1	0
Deutschland	Deutsch	0	1	0	1	0
Japan	Deutsch	0	0	0	1	1
Österreich	Deutsch	0	1	1	1	0
Schweiz	Deutsch	0	0	0	1	0
Südkorea	Deutsch	0	1	0	1	1
Taiwan	Deutsch	1	0	0	1	0
Dänemark	Skand.	0	1	0	0	0
Finnland	Skand.	1	1	1	1	1
Norwegen	Skand.	0	0	0	0	0
Schweden	Skand.	1	1	0	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	31 Does the directors' independence have to be reviewed regularly?	32 Does the company have to report about directors' independence?	33 Is there a precise limitation to board size?	34 Is there a minimum requirement for the size of a BoD?	35 Is there an explicitly specified minimum number of yearly BoD meetings?
Australien	Angloam.	1	1	0	1	0
Hong Kong	Angloam.	1	1	0	0	1
Indien	Angloam.	1	1	0	1	1
Irland	Angloam.	0	0	0	1	0
Israel	Angloam.	0	0	0	0	1
Kanada	Angloam.	1	1	0	0	0
Kenia	Angloam.	1	1	0	1	1
Malaysia	Angloam.	1	1	0	1	0
Neuseeland	Angloam.	0	0	0	0	0
Nigeria	Angloam.	0	0	0	1	1
Pakistan	Angloam.	0	0	0	1	1
Singapur	Angloam.	1	1	0	1	0
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	1	0
Südafrika	Angloam.	1	0	0	0	0
Thailand	Angloam.	0	0	1	1	1
UK	Angloam.	1	1	0	1	0
USA	Angloam.	1	1	0	0	0
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	1	0
Ägypten	Franz.	0	0	0	1	1
Argentinien	Franz.	1	1	0	1	1
Belgien	Franz.	1	1	0	1	0
Brasilien	Franz.	0	0	0	1	0
Chile	Franz.	0	1	0	1	1
Ecuador	Franz.	0	0	0	0	1
Frankreich	Franz.	0	0	1	1	1
Griechenland	Franz.	0	0	0	1	1
Holland	Franz.	1	1	0	1	1
Indonesien	Franz.	0	0	0	1	0
Italien	Franz.	1	1	0	0	1
Jordanien	Franz.	0	0	1	1	1
Kolumbien	Franz.	0	0	0	1	0
Mexiko	Franz.	1	1	1	1	1
Peru	Franz.	0	1	0	1	1
Philippinen	Franz.	1	1	1	1	0
Portugal	Franz.	1	1	0	1	1
Spanien	Franz.	0	0	0	1	0
Türkei	Franz.	1	1	1	1	1
Uruguay	Franz.	0	0	0	0	1
Venezuela	Franz.	0	1	0	0	1
Deutschland	Deutsch	0	0	1	1	1
Japan	Deutsch	0	0	0	1	1
Österreich	Deutsch	0	0	1	1	1
Schweiz	Deutsch	0	1	0	0	0
Südkorea	Deutsch	0	0	0	1	0
Taiwan	Deutsch	1	1	0	1	1
Dänemark	Skand.	0	0	0	1	0
Finnland	Skand.	1	1	0	1	0
Norwegen	Skand.	1	1	0	1	0
Schweden	Skand.	0	0	0	1	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	36 Are only members of the BoD allowed to attend BoD meetings?	37 Do directors have to take part regularly in meetings of the BoD?	38 Is the company obliged to have a function (e.g. company secretary) that ensures that all board procedures are complied with (e.g. writing the board minutes)?	39 Does the company have to report in the annual report about the number of board meetings?	40 Does the company have to report in the annual report about the individual attendance at board meetings?
Australien	Angloam.	0	1	1	0	0
Hong Kong	Angloam.	0	1	1	1	1
Indien	Angloam.	1	1	1	1	1
Irland	Angloam.	0	0	1	0	0
Israel	Angloam.	0	1	0	0	0
Kanada	Angloam.	0	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	1	1	1	0
Malaysia	Angloam.	0	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	0	1	1	0	0
Nigeria	Angloam.	0	1	0	0	0
Pakistan	Angloam.	1	1	1	0	0
Singapur	Angloam.	0	1	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	1	0	0
Südafrika	Angloam.	0	0	1	1	1
Thailand	Angloam.	0	0	0	0	0
UK	Angloam.	0	1	1	1	0
USA	Angloam.	0	1	1	1	1
Zimbabwe	Angloam.	0	1	1	0	0
Ägypten	Franz.	1	1	1	0	0
Argentinien	Franz.	1	1	1	0	0
Belgien	Franz.	1	1	1	1	1
Brasilien	Franz.	0	0	0	0	0
Chile	Franz.	0	1	1	0	0
Ecuador	Franz.	1	1	1	0	0
Frankreich	Franz.	1	1	1	1	0
Griechenland	Franz.	0	1	1	0	0
Holland	Franz.	0	1	0	1	0
Indonesien	Franz.	0	1	1	1	1
Italien	Franz.	1	1	1	1	0
Jordanien	Franz.	0	1	1	1	1
Kolumbien	Franz.	0	1	1	0	0
Mexiko	Franz.	1	1	1	0	0
Peru	Franz.	0	1	1	0	0
Philippinen	Franz.	0	1	1	1	0
Portugal	Franz.	1	1	1	1	0
Spanien	Franz.	0	1	1	1	1
Türkei	Franz.	0	0	1	1	0
Uruguay	Franz.	0	1	0	0	0
Venezuela	Franz.	1	1	1	0	0
Deutschland	Deutsch	0	1	0	0	0
Japan	Deutsch	1	1	0	0	0
Österreich	Deutsch	0	1	0	1	0
Schweiz	Deutsch	0	0	1	1	0
Südkorea	Deutsch	0	1	0	1	1
Taiwan	Deutsch	0	1	1	1	1
Dänemark	Skand.	0	1	0	0	0
Finnland	Skand.	0	1	1	1	0
Norwegen	Skand.	0	0	1	0	0
Schweden	Skand.	0	1	1	0	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	41 Can one person become chairman of the BoD of more than one company?	42 Can the CEO be Chairman of the BoD at the same time?	43 Is the chairman responsible for calling the meetings of the board?	44 Does the performance of the chairman have to be evaluated annually?	45 Does the chairman have to draw up the agenda for BoD meetings?
Australien	Angloam.	1	1	0	0	0
Hong Kong	Angloam.	1	0	1	0	1
Indien	Angloam.	0	1	1	0	0
Irland	Angloam.	1	0	1	1	1
Israel	Angloam.	1	0	1	0	0
Kanada	Angloam.	1	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	0	1	1	1
Malaysia	Angloam.	1	0	1	1	0
Neuseeland	Angloam.	1	0	1	0	0
Nigeria	Angloam.	1	1	0	0	0
Pakistan	Angloam.	0	1	1	1	1
Singapur	Angloam.	1	1	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	1	1	0	0	1
Südafrika	Angloam.	1	1	1	0	1
Thailand	Angloam.	1	0	1	0	1
UK	Angloam.	1	1	1	1	1
USA	Angloam.	1	1	0	0	0
Zimbabwe	Angloam.	1	1	1	0	0
Ägypten	Franz.	1	1	1	1	1
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	1
Belgien	Franz.	1	0	1	0	1
Brasilien	Franz.	1	1	1	0	1
Chile	Franz.	1	0	1	0	1
Ecuador	Franz.	1	1	0	0	1
Frankreich	Franz.	1	1	1	1	1
Griechenland	Franz.	0	1	1	0	1
Holland	Franz.	1	1	1	1	1
Indonesien	Franz.	1	0	1	0	0
Italien	Franz.	1	1	1	0	1
Jordanien	Franz.	1	1	1	1	1
Kolumbien	Franz.	1	1	1	0	0
Mexiko	Franz.	1	1	1	0	0
Peru	Franz.	0	1	1	0	1
Philippinen	Franz.	1	1	1	1	1
Portugal	Franz.	1	1	1	0	0
Spanien	Franz.	1	1	1	0	0
Türkei	Franz.	1	1	1	0	1
Uruguay	Franz.	1	1	0	0	0
Venezuela	Franz.	1	1	1	1	1
Deutschland	Deutsch	1	0	0	0	1
Japan	Deutsch	1	1	1	0	0
Österreich	Deutsch	1	0	1	0	1
Schweiz	Deutsch	1	1	1	0	1
Südkorea	Deutsch	1	1	1	0	1
Taiwan	Deutsch	1	1	1	0	1
Dänemark	Skand.	1	0	1	1	1
Finnland	Skand.	1	1	1	1	1
Norwegen	Skand.	1	0	1	1	1
Schweden	Skand.	1	0	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	46 Does the chairman have to appoint and dismiss the CEO?	47 Is there a clear separation between the roles of the chairman of the BoD and the CEO?	48 Does the rule exist that nobody should be involved in the determination of his own compensation?	49 Is the BoD obliged to set up a committee that determines BoD members' compensation (e.g. compensation committee)?	50 Can executive directors take part in determining the BoD members' compensation?
Australien	Angloam.	0	0	0	0	1
Hong Kong	Angloam.	0	0	1	1	1
Indien	Angloam.	0	0	0	1	1
Irland	Angloam.	0	1	1	1	0
Israel	Angloam.	0	1	0	0	1
Kanada	Angloam.	0	1	0	0	0
Kenia	Angloam.	0	1	1	1	1
Malaysia	Angloam.	0	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	0	1	1	0	1
Nigeria	Angloam.	0	1	0	0	1
Pakistan	Angloam.	1	1	0	1	1
Singapur	Angloam.	0	0	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	0	1
Südafrika	Angloam.	0	1	1	1	0
Thailand	Angloam.	1	1	1	1	1
UK	Angloam.	0	1	1	1	0
USA	Angloam.	0	0	0	1	0
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	0	1
Ägypten	Franz.	0	1	1	0	0
Argentinien	Franz.	0	1	1	1	0
Belgien	Franz.	0	1	1	1	1
Brasilien	Franz.	0	1	0	0	1
Chile	Franz.	0	1	0	0	0
Ecuador	Franz.	1	0	0	0	1
Frankreich	Franz.	0	0	0	0	1
Griechenland	Franz.	1	0	0	0	0
Holland	Franz.	0	0	0	0	1
Indonesien	Franz.	0	1	0	0	0
Italien	Franz.	0	1	1	0	1
Jordanien	Franz.	0	0	1	0	0
Kolumbien	Franz.	1	0	1	0	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	1	1
Peru	Franz.	1	0	0	0	0
Philippinen	Franz.	1	1	1	1	0
Portugal	Franz.	0	1	1	0	0
Spanien	Franz.	0	0	1	1	0
Türkei	Franz.	1	1	1	0	0
Uruguay	Franz.	0	0	0	0	1
Venezuela	Franz.	0	0	1	0	1
Deutschland	Deutsch	0	1	1	0	0
Japan	Deutsch	1	0	0	0	0
Österreich	Deutsch	0	1	1	0	0
Schweiz	Deutsch	0	1	1	0	1
Südkorea	Deutsch	0	1	0	0	0
Taiwan	Deutsch	0	0	1	0	0
Dänemark	Skand.	0	0	1	1	0
Finnland	Skand.	0	1	1	1	0
Norwegen	Skand.	0	1	1	0	0
Schweden	Skand.	0	1	1	0	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	51 Does the chairman of the BoD have to be consulted about the remuneration of BoD members (except when his own is under review)?	52 Does the BoD members' remuneration have to be approved by the shareholders?	53 Can BoD members be forced to retire early in case of inadequate performance?	54 Does the compensation have to be dependent on the achievement of specified performance targets?	55 Does an independent position (e.g. the compensation committee) have to judge on the achievement of the performance targets?
Australien	Angloam.	0	0	1	0	0
Hong Kong	Angloam.	1	1	1	0	1
Indien	Angloam.	0	0	1	0	1
Irland	Angloam.	0	1	0	1	1
Israel	Angloam.	0	1	1	0	0
Kanada	Angloam.	1	0	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	1	1	1	1
Malaysia	Angloam.	1	1	1	0	0
Neuseeland	Angloam.	1	1	1	0	1
Nigeria	Angloam.	1	1	1	0	0
Pakistan	Angloam.	1	1	1	0	0
Singapur	Angloam.	1	1	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	1	0	0
Südafrika	Angloam.	1	1	1	0	1
Thailand	Angloam.	1	1	1	0	0
UK	Angloam.	1	1	1	0	0
USA	Angloam.	0	0	1	0	1
Zimbabwe	Angloam.	1	0	0	0	0
Ägypten	Franz.	0	1	1	0	0
Argentinien	Franz.	0	1	1	1	1
Belgien	Franz.	0	1	1	1	1
Brasilien	Franz.	0	1	1	0	0
Chile	Franz.	0	1	1	0	0
Ecuador	Franz.	0	0	1	0	0
Frankreich	Franz.	1	1	1	0	0
Griechenland	Franz.	0	1	0	1	1
Holland	Franz.	1	0	1	0	0
Indonesien	Franz.	0	1	1	1	1
Italien	Franz.	0	1	1	0	0
Jordanien	Franz.	1	1	1	0	0
Kolumbien	Franz.	0	1	0	0	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	0	0
Peru	Franz.	1	0	0	0	0
Philippinen	Franz.	1	0	1	1	1
Portugal	Franz.	0	1	1	1	1
Spanien	Franz.	0	1	1	0	0
Türkei	Franz.	1	1	0	0	0
Uruguay	Franz.	0	1	1	0	0
Venezuela	Franz.	0	1	1	0	0
Deutschland	Deutsch	0	1	1	0	0
Japan	Deutsch	0	0	0	0	0
Österreich	Deutsch	0	1	1	1	0
Schweiz	Deutsch	1	0	1	0	0
Südkorea	Deutsch	0	1	1	0	0
Taiwan	Deutsch	0	1	0	0	0
Dänemark	Skand.	0	1	1	0	0
Finnland	Skand.	1	1	1	0	1
Norwegen	Skand.	0	1	1	0	0
Schweden	Skand.	0	1	1	0	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	56 Are changing performance targets explicitly excluded?	57 Does executive director compensation have to include fixed components?	58 Does executive director compensation have to include variable components?	59 Does executive director compensation have to include risk elements (such as shares/options)?	60 Can executive directors receive shares/options as remuneration?
Australien	Angloam.	0	0	0	0	1
Hong Kong	Angloam.	0	0	0	0	1
Indien	Angloam.	0	1	1	0	1
Irland	Angloam.	0	0	0	0	1
Israel	Angloam.	0	0	0	0	1
Kanada	Angloam.	0	0	1	1	1
Kenia	Angloam.	0	1	0	0	1
Malaysia	Angloam.	0	0	0	0	1
Neuseeland	Angloam.	0	1	0	0	1
Nigeria	Angloam.	0	0	0	0	1
Pakistan	Angloam.	0	0	0	0	1
Singapur	Angloam.	1	0	0	0	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	0	0	0	0	1
Thailand	Angloam.	0	0	0	0	1
UK	Angloam.	0	1	0	0	1
USA	Angloam.	0	0	0	0	1
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	0	1
Ägypten	Franz.	1	1	0	0	1
Argentinien	Franz.	1	1	0	0	1
Belgien	Franz.	0	1	1	0	1
Brasilien	Franz.	0	1	0	0	1
Chile	Franz.	0	0	0	0	1
Ecuador	Franz.	0	0	0	0	0
Frankreich	Franz.	0	0	0	0	1
Griechenland	Franz.	0	0	0	0	1
Holland	Franz.	0	1	0	0	1
Indonesien	Franz.	0	1	1	0	1
Italien	Franz.	0	0	0	0	1
Jordanien	Franz.	0	0	0	0	0
Kolumbien	Franz.	0	1	0	0	1
Mexiko	Franz.	0	0	0	0	1
Peru	Franz.	0	1	0	0	0
Philippinen	Franz.	0	1	1	1	1
Portugal	Franz.	0	0	1	0	1
Spanien	Franz.	0	0	0	0	1
Türkei	Franz.	0	1	0	0	1
Uruguay	Franz.	0	0	0	0	1
Venezuela	Franz.	0	0	0	0	1
Deutschland	Deutsch	0	1	1	1	1
Japan	Deutsch	0	1	0	0	1
Österreich	Deutsch	1	1	1	1	1
Schweiz	Deutsch	0	0	0	0	1
Südkorea	Deutsch	0	0	0	0	1
Taiwan	Deutsch	0	0	0	0	0
Dänemark	Skand.	0	0	0	0	1
Finnland	Skand.	0	1	0	0	1
Norwegen	Skand.	0	0	0	0	1
Schweden	Skand.	0	0	0	0	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	61 Is there a maximum remuneration in the event of early dismissal?	62 Can non- executive directors receive shares/options as remuneration?	63 Does the level of non-executive director remuneration have to reflect time- commitment?	64 Does the remuneration have to reflect individual attendance at meetings?	65 Does the company have to publish a remuneration report (e.g. in the annual report or at the GM)?
Australien	Angloam.	0	1	0	0	1
Hong Kong	Angloam.	1	1	0	0	0
Indien	Angloam.	0	0	1	1	1
Irland	Angloam.	1	0	0	0	1
Israel	Angloam.	0	1	0	1	1
Kanada	Angloam.	1	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	0	0	1	1	1
Malaysia	Angloam.	0	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	0	1	0	0	1
Nigeria	Angloam.	0	1	1	1	0
Pakistan	Angloam.	0	0	0	0	0
Singapur	Angloam.	0	1	0	0	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	0	1	0	0	1
Thailand	Angloam.	1	1	1	0	1
UK	Angloam.	0	1	0	0	1
USA	Angloam.	0	1	0	0	1
Zimbabwe	Angloam.	0	1	0	0	1
Ägypten	Franz.	0	0	0	1	0
Argentinien	Franz.	0	1	0	0	1
Belgien	Franz.	0	0	1	0	1
Brasilien	Franz.	0	1	0	0	0
Chile	Franz.	0	1	0	0	1
Ecuador	Franz.	0	0	0	0	0
Frankreich	Franz.	0	0	0	0	1
Griechenland	Franz.	0	1	1	1	1
Holland	Franz.	1	1	0	0	1
Indonesien	Franz.	1	1	1	0	1
Italien	Franz.	0	1	0	0	1
Jordanien	Franz.	0	1	0	0	1
Kolumbien	Franz.	0	1	1	0	0
Mexiko	Franz.	0	1	0	0	0
Peru	Franz.	0	0	0	0	0
Philippinen	Franz.	0	1	0	0	0
Portugal	Franz.	0	1	0	0	1
Spanien	Franz.	0	1	0	0	1
Türkei	Franz.	0	1	0	1	1
Uruguay	Franz.	0	1	0	0	1
Venezuela	Franz.	0	1	0	0	0
Deutschland	Deutsch	0	1	0	0	1
Japan	Deutsch	0	1	0	0	0
Österreich	Deutsch	0	1	0	0	1
Schweiz	Deutsch	0	1	0	0	1
Südkorea	Deutsch	0	1	0	0	1
Taiwan	Deutsch	0	0	0	0	1
Dänemark	Skand.	0	1	0	0	0
Finnland	Skand.	1	1	0	1	1
Norwegen	Skand.	0	0	0	0	1
Schweden	Skand.	0	1	0	0	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	66 Does this report have to include individualized remuneration figures?	67 Does the company have to report fixed and variable remuneration of each individual director?	68 Does it have to include the value of shares/stock options?	69 Does it have to include current pension schemes?	70 Do the directors have to publish their earnings originating from directorship positions in other companies?
Australien	Angloam.	0	0	1	0	0
Hong Kong	Angloam.	1	1	1	1	0
Indien	Angloam.	1	0	0	0	0
Irland	Angloam.	1	1	1	1	0
Israel	Angloam.	0	0	0	1	0
Kanada	Angloam.	1	1	0	1	0
Kenia	Angloam.	0	0	0	1	0
Malaysia	Angloam.	1	1	0	0	0
Neuseeland	Angloam.	1	1	1	1	0
Nigeria	Angloam.	0	0	0	0	0
Pakistan	Angloam.	0	0	0	0	0
Singapur	Angloam.	0	0	0	0	0
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	1	1	1	0
Thailand	Angloam.	1	1	0	1	0
UK	Angloam.	1	1	1	1	0
USA	Angloam.	1	0	1	0	0
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	1	0
Ägypten	Franz.	0	0	0	0	0
Argentinien	Franz.	0	0	0	0	0
Belgien	Franz.	1	1	1	1	0
Brasilien	Franz.	0	0	0	0	0
Chile	Franz.	1	1	0	0	0
Ecuador	Franz.	0	0	0	0	0
Frankreich	Franz.	1	0	0	0	0
Griechenland	Franz.	0	0	0	0	0
Holland	Franz.	1	1	1	1	0
Indonesien	Franz.	0	0	0	0	0
Italien	Franz.	0	0	1	0	0
Jordanien	Franz.	1	1	1	1	0
Kolumbien	Franz.	0	0	0	0	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	0	0
Peru	Franz.	0	0	1	0	0
Philippinen	Franz.	0	0	0	0	0
Portugal	Franz.	1	1	1	0	0
Spanien	Franz.	0	0	1	1	0
Türkei	Franz.	0	0	1	1	0
Uruguay	Franz.	0	0	1	1	0
Venezuela	Franz.	0	0	0	0	0
Deutschland	Deutsch	1	1	0	0	0
Japan	Deutsch	0	0	0	0	0
Österreich	Deutsch	0	0	1	1	0
Schweiz	Deutsch	0	0	1	1	0
Südkorea	Deutsch	0	0	0	0	0
Taiwan	Deutsch	0	0	0	0	0
Dänemark	Skand.	0	0	0	0	0
Finnland	Skand.	1	0	1	1	0
Norwegen	Skand.	1	1	1	1	0
Schweden	Skand.	0	0	0	0	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	71 Is the BoD responsible for reporting to the shareholders?	72 Is the BoD obliged to discuss governance and strategy with major/ institutional shareholders?	73 Is the BoD obliged to endeavour to have the major shareholders respect the interests of minority shareholders?	74 Do meetings of the BoD with institutional/ major investors have to be announced in advance?	75 Does the BoD have to consider other stakeholders in addition to the company's shareholders?
Australien	Angloam.	1	0	0	0	0
Hong Kong	Angloam.	1	0	0	0	0
Indien	Angloam.	1	0	0	0	1
Irland	Angloam.	1	1	1	0	0
Israel	Angloam.	1	0	1	0	0
Kanada	Angloam.	1	0	0	0	0
Kenia	Angloam.	1	0	1	0	1
Malaysia	Angloam.	1	0	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	1	0	1	0	0
Nigeria	Angloam.	1	1	1	0	1
Pakistan	Angloam.	1	1	1	1	1
Singapur	Angloam.	1	0	0	0	1
Sri Lanka	Angloam.	1	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	0	1	1	1
Thailand	Angloam.	1	1	1	1	1
UK	Angloam.	1	1	1	0	1
USA	Angloam.	1	0	1	0	0
Zimbabwe	Angloam.	1	0	0	0	1
Ägypten	Franz.	1	0	1	0	1
Argentinien	Franz.	1	0	0	0	1
Belgien	Franz.	1	0	1	0	1
Brasilien	Franz.	1	0	1	0	1
Chile	Franz.	1	0	0	0	0
Ecuador	Franz.	1	0	0	0	0
Frankreich	Franz.	1	1	0	0	0
Griechenland	Franz.	1	1	0	0	1
Holland	Franz.	1	1	0	1	1
Indonesien	Franz.	1	1	1	1	1
Italien	Franz.	1	0	0	1	0
Jordanien	Franz.	1	0	1	0	0
Kolumbien	Franz.	1	0	1	0	0
Mexiko	Franz.	1	0	1	0	1
Peru	Franz.	1	0	1	0	0
Philippinen	Franz.	1	1	1	0	1
Portugal	Franz.	1	0	1	0	1
Spanien	Franz.	1	0	0	0	0
Türkei	Franz.	1	0	0	0	1
Uruguay	Franz.	1	0	0	0	0
Venezuela	Franz.	1	0	0	1	0
Deutschland	Deutsch	1	0	1	0	0
Japan	Deutsch	1	0	0	0	0
Österreich	Deutsch	1	0	1	0	1
Schweiz	Deutsch	1	0	1	0	1
Südkorea	Deutsch	1	0	0	0	0
Taiwan	Deutsch	1	0	0	0	1
Dänemark	Skand.	1	0	1	0	1
Finnland	Skand.	1	0	1	0	1
Norwegen	Skand.	1	0	1	0	1
Schweden	Skand.	1	0	0	0	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	76 Can any member of the BoD chair the GM?	77 Does the BoD have to publish agenda and proposals for the GM in advance?	78 Is the BoD obliged to provide shareholders with reports and documents about the proposals before the GM?	79 Do all directors have to be present at the GM?	80 Does the BoD have the right to set up committees for specific matters?
Australien	Angloam.	1	1	1	0	1
Hong Kong	Angloam.	1	1	1	0	1
Indien	Angloam.	1	1	1	0	1
Irland	Angloam.	1	1	1	0	1
Israel	Angloam.	1	1	1	0	1
Kanada	Angloam.	1	0	1	0	1
Kenia	Angloam.	1	1	1	1	1
Malaysia	Angloam.	1	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	1	1	1	1	1
Nigeria	Angloam.	1	1	1	0	1
Pakistan	Angloam.	1	1	1	0	1
Singapur	Angloam.	1	1	1	0	1
Sri Lanka	Angloam.	1	1	1	0	1
Südafrika	Angloam.	1	1	1	1	1
Thailand	Angloam.	1	1	1	0	1
UK	Angloam.	1	1	1	1	1
USA	Angloam.	1	1	1	0	1
Zimbabwe	Angloam.	1	1	1	0	1
Ägypten	Franz.	1	1	1	1	1
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	1
Belgien	Franz.	1	1	1	0	1
Brasilien	Franz.	1	1	1	0	1
Chile	Franz.	1	1	1	0	1
Ecuador	Franz.	1	1	1	0	1
Frankreich	Franz.	1	1	1	0	1
Griechenland	Franz.	1	1	1	0	1
Holland	Franz.	1	1	1	0	1
Indonesien	Franz.	1	1	1	1	1
Italien	Franz.	0	1	1	1	1
Jordanien	Franz.	1	0	1	1	1
Kolumbien	Franz.	1	1	1	0	1
Mexiko	Franz.	1	1	0	0	1
Peru	Franz.	1	1	1	1	1
Philippinen	Franz.	1	1	1	1	1
Portugal	Franz.	1	1	1	1	1
Spanien	Franz.	1	1	1	1	1
Türkei	Franz.	1	1	1	0	1
Uruguay	Franz.	1	1	1	0	1
Venezuela	Franz.	1	1	1	0	1
Deutschland	Deutsch	0	1	1	1	1
Japan	Deutsch	1	1	1	1	1
Österreich	Deutsch	1	1	0	0	1
Schweiz	Deutsch	1	1	1	0	1
Südkorea	Deutsch	1	1	1	0	1
Taiwan	Deutsch	0	1	1	0	1
Dänemark	Skand.	1	1	1	0	1
Finnland	Skand.	0	1	1	0	1
Norwegen	Skand.	1	1	1	1	1
Schweden	Skand.	1	1	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	81 Do these committees have to report to the BoD regularly?	82 Can only BoD members become committee members?	83 Is the majority of committee members required to be non-executive directors?	84 Is the majority of committee members required to be independent non-executive directors?	85 Does the BoD have to have a function that oversees that the performance of the committees is evaluated regularly?
Australien	Angloam.	1	0	0	0	0
Hong Kong	Angloam.	1	0	0	1	0
Indien	Angloam.	0	1	1	1	1
Irland	Angloam.	1	0	0	0	1
Israel	Angloam.	1	1	0	0	0
Kanada	Angloam.	1	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	0	0	0	0
Malaysia	Angloam.	1	1	0	0	1
Neuseeland	Angloam.	1	0	0	0	0
Nigeria	Angloam.	1	0	0	0	0
Pakistan	Angloam.	1	1	0	0	0
Singapur	Angloam.	1	0	1	0	1
Sri Lanka	Angloam.	1	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	0	1	1	1
Thailand	Angloam.	1	0	1	0	1
UK	Angloam.	1	0	1	1	1
USA	Angloam.	1	1	1	1	1
Zimbabwe	Angloam.	1	1	1	1	1
Ägypten	Franz.	1	0	0	0	0
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	1
Belgien	Franz.	1	1	1	1	0
Brasilien	Franz.	0	0	0	0	0
Chile	Franz.	1	1	0	1	0
Ecuador	Franz.	1	0	0	0	0
Frankreich	Franz.	1	0	1	0	0
Griechenland	Franz.	1	0	1	1	0
Holland	Franz.	1	1	1	0	1
Indonesien	Franz.	1	0	0	0	1
Italien	Franz.	1	0	0	0	0
Jordanien	Franz.	1	1	0	0	1
Kolumbien	Franz.	1	0	1	1	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	0	0
Peru	Franz.	1	0	0	0	1
Philippinen	Franz.	1	1	1	1	1
Portugal	Franz.	1	0	0	0	1
Spanien	Franz.	1	1	1	0	1
Türkei	Franz.	1	1	0	0	1
Uruguay	Franz.	0	0	0	0	0
Venezuela	Franz.	1	1	0	0	0
Deutschland	Deutsch	1	1	1	0	1
Japan	Deutsch	1	1	1	1	1
Österreich	Deutsch	1	1	1	0	0
Schweiz	Deutsch	1	0	0	0	1
Südkorea	Deutsch	1	1	0	0	0
Taiwan	Deutsch	1	0	0	0	1
Dänemark	Skand.	1	0	0	0	0
Finnland	Skand.	1	0	1	1	1
Norwegen	Skand.	0	0	0	0	0
Schweden	Skand.	1	0	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	86 Do the committees have to report on their work (e.g. in the annual report or at the GM)?	87 Do all committees have to have a chairman?	88 Can the chairman of the BoD chair any committee?	89 Can an executive director chair any committee?	90 Can a non- executive director chair any committee?
Australien	Angloam.	0	1	1	1	1
Hong Kong	Angloam.	1	1	1	1	1
Indien	Angloam.	0	1	1	1	1
Irland	Angloam.	0	0	1	1	1
Israel	Angloam.	1	0	1	1	1
Kanada	Angloam.	1	1	1	0	1
Kenia	Angloam.	0	1	1	1	1
Malaysia	Angloam.	1	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	0	1	1	1	1
Nigeria	Angloam.	0	1	1	1	1
Pakistan	Angloam.	0	1	1	1	1
Singapur	Angloam.	0	1	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	1	1	1
Südafrika	Angloam.	1	1	1	0	1
Thailand	Angloam.	1	1	0	1	1
UK	Angloam.	1	1	0	0	1
USA	Angloam.	1	0	1	0	1
Zimbabwe	Angloam.	0	1	0	1	1
Ägypten	Franz.	1	1	1	1	1
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	1
Belgien	Franz.	1	1	1	0	1
Brasilien	Franz.	0	0	1	1	1
Chile	Franz.	1	1	1	1	1
Ecuador	Franz.	0	0	1	1	1
Frankreich	Franz.	0	0	1	1	1
Griechenland	Franz.	1	0	1	1	1
Holland	Franz.	1	1	0	0	1
Indonesien	Franz.	0	1	0	0	1
Italien	Franz.	0	1	1	1	1
Jordanien	Franz.	0	1	1	1	1
Kolumbien	Franz.	0	0	1	1	1
Mexiko	Franz.	0	1	1	1	1
Peru	Franz.	1	1	0	1	1
Philippinen	Franz.	0	1	1	0	1
Portugal	Franz.	0	1	1	1	1
Spanien	Franz.	1	1	1	1	1
Türkei	Franz.	1	1	1	1	1
Uruguay	Franz.	0	0	1	1	1
Venezuela	Franz.	1	0	1	1	1
Deutschland	Deutsch	0	0	1	0	1
Japan	Deutsch	0	1	1	1	1
Österreich	Deutsch	0	1	1	0	1
Schweiz	Deutsch	1	1	1	1	1
Südkorea	Deutsch	0	1	1	1	1
Taiwan	Deutsch	1	1	0	0	0
Dänemark	Skand.	0	0	1	1	1
Finnland	Skand.	0	1	0	0	0
Norwegen	Skand.	0	1	1	1	1
Schweden	Skand.	1	1	0	0	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	91 Does the BoD have to employ an external auditor?	92 Does the company have to set up an internal control system/an internal audit function?	93 Does the BoD have to set up a function that supervises the external and/or the internal auditor (e.g. audit committee)?	94 Does the auditor have to take part in deliberations of the BoD on the annual report and the financial statements?	95 Does the BoD have to meet the external auditor regularly without the presence of executive directors?
Australien	Angloam.	1	1	1	0	0
Hong Kong	Angloam.	1	1	1	0	0
Indien	Angloam.	1	1	1	1	0
Irland	Angloam.	1	1	1	1	1
Israel	Angloam.	1	1	1	1	0
Kanada	Angloam.	1	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	1	1	1	0
Malaysia	Angloam.	1	1	1	1	0
Neuseeland	Angloam.	1	1	1	0	0
Nigeria	Angloam.	1	1	1	1	0
Pakistan	Angloam.	1	1	1	1	0
Singapur	Angloam.	1	1	1	0	0
Sri Lanka	Angloam.	1	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	1	1	1	1
Thailand	Angloam.	1	1	1	1	0
UK	Angloam.	1	1	1	0	0
USA	Angloam.	1	1	1	1	1
Zimbabwe	Angloam.	1	0	1	0	1
Ägypten	Franz.	1	1	1	0	0
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	1
Belgien	Franz.	0	1	1	0	0
Brasilien	Franz.	1	1	0	1	0
Chile	Franz.	1	0	1	0	0
Ecuador	Franz.	0	1	0	1	0
Frankreich	Franz.	1	0	0	0	0
Griechenland	Franz.	1	1	1	1	0
Holland	Franz.	1	1	1	1	1
Indonesien	Franz.	1	1	1	0	1
Italien	Franz.	1	1	1	0	0
Jordanien	Franz.	1	1	1	1	1
Kolumbien	Franz.	0	1	1	0	0
Mexiko	Franz.	1	1	1	1	0
Peru	Franz.	1	1	1	1	1
Philippinen	Franz.	1	1	1	1	1
Portugal	Franz.	1	1	1	0	0
Spanien	Franz.	1	1	1	0	0
Türkei	Franz.	1	1	1	1	0
Uruguay	Franz.	1	1	1	0	0
Venezuela	Franz.	1	1	0	1	0
Deutschland	Deutsch	1	1	1	1	0
Japan	Deutsch	0	1	0	0	0
Österreich	Deutsch	1	1	1	1	1
Schweiz	Deutsch	0	1	1	1	1
Südkorea	Deutsch	1	1	1	0	0
Taiwan	Deutsch	1	1	0	0	0
Dänemark	Skand.	1	1	0	1	1
Finnland	Skand.	1	1	1	0	0
Norwegen	Skand.	1	1	0	1	0
Schweden	Skand.	1	1	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	96 Are the BoD and the CEO prohibited to give instructions to the external auditor that limit his possibility of performing the audit?	97 Does the company have to set up a system with which staff may report concerns about improprieties or alleged irregularities?	98 Does the company have to set up a position which shareholders can address if they have concerns with the chairman or the CEO?	99 Does the BoD have to provide for a risk management system?	100 Does the performance of the external auditor have to be evaluated regularly?
Australien	Angloam.	0	0	0	1	0
Hong Kong	Angloam.	0	1	0	1	1
Indien	Angloam.	1	1	1	0	0
Irland	Angloam.	1	1	0	0	0
Israel	Angloam.	0	0	0	1	1
Kanada	Angloam.	1	1	0	1	1
Kenia	Angloam.	1	1	0	1	1
Malaysia	Angloam.	0	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	1	0	0	1	1
Nigeria	Angloam.	1	1	0	0	1
Pakistan	Angloam.	0	0	1	1	1
Singapur	Angloam.	1	0	0	1	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	1	0	0	1	1
Thailand	Angloam.	1	1	0	1	1
UK	Angloam.	1	1	1	1	1
USA	Angloam.	0	1	0	0	1
Zimbabwe	Angloam.	1	1	1	0	0
Ägypten	Franz.	1	1	0	0	1
Argentinien	Franz.	1	0	0	1	1
Belgien	Franz.	1	1	1	1	1
Brasilien	Franz.	0	0	0	0	1
Chile	Franz.	0	0	0	0	1
Ecuador	Franz.	1	0	1	0	0
Frankreich	Franz.	1	0	0	0	0
Griechenland	Franz.	1	1	1	1	1
Holland	Franz.	1	1	0	1	1
Indonesien	Franz.	1	0	0	0	1
Italien	Franz.	1	1	1	0	0
Jordanien	Franz.	1	1	1	1	1
Kolumbien	Franz.	0	0	1	1	1
Mexiko	Franz.	0	0	0	1	0
Peru	Franz.	1	1	1	1	1
Philippinen	Franz.	1	1	0	1	1
Portugal	Franz.	1	1	1	1	0
Spanien	Franz.	1	0	0	0	1
Türkei	Franz.	1	1	0	1	0
Uruguay	Franz.	0	0	0	0	0
Venezuela	Franz.	0	0	0	0	0
Deutschland	Deutsch	1	1	0	1	0
Japan	Deutsch	0	0	0	0	0
Österreich	Deutsch	0	0	0	0	0
Schweiz	Deutsch	0	0	0	1	1
Südkorea	Deutsch	1	1	0	1	1
Taiwan	Deutsch	1	0	0	1	1
Dänemark	Skand.	1	1	0	1	1
Finnland	Skand.	1	1	0	1	1
Norwegen	Skand.	1	1	0	1	0
Schweden	Skand.	0	0	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	101 Does the internal control system/ the internal audit function have to be evaluated regularly?	102 Does the risk management system have to be evaluated regularly?	103 Does the BoD have to report on the external auditor (e.g. in the annual report or at the GM)?	104 Does the BoD have to report on the internal auditor/internal control function (e.g. in the annual report or at the GM)?	105 Does the BoD have to report on internal risk management and control systems (e.g. in the annual report or at the GM)?
Australien	Angloam.	0	0	0	1	1
Hong Kong	Angloam.	1	1	0	0	0
Indien	Angloam.	1	0	1	1	0
Irland	Angloam.	1	1	1	1	1
Israel	Angloam.	1	1	1	1	1
Kanada	Angloam.	1	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	1	0	0	0
Malaysia	Angloam.	1	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	1	1	0	0	0
Nigeria	Angloam.	1	0	1	1	0
Pakistan	Angloam.	1	1	0	1	1
Singapur	Angloam.	1	1	0	1	0
Sri Lanka	Angloam.	0	0	1	0	0
Südafrika	Angloam.	1	1	1	1	1
Thailand	Angloam.	1	1	1	1	1
UK	Angloam.	1	1	0	1	1
USA	Angloam.	1	0	1	1	0
Zimbabwe	Angloam.	1	1	0	0	0
Ägypten	Franz.	1	0	1	0	0
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	1
Belgien	Franz.	1	1	1	0	0
Brasilien	Franz.	0	0	0	0	0
Chile	Franz.	0	0	1	0	0
Ecuador	Franz.	0	0	1	1	0
Frankreich	Franz.	0	0	1	1	0
Griechenland	Franz.	1	1	1	1	1
Holland	Franz.	1	1	1	1	1
Indonesien	Franz.	1	1	1	1	1
Italien	Franz.	0	0	0	0	0
Jordanien	Franz.	1	1	1	1	1
Kolumbien	Franz.	1	1	0	0	1
Mexiko	Franz.	0	0	1	0	0
Peru	Franz.	1	1	1	1	1
Philippinen	Franz.	1	0	1	0	0
Portugal	Franz.	1	0	1	1	0
Spanien	Franz.	1	0	1	1	1
Türkei	Franz.	1	1	0	1	1
Uruguay	Franz.	1	0	1	1	0
Venezuela	Franz.	0	0	0	0	0
Deutschland	Deutsch	1	1	0	1	1
Japan	Deutsch	0	0	1	0	0
Österreich	Deutsch	1	1	1	0	1
Schweiz	Deutsch	1	1	0	0	0
Südkorea	Deutsch	1	1	0	1	1
Taiwan	Deutsch	1	1	1	1	1
Dänemark	Skand.	1	1	1	1	1
Finnland	Skand.	1	1	0	1	1
Norwegen	Skand.	1	0	0	0	0
Schweden	Skand.	1	1	0	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	106 Are all BoD members obliged to report a conflict of interest immediately?	107 Is the company obliged to set up a clear procedure for the case of conflicts of interest?	108 Does a director have to leave the board if a conflict of interest seems permanent?	109 Do conflicts of interest of directors have to be reported (e.g. in the annual report or at the GM)?	110 Can BoD members obtain loans from the company?
Australien	Angloam.	1	1	1	1	0
Hong Kong	Angloam.	1	0	0	1	1
Indien	Angloam.	1	0	0	0	1
Irland	Angloam.	1	1	0	1	0
Israel	Angloam.	1	1	1	0	1
Kanada	Angloam.	1	1	1	1	0
Kenia	Angloam.	1	1	1	0	0
Malaysia	Angloam.	1	0	0	1	0
Neuseeland	Angloam.	1	1	1	1	0
Nigeria	Angloam.	1	1	1	1	1
Pakistan	Angloam.	1	0	1	0	0
Singapur	Angloam.	1	0	1	0	0
Sri Lanka	Angloam.	1	0	0	0	1
Südafrika	Angloam.	1	1	1	0	0
Thailand	Angloam.	1	1	1	1	0
UK	Angloam.	1	0	0	1	0
USA	Angloam.	0	0	0	1	0
Zimbabwe	Angloam.	1	0	1	0	0
Ägypten	Franz.	1	1	0	0	0
Argentinien	Franz.	1	1	0	1	0
Belgien	Franz.	1	1	1	1	1
Brasilien	Franz.	0	0	0	0	1
Chile	Franz.	0	1	0	1	1
Ecuador	Franz.	0	1	0	0	1
Frankreich	Franz.	0	0	0	1	0
Griechenland	Franz.	1	1	0	0	0
Holland	Franz.	1	1	0	1	1
Indonesien	Franz.	1	1	0	1	1
Italien	Franz.	1	1	0	0	1
Jordanien	Franz.	1	0	1	1	0
Kolumbien	Franz.	1	1	1	1	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	0	1
Peru	Franz.	1	1	1	0	0
Philippinen	Franz.	1	1	1	0	1
Portugal	Franz.	1	0	0	1	0
Spanien	Franz.	1	1	1	1	1
Türkei	Franz.	1	1	0	1	0
Uruguay	Franz.	1	1	1	0	1
Venezuela	Franz.	1	0	1	0	1
Deutschland	Deutsch	1	1	1	1	1
Japan	Deutsch	0	0	0	0	0
Österreich	Deutsch	1	0	0	0	1
Schweiz	Deutsch	1	0	1	0	1
Südkorea	Deutsch	0	0	0	0	0
Taiwan	Deutsch	0	1	1	1	0
Dänemark	Skand.	1	1	1	0	0
Finnland	Skand.	1	1	1	0	0
Norwegen	Skand.	1	0	0	0	1
Schweden	Skand.	1	0	1	1	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	111 Are BoD members explicitly prohibited to receive payments, gifts or advantages from third parties?	112 Are BoD members prohibited to grant advantages to third parties?	113 Do BoD members have to give notice of changes in their shareholdings regularly to a person in the company (e.g. chair)?	114 Are directors obliged to refrain from trading shares if they have insider knowledge from pursuing their duties?	115 Are executive directors obliged to hold shares of the company?
Australien	Angloam.	1	0	1	1	0
Hong Kong	Angloam.	1	1	1	1	0
Indien	Angloam.	0	0	1	1	0
Irland	Angloam.	0	0	1	1	0
Israel	Angloam.	1	1	1	1	0
Kanada	Angloam.	0	0	1	1	1
Kenia	Angloam.	0	1	0	1	0
Malaysia	Angloam.	0	1	1	1	0
Neuseeland	Angloam.	1	1	0	1	0
Nigeria	Angloam.	1	1	0	1	1
Pakistan	Angloam.	0	0	1	1	0
Singapur	Angloam.	0	1	1	1	0
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	1	0
Südafrika	Angloam.	0	0	1	1	0
Thailand	Angloam.	0	1	1	1	0
UK	Angloam.	1	1	1	1	0
USA	Angloam.	0	0	0	1	0
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	1	0
Ägypten	Franz.	0	0	1	1	1
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	0
Belgien	Franz.	0	0	1	1	0
Brasilien	Franz.	0	0	0	1	0
Chile	Franz.	0	1	0	1	0
Ecuador	Franz.	0	0	1	1	0
Frankreich	Franz.	0	1	1	1	0
Griechenland	Franz.	1	1	1	1	0
Holland	Franz.	0	0	1	1	0
Indonesien	Franz.	0	0	1	1	0
Italien	Franz.	0	1	1	1	0
Jordanien	Franz.	1	1	1	1	0
Kolumbien	Franz.	0	1	0	0	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	1	0
Peru	Franz.	1	1	1	1	0
Philippinen	Franz.	0	0	1	1	0
Portugal	Franz.	1	1	1	1	0
Spanien	Franz.	0	0	1	1	0
Türkei	Franz.	0	0	1	1	0
Uruguay	Franz.	0	0	1	1	0
Venezuela	Franz.	0	0	0	1	0
Deutschland	Deutsch	0	0	1	1	0
Japan	Deutsch	0	0	0	0	0
Österreich	Deutsch	0	0	0	1	0
Schweiz	Deutsch	0	0	1	1	0
Südkorea	Deutsch	0	1	1	1	0
Taiwan	Deutsch	0	1	0	1	0
Dänemark	Skand.	0	1	1	1	0
Finnland	Skand.	1	1	1	1	0
Norwegen	Skand.	1	1	1	1	0
Schweden	Skand.	0	0	1	1	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	116 Can executive directors hold shares of the company?	117 Are non- executive directors obliged to hold shares of the company?	118 Can non executive directors hold shares of the company?	119 Does the company have to report share purchases and sales of their directors (e.g. in the annual report or at the GM)?	120 Is the BoD obliged to monitor the company's compliance with legal and regulatory requirements?
Australien	Angloam.	1	0	1	1	1
Hong Kong	Angloam.	1	0	1	1	1
Indien	Angloam.	1	0	1	0	1
Irland	Angloam.	1	0	1	1	1
Israel	Angloam.	1	0	1	0	0
Kanada	Angloam.	1	1	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	0	1	0	1
Malaysia	Angloam.	1	0	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	1	0	1	1	1
Nigeria	Angloam.	1	1	1	0	1
Pakistan	Angloam.	1	1	1	0	1
Singapur	Angloam.	1	0	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	1	0	1	0	1
Südafrika	Angloam.	1	0	1	1	1
Thailand	Angloam.	1	0	1	1	1
UK	Angloam.	1	0	0	1	1
USA	Angloam.	1	0	1	1	1
Zimbabwe	Angloam.	1	0	1	0	1
Ägypten	Franz.	1	1	1	0	1
Argentinien	Franz.	1	0	1	1	1
Belgien	Franz.	1	0	1	0	1
Brasilien	Franz.	0	1	1	1	1
Chile	Franz.	1	0	1	1	0
Ecuador	Franz.	1	0	1	1	0
Frankreich	Franz.	1	0	1	1	1
Griechenland	Franz.	1	0	1	0	1
Holland	Franz.	1	0	1	0	1
Indonesien	Franz.	1	0	1	1	1
Italien	Franz.	1	0	1	1	1
Jordanien	Franz.	1	0	1	0	1
Kolumbien	Franz.	1	0	1	0	1
Mexiko	Franz.	1	0	1	0	1
Peru	Franz.	1	0	1	0	1
Philippinen	Franz.	1	1	1	1	1
Portugal	Franz.	1	0	1	1	1
Spanien	Franz.	1	0	1	1	1
Türkei	Franz.	1	0	1	1	1
Uruguay	Franz.	1	0	1	0	1
Venezuela	Franz.	1	0	1	0	1
Deutschland	Deutsch	1	0	1	1	1
Japan	Deutsch	0	0	1	0	0
Österreich	Deutsch	1	0	1	1	1
Schweiz	Deutsch	1	0	1	1	1
Südkorea	Deutsch	1	0	1	1	1
Taiwan	Deutsch	1	0	1	1	1
Dänemark	Skand.	1	0	1	1	1
Finnland	Skand.	1	0	1	1	1
Norwegen	Skand.	1	0	1	1	1
Schweden	Skand.	1	0	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	121 Does the BoD have to issue internal rules/ terms of reference/ statutes/ regulations?	122 Do these rules have to be published in the annual report?	123 Do the directors have to ask for information they consider necessary in order to take decisions?	124 Does the executive management have to provide the directors with the required information?	125 Can the BoD obtain independent advice from external experts at the company's expenses?
Australien	Angloam.	0	1	0	1	1
Hong Kong	Angloam.	1	0	1	1	1
Indien	Angloam.	1	0	1	1	1
Irland	Angloam.	0	0	0	0	1
Israel	Angloam.	0	0	1	1	1
Kanada	Angloam.	1	0	1	1	1
Kenia	Angloam.	1	0	0	1	1
Malaysia	Angloam.	1	1	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	1	0	1	1	1
Nigeria	Angloam.	1	1	1	1	1
Pakistan	Angloam.	1	0	0	1	1
Singapur	Angloam.	0	0	1	1	1
Sri Lanka	Angloam.	0	0	1	1	1
Südafrika	Angloam.	1	0	1	1	1
Thailand	Angloam.	0	0	0	1	1
UK	Angloam.	1	1	1	1	1
USA	Angloam.	1	0	1	1	1
Zimbabwe	Angloam.	0	0	1	1	1
Ägypten	Franz.	1	0	1	1	1
Argentinien	Franz.	1	0	1	1	1
Belgien	Franz.	1	0	1	1	1
Brasilien	Franz.	0	0	0	1	0
Chile	Franz.	0	0	0	1	1
Ecuador	Franz.	0	0	1	1	0
Frankreich	Franz.	1	1	1	1	1
Griechenland	Franz.	1	1	1	1	1
Holland	Franz.	1	0	1	1	1
Indonesien	Franz.	1	1	1	1	1
Italien	Franz.	0	1	1	1	1
Jordanien	Franz.	1	0	1	1	1
Kolumbien	Franz.	1	0	1	1	0
Mexiko	Franz.	1	0	1	1	1
Peru	Franz.	1	0	1	1	0
Philippinen	Franz.	1	0	1	1	1
Portugal	Franz.	1	0	1	1	0
Spanien	Franz.	1	1	1	1	1
Türkei	Franz.	1	1	1	1	1
Uruguay	Franz.	0	0	0	0	1
Venezuela	Franz.	0	0	1	1	1
Deutschland	Deutsch	1	0	1	1	1
Japan	Deutsch	1	0	1	1	1
Österreich	Deutsch	1	0	1	1	1
Schweiz	Deutsch	1	0	1	1	1
Südkorea	Deutsch	1	0	1	1	1
Taiwan	Deutsch	1	0	0	1	1
Dänemark	Skand.	1	0	1	1	1
Finnland	Skand.	1	0	1	1	1
Norwegen	Skand.	1	0	1	1	0
Schweden	Skand.	1	0	1	1	1

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	126 Do all directors have access to supplementary training at the company's expenses if they consider it necessary?	127 Do newly elected board members have the right to an appropriate introduction and training?	128 Do the training needs of BoD members have to be reviewed regularly?	129 Can all directors be made personally liable if they fail to act in the shareholders' best interest?	130 Is the company obliged to provide its officers with D&O liability insurance?
Australien	Angloam.	1	0	0	1	0
Hong Kong	Angloam.	1	1	1	1	0
Indien	Angloam.	0	0	0	0	0
Irland	Angloam.	0	0	0	0	0
Israel	Angloam.	0	1	0	1	0
Kanada	Angloam.	1	1	0	1	1
Kenia	Angloam.	1	1	1	1	1
Malaysia	Angloam.	1	1	1	1	0
Neuseeland	Angloam.	1	1	1	1	0
Nigeria	Angloam.	0	1	1	1	0
Pakistan	Angloam.	0	0	0	0	0
Singapur	Angloam.	1	1	1	0	0
Sri Lanka	Angloam.	0	0	0	1	0
Südafrika	Angloam.	1	1	0	1	0
Thailand	Angloam.	1	1	0	1	0
UK	Angloam.	1	1	1	1	0
USA	Angloam.	0	0	0	1	0
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	1	0
Ägypten	Franz.	0	0	0	1	0
Argentinien	Franz.	1	1	1	1	0
Belgien	Franz.	0	1	1	1	0
Brasilien	Franz.	0	0	0	1	0
Chile	Franz.	0	0	0	1	0
Ecuador	Franz.	0	0	0	0	0
Frankreich	Franz.	0	0	0	0	0
Griechenland	Franz.	1	1	0	1	0
Holland	Franz.	1	1	1	1	0
Indonesien	Franz.	0	0	0	1	0
Italien	Franz.	0	0	0	1	0
Jordanien	Franz.	0	0	0	1	0
Kolumbien	Franz.	0	0	0	1	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	0	0
Peru	Franz.	1	0	0	1	0
Philippinen	Franz.	1	0	0	1	0
Portugal	Franz.	0	1	0	1	0
Spanien	Franz.	1	0	0	1	0
Türkei	Franz.	1	1	1	1	0
Uruguay	Franz.	1	0	0	1	0
Venezuela	Franz.	0	0	0	1	0
Deutschland	Deutsch	0	0	0	1	0
Japan	Deutsch	0	0	0	1	0
Österreich	Deutsch	0	0	0	1	0
Schweiz	Deutsch	0	0	0	1	0
Südkorea	Deutsch	0	0	0	1	0
Taiwan	Deutsch	1	1	0	1	0
Dänemark	Skand.	1	1	0	1	0
Finnland	Skand.	1	1	1	1	1
Norwegen	Skand.	0	0	0	1	0
Schweden	Skand.	1	1	1	1	0

Land	Frage-Nr. Rechts- familie	132 Does the BoD have to make public its position if a serious private bid is made?	133 Do the directors have to publish a survey of antitakeover measures and how they plan to use them?	134 Is the BoD prohibited to take extraordinary actions unless authorized by the GM?	135 Does the BoD have to supervise preparation and publication of the annual report?	136 Does the BoD have to request the CFO to deliver a written statement that all financial reports meet all existing regulations?
Australien	Angloam.	1	0	0	1	1
Hong Kong	Angloam.	1	0	1	1	0
Indien	Angloam.	0	0	1	0	1
Irland	Angloam.	0	0	0	1	1
Israel	Angloam.	1	0	0	1	0
Kanada	Angloam.	1	0	0	1	1
Kenia	Angloam.	1	0	1	1	0
Malaysia	Angloam.	1	0	1	1	1
Neuseeland	Angloam.	1	0	0	1	1
Nigeria	Angloam.	1	0	1	1	0
Pakistan	Angloam.	0	0	0	1	1
Singapur	Angloam.	0	0	1	1	0
Sri Lanka	Angloam.	1	0	0	0	0
Südafrika	Angloam.	0	0	0	1	0
Thailand	Angloam.	1	0	0	1	1
UK	Angloam.	1	0	1	1	1
USA	Angloam.	1	0	0	1	1
Zimbabwe	Angloam.	0	0	0	1	0
Ägypten	Franz.	1	0	1	1	1
Argentinien	Franz.	0	0	1	1	0
Belgien	Franz.	1	1	1	1	0
Brasilien	Franz.	0	0	1	0	0
Chile	Franz.	1	0	1	1	0
Ecuador	Franz.	0	0	0	1	0
Frankreich	Franz.	1	0	0	1	1
Griechenland	Franz.	1	0	0	1	0
Holland	Franz.	1	0	0	1	0
Indonesien	Franz.	1	0	0	1	0
Italien	Franz.	1	0	1	1	0
Jordanien	Franz.	0	0	0	1	0
Kolumbien	Franz.	1	0	1	1	0
Mexiko	Franz.	0	0	0	1	1
Peru	Franz.	0	0	0	0	1
Philippinen	Franz.	1	0	0	1	1
Portugal	Franz.	1	1	1	1	0
Spanien	Franz.	1	0	0	1	1
Türkei	Franz.	0	0	0	1	1
Uruguay	Franz.	0	0	1	1	1
Venezuela	Franz.	1	0	0	1	1
Deutschland	Deutsch	1	0	1	1	1
Japan	Deutsch	0	0	0	0	0
Österreich	Deutsch	1	0	1	1	0
Schweiz	Deutsch	0	0	0	1	0
Südkorea	Deutsch	0	0	0	1	1
Taiwan	Deutsch	1	0	0	1	0
Dänemark	Skand.	1	0	1	1	0
Finnland	Skand.	1	0	1	1	0
Norwegen	Skand.	1	1	1	1	0
Schweden	Skand.	1	1	0	1	1

	Frage-Nr.	137
Land	Rechtsfamilie	Do the BoD/the Chairman of the BoD and the CEO have to sign the annual report?
Australien	Angloam.	1
Hong Kong	Angloam.	0
Indien	Angloam.	1
Irland	Angloam.	1
Israel	Angloam.	1
Kanada	Angloam.	1
Kenia	Angloam.	1
Malaysia	Angloam.	1
Neuseeland	Angloam.	1
Nigeria	Angloam.	1
Pakistan	Angloam.	1
Singapur	Angloam.	1
Sri Lanka	Angloam.	0
Südafrika	Angloam.	1
Thailand	Angloam.	1
UK	Angloam.	1
USA	Angloam.	1
Zimbabwe	Angloam.	1
Ägypten	Franz.	1
Argentinien	Franz.	1
Belgien	Franz.	1
Brasilien	Franz.	1
Chile	Franz.	1
Ecuador	Franz.	1
Frankreich	Franz.	1
Griechenland	Franz.	0
Holland	Franz.	1
Indonesien	Franz.	1
Italien	Franz.	1
Jordanien	Franz.	1
Kolumbien	Franz.	1
Mexiko	Franz.	1
Peru	Franz.	1
Philippinen	Franz.	1
Portugal	Franz.	1
Spanien	Franz.	1
Türkei	Franz.	1
Uruguay	Franz.	1
Venezuela	Franz.	1
Deutschland	Deutsch	1
Japan	Deutsch	0
Österreich	Deutsch	1
Schweiz	Deutsch	0
Südkorea	Deutsch	1
Taiwan	Deutsch	1
Dänemark	Skand.	1
Finnland	Skand.	1
Norwegen	Skand.	1
Schweden	Skand.	1

8.2.3 DIFFERENZ ZWEIER ARITHMETISCHER MITTEL

Frage	Angloam. Franz. (t krit = +/- 2,024)	Angloam. Deutsch (t krit = +/- 2,074)	Angloam. Skand. (t krit = +/- 2,086)	Franz. Deutsch (t krit = +/- 2,06)	Franz. Skand. (t krit = +/- 2,069)	Deutsch Skand. (t krit = +/- 2,306)	Anzahl der sign. Unterschiede
Do companies have to have a one-tier board in your country?	4,26	5,00	1,73	1,78	0,08	-1,00	2
Do companies have to have a two-tier board in your country?	-1,00	-2,24	-1,00	-1,98	-0,80	0,75	1
Do companies have to choose the board system in your country?	-3,87	-1,58	-1,00	0,40	0,65	0,25	1
Does the BoD have to establish a committee that has to lay down the principles for the selection of BoD candidates (e.g. nomination committee)?	1,70	0,69	-4,12	-0,41	-8,00	-3,16	3
Does this committee have to select the candidates for the BoD?	2,07	0,92	0,18	-0,41	-0,86	-0,47	1
Do the shareholders elect all non-executive directors directly?	-0,64	0,73	-1,84	1,08	-1,45	-1,58	0
Do the shareholders elect all executive directors directly?	-0,99	0,44	-0,50	1,08	0,04	-0,75	0
Can the CEO be a member of the BoD?	1,45	1,58	n/a	1,08	-1,45	-1,58	0
Can the outgoing CEO become the chair of the BoD?	-2,31	-2,92	-0,30	-1,00	0,80	1,00	2
Can the outgoing CEO become a non-executive member of the BoD?	-1,17	0,00	-1,84	0,69	-1,00	-1,00	0
Is there a limitation to the number of non-executive directorship positions for one individual?	-0,37	-0,89	2,56	-0,67	3,16	2,24	2
Does a director need BoD approval if he wants to accept BoD membership in another company?	0,20	-2,18	1,84	-2,33	1,83	3,16	3
Is cross-membership in boards prohibited?	1,00	-1,93	-0,76	-2,24	-1,00	0,75	1
Is the BoD obliged to reflect in its members' experience the fields in which the company operates?	-0,88	0,00	-1,10	0,61	-0,70	-1,00	0
Is the maximum term period clearly defined for executive directors?	-1,13	-1,15	-0,36	-0,40	0,23	0,47	0
Is the maximum term period clearly defined for non-executive directors?	-1,13	-1,15	-1,31	-0,40	-0,65	-0,25	0
Is there an age limit for executive directors?	1,74	1,09	0,50	-0,13	-0,41	-0,28	0
Is there an age limit for non-executive directors?	1,81	0,82	0,30	-0,40	-0,60	-0,28	0
Is there a maximum time for executive directors serving on the board?	-0,91	1,00	-0,76	1,83	-0,41	-1,00	0
Is there a maximum time for non-executive directors serving on the board?	0,24	2,20	-0,10	2,17	-0,22	-1,00	2
Does the BoD have to have a succession plan?	0,64	-0,73	1,84	-1,08	1,45	1,58	0
Does the performance of the BoD have to be assessed regularly?	-0,10	1,89	-3,69	2,02	-3,87	-5,00	3

Frage	Angloam. Franz. (t krit = +/- 2,024)	Angloam. Deutsch (t krit = +/- 2,074)	Angloam. Skand. (t krit = +/- 2,086)	Franz. Deutsch (t krit = +/- 2,06)	Franz. Skand. (t krit = +/- 2,069)	Deutsch Skand. (t krit = +/- 2,306)	Anzahl der sign. Unterschiede
Does the company have to report on the composition of the BoD (e.g. in the annual report or at the GM)?	-1,00	-1,00	0,76	n/a	1,00	1,00	0
Does the company have to report on the background of BoD members (e.g. in the annual report or at the GM)?	0,25	-1,09	-0,50	-1,31	-0,65	0,28	0
Does the company have to report on the performance of the BoD (e.g. in the annual report or at the GM)?	1,43	2,17	0,36	1,08	-0,39	-1,00	1
Does the majority of board members have to be non-executive directors?	0,24	-1,13	-1,96	-1,29	-2,11	-0,75	1
Do non-executive directors have to meet regularly without the presence of executive directors?	0,62	0,29	-0,10	-0,13	-0,41	-0,28	0
Does your country distinguish between independent non-executive and non-independent non-executive directors?	0,00	-2,92	0,54	-3,16	0,54	1,73	2
Does the majority of non-executive board members have to be independent directors?	-0,54	-0,73	-1,10	-0,41	-0,86	-0,47	0
Does the directors' independence have to be reviewed regularly?	1,08	1,89	0,18	1,08	-0,39	-1,00	0
Does the company have to report about directors' independence?	-0,14	0,69	0,00	0,80	0,08	-0,47	0
Is there a precise limitation to board size?	-1,66	-1,27	1,00	-0,41	2,50	1,58	1
Is there a minimum requirement for the size of a BoD?	-0,99	-0,82	-2,92	-0,13	-2,17	-1,00	2
Is there an explicitly specified minimum number of yearly BoD meetings?	-2,09	-1,15	3,29	0,20	7,07	3,16	4
Are only members of the BoD allowed to attend BoD meetings?	-1,83	0,00	1,84	1,31	3,87	1,00	1
Do directors have to take part regularly in meetings of the BoD?	-1,06	-0,29	0,10	0,40	0,60	0,28	0
Is the company obliged to have a function (e.g. company secretary) that ensures that all board procedures are complied with (e.g. writing the board minutes)?	-0,20	2,18	0,31	2,33	0,41	-1,27	2
Does the company have to report in the annual report about the number of board meetings?	0,14	-0,69	0,90	-0,80	0,83	1,27	0
Does the company have to report in the annual report about the individual attendance at board meetings?	1,35	0,23	3,29	-0,63	2,17	1,58	2
Can one person become chairman of the BoD of more than one company?	-0,16	-1,46	-1,46	-1,45	-1,45	n/a	0
Can the CEO be Chairman of the BoD at the same time?	-1,74	-0,23	1,31	0,85	2,32	1,27	1

Frage	Angloam. Franz. (t krit = +/- 2,024)	Angloam. Deutsch (t krit = +/- 2,074)	Angloam. Skand. (t krit = +/- 2,086)	Franz. Deutsch (t krit = +/- 2,06)	Franz. Skand. (t krit = +/- 2,069)	Deutsch Skand. (t krit = +/- 2,306)	Anzahl der sign. Unterschiede
Is the chairman responsible for calling the meetings of the board?	-1,06	-0,29	-2,20	0,40	-1,45	-1,00	1
Is the performance of the chairman evaluated annually?	0,35	3,29	-5,17	3,16	-6,32	n/a	4
Does the chairman have to draw up the agenda for BoD meetings?	-1,01	-1,35	-3,69	-0,61	-2,83	-1,00	2
Does the chairman have to appoint and dismiss the CEO?	-1,38	-0,30	1,46	0,61	2,83	1,00	1
Is there a clear separation between the roles of the chairman of the BoD and the CEO?	0,83	-0,23	-0,50	-0,80	-1,00	-0,25	0
Does the rule exist that nobody should be involved in the determination of his own compensation?	-0,14	-0,69	-4,12	-0,60	-4,26	-1,58	2
Is the BoD obliged to set up a committee that determines BoD members' compensation (e.g. compensation committee)?	2,46	5,17	0,36	2,50	-0,86	-1,73	3
Can executive directors take part in determining the BoD members' compensation?	1,89	2,79	6,65	1,31	3,87	1,00	3
Does the chairman of the BoD have to be consulted about the remuneration of BoD members (except when his own is under review)?	2,50	2,47	1,52	0,61	0,13	-0,28	2
Does the BoD members' remuneration have to be approved by the shareholders?	-0,64	0,00	-2,92	0,41	-2,50	-1,58	2
Can BoD members be forced to retire early in case of inadequate performance?	1,04	0,99	-1,46	0,41	-2,50	-1,58	1
Does the compensation have to be dependent on the achievement of specified performance targets?	-0,44	0,29	2,20	0,61	2,83	1,00	2
Does an independent position (e.g. the compensation committee) have to judge on the achievement of the performance targets?	1,36	4,12	0,90	2,83	0,13	-1,00	2
Are changing performance targets explicitly excluded?	-0,46	-0,63	1,00	-0,40	1,45	1,00	0
Does executive director compensation have to include fixed components?	-1,69	-1,13	-0,10	-0,10	0,83	0,75	0
Does executive director compensation have to include variable components?	-0,68	-0,99	1,46	-0,63	2,17	1,58	1
Does executive director compensation have to include risk elements (such as shares/options)?	0,11	-1,27	1,00	-1,32	1,00	1,58	0
Can executive directors receive shares/options as remuneration?	0,91	0,63	-1,00	0,13	-1,83	-1,00	0

Frage	Angloam. Franz. (t krit = +/- 2,024)	Angloam. Deutsch (t krit = +/- 2,074)	Angloam. Skand. (t krit = +/- 2,086)	Franz. Deutsch (t krit = +/- 2,06)	Franz. Skand. (t krit = +/- 2,069)	Deutsch Skand. (t krit = +/- 2,306)	Anzahl der sign. Unter-schiede
Is there a maximum remuneration in the event of early dismissal?	1,06	2,20	-0,10	1,45	-0,60	-1,00	1
Can non-executive directors receive shares/options as remuneration?	-0,27	-0,56	-0,10	-0,37	0,04	0,28	0
Does the level of non-executive director remuneration have to reflect time-commitment?	0,99	2,92	2,92	2,17	2,17	n/a	4
Does the remuneration have to reflect individual attendance at meetings?	1,37	2,92	0,30	1,83	-0,41	-1,00	1
Does the company have to publish a remuneration report (e.g. in the annual report or at the GM)?	1,07	-0,29	0,10	-1,08	-0,48	0,28	0
Does this report have to include individualized remuneration figures?	1,72	1,89	0,18	0,61	-0,70	-1,00	0
Does the company have to report fixed and variable remuneration of each individual director?	1,34	1,35	0,70	0,37	-0,04	-0,28	0
Does it have to include the value of shares/stock options?	-0,25	0,23	-0,36	0,40	-0,23	-0,47	0
Does it have to include current pension schemes?	1,72	0,92	0,18	-0,20	-0,70	-0,47	0
Is the BoD obliged to discuss governance and strategy with major/institutional shareholders?	0,27	2,56	2,56	2,50	2,50	n/a	4
Is the BoD obliged to endeavour to have the major shareholders respect the interests of minority shareholders?	0,83	0,44	-0,50	-0,10	-1,00	-0,75	0
Do meetings of the BoD with institutional/major investors have to be announced in advance?	0,24	2,20	2,20	2,17	2,17	n/a	4
Does the BoD have to consider other stakeholders in addition to the company's shareholders?	0,19	0,22	-3,69	0,10	-4,26	-2,24	2
Can a member of the BoD chair the GM?	1,00	1,58	1,00	1,32	0,80	-0,25	0
Does the BoD have to publish agenda and proposals for the GM in advance?	-0,11	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	n/a	0
Is the BoD obliged to provide shareholders with reports and documents about the proposals before the GM?	1,00	1,00	n/a	0,69	-1,00	-1,00	0
Do all directors have to be present at the GM?	-0,97	-0,23	-0,72	0,40	-0,23	-0,47	0

Frage	Angloam. Franz. (t krit = +/- 2,024)	Angloam. Deutsch (t krit = +/- 2,074)	Angloam. Skand. (t krit = +/- 2,086)	Franz. Deutsch (t krit = +/- 2,06)	Franz. Skand. (t krit = +/- 2,069)	Deutsch Skand. (t krit = +/- 2,306)	Anzahl der sign. Unterschiede
Do these committees have to report to the BoD regularly?	0,91	-1,00	0,76	-1,83	0,41	1,00	0
Can only BoD members become committee members?	-0,25	-1,15	3,29	-1,00	3,87	3,16	3
Is the majority of committee members required to be non-executive directors?	0,39	-0,22	-0,18	-0,48	-0,39	0,00	0
Is the majority of committee members required to be independent non-executive directors?	0,66	1,09	-0,36	0,61	-0,70	-1,00	0
Does the BoD have to have a function that oversees that the performance of the committees is evaluated regularly?	0,78	-0,46	0,18	-1,00	-0,23	0,47	0
Do the committees have to report on their work (e.g. in the annual report or at the GM)?	-0,19	0,46	0,70	0,60	0,83	0,25	0
Do all committees have to have a chairman?	0,76	-0,29	0,10	-0,85	-0,31	0,28	0
Can the chairman of the BoD chair any committee?	-0,20	0,00	1,10	0,13	1,19	1,00	0
Can an executive director chair any committee?	-0,24	1,13	0,91	1,29	1,03	0,00	0
Can a non-executive director chair any committee?	n/a	1,00	1,73	1,00	1,73	1,00	0
Does the BoD have to employ an external auditor?	1,83	1,58	n/a	0,85	-1,83	-1,58	0
Does the company have to set up an internal control system/an internal audit function?	-0,16	-1,46	-1,46	-1,45	-1,45	n/a	0
Does the BoD have to set up a function that supervises the external and/or the internal auditor (e.g. audit committee)?	1,30	1,27	1,51	0,63	1,03	0,47	0
Does the auditor have to take part in deliberations of the BoD on the annual report and the financial statements?	0,54	0,44	-0,50	0,10	-0,83	-0,75	0
Does the BoD have to meet the external auditor regularly without the presence of executive directors?	-0,05	-0,23	-0,72	-0,20	-0,70	-0,47	0
Are the BoD and the CEO prohibited to give instructions to the external auditor that limit his possibility of performing the audit?	-0,66	0,44	-0,50	0,87	-0,13	-0,75	0
Does the company have to set up a system with which staff may report concerns about improprieties or alleged irregularities?	0,83	1,15	-0,50	0,60	-1,00	-1,27	0
Does the company have to set up a position which shareholders can address if they have concerns with the chairman or the CEO?	-0,67	2,56	0,10	3,51	0,48	-1,00	2

Frage	Angloam. Franz. (t krit = +/- 2,024)	Angloam. Deutsch (t krit = +/- 2,074)	Angloam. Skand. (t krit = +/- 2,086)	Franz. Deutsch (t krit = +/- 2,06)	Franz. Skand. (t krit = +/- 2,069)	Deutsch Skand. (t krit = +/- 2,306)	Anzahl der sign. Unterschiede
Does the BoD have to provide for a risk management system?	0,89	0,00	-2,92	-0,60	-4,26	-1,58	2
Does the performance of the external auditor have to be evaluated regularly?	0,67	0,89	-0,10	0,48	-0,48	-0,75	0
Does the internal control system/ the internal audit function have to be evaluated regularly?	1,71	0,30	-1,46	-0,85	-3,16	-1,00	1
Does the risk management system have to be evaluated regularly?	1,89	-0,56	-0,10	-2,02	-1,18	0,28	0
Does the BoD have to report on the external auditor (e.g. in the annual report or at the GM)?	-1,34	0,22	1,10	1,08	1,91	0,75	0
Does the BoD have to report on the internal auditor/internal control function (e.g. in the annual report or at the GM)?	0,97	0,89	-0,10	0,29	-0,65	-0,75	0
Does the BoD have to report on internal risk management and control systems (e.g. in the annual report or at the GM)?	0,44	-0,69	-0,90	-1,00	-1,18	-0,25	0
Are all BoD members obliged to report a conflict of interest immediately?	1,66	1,93	-1,00	1,08	-2,50	-2,24	1
Is the company obliged to set up a clear procedure for the case of conflicts of interest?	-1,36	0,69	0,00	1,63	0,70	-0,47	0
Does a director have to leave the board if a conflict of interest seems permanent?	1,43	0,44	-0,50	-0,48	-1,35	-0,75	0
Do conflicts of interest of directors have to be reported (e.g. in the annual report or at the GM)?	0,19	0,92	1,10	0,80	1,00	0,25	0
Can BoD members obtain loans from the company?	-1,89	-0,89	0,10	0,29	1,18	0,75	0
Are BoD members explicitly prohibited to receive payments, gifts or advantages from third parties?	0,64	2,92	-0,54	2,50	-0,86	-1,73	2
Are BoD members prohibited to grant advantages to third parties?	0,44	0,69	-0,90	0,40	-1,18	-1,27	0
Do BoD members have to give notice of changes in their shareholdings regularly to a person in company (e.g. chair)?	-0,64	0,66	-2,92	1,08	-2,50	-2,24	2
Are directors obliged to refrain from trading shares if they have insider knowledge from pursuing their duties?	1,00	1,00	n/a	0,69	-1,00	-1,00	0
Are executive directors obliged to hold shares of the company?	0,71	1,46	1,46	1,00	1,00	n/a	0

Frage	Angloam. Franz. (t krit = +/- 2,024)	Angloam. Deutsch (t krit = +/- 2,074)	Angloam. Skand. (t krit = +/- 2,086)	Franz. Deutsch (t krit = +/- 2,06)	Franz. Skand. (t krit = +/- 2,069)	Deutsch Skand. (t krit = +/- 2,306)	Anzahl der sign. Unterschiede
Can executive directors hold shares of the company?	1,00	1,00	n/a	0,69	-1,00	-1,00	0
Are non-executive directors obliged to hold shares of the company?	0,20	1,84	1,84	1,83	1,83	n/a	0
Can non-executive directors hold shares of the company?	-1,00	-1,00	-1,00	n/a	n/a	n/a	0
Does the company have to report share purchases and sales of their directors (e.g. in the annual report or at the GM)?	0,54	-1,09	-3,29	-1,54	-4,26	-1,00	2
Is the BoD obliged to monitor the company's compliance with legal and regulatory requirements?	0,46	0,63	-1,00	0,40	-1,45	-1,00	0
Does the BoD have to issue internal rules/terms of reference/statutes/regulations?	-0,66	-3,29	-3,29	-2,83	-2,83	n/a	4
Do these rules have to be published in the annual report?	-0,44	2,20	2,20	2,83	2,83	n/a	4
Do the directors have to ask for information they consider necessary in order to take decisions?	-1,01	-0,56	-2,56	0,13	-1,83	-1,00	1
Does the executive management have to provide the directors with the required information?	-0,11	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	n/a	0
Can the BoD obtain independent advice from external experts at the company's expenses?	2,50	n/a	1,00	-2,50	0,04	1,00	2
Do all directors have access to supplementary training at the company's expenses if they consider it necessary?	1,08	1,89	-0,70	1,08	-1,35	-1,94	0
Do newly elected board members have the right to an appropriate introduction and training?	2,09	2,17	-0,50	0,61	-1,72	-1,94	2
Do the training needs of BoD members have to be reviewed regularly?	1,35	3,29	-0,36	2,17	-1,03	-1,73	2
Can all directors be made personally liable if they fail to act in the shareholders' best interest?	-0,62	-2,20	-2,20	-1,83	-1,83	n/a	2
Is the company obliged to provide its officers with D&O liability insurance?	1,46	1,46	-0,53	n/a	-1,00	-1,00	0
Does the BoD have to make public its position if a serious private bid is made?	0,30	0,66	-2,92	0,48	-3,51	-2,24	2
Do the directors have to publish a survey of antitakeover measures and how they plan to use them?	-1,45	n/a	-1,73	1,45	-1,37	-1,73	0
Is the BoD prohibited to take extraordinary actions unless authorized by the GM?	-0,25	0,23	-1,31	0,40	-1,18	-1,27	0

Frage	Angloam. Franz. (t krit = +/- 2,024)	Angloam. Deutsch (t krit = +/- 2,074)	Angloam. Skand. (t krit = +/- 2,086)	Franz. Deutsch (t krit = +/- 2,06)	Franz. Skand. (t krit = +/- 2,069)	Deutsch Skand. (t krit = +/- 2,306)	Anzahl der sign. Unterschiede
Does the BoD have to supervise preparation and publication of the annual report?	-0,16	0,30	-1,46	0,40	-1,45	-1,00	0
Does the BoD have to request the CFO to deliver a written statement that all financial reports meet all existing regulations?	0,78	0,92	1,10	0,40	0,65	0,25	0
Do the BoD/the Chairman of the BoD and the CEO have to sign the annual report?	-0,71	0,99	-1,46	1,32	-1,00	-1,58	0
Anzahl der signifikanten Unterschiede	9	25	26	17	32	5	114

Anmerkung: alle auf 5 %-Niveau signifikanten Werte sind fett gedruckt.

8.2.4 M-KOEFFIZIENT

	Ägypten	Argentinien	Australien	Belgien	Brasilien	Chile
Ägypten	1,000	0,691	0,625	0,647	0,706	0,713
Argentinien	0,691	1,000	0,684	0,691	0,588	0,669
Australien	0,625	0,684	1,000	0,566	0,669	0,706
Belgien	0,647	0,691	0,566	1,000	0,515	0,640
Brasilien	0,706	0,588	0,669	0,515	1,000	0,743
Chile	0,713	0,669	0,706	0,640	0,743	1,000
Dänemark	0,728	0,728	0,676	0,596	0,699	0,632
Deutschland	0,662	0,618	0,610	0,632	0,618	0,684
Ecuador	0,684	0,581	0,676	0,551	0,728	0,706
Finnland	0,574	0,721	0,625	0,691	0,500	0,537
Frankreich	0,684	0,596	0,662	0,566	0,640	0,691
Griechenland	0,669	0,713	0,662	0,596	0,581	0,647
Holland	0,603	0,676	0,640	0,691	0,500	0,596
Hong-Kong	0,654	0,699	0,662	0,743	0,581	0,721
Indien	0,669	0,684	0,647	0,699	0,610	0,632
Indonesien	0,669	0,669	0,647	0,625	0,625	0,647
Irland	0,662	0,662	0,640	0,603	0,632	0,684
Israel	0,676	0,662	0,699	0,574	0,691	0,728
Italien	0,728	0,654	0,721	0,654	0,684	0,765
Japan	0,632	0,588	0,625	0,529	0,676	0,684
Jordanien	0,713	0,684	0,632	0,625	0,566	0,647
Kanada	0,544	0,676	0,625	0,662	0,456	0,551
Kenia	0,713	0,713	0,603	0,728	0,551	0,588
Kolumbien	0,632	0,632	0,669	0,632	0,647	0,640
Malaysia	0,632	0,735	0,684	0,691	0,544	0,625
Mexiko	0,676	0,632	0,713	0,544	0,750	0,699
Neuseeland	0,669	0,699	0,721	0,654	0,654	0,706
Nigeria	0,743	0,625	0,647	0,581	0,699	0,691
Norwegen	0,735	0,662	0,669	0,676	0,721	0,713
Österreich	0,632	0,603	0,522	0,632	0,632	0,654
Pakistan	0,713	0,654	0,662	0,566	0,684	0,603
Peru	0,662	0,647	0,640	0,544	0,574	0,581
Philippinen	0,684	0,757	0,662	0,684	0,610	0,603
Portugal	0,699	0,728	0,662	0,728	0,610	0,706
Schweden	0,662	0,779	0,713	0,662	0,603	0,654
Schweiz	0,662	0,662	0,699	0,662	0,735	0,684
Singapur	0,625	0,801	0,721	0,654	0,625	0,618
Spanien	0,699	0,728	0,765	0,654	0,640	0,721
Sri Lanka	0,662	0,529	0,699	0,485	0,779	0,713
Südafrika	0,647	0,750	0,640	0,691	0,588	0,610
Südkorea	0,713	0,684	0,735	0,625	0,713	0,735
Taiwan	0,610	0,699	0,676	0,610	0,581	0,662
Thailand	0,632	0,662	0,654	0,618	0,603	0,684
Türkei	0,676	0,779	0,728	0,632	0,618	0,640
UK	0,632	0,779	0,684	0,706	0,544	0,610
Uruguay	0,676	0,603	0,772	0,559	0,735	0,699
USA	0,588	0,676	0,728	0,632	0,632	0,684
Venezuela	0,735	0,632	0,713	0,603	0,735	0,757
Zimbabwe	0,654	0,640	0,691	0,581	0,699	0,676

	Dänemark	Deutschland	Ecuador	Finnland	Frankreich	Griechenland
Ägypten	0,728	0,662	0,684	0,574	0,684	0,669
Argentinien	0,728	0,618	0,581	0,721	0,596	0,713
Australien	0,676	0,610	0,676	0,625	0,662	0,662
Belgien	0,596	0,632	0,551	0,691	0,566	0,596
Brasilien	0,699	0,618	0,728	0,500	0,640	0,581
Chile	0,632	0,684	0,706	0,537	0,691	0,647
Dänemark	1,000	0,684	0,662	0,654	0,647	0,691
Deutschland	0,684	1,000	0,596	0,618	0,625	0,610
Ecuador	0,662	0,596	1,000	0,449	0,765	0,632
Finnland	0,654	0,618	0,449	1,000	0,566	0,640
Frankreich	0,647	0,625	0,765	0,566	1,000	0,632
Griechenland	0,691	0,610	0,632	0,640	0,632	1,000
Holland	0,640	0,632	0,551	0,706	0,596	0,669
Hong-Kong	0,647	0,596	0,574	0,684	0,618	0,647
Indien	0,559	0,596	0,662	0,596	0,662	0,662
Indonesien	0,691	0,669	0,574	0,596	0,588	0,662
Irland	0,684	0,676	0,654	0,574	0,654	0,654
Israel	0,757	0,662	0,684	0,559	0,596	0,684
Italien	0,647	0,669	0,765	0,610	0,721	0,632
Japan	0,551	0,588	0,713	0,485	0,640	0,625
Jordanien	0,706	0,684	0,618	0,610	0,662	0,662
Kanada	0,596	0,588	0,449	0,721	0,537	0,625
Kenia	0,676	0,566	0,500	0,728	0,574	0,632
Kolumbien	0,669	0,618	0,596	0,618	0,596	0,669
Malaysia	0,684	0,603	0,478	0,676	0,610	0,625
Mexiko	0,640	0,603	0,728	0,485	0,669	0,610
Neuseeland	0,691	0,699	0,588	0,669	0,618	0,632
Nigeria	0,691	0,640	0,662	0,596	0,676	0,706
Norwegen	0,713	0,662	0,654	0,632	0,640	0,610
Österreich	0,640	0,765	0,551	0,588	0,610	0,581
Pakistan	0,676	0,596	0,676	0,537	0,662	0,662
Peru	0,654	0,632	0,669	0,632	0,581	0,728
Philippinen	0,676	0,654	0,559	0,684	0,574	0,632
Portugal	0,662	0,684	0,662	0,654	0,676	0,662
Schweden	0,713	0,676	0,566	0,721	0,610	0,713
Schweiz	0,684	0,632	0,684	0,632	0,610	0,610
Singapur	0,706	0,551	0,588	0,743	0,662	0,647
Spanien	0,691	0,684	0,632	0,640	0,676	0,662
Sri Lanka	0,640	0,574	0,772	0,456	0,713	0,596
Südafrika	0,713	0,647	0,566	0,735	0,581	0,684
Südkorea	0,721	0,713	0,662	0,640	0,721	0,721
Taiwan	0,691	0,610	0,603	0,669	0,603	0,662
Thailand	0,699	0,706	0,566	0,647	0,610	0,713
Türkei	0,654	0,662	0,596	0,691	0,610	0,713
UK	0,654	0,618	0,463	0,794	0,596	0,669
Uruguay	0,684	0,647	0,757	0,529	0,684	0,610
USA	0,625	0,618	0,596	0,632	0,625	0,625
Venezuela	0,684	0,647	0,801	0,515	0,743	0,625
Zimbabwe	0,662	0,610	0,662	0,581	0,662	0,662

	Holland	Hong-Kong	Indien	Indonesien	Irland	Israel
Ägypten	0,603	0,654	0,669	0,669	0,662	0,676
Argentinien	0,676	0,699	0,684	0,669	0,662	0,662
Australien	0,640	0,662	0,647	0,647	0,640	0,699
Belgien	0,691	0,743	0,699	0,625	0,603	0,574
Brasilien	0,500	0,581	0,610	0,625	0,632	0,691
Chile	0,596	0,721	0,632	0,647	0,684	0,728
Dänemark	0,640	0,647	0,559	0,691	0,684	0,757
Deutschland	0,632	0,596	0,596	0,669	0,676	0,662
Ecuador	0,551	0,574	0,662	0,574	0,654	0,684
Finnland	0,706	0,684	0,596	0,596	0,574	0,559
Frankreich	0,596	0,618	0,662	0,588	0,654	0,596
Griechenland	0,669	0,647	0,662	0,662	0,654	0,684
Holland	1,000	0,684	0,625	0,669	0,618	0,618
Hong-Kong	0,684	1,000	0,632	0,588	0,625	0,654
Indien	0,625	0,632	1,000	0,618	0,610	0,566
Indonesien	0,669	0,588	0,618	1,000	0,699	0,654
Irland	0,618	0,625	0,610	0,699	1,000	0,647
Israel	0,618	0,654	0,566	0,654	0,647	1,000
Italien	0,610	0,706	0,662	0,662	0,654	0,669
Japan	0,574	0,537	0,654	0,566	0,544	0,574
Jordanien	0,699	0,706	0,632	0,662	0,699	0,684
Kanada	0,691	0,625	0,610	0,596	0,588	0,574
Kenia	0,640	0,706	0,647	0,588	0,581	0,610
Kolumbien	0,529	0,596	0,566	0,596	0,574	0,662
Malaysia	0,676	0,713	0,684	0,654	0,603	0,647
Mexiko	0,559	0,610	0,713	0,596	0,632	0,676
Neuseeland	0,610	0,750	0,544	0,676	0,699	0,743
Nigeria	0,610	0,632	0,632	0,647	0,610	0,743
Norwegen	0,603	0,713	0,654	0,596	0,706	0,647
Österreich	0,618	0,566	0,566	0,669	0,632	0,632
Pakistan	0,610	0,574	0,647	0,618	0,669	0,684
Peru	0,662	0,581	0,610	0,581	0,603	0,603
Philippinen	0,654	0,632	0,676	0,676	0,625	0,566
Portugal	0,625	0,706	0,691	0,691	0,699	0,640
Schweden	0,676	0,669	0,610	0,669	0,647	0,632
Schweiz	0,662	0,713	0,610	0,684	0,676	0,721
Singapur	0,625	0,721	0,706	0,632	0,625	0,625
Spanien	0,640	0,691	0,676	0,750	0,699	0,713
Sri Lanka	0,500	0,581	0,610	0,581	0,618	0,676
Südafrika	0,721	0,713	0,640	0,684	0,691	0,647
Südkorea	0,654	0,691	0,676	0,691	0,699	0,699
Taiwan	0,640	0,632	0,559	0,691	0,596	0,640
Thailand	0,735	0,669	0,581	0,669	0,750	0,706
Türkei	0,706	0,699	0,654	0,654	0,691	0,662
UK	0,735	0,728	0,625	0,669	0,647	0,574
Uruguay	0,603	0,625	0,640	0,625	0,676	0,765
USA	0,647	0,654	0,713	0,654	0,647	0,632
Venezuela	0,618	0,669	0,654	0,581	0,647	0,721
Zimbabwe	0,625	0,603	0,676	0,647	0,654	0,684

	Italien	Japan	Jordanien	Kanada	Kenia	Kolumbien
Ägypten	0,728	0,632	0,713	0,544	0,713	0,632
Argentinien	0,654	0,588	0,684	0,676	0,713	0,632
Australien	0,721	0,625	0,632	0,625	0,603	0,669
Belgien	0,654	0,529	0,625	0,662	0,728	0,632
Brasilien	0,684	0,676	0,566	0,456	0,551	0,647
Chile	0,765	0,684	0,647	0,551	0,588	0,640
Dänemark	0,647	0,551	0,706	0,596	0,676	0,669
Deutschland	0,669	0,588	0,684	0,588	0,566	0,618
Ecuador	0,765	0,713	0,618	0,449	0,500	0,596
Finnland	0,610	0,485	0,610	0,721	0,728	0,618
Frankreich	0,721	0,640	0,662	0,537	0,574	0,596
Griechenland	0,632	0,625	0,662	0,625	0,632	0,669
Holland	0,610	0,574	0,699	0,691	0,640	0,529
Hong-Kong	0,706	0,537	0,706	0,625	0,706	0,596
Indien	0,662	0,654	0,632	0,610	0,647	0,566
Indonesien	0,662	0,566	0,662	0,596	0,588	0,596
Irland	0,654	0,544	0,699	0,588	0,581	0,574
Israel	0,669	0,574	0,684	0,574	0,610	0,662
Italien	1,000	0,640	0,647	0,493	0,632	0,610
Japan	0,640	1,000	0,551	0,456	0,493	0,676
Jordanien	0,647	0,551	1,000	0,610	0,647	0,596
Kanada	0,493	0,456	0,610	1,000	0,640	0,574
Kenia	0,632	0,493	0,647	0,640	1,000	0,625
Kolumbien	0,610	0,676	0,596	0,574	0,625	1,000
Malaysia	0,625	0,471	0,699	0,706	0,743	0,632
Mexiko	0,699	0,721	0,596	0,485	0,581	0,647
Neuseeland	0,706	0,581	0,691	0,610	0,691	0,699
Nigeria	0,691	0,581	0,647	0,566	0,676	0,669
Norwegen	0,743	0,559	0,713	0,529	0,669	0,588
Österreich	0,640	0,588	0,610	0,559	0,596	0,632
Pakistan	0,618	0,581	0,691	0,522	0,618	0,640
Peru	0,610	0,632	0,728	0,559	0,581	0,603
Philippinen	0,618	0,596	0,632	0,743	0,662	0,610
Portugal	0,809	0,610	0,721	0,566	0,632	0,610
Schweden	0,610	0,588	0,684	0,676	0,640	0,647
Schweiz	0,743	0,632	0,699	0,603	0,610	0,632
Singapur	0,662	0,537	0,662	0,654	0,735	0,654
Spanien	0,721	0,625	0,721	0,669	0,588	0,669
Sri Lanka	0,684	0,706	0,566	0,471	0,522	0,662
Südafrika	0,625	0,544	0,757	0,721	0,669	0,574
Südkorea	0,721	0,699	0,735	0,640	0,618	0,684
Taiwan	0,632	0,551	0,647	0,596	0,618	0,610
Thailand	0,625	0,515	0,699	0,632	0,669	0,588
Türkei	0,684	0,559	0,713	0,662	0,669	0,588
UK	0,640	0,500	0,699	0,662	0,654	0,618
Uruguay	0,743	0,632	0,640	0,485	0,551	0,632
USA	0,610	0,632	0,640	0,706	0,522	0,647
Venezuela	0,816	0,706	0,640	0,515	0,596	0,632
Zimbabwe	0,676	0,669	0,706	0,566	0,574	0,684

	Malaysia	Mexiko	Neuseeland	Nigeria	Norwegen	Österreich
Ägypten	0,632	0,676	0,669	0,743	0,735	0,632
Argentinien	0,735	0,632	0,699	0,625	0,662	0,603
Australien	0,684	0,713	0,721	0,647	0,669	0,522
Belgien	0,691	0,544	0,654	0,581	0,676	0,632
Brasilien	0,544	0,750	0,654	0,699	0,721	0,632
Chile	0,625	0,699	0,706	0,691	0,713	0,654
Dänemark	0,684	0,640	0,691	0,691	0,713	0,640
Deutschland	0,603	0,603	0,699	0,640	0,662	0,765
Ecuador	0,478	0,728	0,588	0,662	0,654	0,551
Finnland	0,676	0,485	0,669	0,596	0,632	0,588
Frankreich	0,610	0,669	0,618	0,676	0,640	0,610
Griechenland	0,625	0,610	0,632	0,706	0,610	0,581
Holland	0,676	0,559	0,610	0,610	0,603	0,618
Hong-Kong	0,713	0,610	0,750	0,632	0,713	0,566
Indien	0,684	0,713	0,544	0,632	0,654	0,566
Indonesien	0,654	0,596	0,676	0,647	0,596	0,669
Irland	0,603	0,632	0,699	0,610	0,706	0,632
Israel	0,647	0,676	0,743	0,743	0,647	0,632
Italien	0,625	0,699	0,706	0,691	0,743	0,640
Japan	0,471	0,721	0,581	0,581	0,559	0,588
Jordanien	0,699	0,596	0,691	0,647	0,713	0,610
Kanada	0,706	0,485	0,610	0,566	0,529	0,559
Kenia	0,743	0,581	0,691	0,676	0,669	0,596
Kolumbien	0,632	0,647	0,699	0,669	0,588	0,632
Malaysia	1,000	0,588	0,684	0,654	0,662	0,559
Mexiko	0,588	1,000	0,684	0,684	0,662	0,632
Neuseeland	0,684	0,684	1,000	0,721	0,713	0,610
Nigeria	0,654	0,684	0,721	1,000	0,654	0,625
Norwegen	0,662	0,662	0,713	0,654	1,000	0,618
Österreich	0,559	0,632	0,610	0,625	0,618	1,000
Pakistan	0,654	0,728	0,647	0,662	0,610	0,581
Peru	0,559	0,618	0,640	0,610	0,618	0,529
Philippinen	0,654	0,654	0,647	0,603	0,654	0,610
Portugal	0,684	0,669	0,735	0,691	0,787	0,640
Schweden	0,721	0,574	0,684	0,596	0,676	0,603
Schweiz	0,647	0,721	0,743	0,640	0,721	0,662
Singapur	0,757	0,640	0,691	0,632	0,654	0,566
Spanien	0,713	0,669	0,750	0,676	0,654	0,640
Sri Lanka	0,515	0,765	0,654	0,699	0,662	0,603
Südafrika	0,706	0,574	0,713	0,596	0,691	0,603
Südkorea	0,684	0,669	0,691	0,662	0,699	0,669
Taiwan	0,640	0,610	0,632	0,574	0,596	0,581
Thailand	0,721	0,603	0,728	0,699	0,647	0,588
Türkei	0,735	0,662	0,713	0,640	0,676	0,603
UK	0,794	0,544	0,728	0,596	0,706	0,559
Uruguay	0,559	0,721	0,699	0,699	0,632	0,618
USA	0,676	0,676	0,640	0,581	0,603	0,588
Venezuela	0,588	0,765	0,669	0,669	0,691	0,632
Zimbabwe	0,596	0,713	0,691	0,662	0,625	0,625

	Pakistan	Peru	Philippinen	Portugal	Schweden	Schweiz
Ägypten	0,713	0,662	0,684	0,699	0,662	0,662
Argentinien	0,654	0,647	0,757	0,728	0,779	0,662
Australien	0,662	0,640	0,662	0,662	0,713	0,699
Belgien	0,566	0,544	0,684	0,728	0,662	0,662
Brasilien	0,684	0,574	0,610	0,610	0,603	0,735
Chile	0,603	0,581	0,603	0,706	0,654	0,684
Dänemark	0,676	0,654	0,676	0,662	0,713	0,684
Deutschland	0,596	0,632	0,654	0,684	0,676	0,632
Ecuador	0,676	0,669	0,559	0,662	0,566	0,684
Finnland	0,537	0,632	0,684	0,654	0,721	0,632
Frankreich	0,662	0,581	0,574	0,676	0,610	0,610
Griechenland	0,662	0,728	0,632	0,662	0,713	0,610
Holland	0,610	0,662	0,654	0,625	0,676	0,662
Hong-Kong	0,574	0,581	0,632	0,706	0,669	0,713
Indien	0,647	0,610	0,676	0,691	0,610	0,610
Indonesien	0,618	0,581	0,676	0,691	0,669	0,684
Irland	0,669	0,603	0,625	0,699	0,647	0,676
Israel	0,684	0,603	0,566	0,640	0,632	0,721
Italien	0,618	0,610	0,618	0,809	0,610	0,743
Japan	0,581	0,632	0,596	0,610	0,588	0,632
Jordanien	0,691	0,728	0,632	0,721	0,684	0,699
Kanada	0,522	0,559	0,743	0,566	0,676	0,603
Kenia	0,618	0,581	0,662	0,632	0,640	0,610
Kolumbien	0,640	0,603	0,610	0,610	0,647	0,632
Malaysia	0,654	0,559	0,654	0,684	0,721	0,647
Mexiko	0,728	0,618	0,654	0,669	0,574	0,721
Neuseeland	0,647	0,640	0,647	0,735	0,684	0,743
Nigeria	0,662	0,610	0,603	0,691	0,596	0,640
Norwegen	0,610	0,618	0,654	0,787	0,676	0,721
Österreich	0,581	0,529	0,610	0,640	0,603	0,662
Pakistan	1,000	0,669	0,647	0,588	0,654	0,684
Peru	0,669	1,000	0,640	0,640	0,676	0,662
Philippinen	0,647	0,640	1,000	0,647	0,713	0,699
Portugal	0,588	0,640	0,647	1,000	0,654	0,699
Schweden	0,654	0,676	0,713	0,654	1,000	0,691
Schweiz	0,684	0,662	0,699	0,699	0,691	1,000
Singapur	0,662	0,566	0,706	0,676	0,713	0,713
Spanien	0,632	0,640	0,721	0,691	0,728	0,743
Sri Lanka	0,640	0,588	0,551	0,581	0,544	0,691
Südafrika	0,625	0,662	0,713	0,669	0,765	0,735
Südkorea	0,706	0,654	0,662	0,691	0,743	0,713
Taiwan	0,603	0,654	0,603	0,647	0,699	0,654
Thailand	0,669	0,647	0,640	0,654	0,706	0,676
Türkei	0,669	0,691	0,713	0,684	0,721	0,750
UK	0,640	0,618	0,713	0,713	0,765	0,662
Uruguay	0,684	0,618	0,551	0,654	0,588	0,721
USA	0,581	0,588	0,713	0,654	0,691	0,691
Venezuela	0,713	0,618	0,625	0,669	0,662	0,750
Zimbabwe	0,706	0,654	0,632	0,632	0,684	0,743

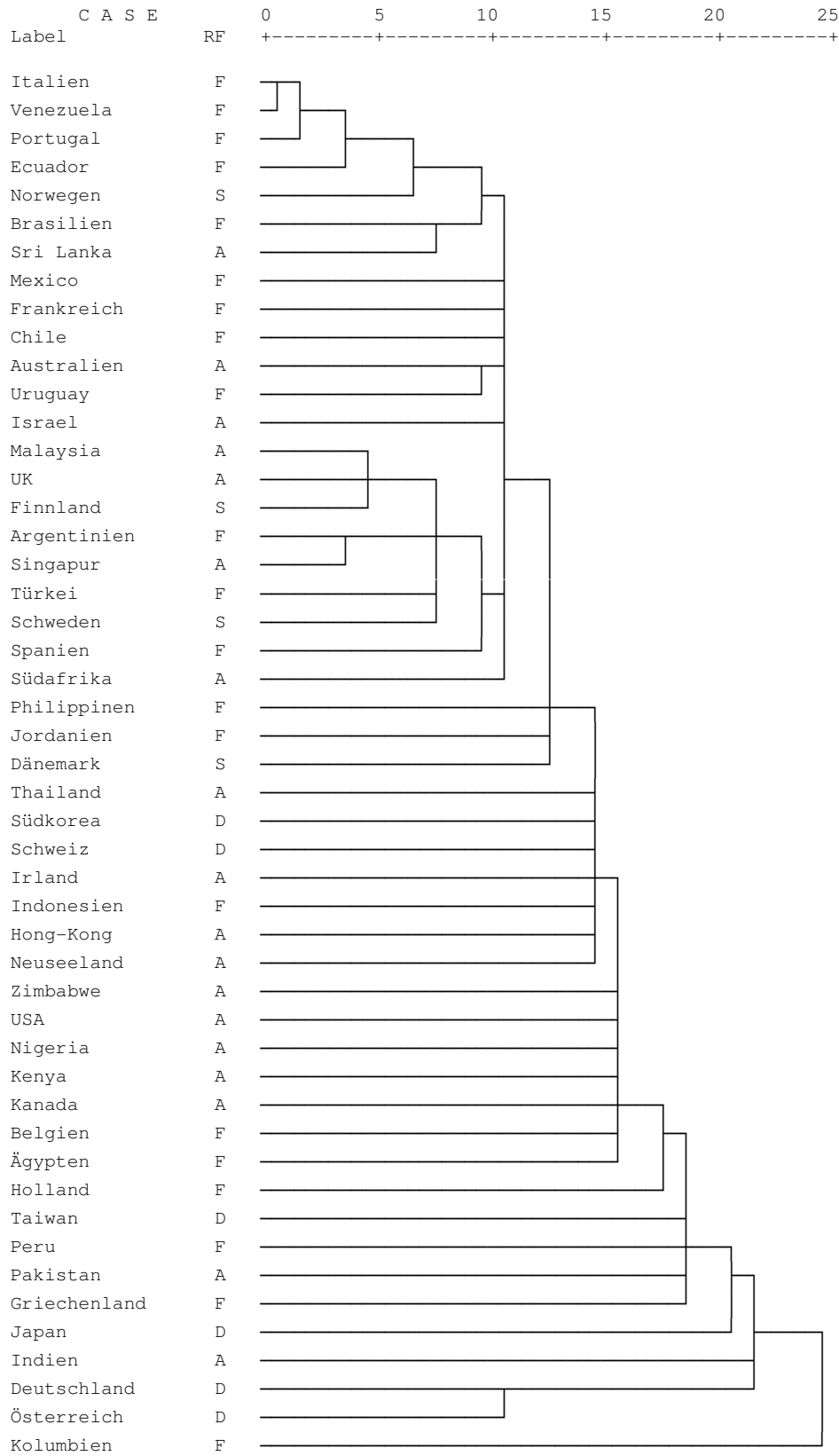
	Singapur	Spanien	Sri Lanka	Südafrika	Südkorea	Taiwan
Ägypten	0,625	0,699	0,662	0,647	0,713	0,610
Argentinien	0,801	0,728	0,529	0,750	0,684	0,699
Australien	0,721	0,765	0,699	0,640	0,735	0,676
Belgien	0,654	0,654	0,485	0,691	0,625	0,610
Brasilien	0,625	0,640	0,779	0,588	0,713	0,581
Chile	0,618	0,721	0,713	0,610	0,735	0,662
Dänemark	0,706	0,691	0,640	0,713	0,721	0,691
Deutschland	0,551	0,684	0,574	0,647	0,713	0,610
Ecuador	0,588	0,632	0,772	0,566	0,662	0,603
Finnland	0,743	0,640	0,456	0,735	0,640	0,669
Frankreich	0,662	0,676	0,713	0,581	0,721	0,603
Griechenland	0,647	0,662	0,596	0,684	0,721	0,662
Holland	0,625	0,640	0,500	0,721	0,654	0,640
Hong-Kong	0,721	0,691	0,581	0,713	0,691	0,632
Indien	0,706	0,676	0,610	0,640	0,676	0,559
Indonesien	0,632	0,750	0,581	0,684	0,691	0,691
Irland	0,625	0,699	0,618	0,691	0,699	0,596
Israel	0,625	0,713	0,676	0,647	0,699	0,640
Italien	0,662	0,721	0,684	0,625	0,721	0,632
Japan	0,537	0,625	0,706	0,544	0,699	0,551
Jordanien	0,662	0,721	0,566	0,757	0,735	0,647
Kanada	0,654	0,669	0,471	0,721	0,640	0,596
Kenia	0,735	0,588	0,522	0,669	0,618	0,618
Kolumbien	0,654	0,669	0,662	0,574	0,684	0,610
Malaysia	0,757	0,713	0,515	0,706	0,684	0,640
Mexiko	0,640	0,669	0,765	0,574	0,669	0,610
Neuseeland	0,691	0,750	0,654	0,713	0,691	0,632
Nigeria	0,632	0,676	0,699	0,596	0,662	0,574
Norwegen	0,654	0,654	0,662	0,691	0,699	0,596
Österreich	0,566	0,640	0,603	0,603	0,669	0,581
Pakistan	0,662	0,632	0,640	0,625	0,706	0,603
Peru	0,566	0,640	0,588	0,662	0,654	0,654
Philippinen	0,706	0,721	0,551	0,713	0,662	0,603
Portugal	0,676	0,691	0,581	0,669	0,691	0,647
Schweden	0,713	0,728	0,544	0,765	0,743	0,699
Schweiz	0,713	0,743	0,691	0,735	0,713	0,654
Singapur	1,000	0,721	0,610	0,728	0,721	0,706
Spanien	0,721	1,000	0,669	0,728	0,750	0,721
Sri Lanka	0,610	0,669	1,000	0,529	0,640	0,581
Südafrika	0,728	0,728	0,529	1,000	0,699	0,654
Südkorea	0,721	0,750	0,640	0,699	1,000	0,676
Taiwan	0,706	0,721	0,581	0,654	0,676	1,000
Thailand	0,654	0,699	0,544	0,750	0,669	0,654
Türkei	0,713	0,772	0,559	0,721	0,713	0,728
UK	0,743	0,713	0,471	0,750	0,684	0,669
Uruguay	0,640	0,743	0,735	0,603	0,684	0,610
USA	0,669	0,743	0,618	0,721	0,728	0,640
Venezuela	0,640	0,699	0,765	0,588	0,684	0,625
Zimbabwe	0,691	0,706	0,728	0,654	0,721	0,618

	Thailand	Türkei	UK	Uruguay	USA	Venezuela
Ägypten	0,632	0,676	0,632	0,676	0,588	0,735
Argentinien	0,662	0,779	0,779	0,603	0,676	0,632
Australien	0,654	0,728	0,684	0,772	0,728	0,713
Belgien	0,618	0,632	0,706	0,559	0,632	0,603
Brasilien	0,603	0,618	0,544	0,735	0,632	0,735
Chile	0,684	0,640	0,610	0,699	0,684	0,757
Dänemark	0,699	0,654	0,654	0,684	0,625	0,684
Deutschland	0,706	0,662	0,618	0,647	0,618	0,647
Ecuador	0,566	0,596	0,463	0,757	0,596	0,801
Finnland	0,647	0,691	0,794	0,529	0,632	0,515
Frankreich	0,610	0,610	0,596	0,684	0,625	0,743
Griechenland	0,713	0,713	0,669	0,610	0,625	0,625
Holland	0,735	0,706	0,735	0,603	0,647	0,618
Hong-Kong	0,669	0,699	0,728	0,625	0,654	0,669
Indien	0,581	0,654	0,625	0,640	0,713	0,654
Indonesien	0,669	0,654	0,669	0,625	0,654	0,581
Irland	0,750	0,691	0,647	0,676	0,647	0,647
Israel	0,706	0,662	0,574	0,765	0,632	0,721
Italien	0,625	0,684	0,640	0,743	0,610	0,816
Japan	0,515	0,559	0,500	0,632	0,632	0,706
Jordanien	0,699	0,713	0,699	0,640	0,640	0,640
Kanada	0,632	0,662	0,662	0,485	0,706	0,515
Kenia	0,669	0,669	0,654	0,551	0,522	0,596
Kolumbien	0,588	0,588	0,618	0,632	0,647	0,632
Malaysia	0,721	0,735	0,794	0,559	0,676	0,588
Mexiko	0,603	0,662	0,544	0,721	0,676	0,765
Neuseeland	0,728	0,713	0,728	0,699	0,640	0,669
Nigeria	0,699	0,640	0,596	0,699	0,581	0,669
Norwegen	0,647	0,676	0,706	0,632	0,603	0,691
Österreich	0,588	0,603	0,559	0,618	0,588	0,632
Pakistan	0,669	0,669	0,640	0,684	0,581	0,713
Peru	0,647	0,691	0,618	0,618	0,588	0,618
Philippinen	0,640	0,713	0,713	0,551	0,713	0,625
Portugal	0,654	0,684	0,713	0,654	0,654	0,669
Schweden	0,706	0,721	0,765	0,588	0,691	0,662
Schweiz	0,676	0,750	0,662	0,721	0,691	0,750
Singapur	0,654	0,713	0,743	0,640	0,669	0,640
Spanien	0,699	0,772	0,713	0,743	0,743	0,699
Sri Lanka	0,544	0,559	0,471	0,735	0,618	0,765
Südafrika	0,750	0,721	0,750	0,603	0,721	0,588
Südkorea	0,669	0,713	0,684	0,684	0,728	0,684
Taiwan	0,654	0,728	0,669	0,610	0,640	0,625
Thailand	1,000	0,735	0,706	0,632	0,588	0,618
Türkei	0,735	1,000	0,765	0,647	0,647	0,647
UK	0,706	0,765	1,000	0,544	0,691	0,544
Uruguay	0,632	0,647	0,544	1,000	0,647	0,765
USA	0,588	0,647	0,691	0,647	1,000	0,647
Venezuela	0,618	0,647	0,544	0,765	0,647	1,000
Zimbabwe	0,640	0,684	0,625	0,743	0,684	0,699

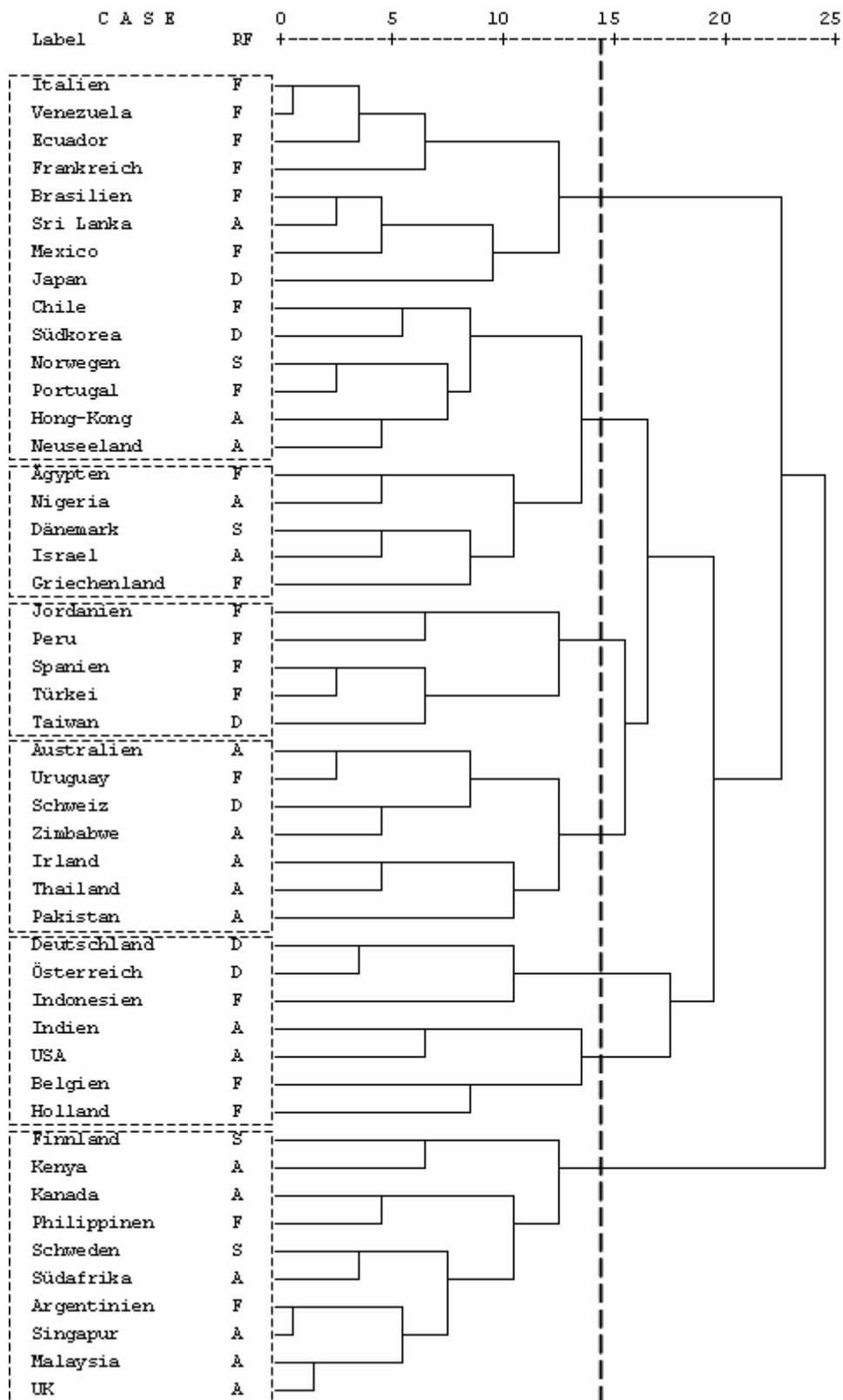
	Zimbabwe
Ägypten	0,654
Argentinien	0,640
Australien	0,691
Belgien	0,581
Brasilien	0,699
Chile	0,676
Dänemark	0,662
Deutschland	0,610
Ecuador	0,662
Finnland	0,581
Frankreich	0,662
Griechenland	0,662
Holland	0,625
Hong-Kong	0,603
Indien	0,676
Indonesien	0,647
Irland	0,654
Israel	0,684
Italien	0,676
Japan	0,669
Jordanien	0,706
Kanada	0,566
Kenia	0,574
Kolumbien	0,684
Malaysia	0,596
Mexiko	0,713
Neuseeland	0,691
Nigeria	0,662
Norwegen	0,625
Österreich	0,625
Pakistan	0,706
Peru	0,654
Philippinen	0,632
Portugal	0,632
Schweden	0,684
Schweiz	0,743
Singapur	0,691
Spanien	0,706
Sri Lanka	0,728
Südafrika	0,654
Südkorea	0,721
Taiwan	0,618
Thailand	0,640
Türkei	0,684
UK	0,625
Uruguay	0,743
USA	0,684
Venezuela	0,699
Zimbabwe	1,000

8.2.5 CLUSTER

8.2.5.1 Single Linkage Cluster



8.2.5.2 Complete Linkage Cluster



8.2.6 MULTIKOLLINEARITÄTSNACHWEIS

Zum Nachweis der Multikollinearität wird nach Backhaus, Erichson, Plinke und Weiber (2003) mit einer Hilfsregression überprüft, ob sich eine beliebig ausgewählte unabhängige Variable als Linearkombination der anderen unabhängigen Variablen darstellen lässt. Der Wert des Bestimmtheitsmaßes nahe 1 zeigt, dass Multikollinearität vorliegt.

Abhängige Variable	Unabhängige Variablen	R-Quadrat
Frage 1	Frage 137, Frage 122, Frage 121, Frage 54, Frage 36, Frage 32, Frage 18, Frage 112, Frage 53, Frage 8, Frage 77, Frage 76, Frage 106, Frage 118, Frage 24, Frage 33, Frage 109, Frage 26, Frage 17, Frage 103, Frage 82, Frage 63, Frage 87, Frage 30, Frage 57, Frage 15, Frage 61, Frage 64, Frage 34, Frage 12, Frage 137, Frage 73, Frage 44, Frage 78, Frage 20, Frage 49, Frage 38, Frage 79, Frage 98, Frage 117, Frage 37, Frage 7, Frage 86	1,0
Frage 2	Frage 1, Frage 120, Frage 79, Frage 83, Frage 43, Frage 34, Frage 107, Frage 32, Frage 41, Frage 77, Frage 122, Frage 90, Frage 124, Frage 78, Frage 111, Frage 42, Frage 45, Frage 137, Frage 12, Frage 19, Frage 74, Frage 110, Frage 118, Frage 103, Frage 117, Frage 36, Frage 56, Frage 64, Frage 49, Frage 4, Frage 68, Frage 50, Frage 47, Frage 116, Frage 11, Frage 82, Frage 55, Frage 98, Frage 95, Frage 97, Frage 15, Frage 127, Frage 100	1,0
Frage 3	Frage 2, Frage 122, Frage 127, Frage 53, Frage 19, Frage 57, Frage 103, Frage 17, Frage 37, Frage 137, Frage 115, Frage 32, Frage 40, Frage 41, Frage 54, Frage 74, Frage 33, Frage 43, Frage 118, Frage 79, Frage 95, Frage 56, Frage 82, Frage 42, Frage 108, Frage 34, Frage 116, Frage 49, Frage 90, Frage 68, Frage 109, Frage 62, Frage 98, Frage 112, Frage 21, Frage 83, Frage 15, Frage 92, Frage 5, Frage 73, Frage 93, Frage 36, Frage 46	1,0
...

8.2.7 KOMMUNALITÄTEN

Kommunalitäten		
	Anfänglich	Extraktion
Z-Wert Frage 1	1,000	0,981
Z-Wert Frage 2	1,000	0,949
Z-Wert Frage 3	1,000	0,982
Z-Wert Frage 4	1,000	0,989
Z-Wert Frage 5	1,000	0,892
Z-Wert Frage 6	1,000	0,964
Z-Wert Frage 7	1,000	0,988
Z-Wert Frage 8	1,000	0,953
Z-Wert Frage 9	1,000	0,990
Z-Wert Frage 11	1,000	0,932
Z-Wert Frage 12	1,000	0,960
Z-Wert Frage 13	1,000	0,991
Z-Wert Frage 14	1,000	0,975
Z-Wert Frage 15	1,000	0,940
Z-Wert Frage 16	1,000	0,984
Z-Wert Frage 17	1,000	0,987
Z-Wert Frage 18	1,000	0,982
Z-Wert Frage 19	1,000	0,990
Z-Wert Frage 20	1,000	0,961
Z-Wert Frage 21	1,000	0,926
Z-Wert Frage 22	1,000	0,974
Z-Wert Frage 23	1,000	0,910
Z-Wert Frage 24	1,000	0,974
Z-Wert Frage 25	1,000	0,915
Z-Wert Frage 26	1,000	0,971
Z-Wert Frage 27	1,000	0,991
Z-Wert Frage 28	1,000	0,932
Z-Wert Frage 29	1,000	0,973
Z-Wert Frage 30	1,000	0,979
Z-Wert Frage 31	1,000	0,976
Z-Wert Frage 32	1,000	0,981
Z-Wert Frage 33	1,000	0,959
Z-Wert Frage 34	1,000	0,920
Z-Wert Frage 35	1,000	0,959
Z-Wert Frage 36	1,000	0,955
Z-Wert Frage 37	1,000	0,984
Z-Wert Frage 38	1,000	0,963
Z-Wert Frage 39	1,000	0,971
Z-Wert Frage 40	1,000	0,971
Z-Wert Frage 41	1,000	0,951
Z-Wert Frage 42	1,000	0,918
Z-Wert Frage 43	1,000	0,982
Z-Wert Frage 44	1,000	0,959
Z-Wert Frage 45	1,000	0,987
Z-Wert Frage 46	1,000	0,943
Z-Wert Frage 47	1,000	0,961
Z-Wert Frage 48	1,000	0,984
Z-Wert Frage 49	1,000	0,906
Z-Wert Frage 50	1,000	0,947

Kommunalitäten		
	Anfänglich	Extraktion
Z-Wert Frage 51	1,000	0,965
Z-Wert Frage 52	1,000	0,973
Z-Wert Frage 53	1,000	0,948
Z-Wert Frage 54	1,000	0,954
Z-Wert Frage 55	1,000	0,977
Z-Wert Frage 56	1,000	0,966
Z-Wert Frage 57	1,000	0,946
Z-Wert Frage 58	1,000	0,956
Z-Wert Frage 59	1,000	0,980
Z-Wert Frage 60	1,000	0,934
Z-Wert Frage 61	1,000	0,944
Z-Wert Frage 62	1,000	0,959
Z-Wert Frage 63	1,000	0,966
Z-Wert Frage 64	1,000	0,968
Z-Wert Frage 65	1,000	0,946
Z-Wert Frage 66	1,000	0,969
Z-Wert Frage 67	1,000	0,962
Z-Wert Frage 68	1,000	0,968
Z-Wert Frage 69	1,000	0,989
Z-Wert Frage 72	1,000	0,985
Z-Wert Frage 73	1,000	0,955
Z-Wert Frage 74	1,000	0,988
Z-Wert Frage 75	1,000	0,972
Z-Wert Frage 76	1,000	0,938
Z-Wert Frage 77	1,000	0,982
Z-Wert Frage 78	1,000	0,982
Z-Wert Frage 79	1,000	0,934
Z-Wert Frage 81	1,000	0,964
Z-Wert Frage 82	1,000	0,932
Z-Wert Frage 83	1,000	0,966
Z-Wert Frage 84	1,000	0,979
Z-Wert Frage 85	1,000	0,978
Z-Wert Frage 86	1,000	0,960
Z-Wert Frage 87	1,000	0,977
Z-Wert Frage 88	1,000	0,968
Z-Wert Frage 89	1,000	0,966
Z-Wert Frage 90	1,000	0,973
Z-Wert Frage 91	1,000	0,981
Z-Wert Frage 92	1,000	0,977
Z-Wert Frage 93	1,000	0,955
Z-Wert Frage 94	1,000	0,975
Z-Wert Frage 95	1,000	0,953
Z-Wert Frage 96	1,000	0,991
Z-Wert Frage 97	1,000	0,908
Z-Wert Frage 98	1,000	0,908
Z-Wert Frage 99	1,000	0,971
Z-Wert Frage 100	1,000	0,944
Z-Wert Frage 101	1,000	0,974
Z-Wert Frage 102	1,000	0,987

Kommunalitäten		
	Anfänglich	Extraktion
Z-Wert Frage 103	1,000	0,945
Z-Wert Frage 104	1,000	0,961
Z-Wert Frage 105	1,000	0,954
Z-Wert Frage 106	1,000	0,983
Z-Wert Frage 107	1,000	0,984
Z-Wert Frage 108	1,000	0,974
Z-Wert Frage 109	1,000	0,965
Z-Wert Frage 110	1,000	0,952
Z-Wert Frage 111	1,000	0,918
Z-Wert Frage 112	1,000	0,957
Z-Wert Frage 113	1,000	0,920
Z-Wert Frage 114	1,000	0,964
Z-Wert Frage 115	1,000	0,977
Z-Wert Frage 116	1,000	0,967
Z-Wert Frage 117	1,000	0,980
Z-Wert Frage 118	1,000	0,953
Z-Wert Frage 119	1,000	0,955
Z-Wert Frage 120	1,000	0,957
Z-Wert Frage 121	1,000	0,914
Z-Wert Frage 122	1,000	0,940
Z-Wert Frage 123	1,000	0,968
Z-Wert Frage 124	1,000	0,958
Z-Wert Frage 125	1,000	0,942
Z-Wert Frage 126	1,000	0,981
Z-Wert Frage 127	1,000	0,955
Z-Wert Frage 128	1,000	0,956
Z-Wert Frage 129	1,000	0,931
Z-Wert Frage 130	1,000	0,955
Z-Wert Frage 132	1,000	0,987
Z-Wert Frage 133	1,000	0,957
Z-Wert Frage 134	1,000	0,968
Z-Wert Frage 135	1,000	0,963
Z-Wert Frage 136	1,000	0,967
Z-Wert Frage 137	1,000	0,961

8.2.8 ROTIERTE FAKTORLADUNGSMATRIX

Faktor	Z-Wert Frage 1	Z-Wert Frage 2	Z-Wert Frage 3	Z-Wert Frage 4	Z-Wert Frage 5	Z-Wert Frage 6	Z-Wert Frage 7	Z-Wert Frage 8	Z-Wert Frage 9
1	0,043	0,059	-0,093	0,203	0,107	-0,059	-0,229	0,066	-0,402
2	0,136	-0,221	0,013	0,895	0,766	0,233	-0,049	0,228	-0,069
3	-0,007	0,165	-0,117	0,049	0,049	0,261	0,339	-0,114	0,137
4	-0,338	0,449	0,042	-0,075	-0,037	-0,015	-0,110	-0,139	0,211
5	-0,115	0,228	-0,043	-0,008	0,036	0,184	-0,033	-0,018	0,132
6	0,081	0,071	-0,145	-0,020	-0,088	0,159	0,251	-0,130	-0,174
7	0,044	-0,156	0,068	-0,068	0,005	-0,239	-0,014	-0,107	0,169
8	-0,032	-0,207	0,192	0,224	0,120	0,156	0,159	0,031	-0,099
9	-0,164	-0,100	0,261	-0,063	-0,039	0,074	-0,235	-0,333	0,123
10	-0,027	-0,029	0,052	0,052	0,225	0,046	-0,307	-0,159	-0,095
11	0,090	-0,100	-0,026	-0,017	0,089	-0,001	-0,049	0,056	-0,127
12	-0,115	0,284	-0,086	0,013	-0,119	0,187	0,094	0,144	-0,184
13	0,168	-0,176	-0,057	-0,014	0,038	-0,063	-0,016	0,101	-0,091
14	0,089	-0,045	-0,067	-0,035	0,008	0,167	0,189	0,023	0,103
15	-0,063	0,027	0,051	-0,091	0,176	0,174	0,058	-0,140	-0,089
16	-0,056	0,126	-0,033	0,008	-0,147	-0,033	-0,093	-0,277	-0,041
17	-0,035	0,165	-0,085	0,088	0,001	-0,037	0,086	-0,272	-0,138
18	-0,014	0,188	-0,126	0,106	0,164	0,137	0,166	0,021	0,045
19	0,050	-0,259	0,139	0,018	0,140	0,299	0,478	0,240	0,054
20	-0,002	0,015	-0,009	0,075	0,034	-0,207	-0,020	-0,046	0,228
21	-0,012	0,155	-0,104	0,104	0,003	0,134	0,180	-0,084	-0,104
22	0,819	-0,132	-0,827	-0,012	0,025	0,093	-0,025	-0,001	0,060
23	0,030	-0,057	0,009	-0,071	-0,017	0,284	0,070	-0,130	-0,037
24	0,103	-0,070	-0,064	-0,003	0,207	-0,171	0,090	0,199	0,099
25	-0,066	-0,003	0,077	0,039	-0,107	0,059	-0,116	0,191	-0,288
26	-0,111	0,197	-0,023	-0,006	-0,030	0,107	0,023	-0,035	-0,330
27	-0,054	0,138	-0,044	0,009	-0,004	0,134	0,018	0,228	0,192
28	0,030	-0,257	0,160	-0,063	-0,027	0,181	-0,013	0,085	0,064
29	0,117	-0,130	-0,034	0,066	-0,006	0,196	-0,006	0,350	-0,290
30	-0,011	-0,062	0,059	-0,047	0,080	-0,035	-0,128	-0,002	0,103
31	-0,070	0,149	-0,033	0,000	-0,144	-0,017	-0,311	-0,207	-0,119
32	0,022	-0,176	0,108	-0,027	-0,063	0,332	0,194	0,255	0,143
33	-0,065	0,027	0,053	-0,067	0,003	-0,139	-0,025	-0,158	0,011
34	-0,016	-0,063	0,066	0,005	-0,017	-0,255	-0,181	-0,133	0,231
35	-0,024	0,086	-0,038	0,048	-0,020	0,046	-0,007	-0,012	0,035
36	0,009	-0,058	0,034	0,075	-0,036	0,014	-0,016	-0,003	-0,231

Faktor	Z-Wert Frage 11	Z-Wert Frage 12	Z-Wert Frage 13	Z-Wert Frage 14	Z-Wert Frage 15	Z-Wert Frage 16	Z-Wert Frage 17	Z-Wert Frage 18	Z-Wert Frage 19
1	-0,042	0,121	0,121	0,134	0,260	-0,130	-0,106	-0,104	0,069
2	-0,059	-0,013	-0,021	-0,182	0,125	-0,037	0,039	0,141	0,138
3	-0,041	0,229	-0,192	0,140	-0,101	0,058	0,052	0,052	0,087
4	-0,171	-0,091	0,171	0,729	0,336	-0,072	0,103	0,016	0,070
5	0,034	-0,185	0,183	0,045	0,130	0,022	-0,006	0,051	0,062
6	0,123	-0,184	-0,118	0,092	-0,021	-0,005	0,014	0,029	-0,062
7	0,016	0,115	0,086	-0,111	0,048	0,101	0,093	0,050	-0,057
8	-0,020	-0,228	-0,257	-0,123	0,228	-0,110	-0,073	-0,045	-0,036
9	0,275	0,285	0,060	0,031	-0,118	0,917	0,929	-0,101	-0,108
10	-0,098	0,188	-0,170	0,138	0,017	-0,144	-0,053	0,900	0,922
11	0,073	0,157	-0,153	-0,112	-0,013	0,115	0,097	-0,032	0,019
12	0,015	0,198	0,006	-0,028	-0,129	0,007	0,019	-0,107	-0,072
13	0,117	0,198	-0,001	-0,067	0,136	-0,053	-0,048	-0,009	0,093
14	-0,088	0,237	-0,020	-0,008	-0,012	0,006	0,008	-0,016	0,054
15	-0,048	0,087	0,011	0,026	0,028	-0,040	-0,018	-0,056	-0,082
16	-0,049	0,048	-0,141	0,131	-0,210	-0,074	-0,037	-0,101	-0,009
17	0,011	0,375	0,093	0,250	0,122	0,040	-0,028	0,047	-0,028
18	-0,093	0,166	0,170	-0,021	0,089	0,021	-0,026	0,153	-0,043
19	-0,064	-0,027	-0,149	-0,183	0,127	-0,027	0,007	-0,069	-0,082
20	0,172	-0,173	-0,100	-0,099	0,121	0,053	0,033	-0,030	-0,111
21	0,075	0,174	0,219	0,005	0,059	0,032	0,019	0,053	0,022
22	-0,100	-0,111	-0,049	-0,065	-0,001	-0,133	-0,157	0,016	-0,050
23	-0,064	-0,164	-0,123	-0,061	0,341	0,041	-0,010	-0,056	-0,076
24	0,014	0,033	-0,065	0,000	0,089	-0,053	-0,028	0,095	-0,047
25	0,086	0,055	0,227	-0,127	-0,332	0,038	0,022	-0,039	0,013
26	-0,018	0,131	-0,001	0,127	0,101	0,015	0,002	0,058	0,032
27	0,087	0,166	-0,090	-0,197	0,131	-0,004	-0,036	0,057	0,029
28	0,098	0,052	0,040	0,112	0,155	0,025	0,094	0,009	-0,053
29	0,033	-0,151	-0,104	0,108	-0,118	-0,041	0,011	0,157	0,010
30	-0,006	0,107	-0,316	0,043	0,002	-0,040	-0,040	0,008	0,021
31	0,005	-0,177	-0,048	0,061	0,160	-0,032	-0,011	-0,023	-0,092
32	0,049	-0,082	0,080	-0,134	0,230	0,045	0,077	0,032	-0,039
33	0,815	-0,029	-0,054	-0,212	0,173	0,071	0,105	-0,061	-0,052
34	0,065	0,144	0,017	0,021	0,135	-0,047	0,009	0,034	-0,029
35	0,040	-0,084	0,436	0,017	-0,280	-0,060	-0,085	-0,038	-0,043
36	-0,037	-0,213	-0,447	0,034	0,084	-0,027	-0,033	0,088	-0,046

Faktor	Z-Wert Frage 20	Z-Wert Frage 21	Z-Wert Frage 22	Z-Wert Frage 23	Z-Wert Frage 24	Z-Wert Frage 25	Z-Wert Frage 26	Z-Wert Frage 27	Z-Wert Frage 28
1	-0,068	0,158	0,141	0,398	0,124	0,118	0,366	0,108	0,068
2	-0,137	-0,058	0,087	0,283	0,046	0,232	0,173	0,339	0,429
3	0,091	0,005	0,257	0,062	0,017	-0,173	-0,173	-0,105	-0,018
4	-0,030	-0,065	0,162	0,071	0,061	0,140	0,197	0,235	0,170
5	0,001	-0,058	0,145	-0,062	0,055	-0,061	-0,020	0,009	0,081
6	0,029	0,081	-0,325	0,174	-0,005	-0,035	0,223	0,352	-0,113
7	-0,007	-0,100	0,121	0,283	0,055	-0,082	0,325	0,004	0,187
8	-0,158	-0,124	0,036	0,288	-0,080	0,211	0,151	-0,371	0,015
9	-0,048	0,092	-0,176	0,079	-0,011	0,203	-0,071	0,225	-0,095
10	-0,084	-0,162	0,355	0,025	-0,137	-0,127	-0,007	0,173	0,225
11	-0,017	0,001	0,205	-0,048	0,028	0,030	0,021	-0,130	0,153
12	0,850	0,844	-0,110	0,219	0,030	0,035	0,103	-0,041	-0,039
13	0,155	0,025	0,187	0,221	0,079	0,090	-0,176	0,041	0,245
14	0,093	0,018	0,044	0,058	0,032	-0,160	0,021	-0,189	0,127
15	0,056	0,002	-0,026	-0,144	0,885	0,074	0,152	0,126	0,057
16	0,088	0,035	0,049	-0,259	0,001	0,051	-0,087	0,247	0,196
17	-0,098	0,018	0,225	0,073	0,092	-0,018	-0,120	0,008	0,199
18	0,078	0,080	0,290	-0,074	0,089	0,532	0,069	-0,003	-0,029
19	0,054	0,039	-0,322	0,164	-0,017	0,270	0,099	-0,091	-0,185
20	0,168	-0,016	-0,131	-0,017	-0,066	0,039	0,074	-0,122	-0,285
21	0,149	-0,117	0,095	0,183	-0,001	0,215	0,320	-0,154	-0,006
22	-0,013	0,026	-0,101	-0,033	-0,174	0,245	0,181	-0,079	-0,141
23	-0,066	0,041	0,185	0,187	0,116	0,246	0,226	0,098	0,033
24	-0,076	0,062	-0,160	0,204	0,138	-0,123	0,037	-0,185	-0,064
25	-0,035	0,146	0,044	-0,029	0,017	-0,056	0,317	-0,228	0,134
26	-0,004	0,092	0,214	-0,043	-0,111	-0,057	-0,311	-0,064	0,098
27	0,092	-0,083	0,100	0,257	-0,004	0,009	0,075	0,218	0,066
28	-0,153	0,145	-0,038	0,020	-0,044	0,041	0,045	-0,110	0,304
29	0,045	0,044	-0,033	0,010	0,012	0,107	0,076	-0,046	-0,091
30	-0,026	0,067	-0,081	0,106	-0,011	0,167	0,070	0,096	-0,011
31	0,054	0,045	0,054	-0,020	0,095	0,009	-0,020	0,088	-0,008
32	0,030	0,038	0,077	0,106	0,137	-0,089	-0,140	-0,110	-0,007
33	0,074	-0,056	-0,123	0,125	-0,046	0,151	-0,105	0,139	-0,165
34	-0,016	0,056	-0,172	-0,092	-0,004	0,107	0,048	-0,174	0,191
35	0,026	-0,069	-0,073	0,018	0,009	0,094	0,079	-0,069	0,266
36	0,028	-0,038	0,005	0,045	0,024	0,056	-0,059	-0,162	-0,100

Faktor	Z-Wert Frage 29	Z-Wert Frage 30	Z-Wert Frage 31	Z-Wert Frage 32	Z-Wert Frage 33	Z-Wert Frage 34	Z-Wert Frage 35	Z-Wert Frage 36	Z-Wert Frage 37
1	0,020	0,128	0,151	0,042	-0,035	0,007	-0,010	-0,347	0,036
2	0,142	0,575	0,322	0,107	-0,323	0,034	-0,495	-0,009	0,208
3	-0,043	-0,528	0,111	0,044	-0,191	0,046	-0,010	0,203	0,031
4	0,134	0,078	0,086	0,030	0,059	0,035	0,080	-0,137	0,113
5	0,291	-0,025	0,135	0,032	0,047	0,034	-0,040	0,053	0,032
6	-0,231	-0,149	0,114	0,085	-0,049	-0,038	-0,024	-0,083	0,101
7	-0,185	0,109	-0,050	0,051	-0,271	0,120	0,221	0,268	0,345
8	0,298	0,063	0,741	0,915	-0,030	-0,050	0,118	0,091	0,074
9	-0,005	0,109	-0,111	-0,074	0,176	0,069	0,442	0,124	-0,011
10	-0,038	0,049	-0,047	-0,033	0,135	0,079	-0,118	-0,171	0,050
11	0,114	-0,184	0,145	0,047	0,144	-0,035	-0,015	-0,003	-0,028
12	-0,374	-0,096	-0,102	-0,185	-0,004	0,013	0,069	-0,056	0,171
13	-0,212	0,125	0,012	-0,018	-0,061	-0,074	0,014	0,219	0,076
14	0,197	-0,046	0,043	0,088	0,127	-0,088	-0,041	0,038	0,197
15	0,452	0,198	-0,060	0,024	0,166	-0,101	0,195	0,037	0,459
16	-0,232	-0,022	-0,101	-0,053	0,142	-0,009	-0,236	-0,263	-0,259
17	0,018	-0,006	-0,003	0,023	0,347	-0,001	0,247	0,025	0,181
18	0,171	-0,064	0,121	0,049	-0,212	-0,046	-0,255	-0,192	0,060
19	-0,121	0,063	-0,065	0,020	-0,196	-0,032	-0,162	-0,139	-0,139
20	0,022	-0,024	0,030	-0,060	0,010	0,051	-0,022	0,097	0,138
21	-0,025	0,039	-0,004	-0,057	0,293	0,862	0,078	0,014	-0,014
22	0,034	0,013	-0,009	-0,158	0,109	0,066	-0,116	-0,460	-0,204
23	0,022	-0,039	-0,028	0,130	-0,108	-0,147	0,060	-0,127	-0,177
24	-0,075	-0,332	0,183	-0,007	0,171	0,017	0,097	0,319	0,023
25	0,059	-0,101	0,088	-0,045	-0,128	-0,129	0,035	0,092	-0,163
26	0,140	0,138	-0,035	-0,001	-0,136	-0,028	-0,078	-0,136	0,356
27	0,049	0,003	0,133	0,012	0,246	0,032	-0,164	-0,028	-0,150
28	-0,083	0,000	0,195	0,049	-0,037	-0,175	-0,086	-0,142	-0,210
29	0,105	-0,032	0,137	-0,008	-0,018	-0,032	0,068	0,141	-0,103
30	-0,174	-0,046	0,133	0,023	0,357	-0,043	0,218	0,127	0,118
31	-0,021	0,080	0,034	-0,035	0,014	0,062	0,022	-0,104	-0,025
32	-0,010	-0,109	-0,032	0,023	-0,027	0,034	0,026	0,117	0,034
33	0,022	-0,065	-0,081	0,002	0,132	0,064	-0,142	-0,031	-0,164
34	0,198	0,034	-0,065	0,044	-0,101	0,094	-0,003	0,008	0,095
35	0,096	-0,098	-0,015	0,022	0,017	0,070	-0,049	-0,100	0,050
36	-0,010	-0,078	-0,125	0,001	0,042	-0,100	-0,172	-0,056	-0,042

Faktor	Z-Wert Frage 38	Z-Wert Frage 39	Z-Wert Frage 40	Z-Wert Frage 41	Z-Wert Frage 42	Z-Wert Frage 43	Z-Wert Frage 44	Z-Wert Frage 45	Z-Wert Frage 46
1	-0,177	0,015	0,036	-0,098	-0,174	0,200	0,199	0,237	0,206
2	0,029	0,096	0,164	0,079	0,128	-0,079	0,271	-0,067	-0,067
3	-0,009	-0,039	0,020	0,204	-0,275	0,111	0,040	0,146	-0,343
4	0,009	0,119	0,020	0,070	-0,040	-0,079	0,007	0,204	-0,100
5	0,087	0,207	0,112	-0,074	-0,103	0,059	-0,048	0,037	0,014
6	-0,029	0,092	0,084	-0,092	-0,059	-0,092	0,250	0,108	-0,512
7	0,378	-0,133	0,079	-0,802	0,170	0,058	-0,056	-0,138	0,267
8	0,331	0,280	0,065	0,035	0,236	0,003	0,108	0,011	-0,061
9	-0,230	-0,019	-0,067	-0,171	-0,117	0,117	0,020	0,400	0,067
10	0,115	0,259	0,108	0,037	0,097	0,001	0,189	0,020	-0,021
11	0,143	0,081	0,199	0,292	-0,288	-0,082	0,039	-0,143	-0,232
12	-0,068	0,071	0,198	0,124	-0,056	0,057	0,250	0,023	-0,234
13	0,078	-0,070	-0,030	-0,007	0,250	0,084	0,327	0,238	0,058
14	0,431	0,166	0,021	0,107	-0,096	-0,017	0,175	0,079	-0,121
15	-0,098	0,155	0,052	0,007	0,080	0,111	-0,131	-0,259	0,114
16	-0,171	-0,018	-0,150	-0,057	-0,273	0,022	-0,059	-0,032	0,128
17	-0,335	0,146	0,103	-0,024	-0,074	-0,042	0,130	0,068	0,097
18	0,007	0,557	0,806	-0,030	-0,032	0,055	-0,353	-0,141	-0,241
19	0,151	0,151	0,058	-0,035	0,103	-0,049	0,200	0,214	0,160
20	0,208	0,040	0,024	0,098	0,043	0,058	0,117	-0,256	0,061
21	-0,099	-0,040	-0,140	-0,038	-0,022	0,034	0,151	0,014	0,220
22	0,111	-0,212	0,143	-0,064	-0,127	-0,102	-0,052	-0,005	0,155
23	0,162	0,034	0,058	0,002	-0,059	0,070	-0,033	0,210	0,027
24	0,142	0,078	0,123	-0,142	-0,044	0,070	0,142	-0,051	0,064
25	-0,100	0,051	0,029	-0,010	-0,020	0,070	0,075	-0,017	0,089
26	-0,123	-0,080	-0,067	0,118	-0,415	-0,092	-0,055	-0,239	-0,027
27	0,172	0,190	0,106	-0,010	0,205	-0,068	0,146	0,200	0,037
28	0,107	0,289	-0,003	0,090	0,115	0,014	-0,119	-0,035	-0,065
29	-0,066	0,034	-0,003	-0,083	-0,008	0,048	-0,052	-0,342	-0,036
30	-0,022	0,191	0,004	-0,009	0,252	-0,039	-0,245	0,002	0,128
31	-0,039	-0,103	-0,053	-0,084	0,070	0,008	-0,220	0,061	0,220
32	0,082	0,146	0,046	0,020	-0,022	0,894	0,264	0,108	0,069
33	0,099	-0,017	-0,142	-0,058	-0,232	0,062	0,036	0,255	-0,004
34	-0,050	-0,070	-0,108	-0,045	-0,107	0,020	-0,026	-0,036	-0,031
35	-0,092	0,135	-0,123	-0,015	0,144	0,034	0,177	0,197	-0,038
36	-0,014	-0,177	-0,004	0,061	-0,098	-0,024	0,079	0,015	-0,091

Faktor	Z-Wert Frage 47	Z-Wert Frage 48	Z-Wert Frage 49	Z-Wert Frage 50	Z-Wert Frage 51	Z-Wert Frage 52	Z-Wert Frage 53	Z-Wert Frage 54	Z-Wert Frage 55
1	0,093	0,236	0,135	-0,003	0,518	0,167	-0,071	0,086	0,099
2	-0,024	-0,084	0,309	-0,240	-0,065	-0,173	0,171	0,053	0,284
3	0,320	0,490	0,105	0,051	-0,273	0,625	0,261	0,077	-0,017
4	0,126	0,183	-0,063	-0,288	-0,084	0,188	-0,102	-0,109	0,004
5	0,215	0,040	0,073	-0,169	-0,123	-0,026	0,078	0,911	0,684
6	0,127	-0,195	0,085	0,059	0,027	0,100	0,500	0,003	0,087
7	-0,215	-0,280	0,023	0,046	-0,045	-0,038	-0,207	-0,005	0,072
8	-0,124	0,081	0,191	0,121	0,173	-0,408	-0,041	0,033	0,133
9	-0,037	0,088	-0,111	-0,122	-0,001	0,095	0,017	-0,023	-0,008
10	-0,166	0,010	0,021	0,058	0,318	-0,039	0,076	0,074	-0,003
11	0,109	0,050	0,023	0,048	0,159	0,139	0,082	-0,031	0,159
12	-0,273	-0,009	0,009	-0,139	-0,006	0,005	0,149	-0,026	0,022
13	0,277	-0,067	-0,105	-0,049	0,171	-0,097	0,125	0,092	0,009
14	0,198	0,231	0,027	-0,071	0,060	0,176	0,121	0,110	0,033
15	-0,026	0,011	0,103	-0,035	0,113	0,075	-0,051	0,054	0,077
16	0,413	0,091	0,156	-0,154	0,148	-0,027	0,077	-0,042	-0,006
17	0,072	-0,041	-0,008	-0,080	0,011	-0,074	0,090	0,024	-0,205
18	-0,031	-0,061	0,093	0,003	0,027	-0,059	0,129	-0,023	0,105
19	0,108	0,078	-0,010	0,000	0,230	0,177	0,227	-0,041	0,125
20	0,156	0,372	-0,014	-0,459	0,025	0,058	0,013	0,007	0,030
21	-0,001	-0,029	-0,004	-0,144	-0,078	0,046	-0,145	0,090	-0,312
22	0,046	0,023	0,186	-0,184	-0,020	0,130	-0,044	-0,031	0,093
23	0,022	0,114	0,045	-0,123	0,033	-0,023	-0,065	-0,006	-0,043
24	-0,142	0,149	0,756	0,265	0,233	0,001	0,014	-0,025	0,282
25	0,191	-0,012	0,092	0,334	0,144	0,079	0,219	-0,053	-0,070
26	-0,090	0,046	-0,047	0,063	-0,220	0,077	0,183	-0,008	-0,080
27	-0,195	0,343	0,069	-0,035	0,079	0,075	-0,109	0,021	0,044
28	0,096	0,173	0,036	-0,007	0,201	0,031	0,087	-0,004	0,080
29	0,141	-0,064	-0,021	0,072	-0,143	-0,014	-0,064	-0,042	0,063
30	-0,034	-0,092	-0,140	0,169	0,209	0,008	0,281	-0,165	-0,070
31	0,002	-0,021	0,022	-0,273	-0,062	0,038	-0,267	0,055	0,096
32	0,151	0,156	0,071	-0,086	0,117	0,359	-0,099	0,097	0,020
33	0,301	-0,022	0,019	0,044	0,177	-0,053	0,133	-0,010	-0,050
34	0,114	-0,037	-0,006	0,151	0,080	-0,075	0,101	-0,039	0,132
35	0,021	0,029	0,066	-0,091	0,131	0,009	0,047	-0,012	-0,169
36	-0,051	0,265	0,065	0,244	0,027	-0,111	0,249	-0,058	-0,111

Faktor	Z-Wert Frage 56	Z-Wert Frage 57	Z-Wert Frage 58	Z-Wert Frage 59	Z-Wert Frage 60	Z-Wert Frage 61	Z-Wert Frage 62	Z-Wert Frage 63	Z-Wert Frage 64
1	0,073	-0,021	-0,161	0,012	-0,084	0,192	0,178	0,068	0,151
2	-0,028	0,119	0,022	0,008	0,372	-0,002	0,168	0,125	-0,003
3	0,452	0,123	0,030	-0,078	0,223	-0,320	-0,013	-0,011	0,025
4	-0,127	0,094	0,099	0,193	-0,229	0,175	-0,034	-0,137	0,113
5	0,268	0,150	0,699	0,429	0,144	0,224	0,057	0,318	-0,010
6	0,121	-0,196	0,029	0,023	0,031	0,030	-0,039	-0,275	0,047
7	-0,185	0,058	0,073	-0,213	-0,316	-0,220	-0,381	0,333	0,193
8	-0,002	0,003	0,057	0,005	-0,097	0,097	0,046	-0,035	0,103
9	0,096	-0,047	0,057	0,093	0,016	0,177	-0,126	-0,013	-0,011
10	0,226	0,003	0,041	0,220	-0,159	0,157	-0,027	0,221	0,253
11	-0,364	-0,027	0,137	-0,047	-0,048	0,281	-0,024	0,257	-0,079
12	0,127	0,041	-0,027	-0,125	-0,234	0,210	0,056	0,002	0,063
13	0,253	0,089	0,112	0,299	0,028	0,110	-0,242	-0,014	0,266
14	0,119	-0,269	-0,008	0,005	0,134	-0,058	-0,040	-0,001	0,020
15	0,088	0,118	0,042	0,087	0,335	0,125	0,573	0,065	0,048
16	-0,147	0,141	0,193	0,190	0,111	0,010	-0,004	0,084	-0,005
17	-0,004	0,177	0,315	0,515	0,043	-0,159	0,069	-0,038	0,105
18	-0,084	-0,095	0,227	-0,024	-0,129	0,043	-0,106	0,272	-0,007
19	-0,235	-0,055	-0,113	-0,182	-0,010	0,091	-0,073	-0,011	0,090
20	0,130	0,157	0,083	0,079	-0,122	-0,242	0,110	-0,165	-0,059
21	0,182	0,217	0,080	-0,054	-0,088	-0,039	-0,270	0,082	-0,069
22	0,057	-0,131	-0,156	0,093	0,002	0,072	0,197	0,112	0,138
23	0,127	-0,010	-0,138	-0,091	-0,113	-0,053	-0,043	0,094	0,154
24	0,052	-0,027	-0,017	-0,072	0,140	0,037	-0,308	-0,077	0,006
25	-0,056	-0,080	-0,054	-0,113	0,187	0,275	0,132	0,251	-0,072
26	-0,195	-0,046	0,179	0,163	0,163	0,156	0,055	0,177	-0,003
27	-0,044	0,089	0,083	0,114	-0,018	0,003	-0,061	0,098	-0,104
28	-0,009	0,093	-0,068	-0,072	0,013	0,140	0,020	-0,263	-0,020
29	-0,080	0,030	0,105	-0,104	0,354	0,084	0,051	0,388	0,782
30	-0,001	0,113	0,114	0,085	0,004	-0,353	0,219	0,022	0,016
31	-0,058	0,267	0,037	0,090	-0,046	0,089	-0,066	0,168	0,100
32	-0,072	-0,017	-0,095	-0,184	0,159	0,128	0,035	0,094	0,046
33	-0,247	0,056	0,133	0,165	0,142	0,126	0,072	0,058	0,048
34	0,217	0,671	0,097	-0,045	0,114	0,236	-0,036	0,011	0,032
35	-0,005	0,132	-0,021	0,084	0,009	-0,032	0,067	-0,021	-0,071
36	-0,037	-0,100	0,125	0,123	-0,085	-0,043	0,055	0,095	-0,124

Faktor	Z-Wert Frage 65	Z-Wert Frage 66	Z-Wert Frage 67	Z-Wert Frage 68	Z-Wert Frage 69	Z-Wert Frage 72	Z-Wert Frage 73	Z-Wert Frage 74	Z-Wert Frage 75
1	0,138	0,077	0,270	0,055	0,291	0,067	0,049	0,035	0,260
2	0,071	0,159	-0,026	-0,011	-0,074	-0,057	-0,081	-0,082	0,092
3	0,069	0,020	0,124	0,012	-0,054	-0,401	0,105	-0,046	0,191
4	0,134	0,002	-0,137	-0,033	0,013	-0,091	0,020	-0,028	0,120
5	0,225	0,024	0,070	-0,044	0,022	0,271	0,034	-0,088	0,280
6	0,343	0,171	0,014	0,050	-0,040	0,038	-0,066	0,070	0,064
7	-0,158	-0,027	-0,095	-0,024	-0,261	0,049	0,054	0,060	-0,034
8	-0,027	0,144	0,112	0,216	-0,045	-0,177	-0,127	-0,001	0,169
9	0,086	0,346	0,309	0,106	0,095	0,064	-0,127	0,053	-0,083
10	0,034	0,111	-0,075	-0,088	0,050	-0,062	-0,096	-0,032	-0,167
11	0,323	0,764	0,732	0,142	0,275	0,074	0,122	0,036	-0,210
12	-0,192	-0,010	-0,007	-0,024	0,045	0,011	0,170	0,073	0,058
13	-0,284	-0,028	0,043	-0,171	-0,009	0,018	0,081	-0,035	0,030
14	0,343	0,026	0,028	0,105	0,082	0,136	0,023	0,064	-0,010
15	0,067	-0,067	-0,129	0,016	-0,129	0,043	-0,002	0,058	-0,141
16	-0,070	0,217	0,169	0,127	0,111	0,068	0,851	0,019	0,250
17	0,015	0,005	0,046	-0,097	0,107	-0,036	-0,052	0,046	-0,152
18	0,274	0,096	0,097	0,087	0,095	-0,194	-0,092	0,024	0,020
19	0,070	0,085	-0,007	-0,019	-0,070	0,237	-0,127	0,044	-0,161
20	0,031	-0,011	0,085	0,112	-0,094	-0,168	0,116	0,043	-0,019
21	0,094	-0,128	-0,113	-0,115	-0,163	0,293	0,015	-0,082	0,390
22	-0,033	0,002	0,102	-0,158	0,070	0,025	-0,015	-0,099	-0,019
23	0,072	-0,035	-0,020	0,032	0,119	-0,050	-0,108	0,039	0,187
24	-0,207	0,191	0,009	-0,056	0,050	0,249	0,126	0,056	0,168
25	0,053	0,019	0,124	-0,078	-0,018	0,329	0,030	0,944	0,239
26	-0,167	0,022	0,089	-0,035	-0,027	0,101	0,014	0,035	-0,140
27	-0,125	-0,038	-0,080	0,147	-0,024	0,078	0,056	0,066	0,173
28	0,212	0,150	0,150	0,821	0,675	-0,030	0,152	-0,051	-0,061
29	0,292	0,078	-0,068	-0,101	0,143	-0,063	-0,014	-0,022	0,219
30	0,001	-0,012	-0,089	-0,109	-0,081	-0,061	-0,021	0,018	0,208
31	0,065	-0,003	0,029	0,046	0,056	0,066	-0,014	0,037	-0,147
32	-0,018	-0,039	-0,006	-0,083	0,223	0,145	-0,003	0,076	0,233
33	-0,056	0,026	0,114	0,073	0,100	0,078	-0,055	0,076	0,077
34	-0,095	0,018	-0,024	0,024	0,093	0,029	0,026	-0,027	0,088
35	0,120	0,099	0,138	0,053	0,168	0,419	0,059	-0,020	0,089
36	0,014	-0,053	0,050	-0,035	0,176	-0,212	0,074	-0,015	-0,063

Faktor	Z-Wert Frage 76	Z-Wert Frage 77	Z-Wert Frage 78	Z-Wert Frage 79	Z-Wert Frage 81	Z-Wert Frage 82	Z-Wert Frage 83	Z-Wert Frage 84	Z-Wert Frage 85
1	0,007	-0,098	0,141	0,000	0,331	-0,080	0,051	-0,018	0,199
2	0,123	0,010	0,149	0,019	-0,018	0,122	0,577	0,682	0,107
3	-0,171	0,199	0,001	0,092	-0,055	-0,033	-0,120	-0,004	-0,319
4	-0,792	-0,008	-0,031	-0,027	0,084	-0,063	0,092	0,139	0,219
5	0,097	-0,116	-0,090	0,023	0,086	0,041	0,314	0,245	0,219
6	-0,009	-0,017	-0,012	0,046	-0,169	0,011	-0,079	-0,262	0,040
7	0,052	-0,093	0,092	0,051	-0,083	0,041	-0,071	0,187	-0,116
8	-0,159	-0,065	-0,044	-0,026	-0,233	0,037	-0,150	0,122	0,213
9	-0,102	-0,023	-0,015	0,047	0,006	0,010	0,223	0,104	-0,007
10	-0,030	-0,225	-0,126	-0,154	0,165	-0,012	0,265	0,000	0,075
11	0,014	-0,383	0,162	0,070	-0,001	0,070	0,047	0,125	0,163
12	0,111	-0,346	0,022	0,084	0,083	-0,040	-0,166	-0,039	-0,005
13	0,036	-0,370	0,059	0,017	0,058	0,057	-0,072	0,006	-0,117
14	-0,041	0,002	-0,083	-0,014	0,379	0,033	-0,036	-0,032	-0,108
15	-0,056	-0,049	-0,116	-0,015	0,276	0,116	0,140	0,108	0,176
16	0,028	0,109	-0,116	0,077	-0,179	-0,113	-0,066	-0,051	0,100
17	0,020	-0,231	-0,101	-0,014	0,051	0,883	0,147	-0,010	0,087
18	-0,041	-0,095	0,079	0,007	-0,032	0,111	-0,026	-0,038	0,196
19	-0,091	0,017	0,859	0,081	0,302	0,009	-0,050	0,063	0,197
20	-0,042	-0,042	0,101	0,903	0,166	0,031	0,048	0,009	0,447
21	0,103	0,151	-0,086	0,023	-0,086	-0,019	0,098	-0,195	0,162
22	0,164	-0,140	-0,049	-0,006	-0,224	0,013	0,002	0,224	-0,030
23	0,213	0,091	0,072	-0,035	0,234	0,083	0,174	0,261	0,232
24	0,020	0,304	-0,070	-0,059	-0,052	-0,004	0,195	0,127	0,073
25	-0,062	0,135	0,069	0,054	0,089	0,041	0,008	-0,158	0,078
26	-0,005	0,232	0,010	0,030	0,132	-0,052	-0,026	0,002	-0,334
27	-0,066	-0,043	-0,045	-0,004	-0,152	-0,204	0,098	-0,151	0,059
28	0,063	-0,060	-0,072	0,041	0,088	-0,013	0,023	-0,021	0,019
29	-0,026	-0,010	0,045	-0,060	-0,253	0,059	0,067	-0,008	0,108
30	-0,038	-0,016	-0,063	0,098	-0,103	0,032	0,234	0,126	-0,161
31	-0,255	0,047	0,147	0,035	0,118	-0,023	0,124	0,047	-0,015
32	0,145	-0,100	-0,060	0,022	-0,242	-0,006	-0,025	0,071	-0,047
33	0,030	-0,060	-0,073	0,130	-0,044	-0,039	-0,151	0,085	-0,094
34	0,022	0,270	0,011	0,061	-0,089	0,073	0,128	0,067	0,064
35	-0,033	-0,048	-0,013	0,064	0,059	-0,067	0,216	0,079	0,105
36	-0,013	-0,246	0,085	0,027	-0,055	-0,020	0,130	-0,072	0,121

Faktor	Z-Wert Frage 86	Z-Wert Frage 87	Z-Wert Frage 88	Z-Wert Frage 89	Z-Wert Frage 90	Z-Wert Frage 91	Z-Wert Frage 92	Z-Wert Frage 93	Z-Wert Frage 94
1	0,254	0,223	-0,268	-0,055	-0,159	0,066	0,344	0,195	0,177
2	0,008	0,030	-0,031	-0,397	-0,183	-0,218	0,116	0,062	-0,021
3	-0,040	-0,008	0,327	0,148	0,065	-0,070	0,064	-0,035	-0,205
4	-0,038	0,019	-0,445	-0,542	-0,813	0,114	0,091	-0,111	-0,069
5	-0,118	0,025	0,077	-0,316	0,113	-0,021	0,103	0,203	0,072
6	0,014	0,004	-0,147	-0,100	-0,067	0,807	-0,098	0,045	0,202
7	0,036	-0,012	-0,066	0,130	0,001	-0,014	0,059	0,177	0,065
8	0,114	0,391	-0,062	0,005	-0,005	0,082	0,108	0,107	0,034
9	0,053	0,067	-0,058	0,027	0,029	0,068	-0,041	0,077	0,085
10	-0,149	-0,088	0,025	0,032	-0,012	0,033	-0,386	-0,018	-0,141
11	0,075	-0,013	-0,076	-0,158	0,018	0,000	-0,202	0,051	-0,086
12	-0,033	-0,067	-0,065	-0,055	0,071	0,067	0,043	-0,068	0,049
13	0,081	0,191	0,098	-0,086	0,003	0,063	0,085	0,031	-0,053
14	0,112	0,161	0,061	-0,096	-0,054	0,011	-0,124	0,480	-0,129
15	0,072	0,093	-0,053	0,003	0,030	0,011	0,312	0,489	-0,051
16	-0,103	-0,098	-0,068	-0,161	0,114	-0,109	0,163	0,194	0,363
17	0,065	-0,075	0,291	-0,169	0,253	0,001	0,099	0,041	0,447
18	0,105	0,405	-0,054	-0,171	-0,013	-0,126	0,150	0,155	-0,278
19	0,057	-0,188	-0,013	0,140	-0,004	-0,010	-0,142	-0,050	-0,161
20	-0,020	0,344	-0,069	-0,033	-0,037	0,105	0,192	0,086	-0,080
21	-0,151	0,244	-0,317	-0,023	-0,154	0,010	-0,065	-0,016	-0,067
22	0,030	0,006	0,116	0,098	0,038	0,352	0,058	0,241	0,184
23	0,840	-0,026	-0,223	-0,215	-0,160	-0,052	-0,123	0,025	0,248
24	-0,029	0,012	0,120	0,030	0,034	0,078	-0,039	-0,008	-0,005
25	0,049	0,144	-0,213	-0,115	0,088	0,087	0,133	0,066	0,137
26	0,088	-0,124	-0,119	-0,112	-0,030	0,087	0,002	-0,095	-0,251
27	-0,078	-0,200	-0,006	-0,134	-0,010	0,097	0,320	-0,105	0,221
28	0,055	0,233	0,015	-0,090	0,049	-0,050	0,217	0,253	-0,090
29	0,105	-0,070	0,089	0,126	-0,004	0,000	0,245	0,128	0,168
30	0,038	0,144	0,052	-0,102	0,055	-0,011	-0,193	-0,023	-0,110
31	0,064	-0,067	-0,050	-0,047	0,156	0,060	-0,031	0,088	-0,102
32	0,063	0,213	-0,137	0,109	-0,160	-0,022	0,111	-0,091	0,028
33	-0,061	0,237	0,034	-0,009	0,045	0,011	-0,177	0,036	0,071
34	0,025	0,152	-0,294	-0,136	-0,025	-0,075	0,052	0,264	-0,140
35	0,066	-0,038	-0,257	-0,210	0,136	0,017	-0,010	-0,032	-0,101
36	0,007	0,064	-0,061	0,012	-0,081	-0,170	0,180	0,064	0,142

Faktor	Z-Wert Frage 95	Z-Wert Frage 96	Z-Wert Frage 97	Z-Wert Frage 98	Z-Wert Frage 99	Z-Wert Frage 100	Z-Wert Frage 101	Z-Wert Frage 102	Z-Wert Frage 103
1	0,103	0,230	0,215	0,081	0,821	0,419	0,549	0,773	-0,125
2	0,213	-0,027	0,064	0,085	0,125	0,215	0,082	-0,010	-0,064
3	-0,311	-0,017	-0,021	0,158	-0,048	-0,029	0,015	0,061	-0,263
4	-0,030	0,036	-0,035	-0,064	0,040	0,011	0,083	0,186	-0,154
5	0,333	0,252	0,029	0,015	-0,039	-0,024	0,256	0,111	0,318
6	0,165	0,249	0,054	-0,144	-0,076	0,024	0,040	-0,084	0,055
7	-0,107	-0,051	0,095	0,789	0,070	0,082	0,088	0,074	0,071
8	-0,012	0,039	0,365	0,047	0,185	-0,118	-0,087	-0,242	-0,008
9	-0,019	0,238	0,439	0,102	-0,080	-0,189	0,051	-0,030	0,087
10	-0,006	-0,046	-0,062	0,008	-0,180	-0,045	-0,037	0,066	0,118
11	-0,067	0,122	0,166	0,116	0,076	-0,017	-0,009	0,078	0,145
12	0,400	0,091	0,113	-0,077	-0,057	0,244	0,119	0,119	0,348
13	-0,029	0,059	0,124	-0,087	-0,011	0,179	0,021	-0,105	0,005
14	0,070	0,106	0,028	0,094	0,199	0,069	0,244	0,179	-0,078
15	0,067	-0,108	0,005	0,094	-0,029	0,182	0,001	0,117	-0,084
16	0,259	-0,052	0,270	0,098	0,153	0,204	0,340	0,133	0,038
17	0,161	-0,073	0,132	-0,030	0,006	-0,113	0,142	0,092	0,114
18	-0,033	0,172	0,092	0,017	-0,029	0,276	0,283	0,133	0,092
19	-0,091	0,211	0,253	0,089	-0,028	0,226	0,105	-0,018	-0,239
20	0,137	0,253	0,051	0,165	-0,016	-0,072	0,190	-0,121	0,114
21	-0,047	0,130	-0,004	0,111	0,036	-0,095	0,038	-0,037	0,169
22	-0,071	-0,149	0,006	-0,079	0,060	0,191	0,139	0,029	-0,109
23	0,294	-0,154	-0,074	0,005	-0,141	0,308	0,117	0,094	0,336
24	-0,152	0,087	0,010	-0,105	-0,063	-0,035	0,062	-0,090	0,233
25	0,028	-0,096	-0,113	0,076	-0,091	0,035	-0,083	0,071	-0,023
26	-0,222	-0,147	0,140	0,008	-0,023	0,049	0,025	-0,152	0,043
27	0,123	0,259	0,272	0,112	0,074	-0,134	0,181	0,058	-0,263
28	0,066	0,016	0,034	-0,001	0,030	-0,062	0,149	0,040	-0,123
29	-0,278	0,125	0,278	0,062	0,006	-0,217	0,145	-0,043	0,069
30	-0,265	0,021	-0,149	0,046	0,191	0,125	-0,140	-0,189	-0,037
31	-0,002	0,540	0,162	-0,158	0,006	0,077	0,038	0,060	0,241
32	-0,005	0,196	-0,056	0,092	0,039	0,254	0,109	0,072	0,014
33	0,097	-0,040	0,072	0,022	-0,012	-0,123	-0,227	0,026	-0,139
34	-0,045	0,044	-0,022	-0,089	-0,066	0,160	0,171	0,143	-0,229
35	-0,065	0,185	0,146	0,134	-0,048	0,040	0,017	0,083	-0,086
36	0,063	0,004	-0,152	0,071	0,170	0,054	0,015	0,025	-0,125

Faktor	Z-Wert Frage 104	Z-Wert Frage 105	Z-Wert Frage 106	Z-Wert Frage 107	Z-Wert Frage 108	Z-Wert Frage 109	Z-Wert Frage 110	Z-Wert Frage 111	Z-Wert Frage 112
1	0,400	0,497	0,348	0,164	0,321	0,117	-0,458	0,379	0,421
2	0,125	0,077	-0,073	-0,027	0,058	0,001	-0,234	-0,048	-0,115
3	-0,232	-0,116	0,155	-0,025	-0,115	-0,014	0,056	0,046	0,255
4	0,130	0,249	-0,098	0,150	0,240	0,000	0,005	-0,014	-0,014
5	0,041	-0,057	0,266	0,127	-0,071	0,064	0,145	0,034	-0,170
6	0,474	0,118	-0,002	-0,050	-0,071	-0,010	0,018	0,173	0,082
7	0,163	0,135	0,196	-0,061	0,068	-0,084	-0,121	0,294	0,119
8	-0,140	-0,301	0,033	-0,036	-0,170	-0,011	0,179	0,167	0,128
9	-0,044	-0,098	0,036	-0,067	-0,170	-0,141	0,037	0,038	0,138
10	0,042	0,075	0,131	-0,119	-0,003	-0,017	-0,100	-0,116	0,188
11	0,124	-0,008	-0,108	0,035	-0,041	0,756	-0,133	0,089	0,108
12	0,066	0,124	0,156	0,091	-0,020	-0,036	0,039	0,096	0,019
13	-0,151	-0,096	-0,011	0,080	0,100	-0,102	-0,230	-0,114	-0,238
14	0,060	0,093	0,222	0,150	0,118	0,187	-0,059	-0,045	0,080
15	0,204	0,188	-0,105	0,116	0,082	0,257	-0,220	-0,002	0,047
16	-0,057	0,018	0,048	-0,009	0,093	-0,175	0,059	-0,045	0,026
17	0,062	0,208	0,036	-0,028	0,043	0,033	0,293	-0,229	-0,263
18	0,115	0,007	-0,165	-0,090	0,029	0,069	0,103	-0,273	-0,069
19	0,211	-0,063	0,148	0,095	0,098	0,120	-0,096	0,082	0,193
20	0,078	0,045	0,219	-0,006	0,001	0,081	-0,234	0,166	0,064
21	0,255	0,272	-0,061	0,043	-0,099	0,224	-0,173	-0,107	-0,059
22	-0,014	0,168	0,065	0,014	-0,062	0,042	0,006	0,116	0,034
23	0,026	0,072	0,022	0,136	0,003	0,190	-0,014	-0,187	-0,186
24	0,046	-0,212	-0,001	-0,049	0,063	-0,099	-0,015	-0,133	-0,101
25	0,053	0,161	0,215	0,058	-0,022	-0,045	0,089	-0,320	-0,169
26	-0,184	-0,022	0,156	0,138	0,023	0,169	0,271	0,126	0,128
27	0,046	0,050	0,193	-0,089	0,044	0,095	-0,068	-0,189	-0,205
28	-0,017	0,134	0,312	0,063	0,042	0,064	0,070	0,401	-0,131
29	0,236	0,079	0,190	0,065	-0,191	-0,081	-0,028	0,043	-0,101
30	-0,141	-0,246	-0,135	-0,083	0,088	-0,100	0,154	0,102	0,115
31	0,112	0,271	0,068	0,844	0,148	0,045	-0,058	-0,027	0,119
32	-0,111	-0,019	-0,097	-0,027	-0,007	-0,091	0,073	-0,005	0,290
33	-0,168	0,024	0,154	0,023	-0,082	-0,055	0,206	-0,037	-0,223
34	-0,197	-0,131	0,169	0,082	-0,112	0,055	0,291	0,005	-0,181
35	0,065	0,093	0,029	-0,135	-0,141	-0,018	-0,003	0,076	0,100
36	-0,037	0,013	0,403	0,118	0,736	-0,055	0,189	-0,037	-0,139

Faktor	Z-Wert Frage 113	Z-Wert Frage 114	Z-Wert Frage 115	Z-Wert Frage 116	Z-Wert Frage 117	Z-Wert Frage 118	Z-Wert Frage 119	Z-Wert Frage 120	Z-Wert Frage 121
1	0,383	0,104	-0,035	0,195	-0,104	-0,083	0,108	0,142	0,256
2	0,083	-0,278	0,027	-0,093	0,014	-0,136	0,068	0,003	0,255
3	-0,002	0,035	0,002	-0,030	-0,044	-0,109	0,190	0,022	-0,148
4	-0,125	0,053	-0,068	0,012	-0,031	0,011	0,162	-0,005	0,108
5	0,135	0,127	0,060	0,059	0,135	0,105	0,140	0,113	0,043
6	0,267	0,761	0,025	0,267	0,040	-0,051	0,339	0,196	-0,140
7	0,080	-0,031	-0,067	0,145	0,037	-0,085	-0,561	0,083	0,171
8	0,053	0,155	0,021	0,159	-0,025	-0,069	0,054	0,078	-0,046
9	0,207	0,017	0,069	0,049	-0,165	0,138	-0,143	-0,041	0,001
10	-0,063	-0,129	0,144	0,136	-0,050	0,060	0,051	0,100	-0,042
11	-0,074	0,015	0,036	0,048	-0,143	-0,129	0,109	-0,008	0,045
12	0,144	0,023	0,188	0,065	0,004	0,063	-0,262	-0,013	0,159
13	0,039	0,055	0,844	-0,113	0,836	0,005	-0,105	0,084	0,060
14	0,262	0,236	0,079	0,801	-0,171	-0,002	0,051	0,151	0,139
15	0,043	-0,106	0,001	-0,083	0,011	-0,039	0,188	-0,053	0,006
16	0,057	0,047	-0,053	0,032	0,171	-0,037	0,135	0,050	0,167
17	0,037	-0,017	-0,037	0,006	0,143	0,079	-0,154	-0,185	0,176
18	0,119	0,108	0,080	0,039	-0,066	0,045	0,166	0,111	0,241
19	0,433	0,052	-0,079	-0,036	0,152	-0,011	0,179	-0,030	-0,197
20	0,106	-0,148	0,070	0,002	-0,071	-0,125	0,147	0,012	0,336
21	0,193	-0,051	-0,101	-0,053	0,034	-0,049	0,015	0,063	0,053
22	-0,090	0,046	0,022	0,056	0,161	-0,037	0,105	-0,003	-0,169
23	-0,085	0,166	0,147	0,074	-0,034	-0,066	0,006	-0,064	0,017
24	0,116	0,110	-0,130	0,077	0,065	-0,046	-0,050	0,040	0,080
25	0,036	-0,001	-0,096	-0,006	0,070	0,070	-0,041	0,092	-0,257
26	-0,033	-0,012	0,039	0,149	0,005	-0,047	0,046	-0,040	0,005
27	0,086	0,127	0,020	0,154	0,074	-0,007	0,099	0,855	0,282
28	0,173	0,072	-0,097	0,028	-0,073	-0,123	0,040	0,084	0,034
29	0,302	0,018	0,260	0,008	-0,062	0,027	-0,132	-0,072	0,071
30	-0,043	0,050	-0,064	-0,044	0,103	-0,013	-0,066	-0,018	0,205
31	0,074	-0,046	0,121	0,145	-0,022	0,071	0,017	-0,018	-0,046
32	0,046	-0,047	-0,026	-0,064	0,104	-0,023	0,009	-0,073	0,140
33	0,243	0,223	0,001	-0,054	0,093	-0,044	0,209	0,069	0,089
34	-0,066	-0,023	0,013	-0,011	0,010	-0,060	-0,200	0,049	0,112
35	0,029	0,025	0,013	-0,004	-0,028	-0,879	0,010	-0,001	-0,014
36	0,137	0,041	0,040	0,107	0,002	0,056	-0,118	0,026	-0,319

Faktor	Z-Wert Frage 122	Z-Wert Frage 123	Z-Wert Frage 124	Z-Wert Frage 125	Z-Wert Frage 126	Z-Wert Frage 127	Z-Wert Frage 128	Z-Wert Frage 129	Z-Wert Frage 130
1	-0,090	0,080	0,111	0,066	0,668	0,647	0,516	0,166	0,148
2	-0,097	0,222	0,099	0,032	0,181	0,142	0,238	0,067	0,288
3	0,007	-0,028	0,045	-0,112	-0,143	0,154	0,255	0,092	-0,170
4	-0,116	-0,147	0,027	0,165	0,060	0,110	0,033	0,138	0,415
5	-0,073	0,077	-0,160	0,028	-0,015	0,160	-0,040	-0,048	0,105
6	0,085	-0,059	0,019	0,059	0,166	0,091	0,035	-0,169	0,101
7	0,093	-0,001	0,092	-0,236	-0,092	-0,085	-0,075	-0,179	-0,041
8	-0,025	0,045	0,116	-0,094	0,189	0,079	0,201	0,024	0,160
9	-0,259	0,086	-0,098	-0,034	-0,128	-0,065	-0,114	-0,005	-0,040
10	0,123	0,230	0,050	-0,001	0,081	-0,031	0,065	-0,147	0,414
11	-0,007	-0,154	-0,158	-0,017	-0,051	0,226	0,211	0,002	0,129
12	-0,077	0,234	0,064	0,174	-0,055	-0,006	-0,076	0,137	-0,004
13	-0,221	-0,179	0,025	0,007	-0,017	-0,048	-0,115	-0,001	0,401
14	0,151	0,174	-0,060	0,378	-0,080	-0,014	0,092	-0,126	-0,038
15	0,231	-0,090	0,019	0,173	0,148	0,012	0,065	-0,011	0,055
16	-0,272	-0,017	-0,066	-0,401	-0,217	-0,138	-0,222	0,065	0,021
17	-0,087	0,163	0,060	0,198	-0,154	-0,154	-0,041	0,047	-0,060
18	0,062	0,028	0,138	0,140	0,007	-0,033	-0,050	0,040	-0,030
19	0,204	-0,088	-0,083	-0,057	0,052	0,002	0,073	0,109	0,003
20	0,117	0,390	0,096	-0,104	0,158	-0,018	0,044	0,257	-0,101
21	0,208	-0,360	-0,047	-0,126	0,059	-0,097	0,026	-0,167	-0,224
22	-0,024	-0,246	-0,079	0,031	0,177	-0,047	-0,041	0,027	-0,044
23	0,038	-0,013	0,047	0,134	0,267	0,262	0,164	0,308	-0,102
24	-0,063	-0,063	-0,195	0,384	0,127	0,095	0,116	-0,546	-0,126
25	0,142	-0,220	0,042	0,136	0,021	0,057	0,003	0,014	-0,080
26	0,171	0,061	0,159	-0,086	0,135	0,089	-0,007	0,353	-0,027
27	0,157	0,211	-0,042	-0,162	0,132	-0,042	0,059	-0,053	-0,072
28	0,139	0,013	-0,124	-0,105	0,071	0,028	0,132	0,172	0,103
29	0,281	0,250	0,006	0,127	-0,044	0,220	0,032	-0,045	0,228
30	0,115	0,247	0,830	-0,035	0,043	0,102	0,011	0,203	-0,068
31	0,161	-0,085	-0,073	-0,033	0,243	0,036	-0,179	0,159	0,134
32	-0,033	0,061	-0,026	-0,190	0,036	0,142	0,095	-0,117	0,128
33	0,303	0,003	-0,003	0,232	0,121	-0,082	0,112	0,079	0,169
34	-0,200	0,228	0,078	0,004	-0,010	-0,001	0,488	-0,004	0,007
35	0,268	0,040	-0,018	0,188	0,036	0,023	0,027	-0,001	-0,039
36	-0,259	-0,060	0,055	0,020	0,082	-0,012	-0,083	-0,005	0,085

Faktor	Z-Wert Frage 132	Z-Wert Frage 133	Z-Wert Frage 134	Z-Wert Frage 135	Z-Wert Frage 136	Z-Wert Frage 137
1	-0,055	0,016	-0,039	0,236	-0,076	-0,088
2	0,049	0,225	0,138	0,041	-0,008	0,122
3	0,062	0,191	0,818	0,145	-0,314	0,192
4	0,199	0,005	0,033	0,093	-0,156	0,081
5	0,067	0,210	0,073	0,068	-0,287	-0,111
6	0,055	0,017	0,006	0,079	0,259	0,506
7	-0,105	0,094	0,037	-0,286	0,077	0,003
8	-0,011	0,027	0,265	-0,008	-0,067	0,032
9	0,009	0,172	0,159	-0,042	-0,045	-0,126
10	0,134	-0,300	0,169	-0,126	-0,040	-0,039
11	0,197	0,227	0,016	0,153	0,115	0,236
12	0,040	-0,196	0,042	0,059	-0,370	-0,056
13	0,029	-0,048	-0,019	0,031	0,290	0,131
14	0,219	0,116	-0,115	0,732	0,173	0,174
15	-0,058	-0,373	0,027	0,225	0,241	0,183
16	-0,025	0,103	0,199	0,017	0,017	0,205
17	-0,082	-0,135	-0,043	0,043	0,162	0,191
18	-0,106	-0,013	-0,022	-0,064	0,000	-0,037
19	0,046	-0,008	0,007	-0,021	-0,013	-0,106
20	0,005	0,163	0,008	-0,044	0,178	0,109
21	-0,044	0,200	0,062	-0,035	0,103	0,299
22	-0,055	-0,208	0,005	0,055	0,104	-0,031
23	0,128	0,039	-0,112	-0,018	0,028	-0,103
24	-0,121	-0,173	0,010	-0,001	0,245	-0,027
25	0,061	-0,132	-0,093	0,103	-0,077	0,129
26	0,831	0,203	0,142	0,174	0,061	-0,031
27	0,009	0,063	-0,010	0,119	0,279	0,141
28	-0,020	0,101	-0,060	0,101	-0,162	-0,014
29	0,050	0,070	0,040	0,005	0,142	-0,043
30	0,152	0,054	0,046	0,021	-0,173	-0,050
31	0,082	-0,309	-0,002	0,020	-0,001	0,277
32	-0,102	0,170	0,023	0,165	-0,137	0,231
33	-0,051	0,011	0,008	-0,075	0,118	-0,236
34	-0,031	-0,040	0,162	-0,192	0,058	0,019
35	0,105	-0,225	0,083	0,029	0,075	-0,071
36	0,018	0,150	-0,040	-0,027	0,084	0,173

8.2.9 SCHÄTZGLEICHUNGEN

8.2.9.1 Ein-Monats-Schätzung

8.2.9.1.1 Schrittweiser Einschluss – Erster Schritt: Einschluss der Ersten Variablen

Modell 1	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,022		2,592	0,013			
Faktor 13	0,035	0,536	4,120	0,000	0,536	0,536	0,536

8.2.9.1.2 Schrittweiser Einschluss – Zweiter Schritt: Berechnung von Signifikanz und Partieller Korrelation der Ausgeschlossenen Variablen

Variable	Beta In	T	Signifikanz	Partielle Korrelation	Kollinearitätsstatistik		Minimale Toleranz
					Toleranz	VIF	
Faktor 1	-0,019	-0,144	0,886	-0,023	1,000	1,000	1,000
Faktor 2	-0,019	-0,142	0,888	-0,022	1,000	1,000	1,000
Faktor 3	-0,125	-0,957	0,344	-0,148	1,000	1,000	1,000
Faktor 4	-0,003	-0,027	0,979	-0,004	1,000	1,000	1,000
Faktor 5	0,136	1,047	0,301	0,161	1,000	1,000	1,000
Faktor 6	-0,038	-0,285	0,777	-0,044	1,000	1,000	1,000
Faktor 7	0,206	1,616	0,114	0,245	1,000	1,000	1,000
Faktor 8	0,049	0,372	0,712	0,058	1,000	1,000	1,000
Faktor 9	0,346	2,881	0,006	0,410	1,000	1,000	1,000
Faktor 10	0,133	1,019	0,314	0,157	1,000	1,000	1,000
Faktor 11	-0,339	-2,806	0,008	-0,401	1,000	1,000	1,000
Faktor 12	0,155	1,195	0,239	0,183	1,000	1,000	1,000
Faktor 14	0,071	0,537	0,594	0,084	1,000	1,000	1,000
Faktor 15	0,010	0,079	0,938	0,012	1,000	1,000	1,000
Faktor 16	0,073	0,554	0,583	0,086	1,000	1,000	1,000
Faktor 17	-0,141	-1,084	0,285	-0,167	1,000	1,000	1,000
Faktor 18	0,057	0,435	0,666	0,068	1,000	1,000	1,000
Faktor 19	-0,007	-0,052	0,959	-0,008	1,000	1,000	1,000
Faktor 20	0,045	0,343	0,734	0,053	1,000	1,000	1,000
Faktor 21	0,079	0,602	0,551	0,094	1,000	1,000	1,000
Faktor 22	-0,141	-1,083	0,285	-0,167	1,000	1,000	1,000
Faktor 23	0,014	0,105	0,917	0,016	1,000	1,000	1,000
Faktor 24	-0,116	-0,889	0,379	-0,137	1,000	1,000	1,000
Faktor 25	-0,240	-1,903	0,064	-0,285	1,000	1,000	1,000
Faktor 26	0,015	0,110	0,913	0,017	1,000	1,000	1,000
Faktor 27	0,134	1,029	0,309	0,159	1,000	1,000	1,000
Faktor 28	-0,044	-0,337	0,738	-0,053	1,000	1,000	1,000
Faktor 29	-0,261	-2,085	0,043	-0,310	1,000	1,000	1,000
Faktor 30	-0,102	-0,783	0,438	-0,121	1,000	1,000	1,000
Faktor 31	0,255	2,029	0,049	0,302	1,000	1,000	1,000
Faktor 32	-0,063	-0,481	0,633	-0,075	1,000	1,000	1,000
Faktor 33	0,040	0,301	0,765	0,047	1,000	1,000	1,000
Faktor 34	0,006	0,045	0,964	0,007	1,000	1,000	1,000
Faktor 35	-0,097	-0,741	0,463	-0,115	1,000	1,000	1,000

Faktor 36	0,026	0,197	0,845	0,031	1,000	1,000	1,000
Δ Ölpreis	-0,291	-2,334	0,025	-0,342	0,986	1,014	0,986
Δ Zinssatz	0,030	0,225	0,823	0,035	0,992	1,008	0,992

8.2.9.1.3 Schrittweiser Einschluss - Dritter Schritt: Einschluss der Zweiten Variablen in das Schätzmodell

Modell 2	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,022		2,808	0,008			
Faktor 13	0,035	0,536	4,463	0,000	0,536	0,572	0,536
Faktor 9	0,021	0,346	2,881	0,006	0,346	0,410	0,346

8.2.9.1.4 Schrittweiser Einschluss - Ende des Iterationsprozesses: Modell 7

Modell 7	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,022		4,101	0,000			
Faktor 13	0,035	0,536	6,517	0,000	0,536	0,736	0,536
Faktor 9	0,021	0,346	4,206	0,000	0,346	0,574	0,346
Faktor 11	-0,022	-0,339	-4,115	0,000	-0,339	-0,566	-0,339
Faktor 29	-0,018	-0,261	-3,174	0,003	-0,261	-0,468	-0,261
Faktor 31	0,017	0,255	3,096	0,004	0,255	0,459	0,255
Faktor 25	-0,016	-0,240	-2,920	0,006	-0,240	-0,438	-0,240
Faktor 7	0,013	0,206	2,508	0,017	0,206	0,386	0,206

8.2.9.2 Drei-Monats-Schätzung

8.2.9.2.1 Schrittweiser Einschluss – Erster Schritt: Einschluss der Ersten Variablen

Modell 1	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,092		6,367	0,000			
Faktor 13	0,073	0,611	4,999	0,000	0,611	0,611	0,611

8.2.9.2.2 Schrittweiser Einschluss - Ende des Iterationsprozesses: Modell 12

Modell 12	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,108		12,705	0,000			
Faktor 13	0,079	0,656	10,279	0,000	0,611	0,879	0,638
Δ Bruttoinlandsprodukt	-1,710	-0,320	-4,781	0,000	-0,193	-0,651	-0,297
Faktor 31	0,034	0,284	4,563	0,000	0,293	0,634	0,283
Faktor 17	-0,027	-0,227	-3,518	0,001	-0,277	-0,534	-0,218
Δ Privater Konsumindex	-1,526	-0,240	-3,325	0,002	-0,224	-0,513	-0,206
Faktor 21	0,028	0,233	3,685	0,001	0,167	0,552	0,229
Faktor 23	0,019	0,162	2,552	0,016	0,206	0,417	0,158
Δ Dreimonatiger Guthabenszinssatz	-0,095	-0,195	-2,851	0,008	-0,158	-0,456	-0,177
Faktor 9	0,020	0,164	2,613	0,014	0,169	0,425	0,162
Faktor 12	0,020	0,167	2,661	0,012	0,147	0,431	0,165
Faktor 25	-0,020	-0,164	-2,492	0,018	-0,235	-0,409	-0,155
Faktor 11	-0,017	-0,144	-2,218	0,034	-0,164	-0,370	-0,138

8.2.9.2.3 Überprüfung auf Multikollinearität

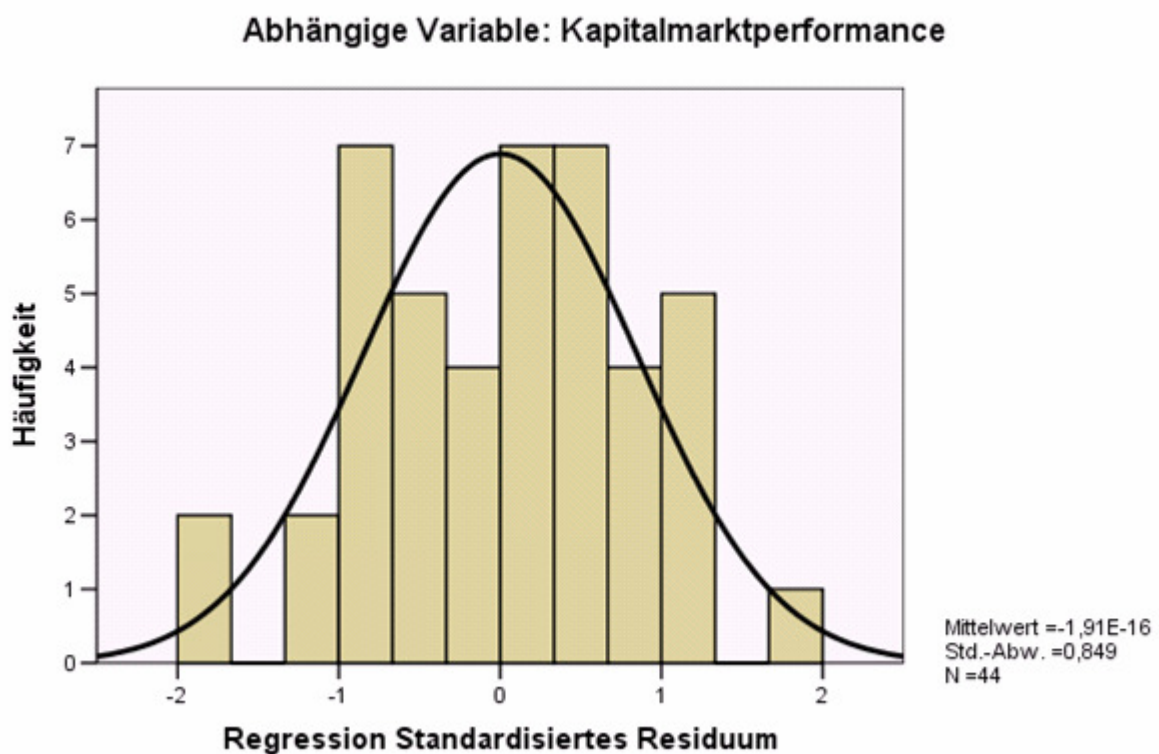
Dimension	Eigenwert	Konditionsindex	Varianzanteile					
			Faktor 23	Zinssatz	Faktor 9	Faktor 12	Faktor 25	Faktor 11
1	1,62	1,00	0,01	0,05	0,01	0,00	0,07	0,03
2	1,39	1,07	0,01	0,11	0,04	0,02	0,00	0,03
3	1,25	1,13	0,09	0,14	0,01	0,02	0,00	0,00
4	1,00	1,27	0,01	0,00	0,03	0,10	0,03	0,00
5	1,00	1,27	0,24	0,00	0,04	0,02	0,42	0,00
6	1,00	1,27	0,14	0,00	0,00	0,00	0,08	0,58
7	1,00	1,27	0,11	0,00	0,46	0,10	0,00	0,00
8	1,00	1,27	0,08	0,00	0,01	0,00	0,05	0,00
9	1,00	1,27	0,15	0,00	0,03	0,13	0,03	0,15
10	1,00	1,27	0,00	0,00	0,17	0,53	0,00	0,00
11	0,77	1,44	0,00	0,19	0,18	0,01	0,10	0,00
12	0,59	1,67	0,16	0,30	0,00	0,05	0,01	0,07
13	0,37	2,10	0,00	0,22	0,00	0,01	0,20	0,14

Dimension	Eigenwert	Konditionsindex	Varianzanteile						
			Bruttoinlandsprodukt	Privater Konsumindex	Faktor 13	Faktor 17	Faktor 21	Faktor 31	
1	1,62	1,00	0,00	0,18	0,01	0,02	0,01	0,01	
2	1,39	1,07	0,22	0,01	0,14	0,00	0,00	0,00	
3	1,25	1,13	0,10	0,01	0,00	0,16	0,06	0,00	
4	1,00	1,27	0,00	0,00	0,00	0,08	0,42	0,30	
5	1,00	1,27	0,00	0,00	0,01	0,00	0,02	0,04	
6	1,00	1,27	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,06	
7	1,00	1,27	0,00	0,00	0,26	0,02	0,00	0,02	
8	1,00	1,27	0,00	0,00	0,06	0,03	0,37	0,23	
9	1,00	1,27	0,00	0,00	0,00	0,14	0,00	0,29	
10	1,00	1,27	0,00	0,00	0,00	0,23	0,02	0,01	
11	0,77	1,44	0,15	0,02	0,46	0,02	0,00	0,04	
12	0,59	1,67	0,53	0,01	0,03	0,28	0,04	0,00	
13	0,37	2,10	0,00	0,78	0,00	0,01	0,06	0,00	

8.2.9.2.4 Normalverteilung der Residuen

Modell 12	N	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standard	Schiefe		Kurtosis	
	Statistik	Statistik	Statistik	Statistik	Statistik	Statistik	Standardfehler	Statistik	Standardfehler
Standardisiertes Residuum	44	-1,743	1,745	0,000	0,849	-0,075	0,357	-0,677	0,702

8.2.9.2.5 Normalverteilungshistogramm der Residuen



8.2.9.3 Sechs-Monats-Schätzung

8.2.9.3.1 Schrittweiser Einschluss – Erster Schritt: Einschluss der Ersten Variablen

Modell 1	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,231		14,075	0,000			
Faktor 13	0,094	0,658	5,662	0,000	0,658	0,658	0,658

8.2.9.3.2 Schrittweiser Einschluss - Ende des Iterationsprozesses: Modell 11

Modell 11	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,397		12,782	0,000			
Faktor 13	0,099	0,689	10,758	0,000	0,658	0,885	0,687
Δ Ölpreis	-1,193	-0,404	-5,588	0,000	-0,237	-0,703	-0,357
Faktor 30	-0,040	-0,277	-4,091	0,000	-0,150	-0,586	-0,261
Faktor 24	-0,034	-0,237	-3,671	0,001	-0,179	-0,544	-0,234
Faktor 7	0,031	0,214	3,344	0,002	0,234	0,509	0,213
Faktor 36	-0,029	-0,200	-3,119	0,004	-0,231	-0,483	-0,199
Faktor 5	0,028	0,197	3,017	0,005	0,120	0,471	0,193
Faktor 31	0,027	0,190	2,967	0,006	0,208	0,464	0,189
Faktor 17	-0,025	-0,178	-2,759	0,010	-0,234	-0,438	-0,176
Faktor 20	0,022	0,154	2,380	0,023	0,091	0,388	0,152
Faktor 25	-0,019	-0,131	-2,051	0,049	-0,162	-0,341	-0,131

8.2.9.3.3 Überprüfung auf Multikollinearität

Dimension	Eigenwert	Konditionsindex	Varianzanteile					
			Faktor 13	Ölpreis	Faktor 30	Faktor 24	Faktor 7	Faktor 36
1	1,958	1,000	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
2	1,000	1,399	0,00	0,00	0,02	0,21	0,02	0,03
3	1,000	1,399	0,01	0,00	0,00	0,10	0,08	0,00
4	1,000	1,399	0,00	0,00	0,36	0,20	0,05	0,00
5	1,000	1,399	0,02	0,00	0,00	0,02	0,00	0,30
6	1,000	1,399	0,00	0,00	0,04	0,03	0,39	0,22
7	1,000	1,399	0,00	0,00	0,26	0,16	0,13	0,01
8	1,000	1,399	0,30	0,00	0,11	0,00	0,18	0,21
9	1,000	1,399	0,03	0,00	0,00	0,05	0,00	0,21
10	1,000	1,399	0,00	0,00	0,02	0,20	0,00	0,00
11	1,000	1,399	0,62	0,00	0,06	0,00	0,15	0,01
12	0,042	6,829	0,01	0,98	0,12	0,03	0,00	0,01

Dimension	Eigenwert	Konditionsindex	Varianzanteile				
			Faktor 5	Faktor 31	Faktor 17	Faktor 20	Faktor 25
1	1,958	1,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2	1,000	1,399	0,02	0,15	0,02	0,40	0,10
3	1,000	1,399	0,00	0,15	0,19	0,37	0,06
4	1,000	1,399	0,09	0,10	0,03	0,09	0,01
5	1,000	1,399	0,01	0,27	0,36	0,01	0,00
6	1,000	1,399	0,07	0,07	0,10	0,00	0,06
7	1,000	1,399	0,09	0,18	0,07	0,00	0,04
8	1,000	1,399	0,06	0,02	0,01	0,06	0,02
9	1,000	1,399	0,48	0,01	0,13	0,01	0,06
10	1,000	1,399	0,06	0,00	0,04	0,02	0,64
11	1,000	1,399	0,07	0,05	0,01	0,00	0,01
12	0,042	6,829	0,05	0,00	0,03	0,03	0,01

8.2.9.3.4 Überprüfung auf Heteroskedastizität nach dem Breusch-Pagan-Test

Variable	Testwert	Kritischer Wert (df =1; 5% Signifikanz)
Faktor 13	0,145	3,84
Δ Ölpreis	3,418	3,84
Faktor 30	0,233	3,84
Faktor 24	0,004	3,84
Faktor 7	1,336	3,84
Faktor 36	0,001	3,84
Faktor 5	2,150	3,84
Faktor 31	0,191	3,84
Faktor 17	2,467	3,84
Faktor 20	0,245	3,84
Faktor 25	3,119	3,84

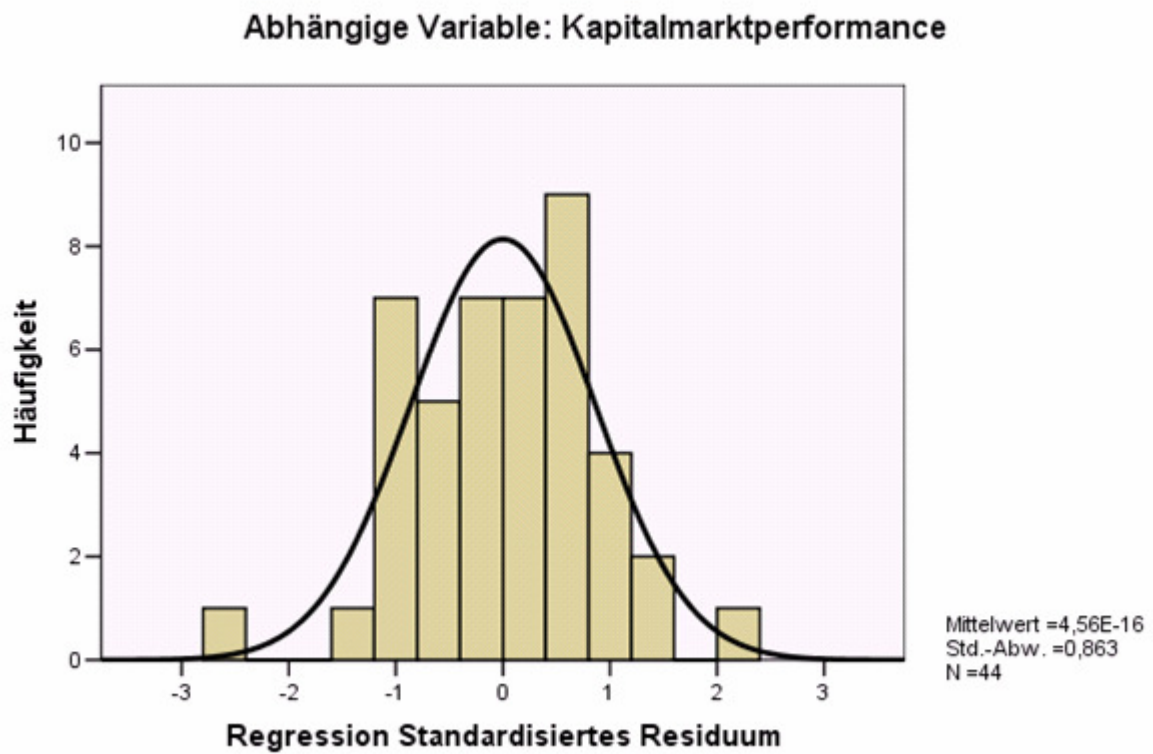
8.2.9.3.5 Residuenstatistik

Modell 11	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung	N
Nicht standardisierter vorhergesagter Wert	-0,085	0,679	0,231	0,133	44
Nicht standardisierte Residuen	-0,147	0,123	0,000	0,0516	44
Standardisierter vorhergesagter Wert	-2,374	3,356	0,000	1,000	44
Standardisierte Residuen	-2,456	2,058	0,000	0,863	44

8.2.9.3.6 Normalverteilung der Residuen

Modell 11	N	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standard	Schiefe		Kurtosis	
		Statistik	Statistik	Statistik	Statistik	Statistik	Standardfehler	Statistik	Standardfehler
Standardisiertes Residuum	44	-2,4556	2,058	0,000	0,863	-0,245	0,357	0,471	0,702

8.2.9.3.7 Normalverteilungshistogramm



8.2.9.4 Zwölf-Monats-Schätzung

8.2.9.4.1 Schrittweiser Einschluss – Erster Schritt: Einschluss der Ersten Variablen

Modell 1	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,272		12,591	0,000			
Faktor 13	0,144	0,712	6,565	0,000	0,712	0,712	0,712

8.2.9.4.2 Schrittweiser Einschluss - Ende des Iterationsprozesses: Modell 7

Modell 7	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,272		16,977	0,000			
Faktor 13	0,144	0,712	8,852	0,000	0,712	0,828	0,712
Faktor 4	-0,051	-0,254	-3,158	0,003	-0,254	-0,466	-0,254
Faktor 3	0,046	0,226	2,814	0,008	0,226	0,425	0,226
Faktor 30	-0,042	-0,209	-2,604	0,013	-0,209	-0,398	-0,209
Faktor 36	-0,040	-0,198	-2,461	0,019	-0,198	-0,379	-0,198
Faktor 7	0,036	0,178	2,214	0,033	0,178	0,346	0,178
Faktor 8	-0,035	-0,175	-2,175	0,036	-0,175	-0,341	-0,175

8.2.9.4.3 Gütekriterien der Schätzgleichung

	Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Signifikanz
Regression	1,343	7	0,192	16,961	0,000
Residuen	0,407	36	0,011		
Gesamt	1,750	43			

8.2.9.4.4 Koeffizienten der Schätzgleichung

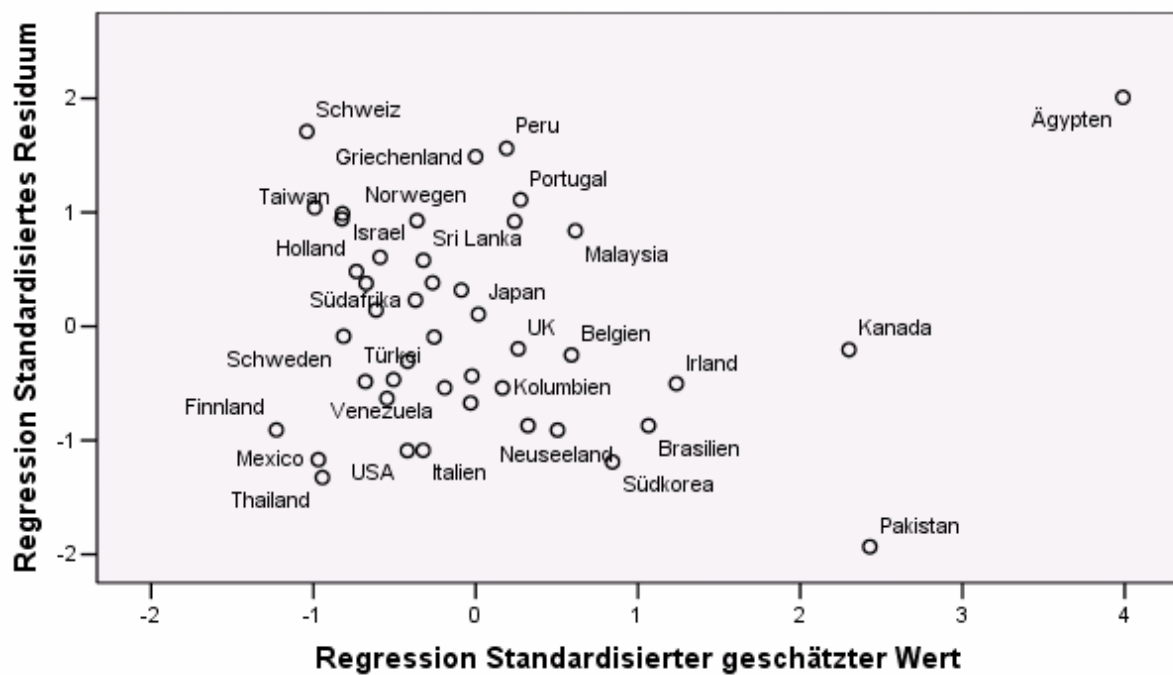
Modell 7	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	95%-Konfidenzintervall für B	
	B	Beta			Untergrenze	Obergrenze
Konstante	0,272		16,977	0,000	0,240	0,305
Faktor 13	0,144	0,712	8,852	0,000	0,111	0,176
Faktor 4	-0,051	-0,254	-3,158	0,003	-0,084	-0,018
Faktor 3	0,046	0,226	2,814	0,008	0,013	0,079
Faktor 30	-0,042	-0,209	-2,604	0,013	-0,075	-0,009
Faktor 36	-0,040	-0,198	-2,461	0,019	-0,073	-0,007
Faktor 7	0,036	0,178	2,214	0,033	0,003	0,069
Faktor 8	-0,035	-0,175	-2,175	0,036	-0,068	-0,002

8.2.9.4.5 Überprüfung auf Multikollinearität

Dimen- sion	Eigen- wert	Konditions- index	Varianzanteile							
			Kon- stante	Faktor 13	Faktor 4	Faktor 3	Faktor 30	Faktor 36	Faktor 7	Faktor 8
1	1,000	1,000	0,00	0,00	0,47	0,17	0,12	0,13	0,12	0,00
2	1,000	1,000	0,00	0,16	0,22	0,00	0,62	0,00	0,00	0,00
3	1,000	1,000	0,00	0,09	0,08	0,00	0,14	0,01	0,68	0,00
4	1,000	1,000	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
5	1,000	1,000	0,00	0,05	0,02	0,00	0,07	0,74	0,12	0,00
6	1,000	1,000	0,00	0,02	0,05	0,80	0,04	0,05	0,04	0,00
7	1,000	1,000	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
8	1,000	1,000	0,00	0,67	0,16	0,03	0,02	0,07	0,04	0,00

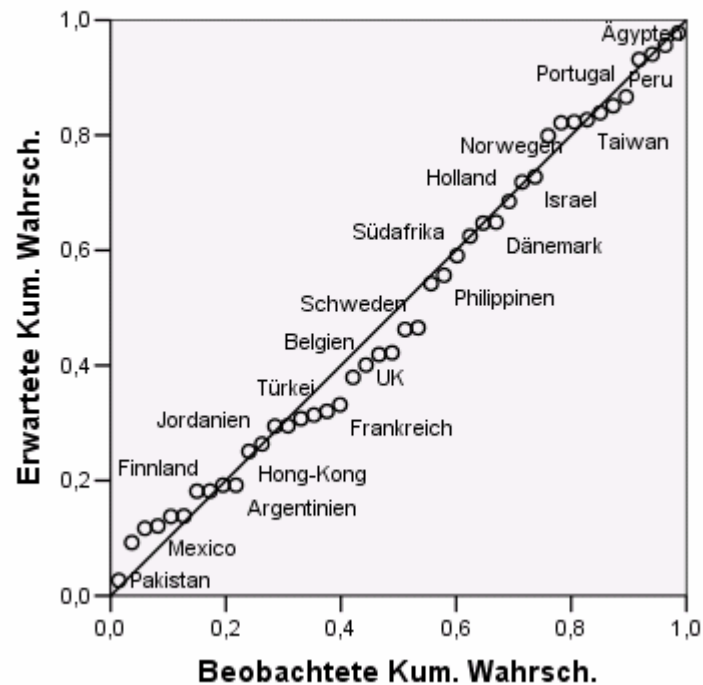
8.2.9.4.6 Streudiagramm

Abhängige Variable: Kapitalmarktpformance



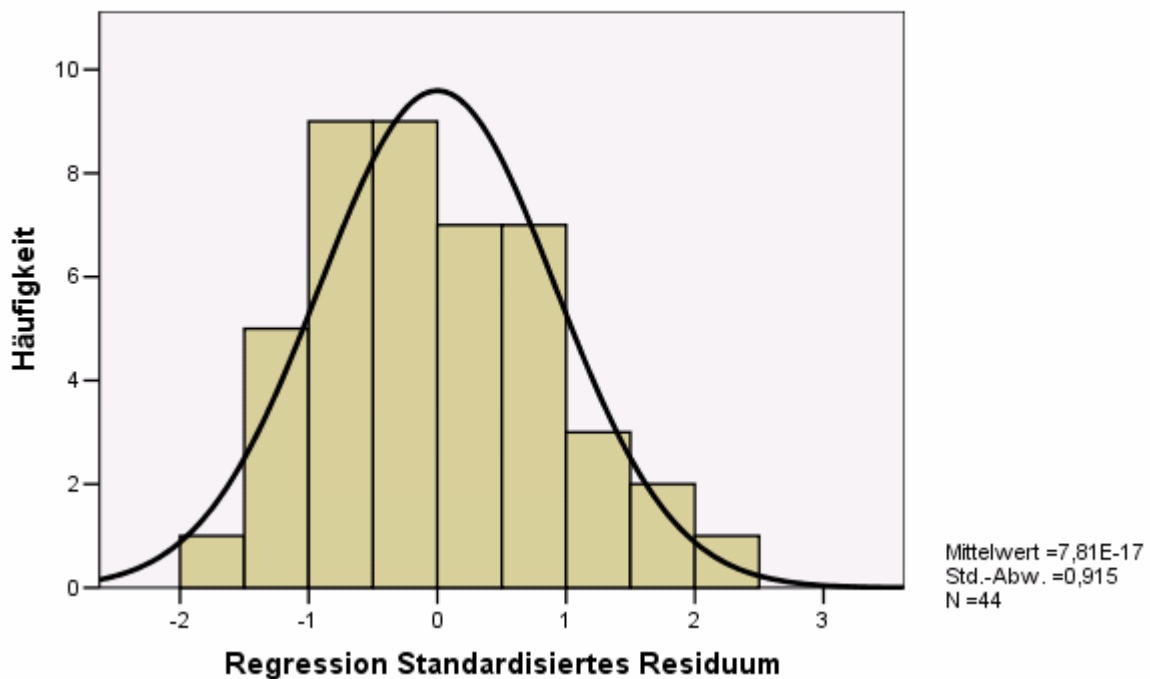
8.2.9.4.7 P-P Diagramm

Abhängige Variable: Kapitalmarktperformance



8.2.9.4.8 Normalverteilungshistogramm

Abhängige Variable: Kapitalmarktperformance



8.2.9.5 18-Monats-Schätzung

8.2.9.5.1 Schrittweiser Einschluss – Erster Schritt: Einschluss der Ersten Variablen

Modell 1	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,456		14,010	0,000			
Faktor 13	0,170	0,623	5,155	0,000	0,623	0,623	0,623

8.2.9.5.2 Schrittweiser Einschluss - Ende des Iterationsprozesses: Modell 5

Modell 5	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	Korrelationen		
	B	Beta			Nullter Ordnung	Partiell	Teil
Konstante	0,494		15,567	0,000			
Faktor 13	0,167	0,611	6,395	0,000	0,623	0,720	0,610
Faktor 36	-0,081	-0,297	-3,111	0,004	-0,289	-0,451	-0,297
Faktor 3	0,070	0,256	2,668	0,011	0,277	0,397	0,255
Faktor 21	0,073	0,266	2,789	0,008	0,263	0,412	0,266
Δ Industrieproduktionsindex	-0,727	-0,196	-2,032	0,049	-0,241	-0,313	-0,194

8.2.9.5.3 Gütekriterien der Schätzgleichung

	Quadratsumme	df	Mittel der Quadrate	F	Signifikanz
Regression	2,093	5	0,419	14,369	0,000
Residuen	1,107	38	0,029		
Gesamt	3,199	43			

8.2.9.5.4 Koeffizienten der Schätzgleichung

Modell 5	Nicht standardisierte Koeffizienten	Standardisierte Koeffizienten	T	Signifikanz	95%-Konfidenzintervall für B	
	B	Beta			Untergrenze	Obergrenze
Konstante	0,494		15,567	0,000	0,430	0,558
Faktor 13	0,167	0,611	6,395	0,000	0,114	0,219
Faktor 36	-0,081	-0,297	-3,111	0,004	-0,134	-0,028
Faktor 3	0,070	0,256	2,668	0,011	0,017	0,123
Faktor 21	0,073	0,266	2,789	0,008	0,020	0,125
Δ Industrieproduktionsindex	-0,727	-0,196	-2,032	0,049	-1,451	-0,003

8.2.9.5.5 Überprüfung auf Multikollinearität

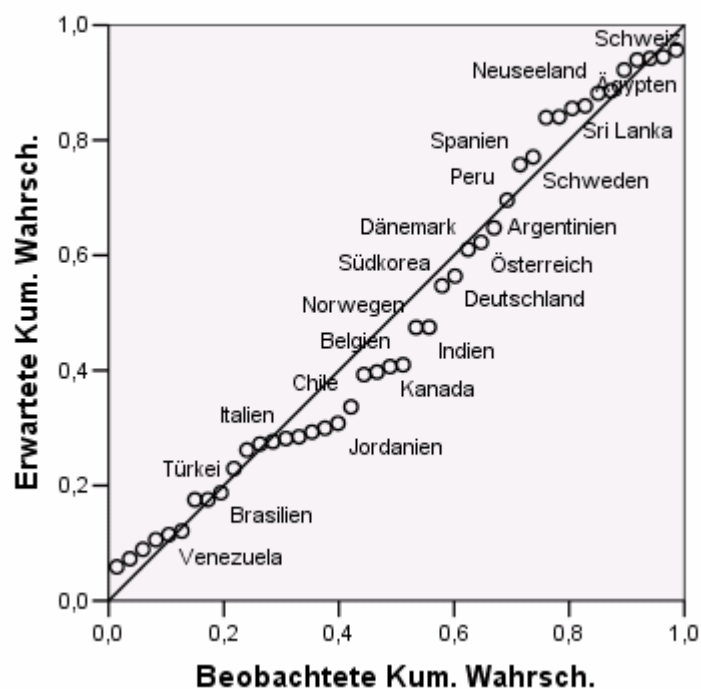
Dimen- sion	Eigen- wert	Konditionsin- dex	Varianzanteile					Industrieproduktionsindex
			Kon- stante	Faktor 13	Faktor 36	Fak- tor 3	Faktor 21	
1	1,591	1,000	0,20	0,00	0,00	0,01	0,00	0,20
2	1,000	1,262	0,01	0,13	0,06	0,78	0,01	0,00
3	1,000	1,262	0,00	0,32	0,14	0,15	0,39	0,00
4	1,000	1,262	0,01	0,35	0,63	0,00	0,01	0,00
5	1,000	1,262	0,00	0,19	0,17	0,04	0,59	0,00
6	0,409	1,974	0,78	0,01	0,00	0,03	0,00	0,80

8.2.9.5.6 Überprüfung auf Heteroskedastizität nach dem Breusch-Pagan-Test

Variable	Testwert	Kritischer Wert (df =1; 5% Signifikanz)
Faktor 13	0,1	3,84
Faktor 36	0,59	3,84
Faktor 3	0,232	3,84
Faktor 21	0,345	3,84
Δ Industrieproduktionsindex	0,001	3,84

8.2.9.5.7 P-P Diagramm

Abhängige Variable: Kapitalmarktperformance



8.2.9.5.8 Normalverteilung der Residuen

Modell 5	N	Mini- mum	Maxi- mum	Mittel- wert	Stan- dard	Schiefe		Kurtosis	
	Sta- tistik	Statis- tik	Statis- tik	Statis- tik	Statis- tik	Statis- tik	Standard- fehler	Statis- tik	Stan- dardfeh- ler
Standardisiertes Residuum	44	-1,564	1,714	0,000	0,941	0,276	0,357	-1,037	0,702

8.2.9.5.9 Residuenstatistik

Modell 5	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardab- weichung	N
Nicht standardisierter vorhergesagter Wert	0,116	1,376	0,456	0,221	44
Nicht standardisierte Residuen	-0,267	0,293	0,000	0,160	44
Standardisierter vorhergesagter Wert	-1,541	4,168	0,000	1,000	44
Standardisierte Residuen	-1,565	1,714	0,000	0,940	44

8.3 LEBENS LAUF

PERSÖNLICHE DATEN

Vor- und Zuname: Christopher Daniel
 Adresse: Severinstr. 55, 50678 Köln
 Tel.: 0221 - 3103301
 E-mail: cdaniel@whu.edu
 Geburtsdatum und -ort: 14.07.1978, Gunzenhausen
 Nationalität: deutsch

AUSBILDUNG

Seit Sept. 2004 **Promotion an der WHU (Vallendar, Deutschland)**
 Externer Promotionsstudent zum Thema „Corporate Governance und Kapitalmarktperformance – eine empirische Länderstudie“ am Lehrstuhl Prof. Dr. M. Rudolf.

Okt. 2000 – Sept. 2004 **BWL-Studium an der WHU (Vallendar, Deutschland)**
 Abschluss zum Diplomkaufmann (Durchschnitt 1,1). Hauptstudium mit den Wahlpflichtfächern Produktion, Finanzierung und International Strategy and Communications. Semesterbeauftragter für Internationalität.

Sept. 2002 – Sept. 2003 **Lancaster University Management School (Lancaster, GB)**
 Auslandsstudium. Erlangung des MBA-Abschlusses mit Distinction. Dean's Prize for Student of the Year.

Jan. - April 2002 **IAE (Aix-en-Provence, Frankreich)**
 Auslandsstudium.

1988 - 1997 **Gymnasium Hilpoltstein (Hilpoltstein, Deutschland)**
 Abitur (Durchschnitt 1,1). Leiter des Tutorensystems.

PRAKTIKA

Juni 2003 – August 2003 **The Boston Consulting Group (Frankfurt, Deutschland)**
 Erstellung der Studie „Das Verlagshaus der Zukunft“ über mögliche zukünftige Geschäftsmodelle für Zeitschriftenverlage auf der Basis von 30 Experteninterviews mit CEOs von Fach- und Publikumszeitschriftenverlagen.

Juli 2002 – September 2002 **McKinsey & Company (Wien, Österreich)**
 Mitarbeit an einem Total Operative Performance Projekt für Unternehmen der Grundstoffindustrie. Erstellung einer dynamischen Datenbank für Priorisierung von Verbesserungsansätzen sowie Einführung geeigneter Controlling- und Reportingsysteme.

April 2002 – Juli 2002 **Bain & Co (München, Deutschland)**
 Mitarbeit an der Vorbereitung einer Due Diligence für internationalen Finanzinvestor im deutschen Financial Service Sektor. Durchführung einer Studie zum Stand der E-Business Aktivitäten in der Automobilindustrie.

Mai 2001 – August 2001	skilldeal AG (Berlin, Deutschland) Verantwortlich für Business Development einer Softwarelösung im Bereich Professional Services Automation sowie für die Planung und Koordination von Marketingaktivitäten.
November 1999 - Mai 2000	Cimentaciones Archipelago S. L. (Las Palmas, Spanien) Verantwortlich für Kauf und Import von gebrauchten Baumaschinen aus Deutschland.
Mai 1999 - Oktober 1999	Siemens SAS (Paris, Frankreich) Verantwortlich für Entwicklung und Instandhaltung eines datenbankgestützten Reporting-Systems in einer Firma der Siemens Halbleitergruppe Infineon.
Oktober 1998 - April 1999	Frost & Sullivan Ltd. (London, GB) Verantwortlich für Entwicklung und Instandhaltung der Datenbank für deutsche Klientendaten in der Marketingabteilung.

ZIVILDIENTST

Juli 1997 – August 1998 Rettungssanitäter beim Bayerischen Roten Kreuz.

FREMDSPRACHEN

Englisch	fließend (TOEFL 293, GMAT 710)
Französisch	fließend (TEF 732)
Spanisch	fließend
Italienisch/Neugriechisch	Grundkenntnisse

STIPENDIEN

2002 - 2003	Erasmus
2001 - 2004	Stipendiat der Studienstiftung des deutschen Volkes
2000 - 2006	Stipendiat bei e-fellows
1997 - 2004	Stipendium des Freistaates Bayern für Besonders Begabte

VERÖFFENTLICHUNGEN

Dezember 2004	Veröffentlichung der Fallstudien „Beepworld“ und „0800DocMorris.com“ in „Success Factors of Fast Growing Companies“ von Prof. Dr. Peter Witt, Prof. Dr. Holger Ernst und Dr. Stefan Glänzer (Hrsg.), Gabler Verlag.
Juni 2004	Veröffentlichung der Fallstudie „Super RTL“ in Kooperation mit Super RTL beim European Case Clearing House.
November 2003	Veröffentlichung der Studie „Das Medienhaus der Zukunft – Print-Online-Effizienz, Online Erträge und Crossmedia“ mit BCG und VDZ.
Juli 1998	Veröffentlichung der Facharbeit an der Universität Berlin: "Rezepte, Gerichte und Tischsitten der alten Römer unter Einbeziehung des kulturhistorischen Aspekts, dargestellt anhand der Cena Trimalchionis von Petron".

SONSTIGE INTERESSEN

Restauration von 2CV-Enten

Ehrenamtliches Engagement als Rettungssanitäter für das Rote Kreuz

Sport: Laufen, Tauchen, Surfen, Squash, Schach

**8.4 ERKLÄRUNG NACH §11 NR. 5 DER PROMOTIONSORDNUNG DER WHU I. D.
F. VOM 19.11.2003**

Ich erkläre hiermit an, dass ich die bei der WHU, Wissenschaftlichen Hochschule für Unternehmensführung, Otto-Beisheim-Hochschule, vorgelegte Dissertation selbständig und ohne die Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Weise keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Ort, Datum

Unterschrift