Westfälische Wilhelms-Universität Münster

Institut für Organisationsökonomik

Diskussionspapier des
Instituts für Organisationsökonomik

4/2019

Zur Empfehlung von Abfindungsobergrenzen für Vorstandsmitglieder

Ute Schottmüller-Einwag/Alexander Dilger

Discussion Paper of the
Institute for Organisational Economics

Diskussionspapier des
Instituts für Organisationsökonomik
4/2019

April 2019

ISSN 2191-2475

Zur Empfehlung von Abfindungsobergrenzen für Vorstandsmitglieder

Ute Schottmüller-Einwag/Alexander Dilger

Zusammenfassung

In diesem Beitrag wird untersucht, ob Vorstandsabfindungen von börsennotierten Unternehmen durch die Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 des Deutschen Corporate Governance Kodex in ihrer Höhe begrenzt werden. Die Analyse umfangreicher empirischer Daten zu Entsprechenserklärungen aller CDAX-Unternehmen und tatsächlichen Abfindungshöhen vorzeitig ausgeschiedener Vorstandsmitglieder von DAX-Unternehmen in den Jahren 2010 bis 2014 zeigt, dass die empfohlenen Obergrenzen trotz anderslautender Entsprechenserklärungen mehrheitlich überschritten wurden. Mithilfe institutionenökonomischer, rechtswissenschaftlicher und soziologischer Ansätze wird theoretisch erklärt, warum das Comply-or-Explain-Prinzip des § 161 AktG, das der Konzeption der Empfehlungen des DCGK zugrunde liegt, bei der untersuchten Empfehlung versagt. Auf dieser Basis wird eine Gestaltungsempfehlung für die Praxis abgeleitet, welche der Empfehlung zu einer stärkeren Wirkung verhelfen kann.

JEL-Codes: D71, D86, G34, G38, J33, J63, K12, K31, M12, M52, M55

On the Recommendation of Limits of Severance Payments for Members of the Management Board

Abstract

This study examines whether the severance payments for members of the management board are restricted by the recommendation 4.2.3 para 4 sentence 1 of the German Corporate Governance Code. The analysis of extensive data regarding the declarations of conformity of all companies listed in the C-DAX as well as the actual severance payments paid to members of the management board of companies listed in the DAX between 2010 and 2014 shows that in most cases the recommended cap was exceeded despite the declarations of conformity. Institutional economics, law and sociology help to explain the failure of the comply-or-explain-principle of § 161 AktG, underlying the concept of the German Corporate Governance Code. On this basis a proposal is deduced how to redesign the recommendation with a much stronger impact.

Im Internet unter:

http://www.wiwi.uni-muenster.de/io/forschen/downloads/DP-IO_04_2019

Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Institut für Organisationsökonomik
Scharnhorststraße 100
D-48151 Münster

Tel: +49-251/83-24303 (Sekretariat)
E-Mail: io@uni-muenster.de
Internet: www.wiwi.uni-muenster.de/io

Zur Empfehlung von Abfindungsobergrenzen für Vorstandsmitglieder*

1. Einleitung

In der Vergangenheit haben Aktiengesellschaften bei vorzeitiger Beendigung von Bestellung und Anstellungsvertrag häufig hohe Abfindungssummen an ein Vorstandsmitglied gezahlt. Die Metro AG beispielsweise zahlte Zygmunt Mierdorf bei seinem vorzeitigen Ausscheiden im Jahr 2010 unter anderem eine Abfindung in Höhe von 13,336 Millionen Euro (Metro AG 2011, S. 113 f.). Die Zahlungen entsprechen dem 5,5-fachen seiner Vorjahresvergütung (Metro AG 2010, S. 103 und 105). Hohe Abfindungszahlungen reduzieren das Unternehmenskapital und somit die Möglichkeiten, den Unternehmensgewinn wertsteigernd zu investieren oder an die Aktionäre auszuzahlen. Der entstehende Verteilungskonflikt wird häufig zulasten der Aktionäre entschieden.

Seit 2008 bietet die Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) eine Konfliktlösung: „Bei Abschluss von Vorstandsverträgen soll darauf geachtet werden, dass Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit einschließlich Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrags vergüten“. Die Gesellschaften können von den rechtlich unverbindlichen Empfehlungen abweichen. Gemäß § 161 AktG sind Vorstand und Aufsichtsrat verpflichtet, in einer gemeinsame Erklärung ihr zurückliegendes Verhalten und ihre zukünftigen Absichten zur Einhaltung der Kodexempfehlungen zu erklären, im Abweichungsfall zu begründen und auf der Internetseite der Gesellschaft dauerhaft öffentlich zugänglich zu machen (*Comply-or-Explain*-Prinzip).

Die Wirkungen dieser Empfehlung werden hier mit drei Zielen untersucht: Erstens soll empirisch untersucht werden, ob die Empfehlung den Verteilungskonflikt löst, indem eine faktische Obergrenze in Höhe der empfohlenen Abfindung entstanden ist. Zweitens soll theore-

* Der Beitrag beruht auf der Dissertation von Ute Schottmüller-Einwag (2018), die von Alexander Dilger betreut wurde. An diesem Beitrag haben beide aktiv mitgewirkt und beide sind für möglicherweise verbliebene Fehler verantwortlich. Die Nutzung sämtlicher Tabellen und Abbildungen erfolgt mit Genehmigung von Springer Nature Customer Service Centre GmbH: Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, aus „Abfindungsobergrenzen für Vorstandsmitglieder“ von Ute Schottmüller-Einwag (2018) in der Reihe Schriften aus dem Centrum für Management (CfM).

tisch erklärt werden, warum (k)eine faktische Obergrenze entstanden ist. Drittens soll eine Gestaltungsempfehlung entwickelt werden.

Dieser Beitrag analysiert die Wirkung der Empfehlung 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 DCGK, nicht jedoch andere Empfehlungen oder das systematische Zusammenwirken der Regelungsinstrumente. Der Fall des Kontrollwechsels bleibt ebenfalls unberücksichtigt. Die Höhe der Jahresvergütung eines Vorstandsmitglieds wird als exogene Größe zur Erklärung der Abfindungshöhe berücksichtigt.

2. Forschungsstand

Zunächst wird die Literatur zum Zusammenhang zwischen Einhaltung der Corporate-Governance-Vorgaben und Unternehmenserfolg dargestellt, anschließend zur Akzeptanz der Empfehlung, danach zum Zusammenhang zwischen Entsprechenserklärung und Einhaltung von Empfehlungen sowie zum Schluss zu Abfindungszahlungen.

Es existieren zahlreiche Untersuchungen mit dem Ziel, einen Zusammenhang zwischen der Einhaltung der DCGK-Vorgaben und dem Unternehmenserfolg nachzuweisen. Drobetz et al. (2004, S. 21) konnten für 2002 einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen guter Corporate Governance und höherer Aktienrendite zeigen. Auch Goncharov et al. (2006, S. 442) haben nachgewiesen, dass Gesellschaften mit nur geringen oder keinen Abweichungen vom DCGK in den Jahren 2002 und 2003 eine signifikant höhere Aktienrendite erzielten. Im Gegensatz dazu stellten Nowak et al. (2005, S. 279) für das Jahr 2002 bei Gesellschaften, die den *Prime Standard* als Transparenzstandard gewählt hatten, keine signifikante Auswirkung der Anzahl der erklärten Abweichungen vom DCGK auf den Aktienkurs fest. Auch die Untersuchung der Entsprechenserklärungen im Jahr 2003 von Bassen et al. (2006, S. 393) fand grundsätzlich keinen Zusammenhang zwischen Erfüllung der Empfehlungen des DCGK und Unternehmenserfolg. Diese Untersuchungen zeigen, dass die dem Wirkungsmodell zugrunde liegende Annahme, „wer den Kodex nicht befolgt, den bestraft der Kapitalmarkt“ (Sturbeck 2001, S. 13), bisher nur partiell empirisch nachgewiesen werden konnte.

Im Folgenden werden die beiden wichtigsten Akzeptanzstudien ab 2011 dargestellt. Der Corporate Governance Report des *Berlin Center of Corporate Governance* identifizierte die untersuchte Empfehlung für die Jahre 2012 bis 2014 als „neuralgische“ Bestimmung, weil sie von mehr als 10 % der Gesellschaften nicht befolgt wurde (Werder/Bartz 2013, S. 887 und 890; Werder/Bartz 2014, S. 909; Werder/Turkali 2015, S. 1360). Auch das *Center for Corpo-*

rate Governance der Handelshochschule Leipzig stufte die Empfehlung wegen der hohen Abweichungsquoten als „kritisch“ ein (Kohl et al. 2012, S. 17; Kohl et al. 2013, S. 20; Kohl et al. 2014, S. 9; Kohl et al. 2015, S. 9).

Zur Frage des Zusammenhangs zwischen Entsprechenserklärung und tatsächlicher Einhaltung gibt es in der Literatur wenige Studien. Theisen und Raßhofer (2007, S. 1320) fanden in ihrer Studie zur Empfehlung 3.4 Abs. 1 Satz 3 DCGK nahezu keine Übereinstimmungen zwischen Entsprechenserklärung und Erklärungsentsprechen. Allerdings gibt es in der Literatur zahlreiche Hinweise auf das Problem der Inkongruenz. So formulierten Bassen et al. (2006, S. 396): „Von diesen Entsprechenserklärungen kann nicht zweifelsfrei auf eine reale Handlungsumsetzung geschlossen werden“. „In diesem Sinn können somit auch Spannungen zwischen Entsprechenserklärung und Erklärungsentsprechung theoretisch nicht ausgeschlossen werden“ (Werder/Talaulicar 2008, S. 825). Theisen (2014, S. 2059) wies darauf hin, dass „nicht abweichendes Verhalten, sondern ‚nur‘ unrichtiges Erklären mittelbar sanktioniert wird“. Für ihn ist das Auseinanderfallen von Entsprechenserklärung und Erklärungsentsprechen „das zentrale Dilemma des Kodexregulierungsansatzes“.

Juristisch wurden Abfindungszahlungen an vorzeitig ausscheidende Vorstandsmitglieder häufig untersucht. Nach der Einführung der Empfehlung im Jahr 2008 wurde darüber gestritten, ob diese mit den Wertungen des Aktienrechts vereinbar ist und wie die Obergrenzen wirksam vereinbart werden können. Der Großteil der Juristen hält die Empfehlung für unwirksam, weil sie den zwingenden Schutz des Vorstandsmitglieds außer Acht lässt, dessen Bestellung gemäß § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG nur aus wichtigem Grund vorzeitig durch Widerruf beendet werden kann (Hoffmann-Becking 2007, S. 2106; Bauer/Arnold 2008, S. 1694; Lutter 2009, S. 1874). Eine abweichende Ansicht dazu vertraten Hohenstatt und Willemsen (2008, S. 3465 f.). Nach ihrer Auffassung kann der Empfehlung durch eine Klausel im Anstellungsvertrag entsprochen werden, die dann zu einer Selbstbindung des Aufsichtsrats führt.

In der Betriebswirtschaft wurden Vorstandsabfindungen mit vollständig anderer Zielsetzung untersucht. Zu der Frage, ob hohe Vergütungen und Abfindungen als Folge von sozialen Netzwerken von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern ein Corporate-Governance-Problem darstellen, gibt es Streit: Während die einen den Aufsichtsrat oder die *Non-Executive Directors* als Gruppe sehen, die Vergütungen und Abfindungen im Sinne des Unternehmens auf Augenhöhe verhandelt (Easterbrook/Fischel 1984, S. 542), beschreibt der *Managerial-Power*-Ansatz von Bebchuk/Fried/Walker (2002) die *Non-Executive Directors* als Gruppe, deren Entscheidungen durch Eigeninteressen (Wiederwahl oder Erhöhung der eigenen Vergütung)

beeinflusst werden. Nur die Vermeidung öffentlicher Skandale begrenzt dieses Verhalten. Daraus resultiert der Anreiz, Vergütungs- und Abfindungsregelungen durch den Einsatz von Vergütungsberatern, durch Intransparenz der Unabhängigkeit von Leistungen und Vergütungszahlungen und durch grundlose Abschiedszahlungen zu verschleiern. Diese überhöhten Zahlungen schaden den Aktionären (Bebchuk/Fried 2003, S. 75-77; Bebchuk/Fried 2006, S. 14 f.). Die Gegenposition betont die Vorteilhaftigkeit von hohen Abfindungszahlungen für Unternehmen vor allem aus zwei Gründen. Zum einen können sie als eine Art Versicherung für Manager gesehen werden, während ihrer Tätigkeit die notwendigen Risiken einzugehen, und zum anderen kann durch sie sichergestellt werden, dass ein Vorstandsmitglied das Unternehmen zum passenden Zeitpunkt verlässt (Taylor 2012).

Daraus resultierte folgender Forschungsbedarf: Bisher fehlt sowohl eine Akzeptanzstudie auf Basis einer Vollerhebung als auch eine Analyse der Abweichungsgründe, um die Wirkung der Empfehlung besser zu verstehen. Unerforscht sind bislang auch die Fragen, ob sich Unternehmen bei der Zahlung von Abfindungen an ihr erklärtes Entsprechen halten und ob sie im Fall einer Überschreitung der empfohlenen Obergrenzen dies im vergangenheitsbezogenen Teil der folgenden Erklärung transparent machen. Die Abfindungssituation wurde auch noch nicht in einen theoretischen Rahmen eingeordnet.

3. Rechtlicher Handlungsrahmen von Aktiengesellschaft und Vorstandsmitglied

Nach der herrschenden Trennungstheorie sind zwei Rechtsverhältnisse zwischen Aktiengesellschaft und Vorstandsmitglied zu unterscheiden, die getrennt voneinander entstehen und unterschiedlichen Verlauf nehmen können (Hüffer/Koch 2016, § 84 AktG Rn. 2). Auf der schuldrechtlichen Ebene vereinbart der Aufsichtsrat mit dem künftigen Vorstandsmitglied einen auf maximal fünf Jahre befristeten Anstellungsvertrag, um ein Anstellungsverhältnis zu begründen. Auf der korporationsrechtlichen Ebene wird die Organstellung des Vorstandsmitglieds begründet, indem der Aufsichtsrat das künftige Vorstandsmitglied für die Dauer von maximal fünf Jahre bestellt. Während der Anstellungsvertrag nur aus „wichtigem Grund“ in der Regel fristlos nach § 626 Abs. 1 BGB gekündigt werden kann, kann die Bestellung nur aus „wichtigem Grund“ nach § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG widerrufen werden. Ungeachtet des gleichen Wortlauts haben beide Tatbestandsmerkmale unterschiedliche Reichweite. In beiden Fällen sind die Voraussetzungen allerdings sehr hoch. Während ein „wichtiger Grund“ nach § 626 Abs. 1 BGB immer auch ein „wichtiger Grund“ nach Aktiengesetz ist, der auch zum Widerruf der Bestellung berechtigt, ist dies umgekehrt nicht der Fall. Daraus resultieren fol-

gende mögliche Konstellationen: Liegt ein „wichtiger Grund“ nach § 626 Abs. 1 BGB vor, dann enden beide Rechtsverhältnisse ohne Zahlung einer Abfindung. Liegt jedoch kein „wichtiger Grund“ nach § 626 Abs. 1 BGB vor oder ist dessen Vorliegen unsicher, dann bleibt der Anstellungsvertrag nach dem Rechtsgrundsatz „*pacta sunt servanda*“ bestehen. Damit bleibt der Vergütungsanspruch des Vorstandsmitglieds bis zur Beendigung des Anstellungsvertrages bestehen, solange er weiterarbeitet oder seine Arbeit zumindest anbietet. Liegt ein „wichtiger Grund“ zum Widerruf der Bestellung nach § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG vor, kann die Bestellung durch die Aktiengesellschaft widerrufen werden. Liegt jedoch kein „wichtiger Grund“ zum Widerruf vor oder ist dessen Vorliegen unsicher, dann bestehen sowohl das Anstellungsverhältnis als auch die Bestellung fort. Dann kann der Aufsichtsrat nur einvernehmlich mit dem Vorstandsmitglied einen Aufhebungsvertrag schließen, wenn beide sich unter anderem auch über die Höhe der Abfindung einigen. Frühere Vereinbarungen aus dem Anstellungsvertrag entfalten hierfür keine Bindungswirkung (Bauer/Arnold 2008, S. 1694). Zuständig für die Festsetzung der Vorstandsabfindung ist das Aufsichtsratsplenum.

Für Abfindungszahlungen an Vorstandsmitglieder gibt es keine Legaldefinition. Die vom Bundesfinanzhof verwendete Definition der Arbeitnehmerabfindungen „als Zahlungen, die im Zusammenhang mit der Beendigung der Anstellung stehen und als Entschädigung für die hierdurch entstehenden Nachteile gezahlt werden“ (Bundesfinanzhof, Urteil vom 11.01.1980, AZ VI R 165/77) wird dieser Arbeit zugrunde gelegt. Abfindungen können in ablösende und zusätzliche Abfindungen unterschieden werden. Ablösende Abfindungen treten anstelle des Erfüllungsanspruchs und sollen die bestehenden Ansprüche des Vorstandsmitglieds aus seinem Anstellungsvertrag abgelten. Sie beinhalten die zu erwartenden Festbezüge einschließlich Gehaltserhöhungen, die kurz- und langfristig variable Vergütung sowie Sachbezüge, wie beispielsweise die Bereitstellung von Fahrzeug und Fahrer. Zusätzliche Abfindungen gehen betragsmäßig darüber hinaus, um das Vorstandsmitglied für weiteren Schaden zu entschädigen, der ihm durch den vorzeitigen Widerruf entsteht (Redenius-Hövermann 2008, S. 4; Bayer/Meier-Wehrsdorfer 2013, S. 479). In den Abfindungsverhandlungen wird der Aufsichtsrat diesen Forderungen sowohl die Abzinsung der Zahlungen auf den gegenwärtigen Barwert (Martens 2010, S. 656) als auch den Abzug der zu erwartenden anderweitigen Einkünfte nach § 615 Satz 2 BGB entgegenhalten (Hoffmann-Becking 2007, S. 2104). Abzugrenzen sind Abfindungen von anderen Zahlungen am Ende eines Anstellungsverhältnisses wie beispielsweise Anerkennungsprämien, Beraterhonorare oder Karenzentschädigungen für nachvertragliche Wettbewerbsverbote.

Die DCGK-Empfehlung passt aus verschiedenen Gründen nicht in die deutsche Rechtsordnung. Erstens gibt es mit Ausnahme der außerordentlichen Kündigung keine Möglichkeit, ein Anstellungsverhältnis einseitig vorzeitig zu beenden. Die vertragliche Vereinbarung des vorzeitigen Kündigungsrechts bereits bei Abschluss des Vorstandsanstellungsvertrags wäre eine unzulässige Umgehung des § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG, weil das Vorstandsmitglied nach der Kündigung des Anstellungsvertrags ohne wichtigen Grund durch die Aktiengesellschaft sein Vorstandsmandat niederlegen müsste (Hoffmann-Becking 2007, S. 2106). Hier gilt der Grundsatz „*pacta sunt servanda*". Im Widerspruch dazu setzt die Empfehlung die Möglichkeit der vorzeitigen Beendigung der Vorstandstätigkeit in anderen Fällen als der Kündigung aus „wichtigem Grund" voraus. Zweitens kann die Abfindung bei Abschluss des Vorstandsanstellungsvertrags nicht wirksam vereinbart werden, weil zur vorzeitigen Beendigung dieses Vertrags eine Einigung zwischen ausscheidendem Vorstandsmitglied und Aufsichtsrat in einem Aufhebungsvertrag erforderlich ist und die Beteiligten aufgrund ihrer Vertragsfreiheit an die Vereinbarungen des Anstellungsvertrags nicht gebunden sind (Hoffmann-Becking 2007, S. 2106; Bachmann 2018, Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK Rn. 1025). Drittens sieht das Aktienrecht den Widerruf der Bestellung nur aus „wichtigem Grund" nach § 84 Abs. 3 Satz 1 AktG vor, um die gesetzlich gewährte Unabhängigkeit des Vorstandsmitglieds für die Bestelldauer zu schützen und ihm unternehmerische Freiheit einzuräumen. Dieser Schutz ist zwingend (Lutter 2009, S. 1874; Bauer/Medem 2014, S. 238). Die Empfehlung steht im Widerspruch zu dieser gesetzlichen Wertung (Bauer/Arnold 2008, S. 1694; Lutter 2009, S. 1874; Hüffer/Koch 2016, § 84 AktG Rn. 34). Viertens bestehen strukturelle Interessenskonflikte für Vorstand und Aufsichtsrat. Erklären sie Entsprechen, so entscheiden sie gegen ihre vitalen Eigeninteressen und möglicherweise sogar gegen das Unternehmensinteresse. Mit einer (wirksamen) Abfindungsobergrenze reduziert der Aufsichtsrat seinen Handlungsspielraum in Abfindungsverhandlungen und kann dann mit geringerer Entscheidungsmacht agieren. Wenn das Angebot einer begrenzten Abfindung für eine vorzeitige Beendigung nicht ausreicht, erwächst hieraus ein Nachteil für das Unternehmen. Das sprichwörtliche „Ende mit Schrecken", konkret mit Zahlung einer hohen Abfindung, kann auch für das Unternehmen besser sein als ein „Schrecken ohne Ende".

4. Empirische Untersuchungen

4.1. Untersuchungsgegenstände und -verfahren

Erster Untersuchungsgegenstand waren die Erklärungen der CDAX-Unternehmen nach § 161 AktG zwischen 2010 und 2014. Für die Vollerhebung wurde die Grundgesamtheit der Unternehmen ermittelt und ihre Erklärungen auf der Internetseite des Unternehmens erhoben. Die Inhalte der gefundenen Erklärungen sowie eventuelle Abweichungsbegründungen wurden dokumentiert. Um Unterstellungen oder Interpretationen zu vermeiden, erfolgte die Einordnung der Begründungen nur nach den genannten Gründen. Bei Mehrfachnennungen durch ein Unternehmen wurde jedes Argument anteilig berücksichtigt. Die Unternehmensdaten wurden angereichert mit den in Tabelle 1 dargestellten Daten der Maßgrößen aus den *Index Composition Reports* der Deutschen Börse AG.

Unternehmensmerkmal	**Maßgröße**	**Skalierung**
Transparenzstandard	Segmentzugehörigkeit	dichotom, *Prime Standard* oder *General Standard*
Indexzugehörigkeiten	Neben der CDAX-Zugehörigkeit weitere Zugehörigkeit zu einem der vier Auswahlindices	dichotom, Auswahlindices ja oder nein
Unternehmensgröße	Streubesitz-Marktkapitalisierung	metrisch kontinuierlich, in Millionen Euro
	Marktkapitalisierung	metrisch kontinuierlich, in Millionen Euro
Aktionärsstruktur	Streubesitzanteil	metrisch kontinuierlich, $0 \leq x \leq 1$

Tabelle 1: Zusammenhang Unternehmensmerkmale und Maßgrößen

In der univariaten Analyse wurde mit SPSS Statistics 23 zunächst mittels des χ^2-Unabhängigkeitstests nach Pearson für jede der Variablen untersucht, ob ein signifikanter Zusammenhang zwischen der Variablen und dem Entsprechensverhalten vorliegt. Als Signifikanzniveau wurde eine Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 % verwendet. Ein Signifikanzwert zwischen 5 % und 10 % wurde als tendenziell signifikant betrachtet. Cramer's V wurde zur Bestimmung der Effektstärke gewählt. Nach der Feststellung eines signifikanten Zusammenhangs mit dem χ^2-Unabhängigkeitstest wurde mittels einzelner, unabhängiger z-Tests als Post-hoc-Tests untersucht, ob sich die Häufigkeiten des Entsprechens, des Bestandsschutzes, der Abweichung, der Totalabweichung und der nicht auffindbaren Erklärung signifikant jeweils nach ihrer unabhängigen Variablen unterscheiden. Weil es sich um einzelne, unabhängige Tests handelt,

wurden die p-Werte mit der Bonferroni-Methode angepasst. Die Bonferroni-Anpassung ist konservativ, es wird also keinesfalls der Fehler erster Art erhöht. Der z-Test hat keine weiteren Voraussetzungen. Die Fragestellungen, beispielsweise ob Unternehmen im *Prime Standard* signifikant häufiger Entsprechen erklären als solche im *General Standard*, sind bezogen auf alle Unternehmen im *Prime* oder *General Standard*. Deshalb wird die Zahl aller CDAX-Unternehmen bei diesen Untersuchungen als Grundgesamtheit verwendet.

Zur multivariaten Analyse wurden mit SPSS Statistics 23 zwei binomiale logistische Regressionen gerechnet, da die beiden untersuchten abhängigen Variablen Entsprechen und Abweichung dichotom sind. Die abhängige Variable nimmt den Wert 1 an, wenn das Unternehmen Entsprechen bzw. Abweichung erklärt hat, andernfalls ist ihr Wert 0. Zur Untersuchung wurden folgende unabhängige Variablen gewählt: Die Segmentzugehörigkeit als Indikatorvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen den *Prime Standard* gewählt hat, und andernfalls den Wert 0; die Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices ebenfalls als Indikatorvariable, die den Wert 1 annimmt, wenn das Unternehmen in einem der Auswahlindices gelistet ist, und andernfalls den Wert 0; die Streubesitz-Marktkapitalisierung; die Marktkapitalisierung; der Streubesitzanteil jeweils in logarithmierter Form. Messgrößen sind die Verbesserung der Vorhersagegenauigkeit des Modells durch Berücksichtigung der unabhängigen Variablen, der R^2-Wert nach Nagelkerke zur Einschätzung der Güte der einzelnen Modelle sowie die Signifikanz und die Odds-Ratio (OR) der einzelnen unabhängigen Variablen.

Zweiter Untersuchungsgegenstand waren die Datensätze vorzeitig ausgeschiedener Vorstandsmitglieder von DAX-Unternehmen zwischen 2010 und 2014, bestehend aus den tatsächlichen Abfindungshöhen, den Relationen zwischen tatsächlicher Abfindungshöhe und jeweiliger Vorjahresvergütung sowie dem Inhalt der vorhergehenden und folgenden Erklärungen. Diese Daten wurden quantitativ ausgewertet.

4.2. Untersuchungsergebnisse der Entsprechenserklärungen

Die Tabelle 2 bis Tabelle 6 enthalten die deskriptive Statistik von 2010 bis 2014.

2010	Anzahl Fälle	Mini-mum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung
Streubesitz-Marktkapitalisierung in Millionen Euro	600	0,010	53613,130	1029,483	5155,734
Marktkapitalisierung in Millionen Euro	600	0,039	58701,002	1490,665	6197,260
Streubesitzanteil	600	0,003	1,000	0,482	0,289

Tabelle 2: Deskriptive Statistik 2010

2011	Anzahl Fälle	Mini-mum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung
Streubesitz-Marktkapitalisierung in Millionen Euro	571	0,010	75594,880	1306,158	6203,840
Marktkapitalisierung in Millionen Euro	571	0,076	85898,553	1867,208	7492,788
Streubesitzanteil	571	0,004	1,000	0,489	0,290

Tabelle 3: Deskriptive Statistik 2011

2012	Anzahl Fälle	Mini-mum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung
Streubesitz-Marktkapitalisierung in Millionen Euro	545 [1]	0,000	58781,050	1122,775	5146,061
Marktkapitalisierung in Millionen Euro	545	0,070	68967,506	1712,296	6685,556
Streubesitzanteil	545	0,002	1,000	0,490	0,291

Tabelle 4: Deskriptive Statistik 2012

[1] Für die unabhängigen Variablen Streubesitz-Marktkapitalisierung, Marktkapitalisierung und Streubesitzanteil lagen im Jahr 2012 von 3 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 3 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

2013	Anzahl Fälle	Mini-mum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung
Streubesitz-Marktkapitalisierung in Millionen Euro	507 [2]	0,010	66988,900	1585,537	7021,277
Marktkapitalisierung in Millionen Euro	507	0,048	80251,964	2265,691	8803,375
Streubesitzanteil	507	0,005	1,000	0,486	0,295

Tabelle 5: Deskriptive Statistik 2013

2014	Anzahl Fälle	Mini-mum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung
Streubesitz-Marktkapitalisierung in Millionen Euro	469 [3]	0,000	82248,230	2095,514	8784,635
Marktkapitalisierung in Millionen Euro	469	0,041	91287,279	2936,881	10769,250
Streubesitzanteil	469	0,005	1,000	0,497	0,297

Tabelle 6: Deskriptive Statistik 2014

Tabelle 7 enthält die Ergebnisse einer quantitativen Analyse. Zur Bestimmung der bereinigten Grundgesamtheit aller CDAX-Unternehmen mit Erklärungen wurde von der Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen die Anzahl der Unternehmen abgezogen, die trotz Verpflichtung keine Erklärung abgegeben hatten.

[2] Für die unabhängigen Variablen Streubesitz-Marktkapitalisierung, Marktkapitalisierung und Streubesitzanteil lagen im Jahr 2013 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

[3] Für die unabhängigen Variablen Streubesitz-Marktkapitalisierung, Marktkapitalisierung und Streubesitzanteil lagen im Jahr 2014 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

	2010	2011	2012	2013	2014
Stichtag	30.12.2009	03.01.2011	02.01.2012	02.01.2013	02.01.2014
Summe Aktiengattungen im CDAX	624	595	571	530	497
Abzüglich Mehrfachnotierungen verschiedener Aktiengattungen eines Unternehmens	24	24	23	21	19
= Anzahl Unternehmen im CDAX	600	571	548	509	478
Unternehmen mit Erklärungspflicht	**600**	**571**	**548**	**509**	**471**[4]
Abzüglich Unternehmen, die keine Erklärung abgegeben haben bzw. deren Erklärung unauffindbar ist	160	132	122	97	81
= bereinigte Grundgesamtheit	**440**	**439**	**426**	**412**	**390**

Tabelle 7: Bereinigung der Grundgesamtheit

Die Zahl der erklärungspflichtigen CDAX-Unternehmen, von denen keine Erklärung gefunden werden konnte, hat sich im Untersuchungszeitraum fast halbiert. Bei der Datenerhebung kam es bedingt durch den Zeitpunkt der Datenerhebung zu einer Verzerrung, die bei der Bestimmung der Quoten dadurch ausgeblendet wird, dass die interessierende Zahl ins Verhältnis zu der Zahl der CDAX-Unternehmen mit Erklärung gesetzt wird. Tabelle 8 enthält die Entsprechens-, Bestandsschutz und Abweichungsquoten.

	2010	2011	2012	2013	2014
Entsprecher / bereinigte Grundgesamtheit	64,5 %	65,4 %	67,1 %	67,5 %	69,2 %
Bestandsschützer / bereinigte Grundgesamtheit	5,0 %	3,6 %	2,3 %	2,4 %	1,5 %
Abweichungsquote 1: Abweicher bez. 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 DCGK / bereinigte Grundgesamtheit	27,0 %	27,3 %	26,8 %	26,5 %	24,6 %
Abweichungsquote 2: Totalabweicher / bereinigte Grundgesamtheit	3,4 %	3,6 %	3,8 %	3,6 %	4,6 %
Abweichungsquote 3: Summe Abweicher / bereinigte Grundgesamtheit	30,4 %	30,9 %	30,6 %	30,1 %	29,2 %

Tabelle 8: Quoten der CDAX-Unternehmen

Die Entsprechensquote steigt von 64,5 % auf 69,2 %. Die Abweichungsquote 1 liegt im Untersuchungszeitraum deutlich über 20 %. Selbst wenn man diese Quote als Ergebnis eines

[4] Abzüglich 7 Unternehmen in 2014, die unterjährig aus dem CDAX ausgeschieden sind.

stochastischen Prozesses auffasst, liegt die Abweichungswahrscheinlichkeit bei über 20 % mit sehr geringen Irrtumswahrscheinlichkeiten, die in Tabelle 9 ausgewiesen sind.

	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Irrtumswahrscheinlichkeit für $p \leq 0{,}2$	0,015 %	0,009 %	0,030 %	0,062 %	1,097 %

Tabelle 9: Irrtumswahrscheinlichkeiten $p \leq 0{,}2$

Bei der Empfehlung handelt es sich um eine „extrem kritische" Empfehlung, weil signifikant mehr als 20 % aller CDAX-Unternehmen Abweichung erklärt haben. Die Abweichungsquote 1 sinkt im Untersuchungszeitraum von 27,0 % auf 24,6 %. Die Abweichungsquote 2 steigt leicht von 3,4 % auf 4,6 %. Bei einer fast konstanten Gesamtabweichungsquote kommt der Zuwachs der Entsprechensquote ausschließlich von den Unternehmen, deren Bestandsschutzregelungen ausgelaufen sind.

Die Auswertung der genannten Abweichungsgründe ergab, dass die Abweichung 2010 am häufigsten mit „maximalem Verhandlungsspielraum und Vertrauen in die Einzelfallentscheidung des Aufsichtsrats bei Abschluss des Aufhebungsvertrags" begründet wurde. In den Jahren 2011 bis 2014 wurden am häufigsten „rechtliche Bedenken gegen die Wirksamkeit der Vereinbarung im Anstellungsvertrag" genannt.

In Folgenden werden die univariaten Zusammenhänge zwischen einzelnen Messgrößen und dem Erklärungsinhalt dargestellt. Tabelle 10 enthält die Zusammenhänge zwischen Segmentzugehörigkeit und Erklärung.

	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
N	600	571	548	509	471
χ^2	134,674	132,277	110,504	68,233	101,355
Degrees of Freedom	4	4	4	4	4
P	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001
Cramer's V	0,474	0,481	0,449	0,366	0,464

Tabelle 10: χ^2-Unabhängigkeitstest der Segmentzugehörigkeit

Im gesamten Untersuchungszeitraum besteht ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Erklärung und der Segmentzugehörigkeit. Ein z-Test zur Feststellung, welche einzelnen Gruppen von Erklärungen sich bei einem Signifikanzniveau von 0,05 signi-

fikant in ihrem Transparenzstandard unterscheiden, brachte die in Tabelle 11 zusammengefassten Ergebnisse. Die Gruppen Entsprechen, Totalabweichung und keine Erklärung unterscheiden sich signifikant in ihrem Transparenzstandard. Unternehmen im *Prime Standard* erklären häufiger Entsprechen als Unternehmen im *General Standard*. Für die Jahre 2011 bis 2014 konnte jedoch kein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Transparenzstandard und den Abweichungserklärungen nachgewiesen werden.

Gruppen von Erklärungen	**Statistisch signifikante Unterschiede**
Entsprechen	2010 - 2014: Unternehmen im *Prime Standard* (*General*) erklären signifikant häufiger (seltener) Entsprechen.
Bestandsschutz	2010 - 2014: Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.
Abweichung	2010: signifikanter Unterschied
	2011 - 2014: Abweichungserklärung ist unabhängig von Segmentzugehörigkeit.
Totalabweichung	2010 - 2014: Unternehmen im *Prime Standard* (*General*) erklären signifikant seltener (häufiger) Totalabweichung.
Keine Erklärung trotz Pflicht	2010 - 2014: Unternehmen im *Prime Standard* (*General*) haben signifikant seltener (häufiger) keine Erklärung trotz Pflicht.

Tabelle 11: z-Test der Segmentzugehörigkeit nach Gruppen

Zwischen der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices und der Erklärung wurden die in Tabelle 12 dargestellten Zusammenhänge ermittelt.

	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
N	600	571	548	509	471
χ^2	77,662	69,885	75,669	72,382	69,630
Degrees of Freedom	4	4	4	4	4
P	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001
Cramer's V	0,360	0,350	0,372	0,377	0,384

Tabelle 12: χ^2-Unabhängigkeitstest der Zugehörigkeit zu Auswahlindices

Im gesamten Untersuchungszeitraum besteht ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Erklärungen und der Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices. Die Ergebnisse eines z-Tests sind in Tabelle 13 zusammengefasst.

Gruppen von Erklärungen	Statistisch signifikante Unterschiede
Entsprechen	2010 - 2014: Unternehmen in einem Auswahlindex erklären signifikant häufiger Entsprechen.
Bestandsschutz	2010 - 2014: Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.
Abweichung	2010 - 2013: Kein signifikanter Unterschied.
	2014: Unternehmen in einem Auswahlindex erklären signifikant seltener Abweichung.
Totalabweichung	2010 - 2014: Unternehmen in einem Auswahlindex erklären signifikant seltener Totalabweichung.
Keine Erklärung trotz Pflicht	2010 - 2014: Unternehmen in einem Auswahlindex haben signifikant seltener keine Erklärung trotz Pflicht.

Tabelle 13: z-Test der Zugehörigkeit zu Auswahlindices nach Gruppen

Die Unternehmen wurden entsprechend ihrer Streubesitz-Marktkapitalisierung in Terzile eingeteilt. Tabelle 14 stellt den Zusammenhang dar.

	2010	2011	2012	2013	2014
N	600	571	545 [5]	507 [6]	469 [7]
χ^2	189,324	187,660	166,777	125,767	162,891
Degrees of Freedom	8	8	8	8	8
P	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001
Cramer's V	0,397	0,405	0,391	0,352	0,417

Tabelle 14: χ^2-Unabhängigkeitstest der Streubesitz-Marktkapitalisierung

Im gesamten Untersuchungszeitraum besteht ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Erklärungen und den Terzilen der Streubesitz-Marktkapitalisierung. Klasse eins enthält die Unternehmen mit niedriger Streubesitz-Marktkapitalisierung, Klasse

[5] Für die unabhängige Variable Streubesitz-Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2012 von 3 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 3 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

[6] Für die unabhängige Variable Streubesitz-Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2013 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

[7] Für die unabhängige Variable Streubesitz-Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2014 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

zwei die mit mittlerer und Klasse drei die mit hoher. Ein z-Test führt zu den Ergebnissen in Tabelle 15.

Gruppen von Erklärungen	Statistisch signifikante Unterschiede
Entsprechen	2010-2014: Signifikanter Unterschied zwischen allen Klassen. Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant häufiger (seltener) Entsprechen.
Bestandsschutz	Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unter-schied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.
Abweichung	Unternehmen der Klasse 1 erklären seltener Abweichung als solche der Klasse 2. Klasse 3 uneinheitlich.
Totalabweichung	2010 - 2014: Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant seltener (häufiger) Totalabweichung.
Keine Erklärung trotz Pflicht	2010 - 2014: Signifikanter Unterschied zwischen allen drei Klassen. Unternehmen in Klasse 2 und 3 (1) haben signifikant seltener (häufiger) keine Erklärung trotz Pflicht.

Tabelle 15: z-Test der Streubesitz-Marktkapitalisierung nach Gruppen

Die Gruppen Entsprechen, Totalabweichung und keine Erklärung unterscheiden sich auf einem Signifikanzniveau von 0,05 signifikant in ihrer Streubesitz-Marktkapitalisierung. Unternehmen mit einer hohen Streubesitz-Marktkapitalisierung erklären häufiger Entsprechen als Unternehmen mit einer geringen. Bei den Abweichern lässt sich jedoch kein einheitliches Ergebnis feststellen. Eine geringe Streubesitz-Marktkapitalisierung kann entweder an einer insgesamt geringen Marktkapitalisierung des Unternehmens oder an einem hohen Aktienanteil im Festbesitz liegen. Deshalb wird zusätzlich die gesamte Marktkapitalisierung als der Gesamtwert aller börsennotierten Aktien betrachtet. Die in Terzile aufgeteilten Klassen und die Erklärungen haben den in Tabelle 16 dargestellten Zusammenhang.

	2010	2011	2012	2013	2014
N	600	571	545 [8]	507 [9]	469 [10]
Degrees of Freedom	8	8	8	8	8
χ^2	157,820	155,401	122,733	93,552	127,665
P	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001
Cramer's V	0,363	0,369	0,336	0,304	0,369

Tabelle 16: χ^2-Unabhängigkeitstest der Marktkapitalisierung

Im gesamten Untersuchungszeitraum besteht ein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem Erklärungsinhalt und den Terzilen der Marktkapitalisierung. Klasse 1 enthält die Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung, Klasse 2 die mit mittlerer und Klasse 3 die mit hoher. Ein z-Test führt zu den Ergebnissen, die in Tabelle 17 zusammengefasst sind.

Gruppen von Erklärungen	Statistisch signifikante Unterschiede
Entsprechen	2010-2014: Signifikanter Unterschied zwischen allen Klassen. Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant häufiger (seltener) Entsprechen.
Bestandsschutz	Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unter-schied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.
Abweichung	2010-2014: Signifikanter Unterschied zwischen Unternehmen in Klasse 1 und 2. Unternehmen in Klasse 1 (2) erklären seltener (häufiger) Abweichung.
	Klasse 3 uneinheitlich: Kein signifikanter Unterschied zur Abweichung in Klasse 1 und 2.
Totalabweichung	2013/2014: Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant seltener (häufiger) Totalabweichung.
Keine Erklärung trotz Pflicht	2010-2014: Signifikanter Unterschied zwischen allen drei Klassen. Unternehmen in Klasse 2 und 3 (1) haben signifikant seltener (häufiger) keine Erklärung trotz Pflicht.

Tabelle 17: z-Test der Marktkapitalisierung nach Gruppen

[8] Für die unabhängige Variable Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2012 von 3 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 3 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

[9] Für die unabhängige Variable Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2013 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

[10] Für die unabhängige Variable Marktkapitalisierung lagen im Jahr 2014 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung erklären signifikant häufiger Entsprechen. Für die Abweicher ergibt sich kein einheitlicher Befund. Die entsprechend ihrem Streubesitzanteil in Terzile eingeteilten Unternehmen und die Erklärungen stehen im Zusammenhang, den Tabelle 18 ausweist.

	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
N	600	571	545 [11]	507 [12]	469 [13]
Degrees of Freedom	8	8	8	8	8
χ^2	6,259	6,385	13,007	27,539	19,758
P	< 0,618	< 0,604	< 0,112	< 0,001	< 0,011
Cramer's V	0,072	0,075	0,109	0,165	0,145

Tabelle 18: χ^2-Unabhängigkeitstest des Streubesitzanteils

Während von 2010 bis 2012 kein signifikanter Zusammenhang zwischen dem Inhalt der Erklärungen und den Klassen des Streubesitzanteils gezeigt werden kann, lässt sich in den Jahren 2013 und 2014 ein signifikanter Zusammenhang nachweisen. Klasse 1-Unternehmen sind jene mit dem geringsten Streubesitzanteil, Klasse 2-Unternehmen mit mittlerem und Klasse 3-Unternehmen mit hohem Streubesitzanteil. Ein z-Test für die Jahre 2013 und 2014 brachte die in Tabelle 19 dargestellten Ergebnisse, allerdings ohne eindeutigen Befund.

[11] Für die unabhängige Variable Streubesitzanteil lagen im Jahr 2012 von 3 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 3 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

[12] Für die unabhängige Variable Streubesitzanteil lagen im Jahr 2013 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

[13] Für die unabhängige Variable Streubesitzanteil lagen im Jahr 2014 von 2 Unternehmen keine Daten vor. Deshalb ist n hier um 2 kleiner als die Anzahl der erklärungspflichtigen Unternehmen im CDAX in Tabelle 7.

Gruppen von Erklärungen	Statistisch signifikante Unterschiede
Entsprechen	2013: Signifikanter Unterschied zwischen Klasse 2 und 3. Unternehmen in Klasse 3 (2) erklären häufiger (seltener) Entsprechen als erwartet.
	2013/2014: Signifikanter Unterschied zwischen Unternehmen in Klasse 1 und 3. Unternehmen in Klasse 3 (1) erklären signifikant häufiger (seltener) Entsprechen.
Bestandsschutz	Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.
Abweichung	2013/2014: Kein signifikanter Unterschied zwischen den Klassen. Abweichung wird in allen Klassen gleich häufig erklärt.
Totalabweichung	Keine Aussage: Test hat nicht genug Teststärke, um Unterschied bei kleiner Fallzahl nachzuweisen.
Keine Erklärung trotz Pflicht	2013/ 2014: Unternehmen in Klasse 3 (1) haben signifikant seltener (häufiger) keine Erklärung trotz Pflicht.

Tabelle 19: z-Test des Streubesitzanteils nach Gruppen

In einer multivariaten Analyse wurden für jedes Jahr zwei binomiale logistische Regressionen der relativen Wahrscheinlichkeit von Entsprechen und Abweichung gerechnet, eine mit Entsprechen als abhängiger Variable und eine mit Abweichung (im Sinn der Abweichungsquote 1) als abhängiger Variable. Die Ergebnisse sind in Tabelle 20 bis Tabelle 24 zusammengefasst.

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Satz DCGK	Entsprechen 2010		Abweichung 2010	
	B	OR	B	OR
Segmentzugehörigkeit	1,10340***	3,01439	0,63605***	1,88900
Zugehörigkeit Auswahlindices	0,58484**	1,79470	0,13167	1,14073
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,00030**	1,00030	-0,00004	0,99996
Marktkapitalisierung	-0,00020**	0,99980	0,00000	1,00000
Streubesitzanteil	-0,50955	0,60077	-0,40732	0,66543
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	52,7		80,2	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	65,3		80,2	
Nagelkerkes R^2	0,159		0,028	

*/**/*** bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 %-Niveau

Tabelle 20: Regressionsergebnisse 2010

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 DCGK	Entsprechen 2011		Abweichung 2011	
	B	**OR**	**B**	**OR**
Segmentzugehörigkeit	1,13831***	3,12150	0,61398**	1,84776
Zugehörigkeit Auswahlindices	0,74563***	2,10777	-0,15840	0,85351
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,00014*	1,00014	0,00003	1,00003
Marktkapitalisierung	-0,00009	0,99991	-0,00004	0,99996
Streubesitzanteil	-0,40690	0,66571	-0,76469*	0,46548
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	50,3		79,0	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	67,3		79,0	
Nagelkerkes R^2	0,181		0,027	

*/**/*** bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 %-Niveau

Tabelle 21: Regressionsergebnisse 2011

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 DCGK	Entsprechen 2012		Abweichung 2012	
	B	**OR**	**B**	**OR**
Segmentzugehörigkeit	1,11530***	3,05049	0,30892	1,36195
Zugehörigkeit Auswahlindices	1,04552***	2,84487	-0,32706	0,72104
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,00013	1,00013	-0,00002	0,99998
Marktkapitalisierung	-0,00009	0,99991	0,00001	1,00001
Streubesitzanteil	-0,36646	0,69318	-0,29738	0,74276
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	52,3		79,1	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	68,1		79,1	
Nagelkerkes R^2	0,202		0,009	

*/**/*** bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 %-Niveau

Tabelle 22: Regressionsergebnisse 2012

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 DCGK	Entsprechen 2013		Abweichung 2013	
	B	OR	B	OR
Segmentzugehörigkeit	0,59265***	1,80878	0,19428	1,21444
Zugehörigkeit Auswahlindices	1,09730***	2,99607	-0,35698	0,69979
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,00005	1,00005	-0,00001	0,99999
Marktkapitalisierung	-0,00004	0,99996	0,00000	1,00000
Streubesitzanteil	0,18224	1,19991	-0,38783	0,67852
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	54,6		78,5	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	64,7		78,5	
Nagelkerkes R^2	0,150		0,012	

*/**/*** bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1 %-Niveau

Tabelle 23: Regressionsergebnisse 2013

Ziffer 4.2.3 Abs. 4 Satz 1 DCGK	Entsprechen 2014		Abweichung 2014	
	B	OR	B	OR
Segmentzugehörigkeit	1,00378***	2,72857	0,39650	1,48662
Zugehörigkeit Auswahlindices	1,04476***	2,84270	- 0,67787**	0,50770
Streubesitz-Marktkapitalisierung	0,00004	1,00004	0,00000	1,00000
Marktkapitalisierung	- 0,00003	0,99997	- 0,00001	0,99999
Streubesitzanteil	- 0,10463	0,90065	- 0,16184	0,85057
% der richtig vorhergesagten Fälle ohne unabhängige Variablen	57,6		79,5	
% der richtig vorhergesagten Fälle mit unabhängigen Variablen	68,2		79,5	
Nagelkerkes R^2	0,197		0,024	

*/**/*** bezeichnet Signifikanz auf dem 10/5/1-%-Niveau

Tabelle 24: Regressionsergebnisse 2014

Im gesamten Untersuchungszeitraum kann das Entsprechen durch die untersuchten Variablen deutlich besser erklärt werden als die Abweichung. Während die abhängigen Variablen die Anzahl der richtig vorhergesagten Fälle von Entsprechen deutlich erhöhen, können die gleichen Variablen die Anzahl der richtig vorhergesagten Fälle von Abweichung nicht erhöhen. Nagelkerkes R^2-Werte zeigen, dass die Variablen im Fall von Entsprechen zwischen 15,0 % und 20,2 % der Varianz erklären, während sie im Fall von Abweichung nur zwischen 0,9 %

und 2,8 % erklären können. In den Jahren 2010 bis 2014 gibt es einen signifikant positiven Zusammenhang zwischen den Variablen Transparenzstandard und Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices sowie dem erklärten Entsprechen. Während es in den Jahren 2010 und 2011 sogar einen signifikanten positiven Zusammenhang zwischen dem Transparenzstandard und der erklärten Abweichung gibt, ist dieser Zusammenhang in den Jahren 2012 bis 2014 positiv, aber nicht signifikant. Der Zusammenhang zwischen Abweichungserklärung und Zugehörigkeit zu einem der Auswahlindices ist unterschiedlich: Während in den Jahren 2010 bis 2013 kein signifikanter Zusammenhang nachweisbar ist, lässt sich für 2014 ein negativer, signifikanter Zusammenhang nachweisen. Für die Variablen Streubesitz-Marktkapitalisierung, Marktkapitalisierung und Streubesitzanteil kann weder ein Zusammenhang zwischen der jeweiligen Variable und dem erklärten Entsprechen noch zwischen der Variablen und der erklärten Abweichung gezeigt werden.

Beide Untersuchungsmethoden kommen also zu weitgehend übereinstimmenden Ergebnissen. Die Häufigkeit des erklärten Entsprechens hängt signifikant positiv von der Segment- und der Indexzugehörigkeit ab. Abweichende Ergebnisse treten bei der Frage nach einem Zusammenhang zwischen Entsprechen und Streubesitz-Marktkapitalisierung sowie zwischen Entsprechen und Marktkapitalisierung auf. Während die univariate Analyse einen positiv signifikanten Zusammenhang aufzeigt, kann dieser mit der multivariaten Analyse nicht nachgewiesen werden. Übereinstimmend gelangen beide Verfahren bei der Suche nach erklärenden Variablen für die Abweichung zu dem Ergebnis, dass keine der untersuchten Variablen die Abweichungen erklären kann.

4.3. Untersuchungsergebnisse der Abfindungsrelationen

Tabelle 25 enthält die deskriptive Statistik zu den Abfindungen.

Variable	Anzahl Fälle	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standard-abweichung
Jahresvergütung in Millionen Euro	25	1,161	10,443	3,415	2,211
ablösende Abfindung in Millionen Euro	25	0,980	30,043	6,662	6,250
Restlaufzeit der Bestellung in Jahren	23	0,250	4,750	2,344	1,328

Tabelle 25: Deskriptive Statistik 2010 bis 2014

Von den 117 Fällen der Fluktuation von Vorstandsmitgliedern von DAX-Unternehmen im Untersuchungszeitraum sind in 25 Fällen Vorstandsmitglieder vorzeitig auf Wunsch der Gesellschaft ausgeschieden[14]. In den 23 transparenten Fällen wurden die Abfindungsrelationen bestimmt. Die Fälle verteilen sich auf die Fallkategorien wie in Tabelle 26 dargestellt.

	Entsprechenserklärung	**Abweichungserklärung**
tatsächliches Entsprechen	9	1
tatsächliche Abweichung	12	1

Tabelle 26: Verteilung der Abfindungsfälle von 2010 bis 2014

Die Fälle sind in Abbildung 1 als Datenpunkte mit Unternehmensname, Name des ausscheidenden Vorstandsmitglieds, Jahr des Ausscheidens sowie der Abfindungsrelation dargestellt. In zehn Fällen wurde die Obergrenze eingehalten, in neun davon nach erklärtem Entsprechen, in einem Fall sogar trotz erklärter Abweichung. In 13 Fällen wurde die Obergrenze überschritten, in zwölf davon geschah dies, obwohl die Unternehmen ihr Entsprechen erklärt hatten, in einem Fall nach einer Abweichungserklärung. In der Mehrzahl der Fälle beeinflusste die Abgabe einer Entsprechenserklärung die Abfindungshöhe also nicht.

In allen 13 Fällen des Überschreitens wurde im vergangenheitsbezogenen Teil der Folgeerklärung wiederum Entsprechen erklärt. Außer der Siemens AG erwähnte keines der Unternehmen den Abfindungsfall dort. Diese Untersuchung führt damit zu der Erkenntnis, dass die Erklärungen in den meisten Fällen nicht dazu genutzt werden, die Lösung der Interessenkonflikte der unterschiedlichen Interessengruppen innerhalb eines Unternehmens darzustellen, sondern bewusst ein Ausmaß an Regeleinhaltung signalisieren, das der Realität nicht entspricht.

[14] Davon war in zwei Fällen die reguläre Bestelldauer nicht bestimmbar.

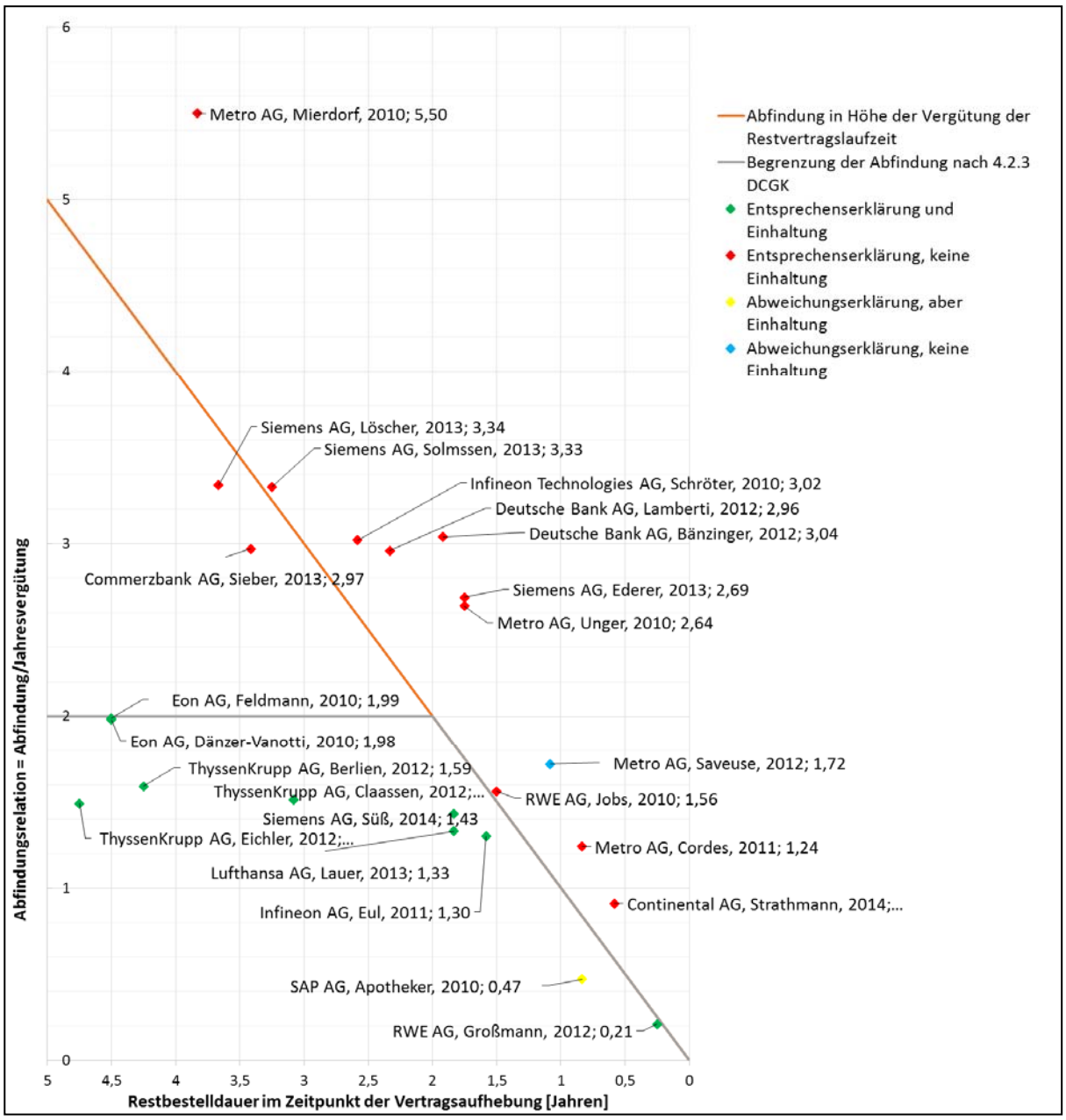

Abbildung 1: Ergebnisse der Fallstudien zu Abfindungshöhen

5. Theoretische Erklärungsansätze

5.1. Erklärungsansätze für die Einhaltung von Corporate-Governance-Regelungen

Häufig wird die Vorteilhaftigkeit der Einhaltung von Corporate-Governance-Regelungen mit der **Steigerung der Unternehmenseffizienz** erklärt. „Wer sich nicht an den Kodex hält, den bestraft der Kapitalmarkt." So lautet die Erklärung des damaligen Kommissionsvorsitzenden, Gerhard Cromme, bei der Einführung des DCGK (Sturbeck 2001, S. 13). Die Verbindung der Empfehlungen mit der Offenlegungspflicht nach Aktiengesetz stellt sicher, dass sich Investo-

ren ein Bild von der Regeleinhaltung machen können und ihre Investitionsentscheidungen unter anderem auch davon abhängig machen können (Hommelhoff/Schwab 2009, S. 80; Goette 2013, § 161 AktG Rn. 37). Nach dieser Vorstellung führt das Signal einer Gesellschaft, die Empfehlungen nicht oder nur in geringem Umfang einzuhalten, dazu, dass die Investoren ihre Aktien verkaufen oder keine neuen kaufen, was zu Kursabschlägen führt (Ihrig/Wagner 2002, S. 2514; Hoffmann-Becking 2011, S. 1174). Die Autoren stellen diese Behauptung jedoch unter den Vorbehalt eines noch ausstehenden empirischen Nachweises.

Als theoretischer Erklärungsrahmen für die Herstellung von Transparenz, die durch die Verbindung der Empfehlung mit der aktienrechtlichen Offenlegungspflicht entsteht, wird häufig die Neue Institutionenökonomik herangezogen, die institutionelle Rahmenbedingungen nicht als gegeben, sondern als gestaltbar ansieht. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle wurde bereits 1932 von Berle und Means als Ursache für Interessenkonflikte von Anteilseignern und Management identifiziert (Berle/Means 1932, S. 116). Bei der Delegation von Aufgaben an das Management entsteht ein diskretionärer Handlungsspielraum des Managements (Shleifer/Vishny 1997, S. 741). Die Prinzipal-Agent-Theorie trifft die Annahmen, dass die Akteure eines Unternehmens opportunistisch handeln, indem sie ihren eigenen Nutzen maximieren, und dass eine Informationsasymmetrie zugunsten des Agenten besteht (Richter/Furubotn 2010, S. 173 f.). Dadurch entstehen dem Prinzipal *Agency*-Kosten (Jensen/Meckling 1976, S. 308). Konkret entstehen den Aktionären Agency-Kosten etwa bei der Kontrolle von Vorstand und Aufsichtsrat als Agenten oder bei der Gewinnung von Informationen über die Gesellschaft. Eine effiziente Corporate Governance erhöht die Transparenz hinsichtlich des Handelns von Vorstand und Aufsichtsrat und mindert dadurch die Agency-Kosten (Kuhner 2005, S. 151; Bassen et al. 2006, S. 379 f.; Zöllner 2007, S. 3). Die effizienzsteigernde Wirkung kann entweder daraus resultieren, dass die Einhaltung der empfohlenen Obergrenzen als „*Best Practice*“ eine effiziente Ressourcenverteilung gewährleistet und den Aufwand, den Aufsichtsrat zu kontrollieren, reduziert, oder daraus, dass im Fall der Überschreitung Transparenz darüber hergestellt wird, die den Suchaufwand reduziert. Die letztgenannte Wirkung ist auf die Erhöhung der Transparenz der tatsächlichen Abfindungshöhe und -relation gerichtet. Die transparenzerhöhende Wirkung der jährlichen Erklärung sollte lediglich ein Zwischenschritt in die gleiche Richtung sein.

Erklärungen des Entsprechens lassen sich grundsätzlich mit der Erwartung der Akteure auf eine Steigerung der Unternehmenseffizienz erklären. Es kann jedoch sein, dass einer Abweichung von nur einer der insgesamt gegenwärtig 102 Empfehlungen nur eine graduelle, sehr

geringe Effizienzeinbuße beigemessen wird, die bei einer Gesamtbewertung durch die Kapitalmarktteilnehmer nicht ins Gewicht fällt. Ebenso kann damit erklärt werden, dass Unternehmen im Prime Standard und in einem Auswahlindex signifikant häufiger Entsprechen erklären. Diese sind in besonderem Maß auf internationale Investoren ausgerichtet und erhoffen sich von einem positiven Signal eine positive Wirkung in Form höherer Aktiennachfrage. Gegen die Einschätzung, dass die Akteure mit ihrem Handeln die Unternehmenseffizienz steigern wollen, spricht, dass den meisten die Systemwidrigkeit und die mangelnde Durchsetzbarkeit der Obergrenzen bekannt sein dürfte, weil sie juristisch umfassend beraten werden. Sie erklären ihr Entsprechen im Bewusstsein der Wirkungslosigkeit im Abfindungsfall. Auch die Tatsache, dass keines der Unternehmen sein Überschreiten der empfohlenen Abfindungsobergrenze im vergangenheitsbezogenen Teil der folgenden Erklärung angibt, ist mit dem Konzept der Effizienzsteigerung nicht erklärbar. Vorstand und Aufsichtsrat wissen, dass sie ihre Verpflichtung mit der Aufnahme der Obergrenzen in den Vorstandsanstellungsvertrag vollständig erfüllt haben. Wären sie von der grundsätzlich effizienzsteigernden Wirkung der empfohlenen Obergrenzen überzeugt, würden sie eine Überschreitung im Einzelfall im vergangenheitsbezogenen Teil anzeigen.

Als alternative Erklärung dient das Konzept, dass Unternehmen Entsprechen erklären, um die **Legitimation ihrer Geschäftstätigkeit** zu sichern. Die Soziologen Meyer und Rowan erklären die Einführung von formalen Strukturen wie beispielsweise den Empfehlungen des DCGK folgendermaßen: „Institutional rules function as myths which organizations incorporate, gaining legitimacy, resources, stability and enhanced survival prospects“ (Meyer/Rowan 1977, S. 340). Danach werden formale Regelungen unabhängig von der Steigerung der Unternehmenseffizienz als Mythen eingeführt, um die Akzeptanz der beteiligten Interessengruppen und damit die Legitimation der Geschäftstätigkeit sicherzustellen. Die Institutionalisierung solcher Regeln kann dabei auf verschiedene Weise erfolgen: So können Verhaltensweisen entweder für gegeben gehalten werden oder sie können von der öffentlichen Meinung oder gesetzlich vorgegeben werden. Die Empfehlungen des DCGK wurden den Unternehmen als „international und national anerkannte Standards guter und verantwortungsvoller Unternehmensführung“ durch die Regierungskommission vorgegeben. Diesen Standards fehlt jedoch bis heute sowohl die theoretische Herleitung als auch die ausreichende empirische Absicherung (Haar 2013, S. 241). Somit enthalten sie nur das, „was nach subjektiver Vorstellung der Mehrheit der Mitglieder der Regierungskommission gute Governance wäre“ (Krieger 2012, S. 211). Der von Meyer und Rowan verwendete Begriff des Mythos als „Sache, Begebenheit, die (aus meist verschwommenen, irrationalen Vorstellungen heraus) glorifiziert

wird“ (Duden 2017), trifft diesen Tatbestand des Mangels an theoretischer und empirischer Fundierung sehr gut.

Wenn man die Empfehlungen des DCGK als institutionalisierte formale Strukturen betrachtet, können daraus zwei wesentliche Folgerungen abgeleitet werden: Erstens wird die Legitimation eines Unternehmens nicht dadurch vernichtet, dass es von einer einzelnen oder von wenigen Empfehlungen abweicht, wenn es dem größten Teil der Empfehlungen entspricht. Dies kann die hohen Abweichungsquoten erklären. Ebenfalls kann damit der signifikant positive Zusammenhang zwischen erklärtem Entsprechen und Zugehörigkeit zum Prime Standard oder zu einem Auswahlindex erklärt werden, weil diese Unternehmen einem höheren Legitimationsdruck ausgesetzt sind als die anderen Gesellschaften. Zweitens könnten die Unternehmen durch Entkopplung der formalen Strukturen von den operativen Prozessen und durch Minimierung der Kontrollmöglichkeiten versuchen, die Strukturen einer Effizienzüberprüfung zu entziehen (Meyer/Rowan 1977, S. 357 und 359). Die Trennung der Empfehlung zur Aufnahme der Obergrenze in den Anstellungsvertrag von der Verhandlung des Aufhebungsvertrages ist eine solche Entkoppelung, die allerdings nicht durch die Unternehmen, sondern bereits durch die Regierungskommission erfolgt ist. Insgesamt lassen die empirischen Ergebnisse nur den Schluss zu, dass die Beteiligten von der Effizienz der Empfehlung nicht überzeugt sind, sondern im Sinne der Legitimationstheorie nur den „formalen“ Teil erfüllen.

5.2. Erklärungsansätze für die Überschreitung der empfohlenen Obergrenzen

Da die Unternehmen mit der Vereinbarung der Abfindungsobergrenzen im Anstellungsvertrag ihre Verpflichtung erfüllt haben, erfordert das tatsächliche Verhalten im Fall einer vorzeitigen Vertragsbeendigung auf Wunsch des Unternehmens zusätzliche theoretische Erklärungen. Im Folgenden werden drei Theorien herangezogen.

Mit der Prinzipal-Agent-Theorie können hohe Abfindungen als Ergebnis einer **Kollusion zwischen Vorstandsmitglied und Aufsichtsrat** erklärt werden. In der untersuchten Situation des Abschlusses eines Aufhebungsvertrages verschiebt sich die Aufgabenzuweisung. Während grundsätzlich die Aktionäre als Prinzipale handeln, die Vorstand und Aufsichtsrat als Agenten beauftragen, mit dem investierten Geld im Unternehmen Gewinne zu erwirtschaften, handelt das Vorstandsmitglied bei der Abfindungsverhandlung gerade nicht als Agent des Unternehmens, sondern nur im eigenen Interesse. Der Aufsichtsrat kontrolliert dann nicht die Geschäftsführung, sondern vertritt die Gesellschaft. Dabei wiederholt sich die Prinzipal-Agent-Beziehung in aufeinanderfolgenden Perioden (Kräkel 2015, S. 84). Mit der Entwick-

lung der persönlichen Beziehungen werden ineffiziente Absprachen im Lauf der Zeit stabilisiert und es kommt zu Kollusionen, bei denen nicht nur eine Umverteilung stattfindet, sondern die Effizienz des Unternehmens insgesamt sinkt (Kräkel 2015, S. 85 und 157). Innerhalb der Aktiengesellschaft überwacht der Aufsichtsrat als Supervisor die Geschäftsführung durch den Vorstand als Agent. Je länger die Zusammenarbeit dauert, desto größer wird der Anreiz für Agent und Supervisor, sich entweder gleichzeitig oder zeitversetzt gegenseitig Vorteile zu verschaffen. Was zunächst mit dem Wunsch beginnen kann, Ärger zu vermeiden, führt zu einem wechselseitigen Drohpotential, das zurückliegende Fehlverhalten des anderen zu verraten (Tirole 1986, S. 186 und 202). Kollusionen finden vermutlich öfter statt, als sie beobachtet werden können (Tirole 1986, S. 186 f.). Hohe Abfindungen können Ergebnis eines kollusiven Zusammenwirkens von Aufsichtsrat und ausscheidendem Vorstandsmitglied sein. Bei der untersuchten Empfehlung handelt es sich nach der Prinzipal-Agent-Theorie um eine Regelung, die die Kollusionsgefahr reduzieren soll. Corporate-Governance-Strukturen sollen im Prinzipal-Agent-Modell sowohl die Informationsasymmetrie reduzieren als auch opportunistisches Verhalten des Agenten verhindern oder ausgleichen. Diesen Überlegungen liegt Werders Definition von Corporate Governance als „rechtlichem und faktischem Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens“ zugrunde (Werder 2009, S. 4). Das rechtstechnische Umsetzungsdefizit führt allerdings zur Wirkungslosigkeit des untersuchten Instruments der Corporate Governance.

Im Ergebnis sehr ähnlich können hohe Abfindungen auch mit einem **Kontrolldefizit des Aufsichtsrats** erklärt werden. Fama und Jensen (1982) stellen angesichts unvollständiger Verträge den besonderen Schutz der Anteilseigner in den Vordergrund. Ein Unternehmen kann als Netzwerk von Verträgen betrachtet werden, in denen die Rechte der Beteiligten wie beispielsweise der Mitarbeiter, Kunden oder Lieferanten vereinbart werden (Jensen/Meckling 1976, S. 310). Während die Ansprüche der meisten Partner in diesen Verträgen genau definiert werden, verbleibt das Restrisiko bei den Anteilseignern (Fama/Jensen 1982, S. 302). Die Wissenschaftler haben die Trennung von Entscheidungsmanagement und Entscheidungskontrolle als effizienten Mechanismus zur Absicherung der Eigentümer identifiziert (Fama/Jensen 1982, S. 309). Im dualistischen System der deutschen Aktiengesellschaft obliegt grundsätzlich dem Vorstand das Entscheidungsmanagement und dem Aufsichtsrat die Entscheidungskontrolle. Damit wird die Ausnutzung der Aktionäre verhindert. Beim Abschluss von Anstellungs- und Aufhebungsverträgen verschiebt sich jedoch diese Aufgabenzuweisung mit der Folge, dass der Aufsichtsrat institutionell unkontrolliert hohe Abfindungssummen vereinbaren kann. Corporate Governance erfüllt dann die Funktion, die besonders verwundba-

ren Anteilseigner bei der *Ex-post*-Verteilung der Quasirenten speziell zu schützen. „*Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*“ (Shleifer/Vishny 1997, S. 737). Die untersuchte Empfehlung hat in diesem Modell den Zweck, die Aufteilung der Gewinne zwischen Aktionären und ausscheidendem Vorstandsmitglied *ex ante* zu regeln und den Entscheidungsspielraum des Aufsichtsrats zu begrenzen, weil er keiner weiteren Kontrolle unterliegt. Beiden Konzepten ist gemeinsam, dass sie interessenmonistisch den Schutz der Anteilseigner im Blick haben und deshalb das Überschreiten der Obergrenzen als Systemfehler interpretieren, den es zu verhindern gilt.

Im Gegensatz dazu steht das interessenpluralistische Modell nach Zingales, das höhere Abfindungen als **Ex-post-Sicherstellung der Quasirenten** von Vorstandsmitgliedern **in unvollständigen Verträgen** interpretiert (Zingales 1997, S. 3). Es bezieht auch den Schutz der spezifischen Investitionen anderer Beteiligter ein. Nicht nur Aktionäre, sondern auch Vorstandsmitglieder tätigen zu Beginn ihrer Tätigkeit spezifische Investitionen, indem sie beispielsweise an den Sitz der Aktiengesellschaft umziehen und sich in die Produkte, Prozesse und Unternehmensstrukturen einarbeiten. Auch ihre Anstellungsverträge sind insofern unvollständig, als sie nicht alle zukünftigen Entwicklungen antizipieren und regeln können. Die Vertragspartner gehen ein „bilaterales Monopol“ ein (Zingales 1997, S. 2). Die Gefahr eines „*hold up*“ durch die Aktiengesellschaft, bei dem das Vorstandsmitglied durch eine vorzeitige Vertragsbeendigung seine *ex ante* erwartete Quasirente in Form der Vergütung der gesamten Vertragslaufzeit verlieren könnte, ist durch das geltende Recht ausgeschlossen. Hohe Abfindungen lassen sich als Ex-post-Sicherstellung der Quasirenten erklären. Die Betrachtung der risikoverteilenden Wirkung von Corporate-Governance-Regelungen ermöglicht die Fallunterscheidung zur Identifikation angemessener und unangemessener Konstellationen. Hinsichtlich der Frage, ob das Vorstandsmitglied Anlass zum Wunsch der Gesellschaft nach vorzeitiger Vertragsbeendigung gegeben hat, sind drei Fallgruppen zu unterscheiden: Für den ersten Fall, dass das Vorstandsmitglied keinerlei Anlass für den Wunsch des Aufsichtsrates nach vorzeitiger Vertragsbeendigung gegeben hat, würde die Umsetzung der Empfehlung die Verhandlungsposition des Vorstandsmitglieds verschlechtern, solange die Restvertragslaufzeit noch mehr als zwei Jahre beträgt. Die empfohlene Verlagerung des Risikos der Zahlung der Restvergütung auf das Vorstandsmitglied wäre unangemessen, weil es keinerlei Anlass gegeben hat. Zweitens kann das Vorstandsmitglied einen wichtigen Grund zum Widerruf der Bestellung gegeben haben, indem es zum Beispiel dauernden Unfrieden zwischen den Vorstandsmitgliedern herbeigeführt hat, der deren gedeihliche Zusammenarbeit gefährdet (Dauner-Lieb

2019, § 84 AktG Rn. 32). In diesem Fall wird die Bestellung widerrufen und über die vorzeitige Aufhebung des Anstellungsvertrages verhandelt, sofern der Grund nicht zugleich als „wichtiger Grund“ zur außerordentlichen Kündigung nach § 626 Abs. 1 BGB berechtigt. Die empfohlene Risikoverlagerung bei einer Restvertragslaufzeit von mehr als zwei Jahren kann in diesem Fall angemessen sein. Allerdings sollte auch die Wertung des Gesetzgebers, durch die Trennung der Rechtsverhältnisse dem Vorstandsmitglied einen Schutz einzuräumen, beachtet werden. Schwieriger zu beurteilen sind die häufigeren Fälle der dazwischen liegenden dritten Fallgruppe, in der das Vorstandsmitglied zwar durch sein Verhalten Anlass zum Wunsch nach vorzeitiger Vertragsbeendigung gegeben hat, dies aber gerichtlich nicht relevant wird, weil die Situation im Vorfeld nicht vertraglich spezifiziert wurde oder die Einordnung des Verhaltens als Fehlverhalten umstritten ist oder das Fehlverhalten als solches nicht beweisbar ist. Finden die Abfindungsverhandlungen zu einem Zeitpunkt statt, zu dem die Restvertragslaufzeit noch mehr als zwei Jahre beträgt, würde die Empfehlung einen Teil des Verlustrisikos der Quasirente auf das Vorstandsmitglied abwälzen, unabhängig vom Grad des jeweiligen Fehlverhaltens. Diese Risikoverlagerung stände jedoch im Widerspruch zur gesetzlichen Wertung, dass der Vorstand die Aktiengesellschaft unter eigener Verantwortung leitet und seine Bestellung zum Vorstandsmitglied nur bei einem „wichtigen Grund“ widerrufen werden kann. Allerdings ist zu bedenken, dass das mit Abfindung ausgeschiedene Vorstandsmitglied eine andere Beschäftigung aufnehmen kann oder sonst zumindest Freizeit gewinnt. In diesem Modell erfüllt Corporate Governance die Funktion, die *Ex-post*-Aufteilung der Quasirenten zu regeln. Zingales definiert ein Governance-System deshalb als „*the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated in the course of a relationship*“ (Zingales 1997, S. 3). Da eine Abfindungsvereinbarung jedoch nicht wirksam ist, entfalten die Corporate-Governance-Instrumente hier keine Wirkung. Es bleibt bei der gesetzlichen Regelung, nach der das vorzeitig ausscheidende Vorstandsmitglied Anspruch auf die Restvergütung hat. Die Erklärung hoher Abfindungen mit dem Schutz der spezifischen Investitionen steht nicht im Widerspruch zu den ersten beiden Erklärungen. Vielmehr können die dargestellten Effekte einzeln oder gemeinsam zu hohen Abfindungen führen.

6. Gestaltungsempfehlung

In diesem Kapitel soll der normativen Frage nachgegangen werden, wie die Corporate-Governance-Regelungen gestaltet werden müssten, um das Problem besser zu lösen. Die Untersuchungsergebnisse begründen erhebliche Zweifel daran, dass die Corporate-Governance-Instrumente als Überwachungs- und Durchsetzungsstrukturen Wirkung entfalten. Gesellschaf-

ten überschreiten relevant häufig trotz vorausgegangener Entsprechenserklärung die Obergrenzen, ohne dies anschließend offenzulegen, weil sie dazu rechtlich nicht verpflichtet sind.

Diese Gestaltungsempfehlung erfolgt unter der Annahme, dass die rechtspolitische Entscheidung fortbesteht, die Vorstandsabfindungen durch einen Normgeber grundsätzlich zu begrenzen. Gestaltungsziel soll sein, den Sachverhalt mittels Corporate-Governance-Instrumenten so zu regeln, dass im Abfindungsfall wirksame Überwachungs- und Durchsetzungsstrukturen für unvollständige Verträge zur Verfügung stehen. Dazu sollte die Empfehlung folgendermaßen geändert werden: „Bei Abschluss von Aufhebungsverträgen soll darauf geachtet werden, dass Zahlungen an ein Vorstandsmitglied bei vorzeitiger Beendigung der Vorstandstätigkeit einschließlich Nebenleistungen den Wert von zwei Jahresvergütungen nicht überschreiten (Abfindungs-Cap) und nicht mehr als die Restlaufzeit des Anstellungsvertrags vergüten". Die Gesellschaft gibt nur im Fall eines Aufhebungsvertrages zu dieser Empfehlung eine Erklärung ab. Damit würde erstens die Vereinbarung der Obergrenzen an der rechtstechnisch passenden Stelle empfohlen. Zweitens hätten sowohl die Gesellschaften als auch die Regierungskommission eine wirksame und zugleich flexible Regelung. Drittens würde die gegenwärtig wertlose Entsprechenserklärung zu dieser Empfehlung aufgewertet.

Begleitend sollte eine Abfindungsdefinition und Abgrenzungen zu sonstigen Zahlungen in den DCGK oder ins Aktiengesetz aufgenommen werden. Unternehmen sollten ferner verpflichtet werden, die Bestelldauer der Vorstandsmitglieder im Geschäftsbericht zu veröffentlichen, damit die Einhaltung der Obergrenzen überprüft werden kann. Vergütungen und Abfindungen sollten in Geschäftsberichten standardisiert dargestellt werden und die Möglichkeit zur Vermeidung der Transparenz durch Beschluss der Hauptversammlung sollte abgeschafft werden (Bayer/Meier-Wehrsdorfer 2013, S. 482). Insgesamt hätte die Herstellung der Wirkung des „*Comply-or-Explain*-Mechanismus" wirksamere Überwachungs- und Durchsetzungsstrukturen zur Folge. Bereits das Wissen um die zwingende Transparenz würde den Aufsichtsrat vermutlich disziplinieren. Die Entsprechenserklärung würde die Einhaltung der empfohlenen Obergrenzen bedeuten.

Alternativ und weitergehend könnte gesetzlich erlaubt werden, bereits im Anstellungsvertrag verbindliche Regelungen zur eventuellen Abfindung oder zumindest deren Obergrenze treffen zu können. Dagegen wäre eine gesetzliche Beschränkung von Abfindungen ohne korrespondierende Regelungen von Nachteil, weil sie den Handlungsspielraum von Aktiengesellschaften und Vorständen gleichermaßen beschränken würde.

7. Fazit und Ausblick

Die forschungsleitende Frage nach der Entstehung einer faktischen Obergrenze in Höhe der empfohlenen Abfindung muss zumindest für die DAX-Unternehmen im Untersuchungszeitraum mit Nein beantwortet werden. Ursache hierfür ist zum einen, dass die Empfehlung sowohl rechtstechnisch als auch im Hinblick auf die zugrunde liegende gesetzliche Wertung systemwidrig ist. Zum anderen wurde dargestellt, warum eine interessenpluralistische Regelung geboten ist. Die Fallunterscheidungen zeigen, dass die potenziellen Interessenlagen und die Risikoverteilung zu unterschiedlich sind, um sie mit einer pauschalen Abfindungshöhe angemessen regeln zu können. Mit der vorliegenden Vollerhebung konnte umfassendes Wissen über das Entsprechensverhalten hinsichtlich einer Empfehlung im Untersuchungszeitraum geschaffen werden. Zwar konnten Variablen zur Erklärung des Entsprechens gefunden wurden, aber keine zur Erklärung der Abweichung. Eine weitere Limitation stellt die Beschränkung der Fallstudien auf DAX-Gesellschaften dar. Insgesamt fehlt der deutschen Corporate Governance sowohl eine ideengeschichtliche Fundierung, die über die Übernahme ausländischer Konzepte hinausgeht, als auch eine einheitliche Theorie (Theisen 2014, S. 2063; Welge 2014, S. 9). Aktuell will der Vorsitzende der Regierungskommission, Rolf Nonnenmacher, die Empfehlungen kritisch überprüfen. Dabei sollte die Regierungskommission die vorliegenden Ergebnisse aufnehmen und die Gestaltungsempfehlung umsetzen.

Literaturverzeichnis

Bachmann, Gregor (2018): „4. Vorstand VII. Vergütung 7. Zusagen im Zusammenhang mit dem Ausscheiden b) Abfindungs-Cap (Ziffer 4.2.3 Abs. 4 DCGK)“, in: Kremer, Thomas/ Bachmann, Gregor/Lutter, Marcus/Werder, Axel v./Ringleb (Hrsg.): „Deutscher Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar“, 7. Auflage, München: C. H. Beck, S. 263-269.

Bassen, Alexander/Kleinschmidt, Maik/Prigge, Stefan/Zöllner, Christine (2006): „Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg“, Die Betriebswirtschaft 66 (4), S. 375-401.

Bauer, Jobst-Hubertus/Arnold, Christian (2008): „Sind Abfindungs-Caps in Vorstandsverträgen wirklich zu empfehlen? – Zur Überarbeitung des Deutschen Corporate Governance Kodex“, Betriebs-Berater 63 (3), S. 1692-1697.

Bauer, Jobst-Hubertus/Medem, Andreas von (2014): „Spielregeln und Usancen bei der Beendigung von Vorstandsverträgen“, Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht 31 (5), S. 238-241.

Bayer, Walter/Meier-Wehrsdorfer, Annett (2013): „Abfindungsleistungen an Manager“, Die Aktiengesellschaft 58 (13-14), S. 477-488.

Bebchuk, Lucian/Fried, Jesse (2003): „Executive Compensation as an Agency Problem“, Journal of Economic Perspectives 17 (3), S. 71-92.

Bebchuk, Lucian/Fried, Jesse (2006): „Pay without Performance: Overview of the Issues“, Academy of Management Perspectives 20 (1), S. 5-24.

Bebchuk, Lucian/Fried, Jesse/Walker, David (2002): „Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation“, University of Chicago Law Review 69 (3), S. 751-846.

Berle, Adolf/Means, Gardiner (1932): „The Modern Corporation & Private Property“, Nachdruck 1991, New York: Transaction Publishers.

Dauner-Lieb, Barbara (2019): „AktG § 84: Bestellung und Abberufung des Vorstands,“, in: Henssler, Martin/Strohn, Lutz (Hrsg.): „Gesellschaftsrecht“, 4. Auflage, München: C. H. Beck.

Drobetz, Wolfgang/Schillhofer, Andreas/Zimmermann, Heinz (2004): „Ein Corporate Governance Rating für deutsche Publikumsgesellschaften“, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 74 (1), S. 5-25.

Duden (2017): „Mythos“, Berlin: Bibliographisches Institut, abrufbar im Internet unter http://www.duden.de/rechtschreibung/Mythos, letzter Abruf am 29.04.2019.

Easterbrook, Frank/Fischel, Daniel (1984): „Managers' Discretion and Investors' Welfare: Theories and Evidence“, Delaware Journal of Corporate Law 9 (3), S. 540-571.

Fama, Eugene/Jensen, Michael (1982): „Separation of Ownership and Control“, Journal of Law and Economics 26 (2), S. 301-325.

Goette, Wulf (2013): „AktG § 161 Erklärung zum Corporate Governance Kodex“, in: Goette, Wulf/Habersack, Mathias (Hrsg.): „Münchener Kommentar zum Aktiengesetz: AktG“, Bd. 3: §§ 118-178, 3. Auflage, München: C. H. Beck, S. 1090-1147, darin Randnummern 1-102.

Goncharov, Igor/Werner, Joerg/Zimmermann, Jochen (2006): „Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis“, Corporate Governance: An International Review 14 (5), S. 432-445.

Haar, Brigitte (2013): „Normanerkennung, Normbefolgung und Economic Behavior: Eine Studie zu Verbindlichkeitsstrukturen im Wirtschaftsrecht am Beispiel der Corporate Governance“, Arbeitspapier Nr. 1/2013, Fachbereich Rechtswissenschaft, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt/Main, abrufbar im Internet unter http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/files/28801/13_01_RPS_Haar.pdf, letzter Abruf am 29.04.2019.

Hoffmann-Becking, Michael (2007): „Abfindungsleistungen für ausscheidende Vorstandsmitglieder“, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 28 (45), S. 2101-2110.

Hoffmann-Becking, Michael (2011): „Zehn kritische Thesen zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 32 (25-26), S. 1173-1176.

Hohenstatt, Klaus-Stefan/Willemsen, Heinz-Josef (2008): „Abfindungsobergrenzen in Vorstandsverträgen“, Neue Juristische Wochenschrift 61 (48), S. 3462-3467.

Hommelhoff, Peter/Schwab, Martin (2009): „Regelungsquellen und Regelungsebenen der Corporate Governance: Gesetz, Satzung, Codices, unternehmensinterne Grundsätze“, in: Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus/Weder, Axel v. (Hrsg.): „Handbuch Corporate Governance“, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 71-122.

Hüffer, Uwe/Koch, Jens (2016): „Aktiengesetz Kommentar“, 12. Auflage, München: C. H. Beck.

Ihrig, Hans-Christoph/Wagner, Jens (2002): „Corporate Governance: Kodex-Erklärung und ihre unterjährige Korrektur“, Betriebs-Berater 57 (49), S. 2509-2514.

Jensen, Michael/Meckling, William (1976): „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“, Journal of Financial Economics 3 (4), S. 305-360.

Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2012): „Kodexakzeptanz 2012: Analyse der Entsprechenserklärungen zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, Leipzig, abrufbar im Internet unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2038411, letzte Aktualisierung am 19.05.2013, letzter Abruf am 29.04.2019.

Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2013): „Kodexakzeptanz 2013: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, Leipzig, abrufbar im Internet unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2251309, letzte Aktualisierung am 19.05.2013, letzter Abruf am 29.04.2019.

Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2014): „Kodexakzeptanz 2014: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, Leipzig, abrufbar im Internet unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2425180, letzter Abruf am 29.04.2019.

Kohl, Christian R. G./Rapp, Marc Steffen/Wolff, Michael (2015): „Kodexakzeptanz 2015: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex“, Leipzig, abrufbar im Internet unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2597967, letzter Abruf am 29.04.2019.

Kräkel, Matthias (2015): „Organisation und Management“, 6. Auflage, Tübingen: Mohr Siebeck.

Krieger, Gerd (2012): „Corporate Governance und Corporate Governance Kodex in Deutschland“, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 41 (2-3), S. 202-227.

Kuhner, Christoph (2005): „Interessenskonflikte aus der Sicht der Betriebswirtschaftslehre“, Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik 6 (2), S. 138-154.

Lutter, Marcus (2009): „Das Abfindungs-Cap in Ziffer 4.2.3 Abs. 3 und 4 des Deutschen Corporate Governance-Kodex“, Betriebs-Berater 64 (36), S. 1874-1875.

Martens, Klaus-Peter (2010): „Rechtliche Rahmenbedingungen der Vorstandsvergütung“ in: Kindler, Peter/Koch, Jens/Ulmer, Peter/Winter, Martin (Hrsg.): „Festschrift für Uwe Hüffer zum 70. Geburtstag“, München: C. H. Beck, S. 647-662.

Metro AG (2010): „Geschäftsbericht 2009“, Düsseldorf, abrufbar im Internet unter https://www.metrogroup.de/~/assets/mag/documents/reports/geschaeftsbericht-2009_de.pdf, letzter Abruf am 29.04.2019.

Metro AG (2011): „Geschäftsbericht 2010“, Düsseldorf, abrufbar im Internet unter https://www.metrogroup.de/~/assets/mag/documents/reports/geschaeftsbericht-2010_de.pdf, letzter Abruf am 29.04.2019.

Meyer, John/Rowan, Brian (1977): „Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony“, American Journal of Sociology 83 (2), S. 340-363.

Nowak, Eric/Rott, Roland/Mahr, Till (2005): „Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? Eine empirische Analyse der Selbstregulierung und Kapitalmarktrelevanz des Deutschen Corporate Governance Kodex“, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 34 (2), S. 252-279.

Redenius-Hövermann, Julia (2008): „Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied“, Working Paper Series No. 93, Institute for Law and Finance, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt/Main, abrufbar im Internet unter http://publikationen.ub.uni-frankfurt.de/files/6044/ILF_WP_093.pdf, letzter Abruf am 29.04.2019.

Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2017): „Deutscher Corporate Governance Kodex (in der Fassung vom 7. Februar 2017 mit Beschlüssen aus der Plenarsitzung vom 7. Februar 2017)“, Frankfurt/Main, abrufbar im Internet unter http://www.dcgk.de//files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/170424_Kodex.pdf, letzter Abruf am 29.04.2019.

Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik (2010): „Neue Institutionenökonomik“, 4. Auflage, Tübingen: Mohr Siebeck.

Schottmüller-Einwag, Ute (2018): „Abfindungsobergrenzen für Vorstandsmitglieder: Wirkungen der DCGK-Empfehlung“, Wiesbaden: Springer Gabler.

Shleifer, Andrei/Vishny, Robert (1997): „A Survey of Corporate Governance“, Journal of Finance 52 (2), S. 737-783.

Sturbeck, Werner (2001): „Wer sich nicht an den Kodex hält, den bestraft der Kapitalmarkt“, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19.12.2001, S. 13.

Taylor, Luke (2012): „The End of Exorbitant CEO Exit Packages? Don’t Hold Your Breath“, Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia (PA), abrufbar im Internet unter http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/the-end-of-exorbitant-ceo-exit-packages-dont-hold-your-breath, letzter Abruf am 29.04.2019.

Theisen, Manuel René (2014): „Aufstieg und Fall der Idee vom Deutschen Corporate Governance Kodex“, Der Betrieb 67 (37), S. 2057-2064.

Theisen, Manuel René/Raßhofer, Martin (2007): „Wie gut ist ‚Gute Corporate Governance‘? – Ein aktueller Praxistest“, Der Betrieb 60 (24), S. 1317-1321.

Tirole, Jean (1986): „Hierarchies and Bureaucracies: On the Role of Collusion in Organizations“, Journal of Law, Economics, & Organization 2 (2), S. 181-214.

Welge, Martin/Eulerich, Marc (2014): „Corporate-Governance-Management“, 2. Auflage, Wiesbaden: Springer Gabler.

Werder, Axel v. (2009): „Ökonomische Grundfragen der Corporate Governance“, in: Hommelhoff, Peter/Hopt, Klaus/Weder, Axel v. (Hrsg.): „Handbuch Corporate Governance“, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 3-37.

Werder, Axel v./Bartz, Jenny (2013): „Corporate Governance Report 2013: Abweichungskultur und Unabhängigkeit im Lichte der Akzeptanz und Anwendung des aktuellen DCGK“, Der Betrieb 66 (17), S. 885-895.

Werder, Axel v./Bartz, Jenny (2014): „Corporate Governance Report 2014: Erklärte Akzeptanz des Kodex und tatsächliche Anwendung bei Vorstandsvergütung und Unabhängigkeit des Aufsichtsrats“, Der Betrieb 67 (17), S. 905-914.

Werder, Axel v./Talaulicar, Till (2008): „Kodex Report 2008: Die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance Kodex“, Der Betrieb 61 (16), S. 825-832.

Werder, Axel v./Turkali, Julia (2015): „Corporate Governance Report 2014: Kodexakzeptanz und Kodexanwendung“, Der Betrieb 68 (24), S. 1357-1367.

Zingales, Luigi (1997): „Corporate Governance“, NBER Working Paper Series 6309, Cambridge (MA), abrufbar im Internet unter http://www.nber.org/papers/w6309, letzter Abruf am 29.04.2019.

Zöllner, Christine (2007): „Interne Corporate Governance: Entwicklung einer Typologie“, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.

Diskussionspapiere des Instituts für Organisationsökonomik

Seit Institutsgründung im Oktober 2010 erscheint monatlich ein Diskussionspapier. Im Folgenden werden die letzten zwölf aufgeführt. Eine vollständige Liste mit Downloadmöglichkeit findet sich unter http://www.wiwi.uni-muenster.de/io/de/forschen/diskussionspapiere.

DP-IO 4/2019 Zur Empfehlung von Abfindungsobergrenzen für Vorstandsmitglieder
Ute Schottmüller-Einwag/Alexander Dilger
April 2019

DP-IO 3/2018 Ökonomik und Ethik innerwissenschaftlicher Gutachten
Alexander Dilger
März 2019

DP-IO 2/2019 Begutachtungsverfahren nach Zahl, Gewichtung und Fehlern der Gutachten
Alexander Dilger
Februar 2019

DP-IO 1/2019 100 Diskussionspapiere des Instituts für Organisationsökonomik
Eine deskriptive Übersicht
Alexander Dilger/Michael Hickfang/Milan F. Klus
Januar 2019

DP-IO 12/2018 The Impact of Stock Options on Risk-Taking
Founder-CEOs and Innovation
Michael Hickfang/Ulrike Holder
Dezember 2018

DP-IO 11/2018 Identifying Leadership Skills Required in the Digital Age
Milan Frederik Klus/Julia Müller
November 2018

DP-IO 10/2018 8. Jahresbericht des Instituts für Organisationsökonomik
Alexander Dilger/Milan Frederik Klus
Oktober 2018

DP-IO 9/2018 Konzeption einer direktdemokratischen Plattformpartei
Alexander Dilger
September 2018

DP-IO 8/2018 Erfahrungen aus der Programmkommission für die VHB-Pfingsttagung 2018
Alexander Dilger
August 2018

DP-IO 7/2018 20 Jahre Workshop Hochschulmanagement
Ein deskriptiver Überblick
Alexander Dilger/Joachim Prinz/Daniel Weimar
Juli 2018

DP-IO 6/2018 Strategic Alliances between Banks and Fintechs for Digital Innovation
Motives to Collaborate and Types of Interaction
Milan F. Klus/Todor S. Lohwasser/Friedrich Holotiuk/Jürgen Moormann
Juni 2018

DP-IO 5/2018 Sieben Szenarien zum Euroausstieg
Alexander Dilger
Mai 2018

Herausgeber:
Prof. Dr. Alexander Dilger
Westfälische Wilhelms-Universität Münster
Institut für Organisationsökonomik
Scharnhorststr. 100
D-48151 Münster

Tel: +49-251/83-24303
Fax: +49-251/83-28429

www.wiwi.uni-muenster.de/io