

Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigung des Wechsels von Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat bei deutschen Unternehmen

Jens Grigoleit

Online publiziert: 22. Juli 2010
© Springer-Verlag 2010

Zusammenfassung In dem Beitrag werden die Kapitalmarktreaktionen auf die Ankündigung eines Wechsels des Vorstandsvorsitzenden eines Unternehmens in dessen Aufsichtsrat untersucht. Dazu wird ein Sample von insgesamt 174 Führungswechseln (davon 65 verbunden mit der Ankündigung eines Wechsels des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat) mittels der Ereignisstudienmethodik untersucht. Im Ergebnis kann weder eine eindeutig negative noch eine eindeutig positive Reaktion auf die Ankündigung eines Wechsels vom Vorstand in den Aufsichtsrat nachgewiesen werden.

Schlüsselwörter Corporate Governance · Aufsichtsratsbesetzung · Führungswechsel

1 Einleitung

Mit dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) am 5. August 2009 wurde auch ein faktisches Verbot für die Berufung ehemaliger Vorstandsvorsitzender (VV) des Unternehmens in den Aufsichtsrat eingeführt (neu im §100 Abs. 2, Punkt 4 AktG). Die bis dahin durchaus verbreitete Praxis derartiger Berufungen war bereits zuvor seit langem Gegenstand intensiver Kritik (vgl. Beck 2003; Fraktion DIE LINKE 2007; Kißler 2006; Lange 2004; Lüthje 2005; Neukirch 2006; Wiskow 2007; Zeiss 2009).

Begründet wurde die Forderung nach einem Verbot vor allem mit Verweisen auf die sogenannte Agency-Theorie, das seit langen dominierende Paradigma der

J. Grigoleit (✉)

Lehrstuhl für Unternehmensführung und Personalwesen, Technische Universität Bergakademie Freiberg, Lessingstraße 45, 09599 Freiberg, Deutschland
e-mail: jens.grigoleit@bwl.tu-freiberg.de

Corporate Governance (vgl. Daily et al. 2003). Demnach würden ehemalige Manager auch nach ihrem Ausscheiden aus dem Vorstand primär ihre persönlichen Interessen in den Vordergrund stellen und nicht die der Aktionäre oder des Unternehmens. Der Missbrauch der ihnen innerhalb des Unternehmens verliehenen Einflussposition hätte entsprechend negative ökonomische Auswirkungen zur Folge.

Auffällig ist, dass bislang kaum empirische Befunde darüber vorliegen, wie sich die Vergabe von Aufsichtsratsposten an ehemalige Top-Manager des Unternehmens tatsächlich auf den Erfolg bzw. die Bewertung von Unternehmen auswirkt (vgl. Bresser u. Valle Thiele 2008; Cromme 2004). Auch der Vorsitzende der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, Klaus-Peter Müller, verweist auf die Tatsache, dass selbst Befürworter des Verbots in der Regel keine realen Fallbeispiele für ein konkret unternehmensschädigendes Verhalten ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat aufführen können (Müller 2009). Ebenso fehlt ein Nachweis dafür, dass eine Mehrheit der Aktionäre und Kapitalmarktakteure überhaupt ein Verbot von Wechseln vom Vorstand in den Aufsichtsrat will.

Mit der vorliegenden Studie soll ein erster Beitrag zur Schließung der bestehenden Forschungslücke hinsichtlich der Fragestellung nach den ökonomischen Auswirkungen der Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat geklärt werden. Konkret widmet sich die Studie der Forschungsfrage: *Wird der Wechsel ehemaliger Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat von den Investoren am Kapitalmarkt positiv oder negativ bewertet?*

Zur Beantwortung dieser Frage wird anhand von insgesamt 174 Führungswechseln in den wichtigsten börsennotierten deutschen Unternehmen eine Ereignisstudie durchgeführt, die die Aktienkursschwankungen, die mit der Ankündigung von Führungswechseln verbunden sind, genauer untersucht. Dabei wird ein Vergleich von Führungswechseln mit anschließendem Ausscheiden der ehemaligen Führungskraft aus dem Unternehmen (VV→EXIT) mit solchen, bei denen die ehemalige Führungskraft zum Aufsichtsratsmitglied (VV→AM) bzw. sogar zum Aufsichtsratsvorsitzenden (VV→AV) berufen wird, vorgenommen.

2 Der Wechsel ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat als Beeinträchtigung einer guten Corporate Governance

Dass Vorstandsmitglieder und insb. Vorstandsvorsitzende deutscher Kapitalgesellschaften nach dem Ausscheiden aus ihrem Amt in das Aufsichtsgremium des Unternehmens berufen werden, war bis zum Verbot im Jahr 2009 eine weit verbreitete und nicht seltene Praxis (vgl. Rang 2004; Bresser u. Valle Thiele 2008). Ob sich derartige Berufungen positiv oder negativ auf den Unternehmenserfolg auswirken, ist dabei jedoch bereits seit längerer Zeit umstritten. Sowohl Befürworter als auch Gegner eines Wechsels ausscheidender Führungskräfte in den Aufsichtsrat verweisen auf nachvollziehbare Argumente, um ihre jeweiligen Positionen zu untermauern (vgl. Bresser u. Valle Thiele 2008).

2.1 Theoriegeleitete Aussagen

Gegner einer Berufung ehemaliger Vorstandsvorsitzender bzw. Vorstandssprecher¹ in den Aufsichtsrat berufen sich häufig auf die Argumentation der neoinstitutionenökonomischen Agency-Theorie. Demnach würden Manager und im weiteren Sinn auch ehemalige Manager primär im Sinne ihrer persönlichen Nutzenmaximierung handeln und dies ggf. auch zulasten des Unternehmens. Durch die Absicherung persönlichen Einflusses und privater Vergünstigungen entstünden dem Unternehmen erhebliche Kosten (Fama 1980; Jensen u. Meckling 1976; Kuck 2006; Lange 2004). Ebenso wären ehemalige Mitglieder des Unternehmensvorstandes aufgrund weiter bestehender persönlicher Bindungen, beispielsweise zu aktuellen Vorstandsmitgliedern, in ihrem Entscheidungs- und Urteilsvermögen systematisch beeinträchtigt (Albach 2003; Lange 2004). Die von der Agency-Theorie geforderte unabhängige Entscheidungskontrolle im Sinne der Aktionäre wäre somit unterlaufen (vgl. Clemm 1996; Fama u. Jensen 1983; Jensen 1993; Kesner u. Dalton 1986). Weitere Probleme werden darin gesehen, dass ein ehemaliges Vorstandsmitglied in der Regel nicht daran interessiert sei, frühere Managementfehler, die es selbst mitzuverantworten hat, aufzudecken und zu korrigieren (vgl. Wiskow 2007; Lange 2004). Aus diesem Grund können notwendige Veränderungen oder eine ökonomisch sinnvolle strategische Neuausrichtung des Unternehmens behindert werden (Clemm 1996; Seibert 2009).

Befürworter der Praxis, ehemalige Führungskräfte in den Aufsichtsrat zu berufen argumentieren dagegen meistens mit der Resource-Dependence-Theorie (vgl. Pfeffer 1972; Pfeffer u. Salancik 1978) oder der Stewardship-Theorie (Davis et al. 1997; Muth u. Donaldson 1998). Erstere verweist auf die Tatsache, dass ehemalige Top-Manager über wichtiges unternehmens- und branchenbezogenes Wissen sowie über wichtige persönliche Verbindungen zu Kunden, Lieferanten, gesellschaftlichen Entscheidungsträgern und anderen wichtigen Stakeholdern verfügen, welche mit ihrem Ausscheiden dem Unternehmen verloren gingen (vgl. Friel u. Duboff 2009). Durch eine Einbindung in den Aufsichtsrat bleibt der Zugang zu diesem Wissen und zu den Verbindungen der ehemaligen Führungskraft weiterhin gesichert (vgl. Bernhardt 1994; Gerpott 1993).

Die Stewardship-Theorie dagegen hinterfragt primär die Opportunismusannahme der Agency-Theorie. Demnach lassen sich in der Praxis viele Fälle belegen, in denen Unternehmensvorstände sich aus eigenem Antrieb heraus für ihre Unternehmen einsetzen und sich im positiven Sinne mit ihrer Tätigkeit und den Interessen der Aktionäre identifizieren (vgl. Davis et al. 1997; Donaldson u. Davis 1991; Muth u. Donaldson 1998; Velte 2010). Aufgrund ihrer besonders ausgeprägten Motivation und ihrer spezifischen Kenntnisse des Unternehmens wären ehemalige Manager im besonderen Maße geeignet, die Aufgabe der Überwachung der Unternehmensführung zu übernehmen (vgl. Bresser u. Valle Thiele 2008; Nicholson u. Kiel 2007). Gerade die Funktion der Beratung des Vorstandes bei unternehmensstrategischen Fragestellungen (ex-ante-Überwachung, vgl. v. Werder 2004, S. 168) erfordert seitens des Aufsichtsrates Kompetenzen, die vor allem von ehemaligen Führungskräften des Unternehmens mit eingebracht werden könnten (vgl. Kuck 2006;

¹Die Begriffe Vorstandsvorsitzender und Vorstandssprecher werden in dieser Arbeit synonym verwendet.

Säcker 2004, v. Werder u. Wieczorek 2007). Weiterbestehende enge fachliche und persönliche Beziehungen zwischen ehemaligen Vorstandsmitgliedern im Aufsichtsrat und Mitgliedern des aktuellen Managements begünstigen tendenziell eine auf persönlichem Vertrauen beruhende Zusammenarbeit und einen offenen Informationsaustausch zwischen den Organen der Gesellschaft (vgl. Adams u. Ferreira 2007). Dies könnte zu einer Verbesserung der Überwachung der Unternehmensführung und zum konstruktiven Zusammenwirken der Gremien beitragen (Lange 2004; Bhide 1994; Donaldson u. Davis 1991).

Trotz dieser positiven Argumente überwiegen in der öffentlichen Diskussion die geäußerten Bedenken gegen Wechsel von Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat. Ehemalige Manager gelten nicht als unabhängig und werden deshalb auch von Finanzanalysten oft als eine grundsätzliche Gefahr für eine aktionärsorientierte Unternehmensaufsicht betrachtet, was sich in vergleichsweise schlechteren Ratings niederschlägt (vgl. Schwalbach 2004).

Mit der Einführung des VorstAG zum 5. August 2009 wurde die Berufung ausscheidender Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat trotz der beschriebenen wenig eindeutigen Argumentations- und Faktenlage grundsätzlich untersagt. Erst nach einer sogenannten Cooling-off-Periode von zwei Jahren oder auf ausdrücklichen Antrag der Eigentümer mit zusammen wenigstens 25 % der Stimmrechte an der Gesellschaft ist eine Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder durch die Hauptversammlung möglich. Bereits vor dieser gesetzlichen Regelung bestimmte der Deutsche Corporate Governance Kodex, dass ein Wechsel von Vorstandsmitgliedern in den Aufsichtsrat nicht der Regelfall sein sollte (Regierungskommission Corporate Governance 2007, Punkt 5.4.4.). Darüber hinaus sollte die maximale Anzahl ehemaliger Vorstandsmitglieder im Aufsichtsrat auf zwei begrenzt bleiben (Regierungskommission Corporate Governance 2007, Punkt 5.4.2.). Aufgrund des Empfehlungscharakters des Kodex war es jedoch grundsätzlich allen Unternehmen freigestellt, selbst zu entscheiden, ob die Berufung ehemaliger Vorstandsmitglieder in den Aufsichtsrat im Einzelfall sinnvoll sei oder nicht.

2.2 Empirische Evidenz

Die Auswirkungen eines Wechsels ehemaliger Spitzenführungskräfte von Unternehmen in den Aufsichtsrat wurden bisher empirisch kaum untersucht. Eine von Bresser u. Valle Thiele (2008) vorgelegte Studie liefert erste Befunde dafür, dass sich die Besetzung des Aufsichtsrates mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern nicht negativ auf dessen Kontroll- und Sanktionsfunktion auswirkt. Die Autoren weisen nach, dass Aufsichtsräte, die von ehemaligen Vorstandsvorsitzenden geleitet werden, tendenziell häufiger das Mittel der Entlassung von erfolglosen Vorständen nutzen und somit möglicherweise eine effektivere Kontrolle über den Vorstand durchsetzen, als agency-theoretisch zu vermuten wäre. Bresser u. Valle Thiele (2008) analysieren jedoch nicht den direkten Effekt der Berufung ehemaliger Führungskräfte in den Aufsichtsrat, das heißt, ob Unternehmen, die dieser Praxis folgen, mehr oder weniger erfolgreich sind, als Unternehmen, die darauf – aus welchen Gründen auch immer – verzichten. Ebenso wenig gab es bisher Untersuchungen zur Beurteilung von Wechseln vom Vorstand in den Aufsichtsrat durch die Aktionäre oder andere Investoren.

Das Defizit an empirischer Forschung zu ehemaligen Top-Managern, die in das Aufsichtsgremium ihres Unternehmens wechseln, lässt sich auch bezogen auf andere Länder und Corporate Governance-Systeme feststellen. Aufgrund der relativen Einzigartigkeit des in Deutschland² vorgeschriebenen dualen Leitungssystems mit getrennten Gremien für Management (Vorstand) und Unternehmensaufsicht (Aufsichtsrat), lassen sich dabei ohnehin nur bedingt Vergleiche mit internationalen Corporate Governance-Untersuchungen vornehmen. Dass ehemalige Manager (Executive Directors) einen Sitz im Geschäftsführungsgremium (Board of Directors) innehaben, ist zwar auch im international üblichen Board-System nichts Ungewöhnliches, doch auch diese Tatsache wird bislang kaum in der empirischen Corporate Governance-Forschung thematisiert. Eine Studie, die den Verbleib des ausscheidenden Chief Executive Officers (CEO) im Board zumindest als Kontrollvariable einbezieht, ist die von Friedman u. Singh (1989). Hier konnte kein signifikanter Effekt auf die Kapitalmarktreaktionen im Zusammenhang mit Führungswechseln festgestellt werden.

Eine vergleichbare Diskussion wird allerdings um die Mitgliedschaft von aktuell für das Unternehmen arbeitenden Managern im Board of Directors geführt. Dabei steht insbesondere die verbreitete Praxis, dass das Board vom Vorsitzenden der Geschäftsführung (CEO) geleitet wird (sogenannte CEO Duality), in der Kritik (Muth u. Donaldson 1998; Rechner u. Dalton 1989). Hier werden ähnliche Argumente geltend gemacht wie in der in Deutschland geführten Debatte um ehemalige Manager in den Aufsichtsräten. Im Unterschied liegen zur Problematik der CEO Duality allerdings zahlreiche empirische Studien vor (vgl. Kang u. Zardkoohi 2005). Trotz umfangreicher Bemühungen über mehr als drei Jahrzehnte konnte jedoch kein eindeutig positiver oder negativer Einfluss der CEO Duality auf den Unternehmenserfolg festgestellt werden (vgl. Dalton et al. 1998; Schmid u. Zimmermann 2008).

Diese wenig eindeutigen Ergebnisse könnten darauf hindeuten, dass der Einfluss von aktiven bzw. ehemaligen Managern auf das Board bzw. den Aufsichtsrat ambivalent ist (vgl. Boyd 1995; Kang u. Zardkoohi 2005). Je nach Situation des Einzelalles können dabei entweder die positiven oder die negativen Effekte überwiegen. Eine verallgemeinernde Bewertung der Zugehörigkeit ehemaliger Spitzenführungskräfte zum Aufsichtsrat eines Unternehmens erscheint vor diesem Hintergrund wenig sinnvoll. Folglich ergibt sich als Ausgangspunkt für die folgende Untersuchung die Hypothese:

H1: Der Wechsel ehemaliger Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat hat im Mittel keine signifikanten Auswirkungen auf die Bewertung des Unternehmens durch Investoren.

Da es darüber hinaus von wesentlicher Bedeutung sein könnte, ob der ausscheidende Vorstandsvorsitzende im Aufsichtsrat den Vorsitz übernehmen soll oder lediglich ein einfaches Mitgliedsmandat, erscheint es wichtig, auch diesen Umstand mit zu berücksichtigen. Immerhin kommt dem Aufsichtsratsvorsitzenden innerhalb des

²Neben Deutschland haben z.B. von den entwickelten Industrienationen nur die Niederlande und Österreich ein vergleichbares duales Boardsystem und auch in anderen Belangen unterscheidet sich das deutsche System wesentlich von den international verbreiteten Corporate Governance-Systemen (z.B. Schmidt 2001).

Unternehmens eine besondere Rolle und ein zu erwartender größerer Einfluss zu. So ließe sich vermuten:

H2: *Die Kapitalmarktreaktion auf die Berufung eines ehemaligen Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat fällt betragsmäßig im Fall einer Ernennung zum Aufsichtsratsvorsitzenden größer aus als im Fall der Berufung als einfaches Mitglied.*

3 Methodik der Untersuchung

Die Bewertung von Corporate Governance-Maßnahmen durch die Aktionäre lässt sich anhand der Entwicklung der Aktienpreise beurteilen. Wird eine Maßnahme, eine Entscheidung oder ein bestimmtes Ereignis von den Investoren positiv bewertet, d.h., es wird ein positiver Einfluss auf die Rentabilität und die Entwicklung des Unternehmens vermutet, spiegelt sich dies in einem Preisanstieg wider. Analog sinkt der Preis infolge von Ereignissen, von denen man negative Auswirkungen auf den Unternehmenserfolg erwartet. Der Preisanstieg (bzw. die Preissenkung) bildet dabei die erwartete Entwicklung des Ertragspotenzials der Aktie ab (vgl. Fama et al. 1969; Goerke 2009). Die Beobachtung der Aktienpreisentwicklung kann daher als Grundlage einer Ereignisstudie (Event Study Analysis) dienen.

Diesen Überlegungen liegt die Annahme eines effizienten oder wenigstens bedingt effizienten Kapitalmarktes zugrunde, d.h., es wird davon ausgegangen, dass die Aktionäre Kenntnis von dem Ereignis erlangen und sofort mit einer Neubewertung auf die veränderte Situation reagieren (Ball u. Brown 1968; Fama et al. 1969). Durch den Abgleich von Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt ergibt sich eine Anpassung des Aktienkurses, so dass dieser dem neuen Ertragspotenzial entspricht.

3.1 Berechnung der abnormalen Renditen

Bei der Ereignisstudienmethodik wird die durch ein bestimmtes Ereignis ausgelöste abnormale Rendite der Aktien des Unternehmens i am Ereignistag t (AR_{it}) bestimmt, indem von der beobachteten Rendite (R_{it}) die aus einem prognostizierten normalen Kursverlauf resultierende zu erwartende Rendite $E(R_{it})$ subtrahiert wird³:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Um zu berücksichtigen, dass die Preisadjustierung infolge des Bekanntwerdens einer neuen Information sich in der Realität regelmäßig nicht sofort sondern über einen gewissen Zeitraum vollzieht, wird meistens nicht die Preisentwicklung nur eines Tages sondern die Entwicklung der abnormalen Renditen über einen gewissen Zeitraum, der das Ereignis einschließt, beobachtet. Der Gesamteffekt des Ereignisses ergibt sich

³Die im Folgenden geschilderte Methodik zur Ermittlung von abnormalen Renditen orientiert sich grundsätzlich an der Beschreibung nach Brown u. Warner (1980, 1985) sowie an den Beispielen von Beatty u. Zajac (1987), Gerpott u. Jakopin (2006) und Homburg et al. (2009).

dann aus der Summe der abnormalen Renditen über diesen Zeitraum, der kumulierten abnormalen Rendite (KAR_i).

Ein kürzerer betrachteter Ereigniszeitraum bietet dabei den Vorteil, dass Einflüsse durch weitere Ereignisse eher ausgeschlossen werden können und die ermittelte abnormale Rendite tatsächlich dem zu beobachtenden Ereignis zugeordnet werden kann. Ein längerer Betrachtungszeitraum gewährleistet dagegen eher, dass man den gesamten Effekt erfasst, da auch verzögerte Reaktionen berücksichtigt werden (vgl. Gerpott u. Jakopin 2006; Goerke 2009). Aufgrund der höheren Validität sollten allgemein kürzere Betrachtungszeiträume gewählt werden. Um beide Varianten zu testen, wird in der vorliegenden Studie sowohl ein kurzer, drei Tage umfassender, als auch ein längerer 41 Tage umfassender Zeitraum um das Ereignis betrachtet. Um zu berücksichtigen, dass einzelne Kapitalmarktteilnehmer bereits vor der offiziellen Bekanntgabe Kenntnis von dem Führungswechsel haben, beginnt der betrachtete Ereigniszeitraum bereits vor der Ankündigung des Wechsels. Als Ereignistag ($t = 0$) wurde der Tag der Ankündigung bzw. falls an diesem Tag die Börse für den Handel geschlossen war, der nächste auf die Ankündigung folgende Börsenhandelstag bestimmt. Der kürzere Betrachtungszeitraum umfasst die Tage $t = -1$ bis $t = +1$ (KAR3), der längere die Tage $t = -10$ bis $t = +30$ (KAR41).

Für Aussagen über die Stichprobe von n Unternehmen werden die Durchschnitte der täglichen abnormalen Renditen (DAR_t) sowie die durchschnittliche KAR für den betrachteten Zeitraum ermittelt:

$$DAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

$$DKAR = \sum_{t=a}^e DAR_t$$

(mit $a =$ erster Tag und $e =$ letzter Tag des Ereigniszeitraums)

Die zur Ermittlung der abnormalen Rendite vorgenommene Schätzung der zu erwartenden Rendite [$E(AR_{it})$] sollte unter Verwendung eines risiko- und marktadjustierten Kapitalmarktmodells (vgl. Brown u. Warner 1980; Gerpott u. Jakopin 2006; Homburg et al. 2009) erfolgen. Dieses nimmt eine lineare Abhängigkeit der Rendite einer Aktie von der Rendite des Gesamtmarktportfolios (R_{Mt}) an:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + e_{it}$$

Die Koeffizienten α_i (marktunabhängige Basisrendite der Aktie i) und β_i (durch Marktentwicklung bestimmtes systematisches Risiko der Aktie i) können für jedes Unternehmen durch eine lineare Regression geschätzt werden, e_{it} ist eine marktunabhängige Zufallsstörgröße, deren Erwartungswert mit Null angenommen wird. Als Marktportfolio wurde der Index CDAX (Composite Deutscher Aktienindex) ausgewählt, der repräsentativ für den gesamten Aktienhandel der Deutschen Börse ist (Deutsche Börse AG 2009). Die Parameterschätzung von α_i und β_i sollte jeweils anhand der täglichen Renditen der einzelnen Aktien (R_{it}) und des CDAX (R_{Mt}) über den Zeitraum $t = -230$ bis $t = -31$ mit der Methode der kleinsten Quadrate (OLS)

vorgenommen werden (vgl. Brown u. Warner 1985). Die Renditen werden dabei nach folgenden Gleichungen ermittelt:

$$R_{it} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} \quad (P_{i,t} = \text{Kurs der Aktie } i \text{ am Tag } t)$$

$$R_{Mt} = \frac{P_{M,t}}{P_{M,t-1}} \quad (P_{M,t} = \text{Kurs des CDAX am Tag } t)$$

Eine wesentliche Voraussetzung für die Anwendbarkeit des beschriebenen Verfahrens zur Ermittlung von abnormalen Renditen ist die Stationarität der für das Marktmodell geschätzten Parameter. Um diese zu prüfen wurde neben den Schätzwerten auf der Basis des Zeitraums $t = 230$ bis $t = -31$ komplementär auch die Werte für den Zeitraum $t = 1$ bis $t = 100$ ermittelt und ein Vergleich durchgeführt. Die festgestellten Unterschiede begründen erhebliche Zweifel an der Stationarität der Parameter und damit an der Adäquanz des Marktmodells. Für die Untersuchung wird deshalb auf ein einfacheres Verfahren zurückgegriffen, das die abnormalen Renditen als Differenz der unternehmensbezogenen Kursrendite und der Rendite des Marktportfolios ermittelt⁴:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{Mt}$$

Ergänzend wurden alle Analysen auch mit den mit Hilfe des Marktmodells ermittelten Werten durchgeführt. Auf die sich ergebenden Differenzen wird in der Ergebnisdarstellung und Auswertung hingewiesen.

Bei der Untersuchung der abnormalen Renditen im Zusammenhang mit der Anündigung eines Wechsels des Vorstandsvorsitzenden bzw. Vorstandssprechers in den Aufsichtsrat ist zu berücksichtigen, dass mit diesem Wechsel immer auch ein Führungswechsel im Unternehmen verbunden ist, der seinerseits ebenfalls abnormale Renditen hervorrufen kann (vgl. Friedman u. Singh 1989; Hungenberg u. Wulf 2006; Salomo 2001). Auf die isolierte Wirkung des Wechsels der ehemaligen Führungskraft in den Aufsichtsrat bzw. an die Spitze des Aufsichtsrates kann man folglich nur über einen Vergleich mit Führungswechseln ohne Berufung des ausscheidenden Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat schließen.

Die Signifikanz der Ergebnisse wird sowohl mit parametrischen als auch nicht-parametrischen Testverfahren überprüft. Neben Varianzanalysen werden deshalb auch der Kruskal-Wallis- und der Chi-Quadrat-Test verwendet.

Ausgehend von den oben formulierten Hypothesen wäre zu erwarten, dass die abnormalen Renditen im Fall eines Wechsels in den Aufsichtsrat sich nicht signifikant von denen bei anderen Führungswechseln unterscheiden. Ob dies der Fall ist, soll mit Hilfe verschiedener statistischer Methoden sowohl in Bezug auf die durchschnittlichen abnormalen Renditen als auch in Bezug auf die kumulierten abnormalen Renditen überprüft werden.

⁴Dieses Verfahren entspricht den „Market Adjusted Returns“ nach Brown u. Warner (1980). Wie Brown u. Warner (1985) nachweisen, unterscheiden sich die mithilfe dieses Modells ermittelten Ergebnisse nicht wesentlich von solchen, die auf dem Marktmodell beruhen.

3.2 Erfassung der Führungswechsel und der Kontrollvariablen

Zu beachten ist bei der Untersuchung, dass die abnormalen Renditen im Zusammenhang mit dem Zeitpunkt des Bekanntwerdens des Wechsels, also mit der ersten Mitteilung über das Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden, gemessen wird und nicht zum Zeitpunkt des tatsächlichen Führungswechsels, da die veränderte Situation dann schon antizipiert und in den Aktienkursen abgebildet ist. Entsprechend zählt auch hinsichtlich des Wechsels des Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat vor allem, ob dieser in der Nachricht des Führungswechsels mit angekündigt wurde.

Die Erfassung der Führungswechsel erfolgt auf Basis einer Analyse der Geschäftsberichte der betrachteten Unternehmen. Zur Feststellung des Datums der Ankündigung sowie der Art des Wechsels und eventueller Ankündigungen eines Wechsels der ausscheidenden Führungskraft in den Aufsichtsrat wurde eine Inhaltsanalyse der entsprechenden Ad-hoc-Mitteilungen der Unternehmen sowie der Meldungen in der Wirtschaftspresse vorgenommen. Bei der Einordnung der Führungswechsel in die entsprechenden Kategorien wurde der Indikatorenkatalog nach Schrader u. Lüthje (1995) sowie Hungenberg u. Wulf (2006) verwendet. Da eine eindeutige Zuordnung der Wechsel zu den einzelnen Kategorien aus einzelnen Meldungen heraus oft nicht zweifelsfrei möglich war, wurden zu jedem Wechsel stets mehrere Meldungen gesucht und analysiert. So konnten ggf. beschönigende Darstellungen in den von den Unternehmen selbst herausgegebenen Ad-hoc-Mitteilungen anhand von entsprechenden Presseberichten kritisch überprüft und eine realitätsnähere Einordnung ermöglicht werden. Darüber hinaus wurde die Zuordnung jeweils parallel durch zwei unabhängige Gutachter vorgenommen, um die Objektivität zu erhöhen. Bei einer Nichtübereinstimmung der Einschätzung beider Gutachter wurde der entsprechende Wechsel aus der Stichprobe isoliert. Auf diese Weise konnten alle relevanten Führungswechsel erfasst und entsprechend ihrer Ankündigung eindeutig charakterisiert werden.

Um die Validität der Untersuchung sicherzustellen, müssen weitere Faktoren berücksichtigt werden, die einen Einfluss auf die Bewertung von Führungswechseln haben könnten. So ist z.B. zwischen freiwilligen, unabwendbaren und erzwungenen Wechseln zu unterscheiden (Friedman u. Singh 1989; Hungenberg u. Wulf 2006). Als freiwillige Wechsel werden im Rahmen dieser Studie solche bezeichnet, bei denen ein Vorstandsvorsitzender sich trotz bestehender Möglichkeit der Weiterbeschäftigung zum Rücktritt entscheidet, z.B. weil er selbst mit seiner Tätigkeit unzufrieden ist, er eine für ihn attraktivere Beschäftigungsmöglichkeit findet oder weil es seine Lebensplanung so vorsieht. Ein unabwendbarer Wechsel liegt dann vor, wenn das Ausscheiden der Führungskraft auf Krankheit, Tod oder das Erreichen einer festgelegten Altersgrenze zurückzuführen ist. Von erzwungenen Wechseln spricht man, wenn einem Vorstandsvorsitzenden seitens des Aufsichtsrates das Amt entzogen wird, z.B. infolge anhaltender Erfolglosigkeit oder persönlicher Verfehlungen. Frühere Studien haben festgestellt, dass die verschiedenen Arten des Führungswechsels von den Investoren unterschiedlich bewertet werden (vgl. Hungenberg u. Wulf 2006). Dabei heben sich insbesondere erzwungene Wechsel von den anderen beiden Wechselarten ab. Zudem sind erzwungene Wechsel sehr oft die Folge einer schlechten Unternehmensleistung, die sich auch auf die Bewertung des Unternehmens nach

dem Wechsel auswirken könnte. Da erzwungene Führungswechsel im Normalfall das Ausscheiden des Vorstandsvorsitzenden aus dem Unternehmen und nicht dessen Berufung in den Aufsichtsrat zur Folge haben, bestünde die Gefahr, dass die genannten Effekte das Ergebnis der Untersuchung verzerren. Aus diesem Grund berücksichtigt die vorliegende Studie lediglich freiwillige und notwendige Wechsel.

Eine weitere Unterscheidung betrifft den Umstand, ob ein Führungswechsel geplant oder ungeplant erfolgt. Während in den meisten Fällen abzusehen ist, dass ein Wechsel zu gegebener Zeit erfolgt und nur der genaue Zeitpunkt und die Modalitäten unsicher sind, kommt es auch zu relativ plötzlichen, nicht geplanten Führungswechseln z.B. im Zusammenhang mit Unternehmenskrisen oder auftauchenden Konflikten innerhalb der Unternehmensleitung (vgl. Friedman u. Singh 1989). Auch hier könnte die jeweilige Art des Wechsels zu einer unterschiedlichen Bewertung führen, weshalb eine Kontrollvariable eingeführt wird, die aussagt, ob ein Wechsel geplant (Variablenwert = 1) oder ungeplant (Variablenwert = 0) erfolgt.

Mögliche Auswirkungen auf die Bewertung eines Wechsels kann auch die Person des neuen Vorstandsvorsitzenden haben (vgl. Beatty u. Zajac 1987; Friedman u. Singh 1989). Zu unterscheiden ist dabei insbesondere, ob es sich bei diesem um eine bereits in dem Unternehmen bzw. Konzernverbund beschäftigte Person handelt (interner Kandidat) oder um eine Person, die aus einem anderen Unternehmen heraus in die Funktion wechselt (externer Kandidat). So wird vermutet, dass interne Kandidaten eher die Kontinuität der Unternehmensführung gewährleisten, während externe Kandidaten tendenziell eher für einen grundlegenden Wandel sprechen (Friedman u. Singh 1989). Auch die sozialen Einflussmöglichkeiten des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden dürften im Fall der Ernennung eines internen Nachfolgers anders geartet sein, da hier regelmäßig eine wesentlich engere Beziehung gegeben sein dürfte als zu externen Kandidaten.

Im Rahmen von Ereignisstudien ist es wichtig, dass die Kapitalmarktreaktion tatsächlich auf das zu untersuchende Ereignis zurückgeführt werden kann. Es sollte entsprechend keine weiteren Anomalien und Ereignisse geben, die einen wesentlichen Einfluss auf den Kursverlauf haben (vgl. Gerpott 2009; Goerke 2009; McWilliams u. Siegel 1997). Im Rahmen der Untersuchung muss deshalb geprüft werden, ob im Umfeld der Ankündigung des Führungswechsels weitere wichtige Informationen (z.B. Quartalsergebnisse, Erfolgskennzahlen, Strategieänderungen, Unternehmenszusammenschlüsse oder -übernahmen, Rechtsverfahren gegen das Unternehmen) bekannt gemacht wurden, die das Ergebnis beeinflussen könnten. Werden entsprechende Effekte festgestellt, kann der entsprechende Führungswechsel nicht innerhalb der Studie berücksichtigt werden.

Auch Charakteristika des Unternehmens können einen Einfluss auf die Aktienkursentwicklung im Umfeld von Führungswechseln begründen. Mögliche Effekte könnten auf Unterschiede in Bezug auf die Unternehmensgröße, die Eigentümerstruktur und den Unternehmenserfolg zurückgehen. So ist oft zu beobachten, dass die Aktien größerer Unternehmen volatiliter sind und geringere risiko-adjustierte Rentabilitäten aufweisen als die kleineren (vgl. Bromiley et al. 1988). Als Maß für die Unternehmensgröße kann die Marktkapitalisierung herangezogen werden, die das börsengetandelte Kapitalvolumen widerspiegelt.

Die Eigentümerstruktur hat einen wesentlichen Einfluss auf die Ausprägung der Corporate Governance. So haben private Investoren, die wesentliche Anteilsantei-

le an einem Unternehmen halten, bessere Möglichkeiten eine wirksame Kontrolle der Unternehmensführung durchzusetzen als Kleinaktionäre, insbesondere, wenn sie persönlich im Vorstand oder Aufsichtsrat mitwirken. Die Existenz derartiger dominierender Eigentümer wurde anhand der Kriterien gemessen, die für eine Listung im Börsenindex GEX (German Entrepreneurial Index, vgl. Deutsche Börse AG 2005) maßgeblich sind, wobei auch Unternehmen berücksichtigt werden sollen, deren Börsengang bereits mehr als zehn Jahre zurückliegt. Als eigentümergeleitet gelten entsprechend Unternehmen, bei denen einzelne Privatpersonen bzw. Familien mehr als 25 % der Stimmrechtsanteile haben und zudem Sitze im Vorstand oder im Aufsichtsrat besetzen (vgl. Deutsche Börse AG 2005). Die erforderlichen Informationen zu wesentlichen Stimmrechtsanteilen wurden dabei den Jahresabschlussberichten der Unternehmen entnommen.

Wesentlich für die Bewertung eines Unternehmens ist zudem die Erwartungshaltung bezüglich des Unternehmenserfolgs. Diese wird durch die Erfolgsentwicklung in der Vergangenheit mit beeinflusst. Befand sich das Unternehmen vor dem Führungswechsel in einer wirtschaftlichen Krise, kann nicht unbedingt davon ausgegangen werden, dass der Austausch des Vorstandsvorsitzenden unmittelbar eine Lösung der Probleme zur Folge hat. Andererseits könnte der Abgang von besonders erfolgreichen Führungskräften zu einer Verunsicherung der Aktionäre und zur Abwertung des Unternehmens führen (vgl. Friedman u. Singh 1989). Als Maß für die Unternehmensperformance vor dem Führungswechsel wird der gewichtete Mittelwert der Eigenkapitalrenditen (ROE) in den beiden Jahren vor dem Wechsel herangezogen, wobei der Wert des Vorjahres des Wechsels doppelt und der des Vorvorjahres einfach gewichtet wird, um die größere Relevanz des weniger lang zurückliegenden Erfolgsmesswertes abzubilden.

Um den Einfluss der beschriebenen Effekte auf die abnormalen Renditen zu schätzen, wird nach der allgemeinen Untersuchung der abnormalen Renditen eine multiple Regressionsanalyse durchgeführt.

3.3 Beschreibung der Datenbasis

Betrachtet wurden die Ankündigungen aller Führungswechsel, d.h. Wechsel des Vorstandsvorsitzenden, im Zeitraum Januar 1999 bis Dezember 2009 in den 300 für den deutschen Aktienhandel bedeutendsten⁵ Unternehmen. In dieser Stichprobe wurden insgesamt 305 angekündigte Führungswechsel in 200 Unternehmen erfasst. In 90 Unternehmen der Stichprobe ergab sich seit 1999 bzw. seit dem Börsengang kein Führungswechsel und in 10 Unternehmen war kein Vorstandsvorsitzender bzw. Vorstandssprecher benannt. In insgesamt 11 Fällen war der genaue Termin der ersten Ankündigung des Wechsels nicht sicher festzustellen, so dass sie aus der Stichprobe ausgeschlossen werden mussten. Die im Weiteren erfolgte Eliminierung aller erzwungenen Führungswechsel und aller Führungswechsel, bei denen im Umfeld der

⁵Die Unternehmen wurden anhand ihrer Gewichtung im Aktienindex CDAX zum Stichtag 01.07.2009 ausgewählt. Der CDAX umfasst alle an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelten Unternehmen und repräsentiert die Gesamtheit des deutschen Aktienmarktes. Die 300 betrachteten Unternehmen repräsentieren mehr als 99 % des derzeit gehandelten Aktienkapitals in Deutschland.

Bekanntmachung weitere für das Unternehmen wichtige Informationen veröffentlicht wurden, reduzierte das Sample für die Studie auf insgesamt 174 Fälle. In 65 Fällen wurde dabei die geplante Berufung des ausscheidenden Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat angekündigt, darunter 43 Ankündigungen mit der geäußerten Absicht der Ernennung zum Aufsichtsratsvorsitzenden.

4 Ergebnisse

4.1 Allgemeine Befunde

Tab. 1 zeigt die gemessenen Ausprägungen der in die Untersuchung einbezogenen Variablen vergleichend für Führungswechsel (1) mit vorgesehener Berufung der ehemaligen Führungskraft zum Vorsitzenden des Aufsichtsrates (VV→AV), (2) mit vorgesehener Berufung zum einfachen Aufsichtsratsmitglied (VV→AM) und (3) Führungswechsel, in deren Folge die ehemalige Führungskraft aus dem Unternehmen ausscheidet (VV→EXIT).

Bezogen auf den 41-tägigen Ereigniszeitraum weisen Wechsel, bei denen der ehemalige Vorstandsvorsitzende in den Aufsichtsrat wechselt, im Mittel deutlich positive und Wechsel, bei denen der ehem. Vorsitzende das Unternehmen verläßt, negative kumulierte abnormale Renditen auf. Berufungen ausscheidender Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat werden demnach durch den Kapitalmarkt in der Regel nicht negativ bewertet. Für den kürzeren Ereigniszeitraum ergibt sich dagegen ein differenziertes Bild. Hier ist das Ergebnis abhängig davon, ob die Berufung in den Aufsichtsrat als Vorsitzender oder als einfaches Aufsichtsratsmitglied erfolgt. In ersterem Fall werden die Wechsel negativer und in letzterem positiver bewertet als Fälle ohne Berufung in den Aufsichtsrat. Generell fallen die Reaktionen im Fall einer vorgesehenen Berufung des ausscheidenden Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat als einfaches Mitglied deutlich stärker und deutlich positiver aus, als im Fall der Berufung zum Aufsichtsratsvorsitzenden. Dies steht in direktem Widerspruch zu Hypothese H2.

Eine Untersuchung der ermittelten kumulierten abnormalen Renditen mittels *t*-Test und Vorzeichen-Rang-Test zeigen eine signifikante Abweichung von Null nur für den Fall der vorgesehenen Berufung des ausscheidenden Vorstandsmitglieds in den Aufsichtsrat als einfaches Mitglied auf.⁶ Diese Wechsel werden demnach durch den Kapitalmarkt regelmäßig positiv bewertet.

In Bezug auf die verwendeten Kontrollvariablen ist festzustellen, dass Unternehmen, die ihre Vorstandsvorsitzenden nach dem Führungswechsel in den Aufsichtsrat

⁶ *P*-Werte bei den einzelnen Tests: Wechsel in den Aufsichtsrat als AR-Vorsitzender *t*-Test: 0,697 (KAR3), 0,249 (KAR41); Vorzeichen-Rang-Test: 0,443 (KAR3), 0,225 (KAR41); Wechsel in den Aufsichtsrat als einfaches AR-Mitglied: *t*-Test: 0,746 (KAR3), 0,073 (KAR41); Vorzeichen-Rang-Test: 0,649 (KAR3), 0,044 (KAR41); Ausscheiden aus dem Unternehmen *t*-Test: 0,976 (KAR3), 0,464 (KAR41); Vorzeichen-Rang-Test: 0,578 (KAR3), 0,586 (KAR41); für mit dem Marktmodell berechnete kumulierte abnormale Renditen können keine signifikanten Abweichungen von Null festgestellt werden.

Tab. 1 Übersicht über die verwendeten Variablen

Variable	Beschreibung	Anzahl der Beobachtungen		Mittelwert		Standardabweichung		Minimum		Maximum							
		VV→ AV	VV→ AM	VV→ AV	VV→ AM	VV→ AV	VV→ AM	VV→ AV	VV→ AM	VV→ AV	VV→ AM						
KAR3	Wechsel in Aufsichtsrat	43	22	109	109	-0,223	0,372	-0,017	3,858	5,313	5,829	-9,099	-13,228	-17,453	10,858	9,442	32,060
KAR41	Kumulierte abnormale Rendite im Zeitraum $t = -1$ bis $t = +1$ in %	43	22	109	109	1,962	7,471	-1,329	11,391	18,547	18,870	-26,705	-20,339	-75,991	24,463	73,053	53,601
Eigentümer- merdo- minanz	Kumulierte abnormale Rendite im Zeitraum $t = -10$ bis $t = +30$ in % Existenz eines privaten Investors mit mehr als 25% Stimmrechtsanteil und Sitz in Vorstand oder Aufsichtsrat → Wert = 1, sonst 0	43	22	109	109	0,302	0,409	0,284	0,465	0,503	0,453	0	0	0	1	1	1
Externe Nachfolge	Nachfolger des ausscheidenden VV war zuvor nicht im Unternehmen beschäftigt → Wert = 1, sonst 0	43	22	109	109	0,256	0,182	0,284	0,441	0,395	0,453	0	0	0	1	1	1
Marktkap. (Mrd. Euro)	Gesamtwert des Aktienkapitals in Mrd. Euro	43	22	109	109	7,025	1,595	1,931	13,392	3,512	4,260	,022	,037	,003	56,908	13,733	31,202
ROE vor Wechsel	Gewichtetes Mittel der Eigenkapitalrendite in den beiden Jahren vor dem Wechsel in %	42	21	100	100	16,330	17,695	11,233	15,138	20,900	21,422	-36,081	-40,275	-45,358	47,668	51,427	58,820
Geplanter Wechsel	Variablenwert bei geplantem Wechsel = 1, sonst 0	43	22	109	109	0,837	0,591	0,560	0,374	0,503	0,499	0	0	0	1	1	1
Jahr (200x)	Letzte Stelle der Jahreszahl	43	22	109	109	2,974	3,682	5,056	2,552	2,212	3,036	-1	1	-1	8	7	9

Tab. 2 Kumulierte abnormale Renditen im 3-Tage-Ereigniszeitraum [-1; +1] (KAR3) für die Gesamtstichprobe und bei verschiedenen Ausprägungen des Führungswechsels

	DKAR (%)	n	Prozentuale Verteilung der kumulierten abnormalen Renditen (KAR _i) in Wertebereichen			
			≤ -5 %	> -5 %, <0 %	≥ 0 %, <5 %	≥ 5 %
Gesamtstichprobe	-0,019	174	13,22	39,08	36,78	10,92
Angekündigte Berufung zum AV	-0,223	43	9,30	48,84	34,88	6,98
Angekündigte Berufung als AM	0,372	22	13,64	31,82	36,36	18,18
Angekündigtes Ausscheiden aus dem Unternehmen	-0,017	109	14,68	36,70	37,61	11,01

Tab. 3 Kumulierte abnormale Renditen im 41-Tage-Ereigniszeitraum [-10; +30] (KAR41) für die Gesamtstichprobe und bei verschiedenen Ausprägungen des Führungswechsels

	DKAR (%)	n	Prozentuale Verteilung der kumulierten abnormalen Renditen (KAR _i) in Wertebereichen			
			≤ -5 %	> -5 %, <0 %	≥ 0 %, <5 %	≥ 5 %
Gesamtstichprobe	0,597	174	32,18	11,49	17,24	39,08
Angekündigte Berufung zum AV	1,962	43	30,23	6,98	25,58	37,21
Angekündigte Berufung zum AM	7,471	22	13,64	13,4	22,73	50,00
Angekündigtes Ausscheiden aus dem Unternehmen	-1,329	109	36,70	12,84	12,84	37,61

berufen, im Mittel vor dem Wechsel eine höhere Eigenkapitalrentabilität aufweisen.⁷ Fälle, in denen eine geplante Berufung des ausscheidenden Vorstandsvorsitzenden zum Aufsichtsratsvorsitzenden beabsichtigt ist, zeichnen sich im Vergleich zu den anderen Wechselarten vor allem durch eine deutlich größere Unternehmensgröße aus, sowie dadurch, dass diese Wechsel häufiger geplant stattfinden.

4.2 Vergleich der kumulierten abnormalen Renditen

Da neben dem Vergleich der Mittelwerte der kumulierten abnormalen Renditen auch die jeweiligen Verteilungen wichtige Erkenntnisse zu möglichen Unterschieden liefern können, sollen vergleichend die Aufteilungen der KAR auf bestimmte Wertebereiche dargestellt werden (siehe Tab. 2 und 3).

⁷Ein Mittelwertvergleich ergibt $t = 1,737$ (p -Wert = 0,084); der Mann-Whitney-W-Test ergibt $W = 2576,0$ (p -Wert = 0,051). Dies steht im Einklang mit der Annahme, dass erfolgreich agierende Manager mit größerer Wahrscheinlichkeit in den Aufsichtsrat berufen werden als weniger erfolgreiche.

Die Gegenüberstellung in den Tab. 2 und 3 bestätigt die Vermutung, dass es im Fall eines Wechsels des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat eines Unternehmens tendenziell häufiger zu positiven abnormalen Renditen kommt. Ein auf diese Häufigkeiten bezogener Chi-Quadrat-Test kann jedoch keine Abhängigkeit der Verteilung der kumulierten abnormalen Renditen von der Art des Führungswechsels feststellen (Teststatistiken für KAR3: $\chi^2 = 3,920$, $p = 0,688$; für KAR41: $\chi^2 = 8,227$, $p = 0,222$).⁸

Auch eine Varianzanalyse kommt zu dem Ergebnis, dass die Unterschiede der kumulierten abnormalen Renditen zwischen den drei Teilsamples nicht signifikant sind. Die Streuungen der kumulierten abnormalen Renditen innerhalb der Teilsamples sind wesentlich größer als die Abweichung zwischen ihnen (für KAR3: Standard-ANOVA p -Wert 0,912, Kruskal-Wallis-Test p -Wert 0,718, für KAR41: Standard-ANOVA p -Wert 0,080, Kruskal-Wallis-Test p -Wert 0,151).

4.3 Vergleich der Entwicklung der abnormalen Renditen und der kumulierten abnormalen Renditen über den Untersuchungszeitraum

Die Abb. 1 stellt die Entwicklung der kumulierten abnormalen Renditen ab $t = -10$ über den Zeitraum $t = -10$ bis $t = +30$ jeweils im arithmetischen Mittel der drei Teilsamples dar.

Da der arithmetische Mittelwert durch Einzelfälle von besonders großen Kursauschlägen beeinflusst sein könnte, scheint es sinnvoll, daneben auch eine Darstellung auf Basis der Medianwerte abzubilden (siehe Abb. 2).

Beide Darstellungen zeigen, dass der Kapitalmarkt offenbar nicht in außergewöhnlicher Weise auf die Ankündigung von Führungswechseln reagiert, so dass

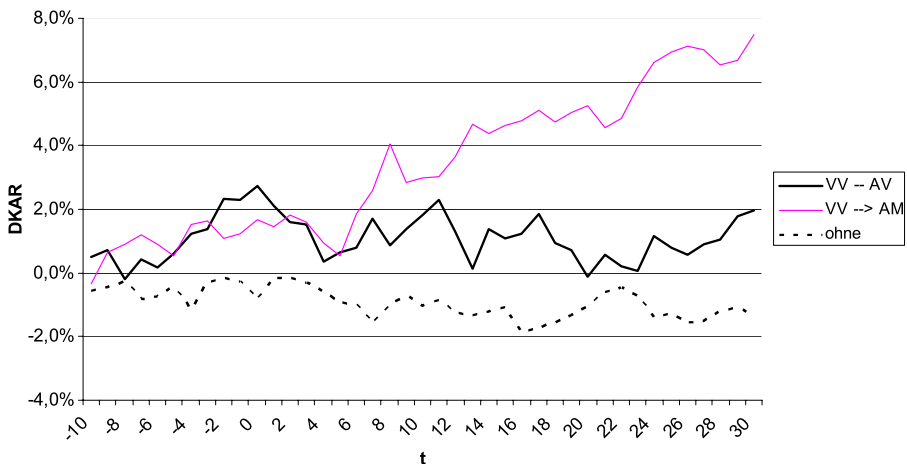


Abb. 1 Entwicklung der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Zeitraum $t = -10$ bis $t = +30$ auf Basis der arithmetischen Mittelwerte

⁸Für die mit dem Marktmodell ermittelten kumulierten abnormalen Renditen ergeben sich folgende Testergebnisse: für KAR3: $\chi^2 = 2,435$, $p = 0,876$; für KAR41: $\chi^2 = 3,334$, $p = 0,766$.

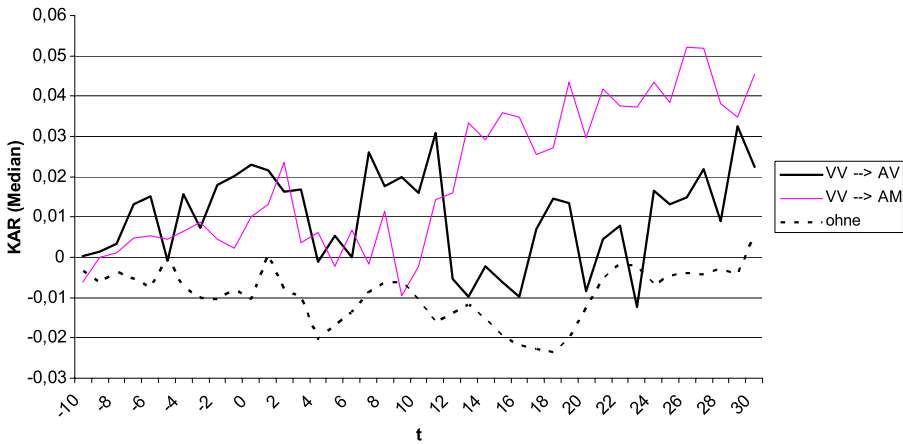


Abb. 2 Entwicklung der durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite im Zeitraum $t = -10$ bis $t = +30$ auf Basis der Medianwerte

sich Kursanpassungen nur bedingt auf dieses Ereignis zurückführen lassen. Grundsätzlich zeichnet sich ab, dass Führungswechsel, bei denen der ehemalige Vorstandsvorsitzende in den Aufsichtsrat wechselt, tendenziell positiver bewertet werden als solche, in denen die ehemalige Führungskraft aus dem Unternehmen ausscheidet.

Im Mittel liegen die abnormalen Renditen bei Fällen einer vorgesehenen Berufung des ausscheidenden Vorstandsvorsitzenden zum Vorsitzenden des Aufsichtsrats um 0,07 % ($\sigma = 0,82$ %) und in Fällen der vorgesehenen Berufung zum einfachen Aufsichtsratsmitglied sogar um 0,21 % ($\sigma = 0,77$ %) über denen bei anderen Führungswechseln. Der ANOVA-Test (F-Quotient = 1,58, $p = 0,21$) sowie der Kruskal-Wallis-Test (Teststatistik = 3,713, $p = 0,16$) zeigen jedoch für den Verlauf der abnormalen Renditen keinen signifikanten Unterschied zwischen den Gruppen an.

Ob die festgestellten Tendenzen möglicherweise auf weitere Faktoren und Umstände der jeweiligen Führungswechsel zurückzuführen ist, sollen die folgenden Analysen klären.

4.4 Korrelationsanalyse

Um den Einfluss der ermittelten Kontrollvariablen auf den Zusammenhang zwischen den Wechsel ehemaliger Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat und abnormalen Renditen zu schätzen, soll zunächst eine Untersuchung der Korrelationen zwischen den Variablen durchgeführt werden.

Da für die meisten der Variablen keine Normalverteilung der Daten angenommen werden kann, sind in Tab. 4 neben den Pearson-Korrelationskoeffizienten (dargestellt oberhalb der Hauptdiagonale) auch die Rangkorrelationskoeffizienten nach Spearman (dargestellt unterhalb der Hauptdiagonale) verzeichnet. Da nur für 163 Fälle ge-

nügend Daten zur Berechnung der Ertragslage (ROE) vor dem Wechsel ermittelbar waren,⁹ verkleinert sich das hier untersuchte Sample entsprechend.

Wie die vorherigen Analysen liefert auch Tab. 4 keinen Beleg für einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Art des Führungswechsels und den kumulierten abnormalen Renditen. Allgemein festzustellen ist, dass Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat offensichtlich häufiger in größeren Unternehmen stattfinden und dass sie vom Unternehmenserfolg in den Jahren vor dem Wechsel begünstigt werden. Berufungen des ausgeschiedenen Vorstandsvorsitzenden zum Aufsichtsratsvorsitzenden sind signifikant häufiger vorab geplant. Ein Zusammenhang damit, ob ein externer Kandidat als Nachfolger ausgewählt wird, besteht nur im geringen Ausmaß. Bemerkenswert erscheint ferner, dass die Häufigkeit der Berufung ausscheidender Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat über die Jahre, also auch schon vor Erlass eines konkreten Gesetzes, signifikant nachgelassen hat. Der im Rahmen der Corporate Governance-Debatte aufgebaute Druck auf die Unternehmen hat demnach seine Wirkung nicht verfehlt.

Die teils signifikanten Korrelationen zwischen der Art des Wechsels sowie den Kontrollgrößen ROE vor dem Wechsel, Unternehmensgröße, Geplanter Wechsel und Jahr sind bei der Interpretation der geschätzten Regressionsmodelle zu beachten und bewirken möglicherweise eine Verzerrung der Schätzung durch Multikollinearität.

4.5 Regressionsanalyse

Zur genaueren Untersuchung des Einflusses der Ankündigung eines Wechsels ehemaliger Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat unter Berücksichtigung der genannten Kontrollgrößen sowie möglicher Interaktionseffekte wurden multiple Regressionsmodelle geschätzt.

Wie in ähnlich gelagerten Studien geht die Unternehmensgröße aufgrund ihrer speziellen Werteverteilung nicht absolut in die Modellgleichungen ein, sondern durch den dekadischen Logarithmus der Marktkapitalisierung. Um sowohl die Unterschiede zwischen Fällen mit einem Wechsel in den Aufsichtsrat und dem kompletten Ausscheiden des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden aus dem Unternehmen (Hypothese 1) als auch die Unterschiede zwischen den beiden verschiedenen Arten von Wechseln in den Aufsichtsrat (Hypothese 2) untersuchen zu können, wird zunächst der Fall des kompletten Ausscheidens als Referenzkategorie verwendet (Tab. 5) und im Anschluss der Fall des Wechsels des ausscheidenden Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat als einfaches Mitglied (Tab. 6).

Auch die Regressionsanalyse kann keinen Beleg für systematische Kapitalmarktreaktionen im Zusammenhang mit der Berufung ausgeschiedener Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat aufzeigen.¹⁰ Lediglich Modell 4 zeigt eine signifikant positive Auswirkung für den Fall der Berufung ehemaliger Vorstandsvorsitzender zum

⁹Ursache waren Unternehmensfusionen und andere schwerwiegenden Ereignisse, die einen kontinuierlichen Geschäftsverlauf in den Jahren vor dem Führungswechsel beeinträchtigten, bzw. die Tatsache, dass Daten für die Jahre vor dem Börsengang bei einigen Unternehmen nicht öffentlich zugänglich waren.

¹⁰Die Modellschätzungen unter Verwendung der mit dem Marktmodell errechneten kumulierten abnormalen Renditen kommen zu ähnlichen Ergebnissen und lassen die gleichen Aussagen zu. Keines der Modelle kann einen signifikanten Einfluss der Art des Führungswechsels auf die Kapitalmarktreaktion belegen.

Tab. 4 Matrix der Pearson- (oben) und der Spearman-Rangkorrelationskoeffizienten (unten) ($n = 163$; p -Werte in Klammern)

	Wechsel VV → AV	Wechsel VV → AM	VV → EXIT	KAR3	KAR41	Eigentümer- dominanz	Marktkap.	ROE vor Wechsel	Geplanter Nachfolger	Externer Wechsel	Jahr
Wechsel											
VV → AV		-0,227*** (0,004)	-0,627*** (0,000)	-0,012 (0,882)	0,054 (0,496)	-0,019 (0,808)	0,168** (0,032)	0,087 (0,268)	0,269*** (0,001)	-0,011 (0,893)	-0,273*** (0,000)
Wechsel	-0,227*** (0,004)		-0,409*** (0,000)	0,010 (0,898)	0,093 (0,239)	0,107 (0,173)	0,004 (0,958)	0,083 (0,291)	-0,053 (0,499)	-0,069 (0,383)	-0,138* (0,078)
VV → AM	-0,627*** (0,000)	-0,409*** (0,000)		-0,037 (0,644)	-0,101 (0,202)	-0,057 (0,473)	-0,154* (0,050)	-0,190** (0,015)	-0,205*** (0,009)	0,114 (0,148)	0,249*** (0,001)
EXIT	(0,000)	(0,000)			0,289*** (0,000)	0,089 (0,258)	0,005 (0,947)	0,076 (0,335)	0,098 (0,214)	-0,118 (0,132)	0,045 (0,568)
KAR3	-0,030 (0,6987)	0,046 (0,562)	-0,049 (0,533)								
KAR41	0,039 (0,625)	0,099 (0,210)	-0,077 (0,328)	0,335*** (0,000)	-0,002 (0,983)	-0,033 (0,674)	0,041 (0,607)	0,052 (0,508)	0,067 (0,396)	0,000 (0,999)	0,024 (0,759)
Eigentümer- dominanz	-0,019 (0,808)	0,107 (0,173)	-0,057 (0,473)	0,089 (0,258)							
Marktkap.	0,129 (0,101)	0,027 (0,736)	-0,134* (0,088)	-0,009 (0,913)	0,009 (0,912)	-0,216*** (0,006)	-0,200** (0,011)	0,161** (0,041)	-0,007 (0,926)	-0,007 (0,931)	-0,139* (0,076)
ROE vor	0,104 (0,185)	0,088 (0,265)	-0,171** (0,029)	0,071 (0,366)	0,014 (0,864)	0,135* (0,086)	0,333*** (0,000)	0,000 (0,997)	0,163** (0,038)	-0,083 (0,291)	-0,083 (0,290)
Wechsel	0,269*** (0,001)	-0,053 (0,498)	-0,205*** (0,009)	0,135 (0,087)	0,072 (0,358)	-0,007 (0,926)	0,129* (0,100)	0,155** (0,048)	0,084 (0,286)	-0,024 (0,763)	-0,000 (0,997)
Geplanter											
Wechsel											
Externer	-0,011 (0,892)	-0,069 (0,3819)	0,114 (0,148)	-0,083 (0,290)	0,062 (0,428)	-0,007 (0,931)	-0,054 (0,493)	-0,049 (0,532)	0,084 (0,284)	0,084 (0,286)	-0,046 (0,559)
Nachfolger											
Jahr	-0,270*** (0,001)	-0,146* (0,063)	0,255*** (0,001)	0,021 (0,786)	-0,040 (0,613)	-0,140* (0,076)	-0,062 (0,431)	0,018 (0,821)	-0,039 (0,617)	-0,056 (0,476)	

Signifikanzniveaus: * $p < 10\%$, ** $p < 5\%$, *** $p < 1\%$

Tab. 5 Modellschätzung für die Beeinflussung der kumulierten abnormalen Renditen (b-Gewichte, *p*-Werte in Klammern)

Variable (abhängige Variable)	Modell 1 (KAR3) <i>n</i> = 174	Modell 2 (KAR3) <i>n</i> = 163	Modell 3 (KAR3) <i>n</i> = 163	Modell 4 (KAR41) <i>n</i> = 174	Modell 5 (KAR41) <i>n</i> = 163	Modell 6 (KAR41) <i>n</i> = 163
(1) Wechsel VV → AV	-0,002 (0,824)	-0,004 (0,702)	-0,011 (0,802)	0,034 (0,282)	0,030 (0,368)	0,037 (0,573)
(2) Wechsel VV → AM	0,004 (0,756)	-0,001 (0,929)	-0,005 (0,168)	0,088* (0,031)	0,059 (0,143)	0,062 (0,570)
(3) ROE vor dem Wechsel		0,013 (0,586)	-0,003 (0,895)		0,025 (0,727)	0,033 (0,675)
(4) Eigentümerdominiert		0,010 (0,315)	0,006 (0,648)		-0,014 (0,645)	-0,021 (0,587)
(5) Geplanter Wechsel		0,012 (0,176)	0,013 (0,229)		0,016 (0,575)	0,005 (0,873)
(6) Externer Nachfolger		-0,015 (0,620)	-0,021* (0,083)		0,004 (0,894)	-0,034 (0,348)
(7) Iq(Marktkapitalisierung)		-0,001 (0,910)	0,001 (0,894)		0,001 (0,932)	0,006 (0,777)
(8) Jahr		0,001 (0,121)	0,001 (0,683)		0,004 (0,476)	0,005 (0,415)
(1) × (3)			0,061 (0,328)			-0,049 (0,796)
(2) × (3)			0,020 (0,808)			-0,133 (0,593)
(1) × (4)			0,011 (0,627)			-0,015 (0,832)
(2) × (4)			-0,002 (0,959)			-0,0003 (0,997)
(1) × (5)			0,015 (0,550)			0,033 (0,655)
(2) × (5)			-0,014 (0,568)			0,030 (0,699)
(1) × (6)			0,006 (0,822)			0,125 (0,118)
(2) × (6)			0,042 (0,261)			0,179 (0,116)
(1) × (7)			-0,007 (0,416)			-0,004 (0,876)
(2) × (7)			0,015 (0,249)			-0,001 (0,980)
(1) × (8)			-0,002 (0,576)			-0,012 (0,296)
(2) × (8)			0,002 (0,703)			-0,004 (0,813)
Konstante	-0,0002 (0,974)	-0,0115 (0,549)	-0,011 (0,606)	-0,013 (0,424)	-0,041 (0,484)	-0,042 (0,524)
Modell F-Quotient	0,09 (0,912)	0,79 (0,614)	0,70 (0,820)	2,56* (0,080)	0,47 (0,875)	0,49 (0,966)
R ² in %	0,108	3,934	8,989	2,909	2,387	6,481
R ² (adjustiert) in %	0	0	0	1,773	0	0

Signifikanzniveaus: * *p* < 10 %, ** *p* < 5 %, *** *p* < 1 %

Tab. 6 Modellschätzung für die Beeinflussung der kumulierten abnormalen Renditen (p -Werte in Klammern)

Variable (abhängige Variable)	Modell 7 (KAR3) $n = 174$	Modell 8 (KAR3) $n = 163$	Modell 9 (KAR3) $n = 163$	Modell 10 (KAR41) $n = 174$	Modell 11 (KAR41) $n = 163$	Modell 12 (KAR41) $n = 163$
(1) Wechsel $VV \rightarrow AV$	-0,006 (0,672)	-0,002 (0,907)	0,082 (0,340)	-0,055 (0,226)	-0,030 (0,500)	-0,017 (0,948)
(2) Wechsel $VV \rightarrow EXIT$	-0,004 (0,756)	0,002 (0,877)	0,076 (0,327)	-0,088** (0,031)	-0,058 (0,152)	-0,031 (0,894)
(3) ROE vor dem Wechsel		0,013 (0,585)	0,037 (0,641)		0,027 (0,699)	0,197 (0,410)
(4) Eigentümergebiet		0,010 (0,313)	-0,0002 (0,992)		-0,015 (0,622)	0,016 (0,851)
(5) Geplanter Wechsel		0,012 (0,181)	0,005 (0,836)		0,017 (0,546)	0,006 (0,935)
(6) Externer Nachfolger		-0,015 (0,111)	-0,008 (0,834)		-0,003 (0,918)	0,210* (0,069)
(7) $\lg(\text{Marktkapitalisierung})$		-0,001 (0,897)	0,023 (0,399)		0,001 (0,946)	-0,030 (0,714)
(8) Jahr		0,001 (0,648)	0,004 (0,452)		0,003 (0,492)	0,011 (0,522)
(1) \times (3)			-0,017 (0,860)			-0,251 (0,400)
(2) \times (3)			-0,036 (0,667)			-0,162 (0,524)
(1) \times (4)			0,023 (0,511)			-0,018 (0,868)
(2) \times (4)			0,003 (0,927)			-0,048 (0,608)
(1) \times (5)			0,012 (0,742)			0,008 (0,944)
(2) \times (5)			0,009 (0,753)			0,017 (0,846)
(1) \times (6)			-0,002 (0,962)			-0,121 (0,358)
(2) \times (6)			-0,013 (0,739)			-0,268** (0,027)
(1) \times (7)			-0,028 (0,323)			0,040 (0,644)
(2) \times (7)			-0,022 (0,430)			0,031 (0,714)
(1) \times (8)			-0,006 (0,395)			-0,019 (0,349)
(2) \times (8)			-0,004 (0,544)			-0,007 (0,699)
Konstante	0,004 (0,745)	-0,013 (0,544)	-0,085 (0,246)	0,075** (0,044)	0,020 (0,756)	0,006 (0,977)
Modell F-Quotient	0,09 (0,914)	0,80 (0,601)	0,61 (0,900)	2,55* (0,081)	0,48 (0,870)	0,71 (0,815)
R ² in %	0,105	4,006	7,919	0,428	2,426	9,045
R ² (adjustiert) in %	0	0	0	0	0	0

Signifikanzniveaus: * $p < 10\%$, ** $p < 5\%$, *** $p < 1\%$

einfachen Mitglied des Aufsichtsrates. Zieht man den Einfluss der Kontrollvariablen hinzu, erweist sich die Annahme eines kausalen Zusammenhangs jedoch als nicht haltbar.

Insgesamt können die Ergebnisse die vorab aufgestellte Hypothesen H1 und H2 nicht widerlegen. Da die abnormalen Renditen im Fall der Berufung ehemaliger Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat tendenziell höher ausfallen als im Fall des Ausscheidens der ehemaligen Führungskraft aus dem Unternehmen, spricht zumindest vieles dafür, dass sich Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat nicht systematisch negativ auswirken.

5 Diskussion

Den durchgeführten Analysen zufolge kann kein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Ankündigung der Berufung von ehemaligen Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat und der Unternehmensbewertung am Kapitalmarkt festgestellt werden. Somit wird die Hypothese, dass aufgrund gegenläufiger Einflussfaktoren ein Wechsel ehemaliger Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat von den Investoren weder eindeutig positiv noch negativ gesehen wird, unterstützt.

Dieses Ergebnis steht sowohl im Einklang mit den bisherigen Studien über die Auswirkungen der Besetzung des Aufsichtsrats mit ehemaligen Vorstandsmitgliedern (Bresser u. Valle Thiele 2008) als auch mit den Erkenntnissen aus der Forschung im Zusammenhang mit der Personalunion von Geschäftsführung und Board-Vorstand (CEO Duality) im international verbreiteten Board-System der Corporate Governance (vgl. Dalton et al. 1998; Kang u. Zardkoohi 2005).

Die zweite aufgestellte Hypothese, dass die Ankündigung einer geplanten Berufung des scheidenden Top-Managers zum Aufsichtsratsvorsitzenden stärkere Reaktionen auslösen würde als im Fall der angekündigten Berufung zum einfachen Aufsichtsratsmitglied, muss verworfen werden. Einiges spricht eher dafür, dass die Aktionäre vielmehr eine Berufung zum einfachen Mitglied des Aufsichtsrates bevorzugen. Möglicherweise werden die mit einem Wechsel in den Aufsichtsrat verbundenen Risiken für Konflikte zwischen neuer und alter Führungskraft sowie die Gefahr einer Ausnutzung der persönlichen Machtposition durch den ausscheidenden Vorstandschef geringer eingeschätzt, wenn dieser nur einfaches Mitglied des Aufsichtsrates ist. Die Vorzüge seines Verbleibs im Unternehmen (Erhalt und Weitergabe von spezifischem Wissen und Erfahrungen) können dagegen auch bei einer einfachen Mitgliedschaft im Aufsichtsrat noch positiv zum Tragen kommen.

Die Ergebnisse der Studie legen nahe, dass das Verhalten der Investoren in der Praxis weder eindeutig den Prognosen der Agency-Theorie noch denen der Stewardship- oder Resource-Dependence-Theorie folgt. Vielmehr deutet einiges darauf hin, dass die Kapitalmarktakteure alle drei Theorien nebeneinander berücksichtigen und deren Aussagen in ihrem Entscheidungskalkül kombinieren (vgl. Nicholson u. Kiel 2007). Geht man davon aus, dass die jeweils beschriebenen Zusammenhänge und Effekte nebeneinander existieren, gleichzeitig wirken und sich dabei überlagern, lässt sich die uneinheitliche Bewertung, die die Studie offenlegt, recht gut erklären.

Der Umstand, dass eine Auswirkung der Ankündigung eines Wechsels des Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat auf den Unternehmenswert nicht nachgewiesen werden konnte, sollte allerdings nicht so interpretiert werden, dass die Aktionäre derartigen Wechseln indifferent gegenüberstehen. Vielmehr ist anzunehmen, dass es sowohl positive wie auch negative Auswirkungen des Einflusses ehemaliger Vorstandsvorsitzender im Aufsichtsrat gibt, die sich im Einzelfall auch nicht unbedingt gegeneinander aufwiegen müssen. Somit kann es Fälle geben, in denen die Berufung ehemaliger Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat positiv zu bewerten ist, genauso wie sich sicherlich Beispiele finden lassen, bei denen das Gegenteil der Fall ist. Die Ursachen, die begründen, ob ein Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat im Einzelfall sinnvoll ist, sind offensichtlich vielschichtig und komplex. Aus der vorliegenden Studie lassen sich darüber jedoch keine konkreten Aussagen ableiten.

Zukünftige Studien könnten anstreben, entsprechende Kontingenzfaktoren aufzudecken bzw. genauer zu analysieren, unter welchen Voraussetzungen sich Wechsel von Vorstandsmitgliedern in den Aufsichtsrat günstig bzw. ungünstig auf den Unternehmenserfolg bzw. den Unternehmenswert auswirken.

Bei der Interpretation der Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung sind daneben einige generelle methodisch begründete Aspekte zu beachten, die ihren Aussagegehalt einschränken könnten. So beruht die Analyse abnormaler Aktienrenditen und Kursschwankungen im Rahmen von Ereignisstudien auf einer Vielzahl von theoretischen Annahmen. Als wichtigste Voraussetzung für die Zurechnung von Marktreaktionen zu bestimmten Ereignissen ist zunächst das Vorliegen eines wenigstens näherungsweise informationseffizienten Marktes zu nennen (vgl. Goerke 2009; McWilliams u. Siegel 1997). Dass diese Voraussetzung für den deutschen Kapitalmarkt vorliegt, wird in den meisten Ereignisstudien, die deutsche Kapitalmarktdaten verwenden (z.B. Bühner 1996; Gerke et al. 1995; Homburg et al. 2009), zwar kritiklos angenommen, darf jedoch nicht als zweifelsfrei belegt gelten.

Eine weitere Voraussetzung für die sinnvolle Anwendung von Ereignisstudien ist ferner die genaue Bestimmbarkeit des Ereigniszeitpunktes, also im vorliegenden Fall des Zeitpunktes, zu dem der Führungswechsel erstmals bekannt gegeben wird. Da die Entscheidung für einen Führungswechsel i.d.R. langfristig vorbereitet wird und das Bestehen eines Führungswechsels sich oft auch ausgehend von den bekannten Informationen antizipieren lässt, ist nicht sicher, dass die Information über den bevorstehenden Wechsel zum Zeitpunkt ihrer offiziellen Bekanntmachung noch neu ist. Nur im Fall von überraschenden Meldungen ist jedoch eine spontane Anpassung der Aktienpreise an die neue Informationslage zu erwarten (vgl. Bromiley et al. 1988; Goerke 2009; McWilliams u. Siegel 1997). Entsprechend wurde in der vorliegenden Studie nur der Effekt der unerwarteten Komponente der Ankündigung gemessen (vgl. Warner et al. 1988) und nicht die Gesamtbewertung des Wechsels, die durchaus stärker sein könnte.

Eine weitere Einschränkung ergibt sich daraus, dass sich die Auswirkungen verschiedener Ereignisse oft nicht voneinander isolieren lassen. So ist die Bewertung eines Unternehmens durch Investoren von zahlreichen Faktoren abhängig, die sich zum Teil in ständiger Veränderung befinden (Brown u. Warner 1985; McWilliams u. Siegel 1997). Sicherlich ist die Bekanntgabe eines Führungswechsels ein herausragendes Ereignis und bei der Datenerfassung wurde auch sichergestellt,

dass im Umfeld der ausgewählten Ankündigungen keine schwerwiegenden weiteren Ereignisse auftraten, ein möglicher Einfluss von nicht erfassten Faktoren und Ereignissen (z.B. auch Wettbewerber und Kunden des Unternehmens betreffend) ist methodisch bedingt jedoch nicht vollkommen auszuschließen.

Auch die vergleichsweise geringe Größe des Samples kann die Aussagefähigkeit der Ergebnisse beeinträchtigen. Zwar stellen die betrachteten 174 Führungswechsel einen der bislang größten untersuchten Stichprobenumfänge bei derartigen Untersuchungen in börsennotierten deutschen Unternehmen dar und können als durchaus repräsentativ für den deutschen Kapitalmarkt gelten. Da die Aufsichtsratsbesetzung jedoch nur einer von vielen Faktoren für die Bewertung von Unternehmen ist und dessen Einfluss eher gering einzuschätzen sein dürfte, ist die Teststärke der verwendeten Methodik möglicherweise unzureichend, um einen tatsächlich existierenden Effekt als signifikant zu erkennen (vgl. Buchner et al. 1996). Bei einer angenommenen Effektstärke der Art des Führungswechsels von zwei Prozent ergibt sich bei der verwendeten Samplegröße gerade eine Teststärke von 0,585.¹¹ Die Wahrscheinlichkeit, dass ein tatsächlich vorhandener Effekt bei einem Signifikanzniveau von 90 Prozent nicht als signifikant ausgewiesen wird, liegt demnach bei mehr als 40 Prozent. Um eine angemessene Teststärke von 0,8 bei dieser geringen Effektstärke zu erreichen, müsste die Anzahl der untersuchten Führungswechsel mindestens 311 betragen. Selbst wenn eine hohe Effektstärke von 5 Prozent angenommen wird, liegt die Irrtumswahrscheinlichkeit bei 174 untersuchten Fällen noch immer bei ca. 10 Prozent. Die nicht nachgewiesene Signifikanz des Zusammenhangs zwischen der Art des Führungswechsels und den resultierenden Kapitalmarkteffekten muss demnach nicht bedeuten, dass es diesen Effekt nicht tatsächlich gibt. Allerdings sind die Auswirkungen, wenn überhaupt, nur als gering einzuschätzen. Ein wesentlicher Wert einfluss des Wechsels ausscheidender Vorsitzender in den Aufsichtsrat bzw. deren Ausscheidens aus dem Unternehmen ist gemäß der Ergebnisse der vorliegenden Studie demnach nicht anzunehmen.

6 Zusammenfassung und Ausblick

Ziel der vorliegenden Studie war es, anhand der beobachtbaren Kapitalmarktreaktion zu untersuchen, ob Investoren die Berufung ausscheidender Vorstandsvorsitzender in den Aufsichtsrat des Unternehmens positiv oder negativ bewerten. Die Ergebnisse der durchgeführten Ereignisstudie konnten weder das Eine noch das Andere bestätigen und deuten eher darauf hin, dass es keinen verallgemeinerbaren grundsätzlichen Zusammenhang zwischen dem Wechsel von Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat und der Unternehmensbewertung durch den Aktienmarkt gibt.

Die fehlende eindeutige Reaktion der Investoren steht jedoch im Widerspruch zur weit verbreiteten verallgemeinernden Kritik an derartigen Wechsels. Auch die Sinnhaftigkeit eines grundsätzlichen Verbotes, wie es im VorstAG geregelt ist, muss somit in Zweifel gezogen werden. Sicherlich ist die Gefahr eines Macht- und Amtsmissbrauchs durch ehemalige Top-Manager im Aufsichtsrat, wie sie von der Agency-Theorie modelliert wird, in einigen Fällen gegeben. Andererseits kann jedoch, wie

¹¹Die Teststärke wurde mit der Software G*Power 3.1.2 ermittelt (vgl. Faul et al. 2009).

die Stewardship-Theorie und die Resource-Dependence-Theorie begründen, eine Berufung ehemaliger Führungskräfte in den Aufsichtsrat auch funktional sein. Ob im Einzelfall die Chancen oder die Risiken überwiegen, kann weder durch die Agency-Theorie noch durch die Stewardship- oder Resource-Dependence-Theorie allgemein erklärt werden. Notwendig erscheint vielmehr eine kombinierte Betrachtung der verschiedenen durch die Theorien begründeten gegenläufigen Effekte im spezifischen Einzelfall. Einer derartigen Abwägung steht die derzeitige pauschale Regelung allerdings entgegen.

Der wissenschaftliche Wert der vorliegenden Untersuchung besteht darin, einen ersten grundlegenden Befund zur Reaktion des Kapitalmarktes auf die Ankündigung eines Wechsels ehemaliger Führungskräfte in den Aufsichtsrat zu liefern. Die vorliegende Studie bezieht bereits einige wichtige Faktoren, die möglicherweise eine Auswirkung auf die Beurteilung von Wechseln von Vorstandsvorsitzenden in den Aufsichtsrat haben könnten, in die Betrachtung ein. Dennoch ist zu vermuten, dass weitere bislang nicht betrachtete unternehmens- und personenbezogene Merkmale einen Einfluss haben könnten. In Bezug auf die Resource-Dependence-Theorie wäre es beispielsweise wünschenswert, den Wert der Fähigkeiten und des Wissens der Führungskraft, die in den Aufsichtsrat wechselt, zu bewerten und zu erfassen, da dieser das wesentlichste Argument für die Berufung in den Aufsichtsrat und die Bindung an das Unternehmen ist. Ebenso wäre es sinnvoll, den Einfluss der privaten Beteiligung der Führungskraft am Unternehmen zu messen. Im Hinblick auf die Merkmale der Unternehmen könnten weitergehende Untersuchungen im Zusammenhang mit der Eigentumsstruktur und der Ausprägung des Corporate Governance-Systems interessante Ergebnisse liefern.

Die uneinheitliche Reaktion der Aktionäre auf die Ankündigung von Wechseln vom Vorstand in den Aufsichtsrat bestärkt die Vermutung, dass sich die Wirkung derartiger Wechsel nicht mit einer der bestehenden Theorien allein umfassend erklären lässt. So Kapitalmarktakteure wissenschaftliche Ansätze überhaupt in ihre Entscheidungsfindung einbeziehen, scheinen sie die Aussagen der verschiedenen Theoriesysteme miteinander zu kombinieren (vgl. Nicholson u. Kiel 2007). Aus wissenschaftlicher Sicht ist die parallele Existenz verschiedener, teilweise widersprüchlicher Partialmodelle jedoch unbefriedigend. Eine wichtige Aufgabe zukünftiger Forschung besteht deshalb darin, die verschiedenen Partialmodelle in einer allgemeinen und umfassenden Theorie zu vereinen, um das Verhalten realer Corporate Governance-Systeme präziser beschreiben zu können.

Vor dem Hintergrund der Relevanz für die praktizierte Corporate Governance in deutschen Unternehmen erscheint darüber hinaus eine weitergehende empirische Untersuchung der Auswirkungen der Berufung von ehemaligen Führungskräften eines Unternehmens in den Aufsichtsrat sinnvoll und wünschenswert.

Danksagung Der Autor dankt den Herren Prof. Dr. Michael Nippa und PD Dr. Thomas Steger sowie den beiden anonymen Gutachtern für die stets sehr konstruktive Kritik und wertvolle Hinweise zur Verbesserung des Manuskripts.

Literatur

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62, 217–250.

- Albach, H. (2003). Zurück zum ehrbaren Kaufmann: Zur Ökonomie der Habgier. *WZB-Mitteilungen Heft, 100*, 37–40.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research, 6*, 159–178.
- Beatty, R. P., & Zajac, E. J. (1987). CEO change and firm performance in large corporations: succession effects and manager effects. *Strategic Management Journal, 8*, 305–317.
- Beck, H. (2003). Der intelligente Investor. Frankfurter Allgemeine vom 27.06.2003, 19.
- Bernhardt, W. (1994). Keine Aufsicht und schlechter Rat? *Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 64*, 1341–1350.
- Bhide, A. (1994). Efficient markets, deficient governance. *Harvard Business Review, 74*, 128–139.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: a contingency model. *Strategic Management Journal, 16*, 301–312.
- Bresser, R. K. F., & Valle Thiele, R. (2008). Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 78*, 175–203.
- Bromiley, P., Govekar, M., & Marcus, A. (1988). On using event-study methodology in strategic management research. *Technovation, 8*, 25–42.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics, 8*, 205–258.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics, 14*, 3–31.
- Buchner, A., Erdfelder, E., & Faul, F. (1996). Teststärkeanalysen. In E. Erdfelder, R. Mausfeld, T. Meiser, & G. Rudinger (Hrsg.) *Handbuch Quantitative Methoden* (S. 123–126). Weinheim: Psychologie Verlags Union.
- Bühner, R. (1996). Reaktionen des Aktienmarktes auf die Einführung von Management-Holdings. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 66*, 5–27.
- Clemm, H. (1996). Reform des Aufsichtsrats? Bemerkungen und Wünsche aus Wirtschaftsprüfer-Sicht. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 48*, 269–284.
- Cromme, G. (2004). Stand und Entwicklungen von Corporate Governance in Deutschland. URL: http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/CGC_Konferenz_Berlin_2004_Dr_Cromme.pdf.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: decades of dialogue and data. *Academy of Management Review, 28*, 371–382.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal, 19*, 269–290.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review, 22*, 20–47.
- Deutsche Börse AG (Hrsg.) (2005). Leitfaden zum German Entrepreneurial Index GEX® der Deutschen Börse. Frankfurt.
- Deutsche Börse AG (Hrsg.) (2009). Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse. Version 6.9. Frankfurt.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management, 16*, 49–64.
- Fraktion DIE LINKE (Hrsg.) (2007). Gesetzentwurf zur Änderung des Aktiengesetzes. Drucksache 16/4659, Deutscher Bundestag. URL: <http://dip.bundestag.de/btd/16/046/1604659.pdf>.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy, 88*, 288–307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics, 26*, 301–325.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review, 10*, 1–21.
- Faul, F., Erdfelder, E., Buchner, A., & Lang, A.-G. (2009). Statistical power analysis using G*Power 3.1: tests for correlation and regression analysis. *Behavior Research Methods, 41*, 1149–1160.
- Friedman, S. D., & Singh, H. (1989). CEO succession and stockholder reaction: the influence of organizational context and event content. *Academy of Management Journal, 32*, 718–744.
- Friel, T. J., & Duboff, R. S. (2009). The last act of a great CEO. *Harvard Business Review, 87*(1), 82–89.
- Gerke, W., Garz, H., & Oerke, M. (1995). Die Bewertung von Unternehmensübernahmen auf dem deutschen Aktienmarkt. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 47*, 805–820.

- Gerpott, T. J. (1993). Das Ausscheiden von Top-Managern nach Akquisitionen: Segen oder Fluch. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 63, 1271–1295.
- Gerpott, T. J. (2009). Ereignisstudie. In C. Baumgarth, M. Eisend, & H. Evanschitzky (Hrsg.) *Empirische Mastertechniken* (S. 203–234). Wiesbaden: Gabler.
- Gerpott, T. J., & Jakopin, N. M. (2006). Aktienmarktreaktionen auf internationale Markterschließungsmaßnahmen von Mobilfunknetzbetreibern. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 76, 1067–1103.
- Goerke, B. (2009). Event-Studien. In S. Albers, D. Klapper, U. Konradt, A. Walter, & J. Wolf (Hrsg.) *Methodik der empirischen Forschung*. 3. Aufl. (S. 467–484). Berlin: Springer.
- Homburg, C., Artz, M., & Seifried, J. (2009). Der Einfluss von Neuproduktvorankündigungen auf den Shareholder Value: Eine empirische Untersuchung. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 79, 751–780.
- Hungenberg, H., & Wulf, T. (2006). Führungswechsel und Strategiewandel: Eine empirische Untersuchung bei deutschen Großunternehmen. *Die Unternehmung*, 60, 141–155.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48, 831–880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Kang, E., & Zardkoobi, A. (2005). Board leadership structure and firm performance. *Corporate Governance: An International Journal*, 13, 785–799.
- Kesner, I. F., & Dalton, D. R. (1986). Boards of directors and the checks and (Im)balances of corporate governance. *Business Horizons*, 29, 17–23.
- Kißler, A. (2006). Koalition will Wechsel von Vorstand in Aufsichtsrat erschweren. URL: <http://www.anleger-nachrichten.de/archiv/3045-Koalition-will-Wechsel-von-Vorstand-in-Aufsichtsrat-erschweren.html>.
- Kuck, D. (2006). *Aufsichtsräte und Beiräte in Deutschland: Rahmenbedingungen, Anforderungen, professionelle Auswahl*. Wiesbaden: Gabler.
- Lange, O. (2004). Der Wechsel aus dem Vorstand in den Aufsichtsrat. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 7, 265–270.
- Lüthje, B. (2005). Professionelle Aufsichtsratsarbeit in Deutschland. URL: http://www.sp-presse.de/download/Bellavite_Manuskript_Luethje_05.pdf.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: theoretical and empirical issues. *Academy of Management Journal*, 40, 626–657.
- Müller, K.-P. (2009). Corporate governance in Deutschland: Den nächsten Schritt wagen, die richtigen Lehren ziehen. Rede auf der 8. Konferenz zum DCGK, URL: http://www.corporate-governance-code.de/ger/news/rede_mueller_2009_06_19_video.html.
- Muth, M. M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: a contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6, 5–28.
- Neukirch, R. (2006). Große Koalition will Einfluss von Ex-Vorständen beschneiden. Spiegel Online, 19.12.2006. URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,455456,00.html>.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Journal*, 15, 585–608.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218–228.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). *The external control of organizations. A resource dependence perspective*. Harper & Row: New York.
- Rang, R. (2004). Ehemalige Vorstände als Kontrolleure. Studie im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung. URL: http://www.boeckler.de/pdf/pm_2004_11_17_studie.pdf.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1989). The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric. *Academy of Management Executive*, 3, 141–143.
- Säcker, F. J. (2004). Rechtliche Anforderungen an die Qualifikation und Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern. *Die Aktiengesellschaft*, 49, 180–186.
- Salomo, S. (2001). *Wechsel der Spitzenführungskraft und Unternehmenserfolg*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Schmid, M. M., & Zimmermann, H. (2008). Should chairman and CEO be separated? Leadership structure and firm performance in Switzerland. *Schmalenbach Business Review*, 60, 182–204.
- Schmidt, R. H. (2001). Corporate governance in Germany: an economic perspective (Working Paper). Frankfurt a. M.
- Schrader, S., & Lüthje, C. (1995). Das Ausscheiden der Spitzenführungskraft aus dem Unternehmen: Eine empirische Analyse. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 65, 467–492.

- Schwalbach, J. (2004). Effizienz des Aufsichtsrats. *Die Aktiengesellschaft*, 49, 186–190.
- Seibert, U. (2009). Finanzmarktkrise, Corporate Governance, Aufsichtsrat. *Der Betrieb*, 22, 1167–1171.
- Regierungskommission Corporate Governance (Hrsg.) (2007). Deutscher Corporate Governance Kodex. Fassung vom 14. Juni 2007. URL: http://www.corporate-governance-code.de/get/download/D_Kodex%202007_final.pdf.
- Velte, P. (2010). Stewardship-Theorie. *Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung*, 20, 285–293.
- Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461–492.
- Werder von, A. (2004). Überwachungseffizienz und Unternehmensmitbestimmung. *Die Aktiengesellschaft*, 49, 166–172.
- Werder von, A., & Wieczorek, B. J. (2007). Anforderungen an Aufsichtsratsmitglieder und ihre Nominierung. *Der Betrieb*, 60, 297–303.
- Wiskow, J.-H. (2007). Sollen ehemalige Vorstandschefs den Aufsichtsratsessel ihrer Firma räumen? URL: <http://www.capital.de/politik/100005594.html>.
- Zeiss, C. (2009). Straffere Regeln für Unternehmen. *Handelsblatt*, Ausgabe vom 26.01.2009, 8.