

## Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels



**Rudi K. F. Bresser, Reynaldo Valle Thiele\***

### Überblick

- Unter den DAX30-Unternehmen ist der Wechsel des Vorstandsvorsitzenden in die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden eine weit verbreitete Praxis. Diese „Vorsitzkontinuität“ wird durch die Wirtschaftspresse und die Politik oft kritisiert, da sie die Kontrollfunktionen des Aufsichtsrats beeinträchtigen kann. Inzwischen erwägt die Bundesregierung sogar, den Wechsel vom Vorstandsvorsitz in den Aufsichtsratsvorsitz gesetzlich zu untersagen.
- Vor dem Hintergrund alternativer theoretischer Ansätze, der Agency-Theorie und der Stewardship-Theorie, und auf der Grundlage einer Stichprobe von 214 Führungswechseln untersuchen wir den Einfluss der Vorsitzkontinuität auf erzwungene Führungswechsel. Unsere Ergebnisse stützen die Stewardship-Theorie: Die Vorsitzkontinuität wirkt sich im Falle einer inferioren Erfolgslage positiv auf die Wahrscheinlichkeit der Entlassung des amtierenden Vorstandsvorsitzenden aus. Allerdings verbessert sich die Erfolgslage von Unternehmen im Anschluss an eine Entlassung auch bei gegebener Vorsitzkontinuität nicht signifikant. Die Ergebnisse legen nahe, dass (1) die Corporate-Governance-Forschung durch eine Integration der Agency-Theorie mit alternativen Ansätzen bereichert werden kann und (2) die geäußerte pauschale Kritik an der Vorsitzkontinuität nicht gerechtfertigt ist.

**Keywords** Board effectiveness · executive succession · CEO dismissals · corporate governance

Eingegangen: 16. Februar 2007

JEL: M51, L25, M12

Prof. Dr. Rudi K. F. Bresser (✉)

Freie Universität Berlin, Fachbereich Wirtschaftswissenschaft, Garystrasse 21, 14195 Berlin,

Tel. +30 – 838-54055, E-mail: bresser@wiwiss.fu-berlin.de, <http://www.strategicmanagement.de>.

Bevorzugte Arbeitsgebiete: Corporate Governance, Wettbewerbsdynamischer Ansatz, Mergers & Acquisitions, Neoinstitutionalismus.

Dr. Reynaldo Valle Thiele (✉)

Freie Universität Berlin, Fachbereich Wirtschaftswissenschaft, Garystrasse 21, 14195 Berlin,

Tel. +30 – 838-55549, E-mail: reyvalle@wiwiss.fu-berlin.de. Bevorzugte Arbeitsgebiete: Strategische Entscheidungsträger, Corporate Governance, Wissenschaftstheorie.

## A. Einleitung

Seit Mitte der 90er Jahre wurden in Deutschland, ähnlich wie in den USA, mehrere neue Corporate-Governance-Mechanismen eingeführt, um eine verantwortliche Unternehmensleitung und -kontrolle bei börsennotierten Gesellschaften sicherzustellen.<sup>1</sup> Vorstände und Aufsichtsräte sehen sich seitdem einem wachsenden Druck ausgesetzt, eine gute Ertragslage ihrer Unternehmen kontinuierlich aufrechtzuerhalten. Für die Aufsichtsräte bedeutet dies, dass sie ihre Überwachungs- und Kontrollpflichten stärker wahrnehmen und bei einer inferioren Ertragslage gegebenenfalls sogar Führungswechsel erzwingen müssen. Der hohe Stellenwert einer effektiven Corporate Governance in Politik und Praxis löste eine intensive wissenschaftliche Auseinandersetzung mit dem Thema „Führungswechsel“ aus. Dabei interessierte insbesondere, ob Unternehmen mit einer anhaltend schlechten Ertragslage und sinkenden Aktienkursen ihre Vorstandsvorsitzenden auch tatsächlich entlassen.<sup>2</sup>

Das Thema erzwungener Führungswechsel wurde bisher primär in den USA erforscht. Allerdings wird die Rolle des Aufsichtsrats, und insbesondere des Aufsichtsratsvorsitzenden, im Falle der Entlassung des Vorstandsvorsitzenden in der amerikanischen Forschung bisher kaum thematisiert; in Deutschland fehlt hierzu jegliche empirische Evidenz.

In dieser Studie gehen wir auf Basis einer Stichprobe von Führungswechseln bei großen deutschen Aktiengesellschaften den Fragen nach, inwieweit Aufsichtsratsvorsitzende erzwungene Führungswechsel veranlassen und erfolgreiche Nachfolger bestellen. Diese Fragen sind für die Corporate-Governance-Forschung bedeutsam, denn die Abberufung eines Vorstandsvorsitzenden und die damit verbundene Regelung der Nachfolge zählen zu den wichtigsten und einschneidendsten Entscheidungen, die Aufsichtsratsvorsitzende vorbereiten und Aufsichtsräte treffen müssen.<sup>3</sup> Die Thematik ist auch nicht ohne politische Brisanz, denn in der aktuellen Corporate-Governance-Debatte werden immer wieder stärkere Restriktionen bei der Wahl von Aufsichtsratsvorsitzenden gefordert: Als Aufsichtsratschefs sollen nur jene Führungskräfte zugelassen werden, die zuvor nicht bereits Vorstandschefs in den von ihnen zu kontrollierenden Unternehmen waren.<sup>4</sup>

## B. Vom Vorstandsvorsitz zum Aufsichtsratsvorsitz

Der Wechsel eines Vorstandsvorsitzenden in die Position des Aufsichtsratsvorsitzenden ist eine in den größten deutschen DAX30-Aktiengesellschaften weit verbreitete Praxis; er ist in mehr als der Hälfte der Unternehmen beobachtbar.<sup>5</sup> Wir bezeichnen dieses Phänomen als „Vorsitzkontinuität“, denn viele Unternehmen erklären diesen Wechsel mit dem Wunsch nach Kontinuität.<sup>6</sup> In der deutschen Corporate-Governance-Literatur und in der Wirtschaftspresse wird die Vorsitzkontinuität oft kritisiert: Sie erschwere die Korrektur strategischer Fehlentscheidungen und generell notwendige Reorientierungen, da Ex-Vorstandschefs den Aufsichtsratsvorsitz dazu nutzen, ihre bisherige Macht zu erhalten oder sogar zu erweitern.<sup>7</sup> Den Aufsichtsratsvorsitzenden wird im Falle der Vorsitzkontinuität somit opportunistisches Verhalten zu Lasten ihrer Kontrollpflichten und des Firmenwohls unterstellt. Dementsprechend empfiehlt auch der deutsche Corporate-Governance-Kodex, die Vorsitzkontinuität nur in begründeten Ausnahmefällen zuzulassen,<sup>8</sup> und einige Kritiker

verlangen sogar eine restriktive gesetzliche Normierung.<sup>9</sup> Selbst die Bundesregierung erwägt inzwischen, den direkten Wechsel vom Vorstandsvorsitz in den Aufsichtsratsvorsitz qua Gesetz zu verbieten.<sup>10</sup>

In den USA wird unter dem Stichwort „CEO Duality“ seit Beginn der 80er Jahre eine der Vorsitzkontinuität ähnelnde Debatte geführt.<sup>11</sup> Als CEO Duality wird dabei die Führungskonstellation bezeichnet, bei der der CEO (das Pendant zum deutschen Vorstandsvorsitzenden) gleichzeitig die Position des Board Chairman (das Pendant zum deutschen Aufsichtsratsvorsitzenden) innehat. Zwar ist eine solche Dualität, d.h. die Personalunion von Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitz, nach dem deutschen Aktienrecht verboten,<sup>12</sup> die Kritik an der Dualität wird in der angloamerikanischen Literatur jedoch aus den gleichen Gründen geführt wie in Deutschland die Kritik an der Vorsitzkontinuität: Dualität führe zu einer Machtkonzentration zu Lasten der Anteilseigner und zur Vernachlässigung der Kontrollpflichten des Aufsichtsrats.<sup>13</sup> Aufgrund dieser Parallelität greifen wir in den nachfolgenden Abschnitten auch auf Erkenntnisse der CEO-Duality-Literatur zurück, um unsere Hypothesen zu entwickeln.

Die wissenschaftliche Auseinandersetzung mit der CEO Dualität im angloamerikanischen beziehungsweise der Vorsitzkontinuität im deutschen Raum beruht primär auf der Agency-Theorie. Wir werden diesen theoretischen Blickwinkel nachfolgend erweitern, indem wir die Stewardship-Theorie als zusätzlichen und alternativen Ansatz berücksichtigen.

### **C. Vorsitzkontinuität und erzwungene Führungswechsel im Lichte der Agency- und der Stewardship-Theorie**

Die Kritik an der Vorsitzkontinuität (und auch der CEO Dualität) lässt sich insbesondere durch agencytheoretische Überlegungen begründen. Die *Agency-Theorie* argumentiert, dass die effektive Führung großer Publikumsgesellschaften institutionelle Vorkehrungen erforderlich macht, die die Handlungen der Agenten auf die Interessen der Prinzipale ausrichten.<sup>14</sup> Eine wichtige Institution, um das potenziell opportunistische Verhalten der Manager im Zaum zu halten, ist der Aufsichtsrat. Dem Aufsichtsrat obliegt die Kontrolle und Sanktion des Top-Management-Verhaltens im Sinne der Interessen der Anteilseigner.<sup>15</sup> Um sicherzustellen, dass der Aufsichtsrat seine Kontrollfunktion wachsam und unparteiisch ausübt, muss er unabhängig von Partikularinteressen sein. Aus agencytheoretischer Sicht ist die Vorsitzkontinuität somit abzulehnen, denn sie erschwert eine unparteiische Ausübung der Aufsichtsrats-Kontrollfunktion.<sup>16</sup> Zum einen ist damit zu rechnen, dass ein durch Vorsitzkontinuität gekennzeichneter Aufsichtsratsvorsitzender die Arbeit des amtierenden Vorstandsvorsitzenden in all jenen Fällen nicht oder nur unzureichend in Frage stellt, in denen es sich um eine Weiterführung seiner eigenen früheren Entscheidungen handelt. Zum anderen gewährt die Vorsitzkontinuität auch erheblichen Einfluss auf die Besetzung von Vorstand und Aufsichtsrat. Dadurch wird der Aufsichtsratsvorsitzende selbst nur schwerlich von anderen Aufsichtsratsmitgliedern kritisierbar, insbesondere wenn sich die Kritik auf Entscheidungen bezieht, die er während seiner Amtszeit als Vorstandschef selbst zu verantworten hatte.<sup>17</sup>

Die agencytheoretische Interpretation der Vorsitzkontinuitätsproblematik wird fragwürdig, wenn man sie vor dem Hintergrund der *Stewardship-Theorie* analysiert. Die in

der Corporate-Governance-Literatur vergleichsweise selten herangezogene Stewardship-Theorie geht nicht von prinzipiell opportunistischen Agenten aus. Sie hat ihre Wurzeln in der verhaltenswissenschaftlich ausgerichteten Managementtheorie und argumentiert, dass Top-Manager oftmals dazu motiviert sind, sich als Treuhänder im besten Interesse ihrer Unternehmen und Prinzipale zu verhalten.<sup>18</sup> In der Agency-Theorie werden Top-Manager als opportunistische Akteure modelliert, die danach trachten, ihren persönlichen ökonomischen Gewinn zu maximieren. Demgegenüber gelten Top-Manager in der Stewardship-Theorie als intrinsisch motivierte Akteure, die primär aus der verantwortungsvollen Ausübung ihrer Aufgaben Nutzen ziehen.<sup>19</sup> Vor diesem Hintergrund gibt es auch keinen prinzipiellen Interessenskonflikt zwischen Agenten und Prinzipalen, und die Herstellung von Strukturen, die es den Top-Managern ermöglichen, ihre Ziele nach hoher Unternehmensperformance effektiv anzustreben, wird zur wichtigsten Governance-Entscheidung.

Übertragen auf Aufsichtsratsvorsitzende wäre eine Vorsitzkontinuität aus der Sicht der Stewardship-Theorie zu begrüßen, denn auch in der Funktion des Aufsichtsratschefs würde der frühere Vorstandsvorsitzende sich dem Wohl des Unternehmens verpflichtet fühlen.<sup>20</sup> Die Tendenz zur treuhänderischen Wahrnehmung der Pflichten kann durch eine Vorsitzkontinuität strukturell sogar noch verstärkt werden, denn neben der Bestellung und Abberufung von Vorstandsmitgliedern bestehen die wichtigsten Funktionen eines Aufsichtsratsvorsitzenden ja gerade in der auf das Firmenwohl ausgerichteten Überwachung und Beratung des Vorstands. Darüber hinaus bleiben dem Unternehmen wertvolle firmenspezifische Kompetenzen des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden durch die Vorsitzkontinuität erhalten.<sup>21</sup> Diese Kompetenzen kann der Aufsichtsratsvorsitzende einsetzen, um den Vorstandsvorsitzenden und andere Mitglieder der Unternehmensführung auf vielversprechende Möglichkeiten der Rentabilitätssteigerung hinzuweisen oder von problematischen Entscheidungen abzuhalten.

Wir untersuchen den Einfluss der Vorsitzkontinuität auf *erzwungene Führungswechsel*, denn die Entlassung eines Vorstandsvorsitzenden ist für jedes Unternehmen ein einschneidendes Ereignis, das sich sehr gut dazu eignet, die relative Erklärungskraft der Agency- bzw. der Stewardship-Theorie im Kontext von Corporate-Governance-Regelungen zu testen. Hinzu kommt, dass diese Fragestellung, wie einleitend vermerkt, bisher wissenschaftlich kaum untersucht wurde, in der politisch motivierten Corporate-Governance-Diskussion aber eine erhebliche Rolle spielt.

Interessanterweise sind Entlassungen von Vorstandsvorsitzenden sowohl aus agency-theoretischer als auch aus stewardshiptheoretischer Sicht im Falle der Vorsitzkontinuität weniger wahrscheinlich als in Situationen, in denen der Aufsichtsratsvorsitzende jenseits der Unternehmensgrenzen rekrutiert wurde, allerdings nur dann, wenn die moderierenden Effekte der Unternehmensperformance unberücksichtigt bleiben.<sup>22</sup> Aus agencytheoretischer Sicht sind geringere Entlassungshäufigkeiten im Falle der Vorsitzkontinuität zu erwarten, da einem opportunistischen Aufsichtsratsvorsitzenden unterstellt werden muss, den Vorstandsvorsitzenden primär aufgrund machtpolitischer Erwägungen ausgewählt zu haben. Der Vorstandsvorsitzende ist demnach ein zentraler Baustein des Machtnetzwerkes des Aufsichtsratsvorsitzenden, und dieses Netzwerk wird Letzterer nicht freiwillig zer schlagen.<sup>23</sup> Aus stewardshiptheoretischer Sicht sind ebenfalls geringere Entlassungshäufigkeiten im Falle der Vorsitzkontinuität zu erwarten, denn der treuhänderisch waltende

Aufsichtsratsvorsitzende wird sein Wissen und seinen Einfluss dazu genutzt haben, einen hoch qualifizierten Vorstandsvorsitzenden auszuwählen. Letzterer muss nicht entlassen werden, da er sich im besten Interesse des Unternehmens verhält, nicht zuletzt auch deshalb, weil der Aufsichtsratsvorsitzende ihn vor dem Hintergrund seiner firmenspezifischen Kompetenzen bei der Vorbereitung wichtiger Entscheidungen unterstützt.<sup>24</sup> Daraus folgt:

*Hypothese 1:* Unternehmen mit Vorsitzkontinuität werden ihren Vorstandsvorsitzenden seltener entlassen als Unternehmen ohne Vorsitzkontinuität.

#### **D. Vorsitzkontinuität und Performance vor dem erzwungenen Führungswechsel**

Wird die Unternehmensperformance berücksichtigt, so kann zunächst auf eine große Anzahl von Studien verwiesen werden, die belegen, dass der Entlassung des CEOs beziehungsweise des Vorstandsvorsitzenden eine schlechte Ertragslage und/oder Marktwertentwicklung des Unternehmens vorausgeht.<sup>25</sup> Eine inferiore Performance veranlasst den Aufsichtsrat offensichtlich dazu, den Vorstandsvorsitzenden ultimativ zu disziplinieren. Daraus folgt auch für diese Studie:

*Hypothese 2:* Eine schlechte Erfolgslage erhöht die Wahrscheinlichkeit der Entlassung des Vorstandsvorsitzenden.

Aber welche Rolle spielt der Aufsichtsratsvorsitzende, insbesondere wenn er sich durch Vorsitzkontinuität auszeichnet, bei diesem einschneidenden Ereignis? Die CEO-Duality-Literatur liefert hierzu nur wenige Anhaltspunkte, da sie insbesondere den Zusammenhang zwischen Dualität und Unternehmensperformance untersucht und das Thema des erzwungenen Führungswechsels bestenfalls indirekt berücksichtigt. Aber selbst die vorhandene Evidenz in Bezug auf diese eher generelle Fragestellung ist uneindeutig. Die Mehrzahl der einschlägigen Untersuchungen konnte keine signifikanten Unterschiede bei markt- und/oder jahresabschlussbasierten Performanceindikatoren zwischen Unternehmen mit dualen im Vergleich zu non-dualen Führungsstrukturen ermitteln.<sup>26</sup> Demgegenüber berichten Rechner/Dalton (1991) und Pi/Timme (1993) ganz im Sinne agencytheoretischer Überlegungen von negativen Zusammenhängen zwischen Dualität und jahresabschlussbasierten Performancekennzahlen. Andere Studien stellten positive Assoziationen zwischen der CEO-Dualität und der Unternehmensperformance fest und unterstützen somit die Stewardship-Theorie, insbesondere Donaldson/Davis (1991) und Dahya/Travlos (2000). Boyd (1995) ermittelte Performancevorteile der Dualität für Unternehmen mit limitiertem Ressourcenzugang, wie er z.B. in Krisensituationen auftritt.<sup>27</sup>

Folgt man einer agencytheoretischen Logik, so ist davon auszugehen, dass die Vorsitzkontinuität sich im Falle einer schlechten Erfolgslage negativ auf die Wahrscheinlichkeit der Entlassung des Vorstandsvorsitzenden auswirkt. Der opportunistisch agierende Aufsichtsratsvorsitzende wäre in der Wahrnehmung seiner Kontrollfunktion im doppelten Sinne kompromittiert. Zum einen kann er momentane Misserfolge als früherer Vorstandschef (mit)verursacht haben. Zum anderen wurde der amtierende Vorstandsvorsitzende von ihm gewissermaßen „handverlesen“ und ist ein wichtiger Teil seines Machtnetz-

werks. Die Demontage des Vorstandsvorsitzenden könnte daher leicht ungewollte Folgen haben, d.h. der Anfang des (erzwungenen) Abtritts des Aufsichtsratsvorsitzenden sein.<sup>28</sup> Deshalb folgt aus agencytheoretischer Sicht:

*Hypothese 2a:* Bei Unternehmen mit Vorsitzkontinuität führt eine schlechte Erfolgslage seltener zu Entlassungen des Vorstandsvorsitzenden als bei Unternehmen ohne Vorsitzkontinuität.

Vor dem Hintergrund der Stewardship-Theorie ergibt sich eine genau entgegengesetzte Prognose. Dem als Treuhänder agierenden Aufsichtsratschef wird als früherem Vorstandschef besonders daran gelegen sein, das eigene Unternehmen, dem er sich oft schon seit vielen Jahren emotional verbunden fühlt, vor einer Krisenlage zu bewahren. Der Aufsichtsratsvorsitzende wird also nicht davor zurückschrecken, den Vorstandsvorsitzenden zu entlassen, wenn er der Auffassung ist, dass dieser Schritt dazu beiträgt, die Ertragskraft seines Unternehmens zu erhalten.<sup>29</sup> Die starke emotionale Verpflichtung des durch Vorsitzkontinuität gekennzeichneten Aufsichtsratschefs, gepaart mit seinen besonderen firmenspezifischen Kompetenzen, legt es sogar nahe, dass er entschlossener handelt, d.h. einen Rücktritt des Vorstandsvorsitzenden im Falle inferiorer Performance nachdrücklicher herbeiführt als ein extern rekrutierter Aufsichtsratsvorsitzender. Somit ergibt sich alternativ:

*Hypothese 2b:* Bei Unternehmen mit Vorsitzkontinuität führt eine schlechte Erfolgslage häufiger zu Entlassungen des Vorstandsvorsitzenden als bei Unternehmen ohne Vorsitzkontinuität.

## **E. Vorsitzkontinuität und Performance nach dem erzwungenen Führungswechsel**

Ein erzwungener Führungswechsel ist nur dann effektiv, wenn er zur Bestellung eines neuen Vorstandsvorsitzenden führt, der die Erfolgslage des Unternehmens wieder substanziell verbessern kann.<sup>30</sup> Interessanterweise ist eine solche Erfolgssteigerung durch die empirische Evidenz nicht eindeutig belegt. Zwar zeigen einige amerikanische Studien, dass der Kapitalmarkt positiv auf erzwungene Führungswechsel reagiert,<sup>31</sup> jüngere Untersuchungen von Wiersema (2002) auf der Basis amerikanischer Daten und von Gerpott (1993), Salomo (2001) und Bresser et al. (2005) aus Deutschland kommen jedoch zu dem Ergebnis, dass die Nachfolger der entlassenen CEOs beziehungsweise des Vorstandsvorsitzenden weder den jahresabschlussbasierten noch den kapitalmarktbezogenen Erfolg ihrer Unternehmen in den Folgeperioden verbessern können. Trotz dieser uneindeutigen Evidenz postulieren wir auch für diese Studie:

*Hypothese 3:* Unternehmen, die ihren Vorstandsvorsitzenden entlassen haben, werden im Anschluss an den Führungswechsel eine verbesserte Erfolgslage aufweisen.

Es stellt sich auch hier die Frage, ob der Vorsitzkontinuität bei dieser Beziehung eine moderierende Rolle zufällt: Inwieweit trägt die Vorsitzkontinuität dazu bei, dass im Entlassungsfall Nachfolger bestellt werden, die einen Turnaround bewerkstelligen können?

Vor dem Hintergrund der Agency-Theorie wird man auf diese Frage mit Vorbehalten reagieren müssen. Unterstellt man dem durch Vorsitzkontinuität gekennzeichneten Auf-

sichtsratsvorsitzenden opportunistische Motivationen, so werden die Qualifikationen der Nachfolgekandidaten im Entlassungsfall von nur sekundärer Bedeutung sein, denn der Aufsichtsratsvorsitzende will in erster Linie einen Nachfolger berufen, der seine Macht und seinen Einfluss nicht in Frage stellt, sondern weiter absichert.<sup>32</sup> Das Primat der Loyalität kann dann aber leicht zur Wahl von Nachfolgern führen, die nicht zu den besten, im Führungskräftemarkt verfügbaren Sanierern oder Turnaroundspezialisten zählen.<sup>33</sup> Der agencytheoretischen Argumentation entspricht deshalb:

*Hypothese 3a:* Unternehmen, die ihren Vorstandsvorsitzenden entlassen haben, werden im Anschluss an den Führungswechsel eine verschlechterte Erfolgslage aufweisen, wenn zum Zeitpunkt des Führungswechsels Vorsitzkontinuität gegeben ist.

Die Perspektive der Stewardship-Theorie führt wieder zu einer gegenläufigen Hypothese. Für den treuhänderisch agierenden, durch Vorsitzkontinuität gekennzeichneten Aufsichtsratsvorsitzenden werden die Qualifikationen potenzieller Nachfolger von überragender Bedeutung sein. Der Sinn der Entlassung des Vorstandsvorsitzenden war ja gerade durch das Ziel definiert, diesen durch eine neue Führungskraft zu ersetzen, die die Performance des Unternehmens wieder nachhaltig steigern kann. Die Suche des Aufsichtsratschefs ist somit eindeutig auf den bestmöglichen Nachfolgekandidaten ausgerichtet, denn nur so kann der Aufsichtsratsvorsitzende seinem treuhänderischen, auf das Firmenwohl ausgerichteten Selbstverständnis gerecht werden. Auch kann einem durch Vorsitzkontinuität gekennzeichneten Aufsichtsratsvorsitzenden eine größere Kompetenz bei diesen Such- und Auswahlprozessen unterstellt werden als einem Aufsichtsratsvorsitzenden externer Herkunft, da Ersterer aufgrund seiner höheren unternehmensspezifischen Kenntnisse eher abschätzen kann, über welche Qualifikationen ein neuer Vorstandsvorsitzender verfügen sollte. Es folgt im Sinne der Stewardship-Theorie:

*Hypothese 3b:* Unternehmen, die ihren Vorstandsvorsitzenden entlassen haben, werden im Anschluss an den Führungswechsel eine verbesserte Erfolgslage aufweisen, wenn zum Zeitpunkt des Führungswechsels Vorsitzkontinuität gegeben ist.

## **F. Aufbau der eigenen Untersuchung**

Unsere Studie zur Effektivität der Vorsitzkontinuität im Falle eines erzwungenen Führungswechsels hat in Bezug auf die deutschsprachige Forschung Pioniercharakter. In Anlehnung an eine Vorgängerstudie wird ein rigides Verfahren verwendet, um erzwungene Führungswechsel von Routinewechseln eindeutig abzugrenzen.<sup>34</sup> Die Untersuchung berücksichtigt Führungswechsel, die zwischen 1995 und 2004 eingetreten sind. Durch diese Eingrenzung steht zu erwarten, dass die in diesem Zeitraum eingeführten neuen Corporate-Governance-Mechanismen erste Wirkung zeigen und damit auch auf die Entscheidung zur Entlassung eines Vorstandsvorsitzenden Einfluss nehmen.<sup>35</sup> Zudem werden nur große börsennotierte Unternehmen in Deutschland berücksichtigt, da sich nur auf diese das Interesse der Finanzanalysten, der institutionellen Anleger und der Wirtschaftspresse fokussiert.

## I. Stichprobe

Die der eigenen empirischen Analyse zugrunde liegende Stichprobe beruht auf sämtlichen Unternehmen, die im Index *DAX 100* beziehungsweise *HDAX* seit deren Bestehen notiert sind.<sup>36</sup> Der *HDAX* bildet die untersuchungsrelevanten Eigenschaften der Grundgesamtheit (große deutsche Aktiengesellschaften) sehr akkurat ab, obwohl er nicht als Zufallsstichprobe im klassischen Sinne bezeichnet werden kann. Es handelt sich im Falle der Wahl eines Index vielmehr um eine so genannte Klumpenstichprobe („*Cluster Sample*“). In der Forschungspraxis wird dieses Verfahren, aus ökonomischen Gründen auf zufällig auszuwählende Teilmengen zurückzugreifen, die bereits vorgruppiert sind und für die sich Untersuchungen leichter organisieren lassen, jedoch sehr häufig angewandt.<sup>37</sup>

Durch Beginn oder vollständige Rücknahme der Notierung an der Frankfurter Wertpapierbörse (beispielsweise bedingt durch Unternehmenszusammenschlüsse, Rechtsformumwandlungen und Insolvenzen) variiert die Größe der Stichprobe in den einzelnen Jahren: Insgesamt können über einen Untersuchungszeitraum von 10 Jahren (1995-2004) in  $n = 186$  Unternehmen  $n = 217$  Führungswechselfälle identifiziert werden.<sup>38</sup> Als Grundlage zur Identifikation von Führungswechseln dienten die Geschäftsberichte der Unternehmen und der *Hoppenstedt Aktienführer*. Nach der Unterscheidung zwischen erzwungenen und Routinewechseln reduzierte sich die Stichprobe auf  $n = 214$  Führungswechselfälle.

Jeder dieser Fälle wurde über einen individuellen Analysezeitraum von fünf Jahren betrachtet: Eine Vorperiode, welche die zwei Jahre vor dem Führungswechsel ( $t-2$  und  $t-1$ ) umspannt, und eine Nachperiode ( $t+1$  und  $t+2$ ), welche die zwei Jahre im Anschluss an das Jahr ( $t-0$ ) des Führungswechsels umfasst.

## II. Operationalisierung der Konstrukte

### I. Wechselart

Zur eindeutigen Abgrenzung erzwungener Führungswechsel erfolgt eine Unterteilung in *Routinewechsel* und *Entlassungen*. Diese Zweiteilung schränkt gegenüber früheren Untersuchungen den Interpretationsspielraum bei der Klassifizierung des Wechsels ein und erleichtert darüber hinaus die internationale Vergleichbarkeit der Ergebnisse. Frühere deutschsprachige Studien beruhen zum Teil auf einer Dreiteilung in unabwendbare, freiwillige und erzwungene Abgänge.<sup>39</sup> Eine solche Kategorisierung ist jedoch für die Zwecke der eigenen Untersuchung nicht trennscharf genug, da ein unabwendbarer Wechsel sowohl freiwillig initiiert als auch erzwungen sein kann.<sup>40</sup>

Um die Art der insgesamt 217 Führungswechsel zu kodieren, erfolgte neben der Berücksichtigung der „offiziellen“ Unternehmensmitteilungen eine detaillierte Inhaltsanalyse von Presseartikeln. Für jeden Wechsel wurden sämtliche Artikel aus der Datenbank *Lexis-Nexis* ausgewertet, die zu den Suchbegriffen Vorgänger (*Name*), Nachfolger (*Name*) und Unternehmen (*Name*) ermittelt wurden.<sup>41</sup> Jeder Führungswechsel wurde durch zwei Kodierer unabhängig klassifiziert und einer der beiden Kategorien „Routine“ oder „Entlassung“ zugeordnet. Dabei wurden nur solche Fälle als Entlassungen gewertet, bei denen eindeutige Anhaltspunkte für Differenzen mit dem Aufsichtsrat (beispielsweise im Hinblick auf die Gewinnentwicklung oder die strategische Ausrichtung des Unternehmens)

identifiziert werden konnten. Hingegen umfassen Routinewechsel Ursachen, wie das freiwillige Ausscheiden eines Vorsitzenden aus Karrieregründen oder anderen persönlichen Gründen, Pensionierungen (auch gesundheitlich bedingte Frühpensionierungen) und den Tod eines Amtsinhabers.

Nach der Inhaltsanalyse und Kodierung der Presseartikel ergab sich, dass 93,6 % der unabhängigen Klassifizierungen übereinstimmten. Diese Übereinstimmung entspricht einer hohen „einfachen“ *Interkoderreliabilität*.<sup>42</sup> Ein weiteres Reliabilitätsmaß, welches neben der tatsächlichen Übereinstimmung auch die zufällig zu erwartenden Übereinstimmungen berücksichtigt, liegt mit dem *Kappa-Koeffizient* vor.<sup>43</sup> Je stärker sich dieser dem Wert 1 annähert, desto besser ist die *Interkoderreliabilität*. Im vorliegenden Fall ergab sich ein *Kappa* von 0,859 ( $p < 0,001$ ), was auf eine sehr zufrieden stellende Reliabilität verweist.

Diejenigen Führungswechsel, bei denen es zu uneinheitlichen Klassifizierungen kam, wurden diskutiert und danach entweder von beiden Kodierern eindeutig zugeordnet oder vom Datensatz ausgeschlossen. Von den 217 identifizierten Führungswechseln konnten 214 Fälle eindeutig klassifiziert werden (74 erzwungene Führungswechsel und 140 Routinewechsel). Drei Fälle mussten aufgrund widersprüchlicher Angaben in der Wirtschaftspresse vom Datensatz ausgeschlossen werden. Die dichotome Variable „Wechselart“ hat den Wert 1 für erzwungene Führungswechsel und 0 für Routinewechsel.

## 2. *Vorsitzkontinuität*

Im Hinblick auf die Führungskonstellation interessiert, ob der amtierende Aufsichtsratsvorsitzende ein ehemaliger Vorstandsvorsitzender bzw. -sprecher ist oder vormalig in anderer Funktion außerhalb des Unternehmens tätig war, d.h. ob Vorsitzkontinuität gegeben ist oder nicht. Diese Informationen ließen sich eindeutig aus dem *Hoppenstedt Aktienführer* und der *Lexis-Nexis* Datenbank entnehmen. Das deutsche Aktienrecht schreibt die Ernennung eines Aufsichtsratsvorsitzenden zwingend vor,<sup>44</sup> weshalb diese Variable in Bezug auf sämtliche Führungswechselfälle erhoben werden konnte. Die Vorsitzkontinuität wurde dabei als dichotom ausgeprägte Variable operationalisiert (Vorsitzkontinuität = 1; keine Vorsitzkontinuität = 0).

## 3. *Erfolgsvariablen*

Zur Operationalisierung der Variablen „Unternehmenserfolg“ hat die Literatur zahlreiche Vorschläge entwickelt, ohne dass sich bis heute ein allgemein anerkannter Erfolgsmaßstab herausgebildet hat.<sup>45</sup> Entsprechend variiert die Auswahl der Erfolgsmaßstäbe und ist sehr stark abhängig von den Zielsetzungen der jeweiligen Studien. Die vorliegende Analyse orientiert sich an drei methodischen Vorüberlegungen:<sup>46</sup>

- a) *Differenz*: Es werden sowohl jahresabschlussbasierte Maße als auch ein kapitalmarkt-basiertes Erfolgsmaß berücksichtigt. Bei den Erstgenannten wird hinsichtlich der Rentabilität zwischen einem nur operativen und einem eher ganzheitlichen Erfolgsmaßstab unterschieden. Darüber hinaus kommt auch ein Wachstumsmaß zum Einsatz.

- b) *Transparenz*: Um die Nachvollziehbarkeit der Kennzahlenberechnung sicherzustellen, erfolgt die Auswahl nach der Maxime „*keep it simple*“, d.h. es werden in der einschlägigen Literatur gängige und klar definierte jahresabschlussbasierte Maße verwendet, die in der Regel in den Geschäftsberichten der jeweiligen Unternehmen ausgewiesen sind und keiner individuellen (d.h. fehleranfälligen) Kalkulation bedürfen. Dieser Grundsatz gilt auch für das kapitalmarktbasierende Erfolgsmaß: Zwar erfolgt in diesem Fall eine eigenständige Kalkulation, diese basiert aber auf den öffentlich leicht zugänglichen Parametern „*Aktienwert*“ und „*Dividende*“.
- c) *Internationale Vergleichbarkeit*: Darüber hinaus orientiert sich die Auswahl der Erfolgsmaßstäbe an bereits vorliegenden Studien zur Beziehung zwischen erzwungenem Führungswechsel und Unternehmenserfolg aus dem angloamerikanischen Raum, um die internationale Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu ermöglichen.

Entsprechend diesen Zielkriterien wird die Variable „Unternehmenserfolg“ anhand von drei jahresabschlussbasierten Maßen und einem kapitalmarktbasierenden Maß operationalisiert.<sup>47</sup>

- EBIT/TA (Earnings Before Interests and Taxes/Total Assets): größenbereinigtes operatives Ergebnis.<sup>48</sup>
- ROA (Return on Assets): Gesamtkapitalrentabilität.
- SG (Sales Growth): Umsatzwachstum.<sup>49</sup>
- RTS (Return to Shareholders): kapitalmarktbasierendes Erfolgsmaß.<sup>50</sup>

Sämtliche Erfolgsmaße sind als Durchschnittswerte berechnet, und zwar entweder als Durchschnitt der zweijährigen Periode vor einem Führungswechsel oder als Durchschnitt der zweijährigen Periode nach einem Führungswechsel.<sup>51</sup> Das Jahr des Führungswechsels selbst wurde bei der Kalkulation der Erfolgslage nicht verwendet, da nicht klar zurechenbar ist, ob dieses Jahr in die Verantwortung des entlassenen Vorstandsvorsitzenden oder in die Verantwortung seines Nachfolgers fällt. Dieses Vorgehen trägt außerdem der Problematik einer kurzfristigen bilanzpolitischen Manipulation Rechnung.<sup>52</sup>

Alle Kennzahlen sind um Brancheneffekte bereinigt. Einen geeigneten und international anerkannten Ausgangspunkt dafür bildet der *Standard Industrial Classification (SIC)-Code*.<sup>53</sup> Auf der Basis dieses Kodex wurden die Unternehmen der Stichprobe auf der höchsten *SIC*-Aggregationsebene sieben verschiedenen Branchen zugeordnet. In der Folge wurden für jedes Erfolgsmaß jährliche Branchendurchschnitte errechnet. Die branchenbereinigten Erfolgsmaße der Unternehmen berechnen sich dann als Subtraktion des Branchendurchschnitts von den jeweiligen Unternehmenswerten einer Periode („Mittelwertdifferenzen-Methode“). Diese branchenbereinigten Kennzahlen finden bei der Überprüfung der Hypothesen 2, 2a und 2b Verwendung.

Für alle branchenbereinigten Werte wurden auch relative Veränderungswerte berechnet. Eine Berechnung prozentualer Veränderungen ist zur Überprüfung der Hypothesen 3, 3a und 3b sinnvoll, da diese auf den Nachperiodenerfolg fokussieren: Es kann nicht erwartet werden, dass ein sanierungsbedürftiges Unternehmen innerhalb von nur zwei Jahren nach Amtsantritt der neuen Spitzenführungskraft auf das Erfolgsniveau der Branche gebracht werden kann. Bei Unternehmen, die ihren Vorstandsvorsitzenden aufgrund einer inferioren Ertragslage entlassen haben, sollten jedoch zumindest stärkere relative Steigerungen der Erfolgslage in der Nachperiode sichtbar werden.<sup>54</sup>

#### 4. Kontrollvariablen

In der Führungswechselliteratur werden verschiedene unternehmensinterne und -externe Kontingenzzbedingungen diskutiert, die sich direkt auf erzwungene Führungswechsel und/oder den Unternehmenserfolg auswirken können. Die fünf am häufigsten genannten Kontingenzen werden als Kontrollvariablen in den Analyserahmen integriert. Dabei handelt es sich um a) die Unternehmensgröße, b) das Unternehmensalter, c) das Wechseljahr, d) den Nachfolgetyp und e) den Mehrfachwechsel:

- a) Die *Unternehmensgröße* zählt, wie auch das Unternehmensalter, zu den gängigen Kontrollvariablen in der Organisations- und Managementforschung. Große Unternehmen stehen stärker im öffentlichen Rampenlicht als kleine Unternehmen, und ihre Führungsspitzen sind daher einem stärkeren Druck ausgesetzt, eine gute Performance nachzuweisen. Deshalb sind bei großen Unternehmen tendenziell mehr erzwungene Führungswechsel zu erwarten als bei kleinen.<sup>55</sup> Darüber hinaus zeigt die Empirie, dass die Unternehmensgröße nicht nur die Handhabung von Corporate-Governance-Vorkehrungen beeinflusst (z.B. den erzwungenen Führungswechsel), sondern auch den Unternehmenserfolg.<sup>56</sup> Zur Operationalisierung der Unternehmensgröße wird in der vorliegenden Untersuchung die „*Mitarbeiterzahl*“ (in logarithmischer Transformation) verwendet. Die Informationen entstammen, wie die Erfolgsmaße, der *Bloomberg* Datenbank.
- b) Das *Unternehmensalter* verstärkt die Bürokratisierung unternehmensinterner Abläufe. Durch eine Bürokratisierung können Führungswechsel einerseits weniger einschneidend wirken, was sich tendenziell fördernd auf ihre Häufigkeit auswirken kann.<sup>57</sup> Andererseits kann die Bürokratisierung Entscheidungsabläufe auch verzögern,<sup>58</sup> so dass Führungswechsel, insbesondere erzwungene Führungswechsel, seltener beobachtbar sein sollten. Die potenziellen Einflüsse des Unternehmensalters sind somit zu kontrollieren. In dieser Studie wird das Unternehmensalter als Differenz zwischen dem Gründungsjahr und dem Jahr des Führungswechsels bestimmt. Die Informationen entstammen dem *Hoppenstedt Aktienführer*.
- c) Das *Jahr des Führungswechsels* wird als Kontrollvariable berücksichtigt, da eventuelle Jahreseffekte (z.B. konjunkturelle Einflüsse, Börseneinbrüche, 9/11) die Untersuchungsergebnisse verzerren können.<sup>59</sup> Um solche Effekte zu kontrollieren, werden zehn dichotom ausgeprägte Indikatorvariablen verwendet, eine für jedes Jahr der Periode 1995 bis 2004. Die Informationen entstammen ebenfalls dem *Hoppenstedt Aktienführer*.
- d) Dem *Nachfolgetyp* (Insider-Outsider-Status) wird insbesondere im Hinblick auf die Erfolgsentwicklung im Anschluss an einen Führungswechsel ein teils erhebliches Einflusspotenzial attestiert: Outsidern wird eher eine nachhaltige Verbesserung der Ertragslage zugetraut als Insider.<sup>60</sup> Entsprechend wird diese Kontrollvariable bei der Überprüfung der Hypothesen 3, 3a und 3b berücksichtigt, da diese auf die Erfolgsentwicklung nach einem erzwungenen Führungswechsel fokussieren. Die neu bestellten Vorstandsvorsitzenden oder -sprecher werden als *Insider* klassifiziert (Wert = 0), wenn sie vor dem Führungswechsel im Unternehmen angestellt waren beziehungsweise als *Outsider* (Wert = 1), falls sie auf dem externen Arbeitsmarkt für Top-Mana-

ger rekrutiert wurden. Die Klassifizierungen ließen sich eindeutig Unternehmensmitteilungen (z.B. Lebensläufen der Vorstandsvorsitzenden) und der *Lexis-Nexis* Datenbank entnehmen. Allerdings wurde der Vorstandsvorsitzende bzw. -sprecher in sechs Fällen durch eine Doppelspitze bzw. ein mehrköpfiges Führungsgremium ersetzt. Den 214 Führungswechselfällen stehen somit nur 208 eindeutig klassifizierbare Führungsnachfolgefälle gegenüber.

- e) Bei einigen Unternehmen (36%) erfolgte während des zehnjährigen Untersuchungszeitraums wiederholt ein Führungswechsel. Um diese *Mehrfachwechsel* in den multivariaten Modellen zu berücksichtigen, wurde eine Indikatorvariable mit dem Wert 1 für Unternehmen mit Mehrfachwechseln und dem Wert 0 für Unternehmen mit nur einem Wechselfall gebildet.

### III. Analysen

Um die aufgestellten Hypothesen zu überprüfen, greift die vorliegende Untersuchung auf Vergleiche von Häufigkeitsverteilungen (Hypothese 1) und multivariate statistische Verfahren zurück. Zur Überprüfung der Hypothesen 2a und 2b werden *logistische* Regressionen, zur Überprüfung der Hypothesen 3a und 3b *lineare* Regressionen eingesetzt.

## G. Ergebnisse

### I. Vorsitzkontinuität in großen deutschen Aktiengesellschaften

Bei den insgesamt identifizierten 214 Führungswechseln überwiegen die Routinewechsel mit einem Anteil von 65,4% im Vergleich zu 34,6% Entlassungen. Dieses Verhältnis deckt sich weitgehend mit den Ergebnissen von Vorgängerstudien.<sup>61</sup> Selbst im US-amerikanischen Raum liegt die Anzahl von Entlassungen nur geringfügig über den für Deutschland ermittelten Werten.<sup>62</sup> Ein Blick auf die Verteilung der zentralen Variablen „*Vorsitzkontinuität*“ in der Stichprobe ergibt folgendes Bild (vgl. Tab. 1):

**Tab. 1.** Vorsitzkontinuität bei Wechselunternehmen von 1995–2004

Vorsitzkontinuität	Gegeben	Nicht gegeben	Gesamt
<i>DAX 100</i>	63 (29,4%)	151 (70,6%)	214 (100,0%)
<i>DAX 30 (subsample)</i>	20 (51,3%)	19 (48,7%)	39 (100,0%)

In Bezug auf die gesamte Stichprobe ist ein Wechsel des Vorstandsvorsitzenden an die Spitze des Aufsichtsrates eher ungewöhnlich. In weniger als einem Drittel aller Fälle ist diese spezielle Führungskonstellation überhaupt anzutreffen. Ein anderes Bild ergibt sich nur, wenn auf die größten börsennotierten deutschen Unternehmen (*DAX 30*) fokussiert wird. In diesem Fall wechselt der ehemalige Vorstandsvorsitzende in über der Hälfte aller Fälle nach seinem Ausscheiden an die Spitze des Aufsichtsrates.<sup>63</sup>

## II. Vorsitzkontinuität und erzwungene Führungswechsel

Gemäß *Hypothese 1* wird erwartet, dass Unternehmen mit Vorsitzkontinuität ihren Vorstandsvorsitzenden seltener entlassen als Unternehmen ohne Vorsitzkontinuität (vgl. Tab. 2).

**Tab. 2.** Vorsitzkontinuität und Führungswechselart des amtierenden Vorstandsvorsitzenden

	Routinewechsel	Entlassungen	Gesamt	Teststatistik
<b>Vorsitzkontinuität (VK)</b>	54 (86%)	9 (14%)	63 (29%)	Chi-Quadrat nach Pearson (Signifikanz) 16,254 (0,000)
<b>Keine VK</b>	86 (57%)	65 (43%)	151 (71%)	
<b>Gesamt</b>	140 (65%)	74 (35%)	214 (100%)	

Das Ergebnis bestätigt die *Hypothese 1*: Bei gegebener Vorsitzkontinuität wird höchst signifikant seltener ( $p < 0,001$ ) eine Entlassung vorgenommen als ein Routinewechsel. Dieser Zusammenhang kann ebenso in den nachfolgenden multivariaten Analysen bestätigt werden (vgl. Tab. 4 bis 7).

## III. Vorsitzkontinuität und Performance vor dem erzwungenen Führungswechsel

Gemäß der *Hypothese 2* wird erwartet, dass eine inferiore Erfolgslage die Wahrscheinlichkeit einer Entlassung des Vorstandsvorsitzenden erhöht. Zudem wird gemäß der *Hypothese 2a* erwartet, dass eine inferiore Erfolgslage bei Unternehmen mit Vorsitzkontinuität seltener (beziehungsweise gemäß der *Hypothese 2b* häufiger) zu Entlassungen des Vorstandsvorsitzenden führt als bei Unternehmen ohne Vorsitzkontinuität.

Tabelle 3 enthält die deskriptive Statistik und eine (Pearson-)Korrelationsmatrix<sup>64</sup> für die in den Hypothesen 2, 2a und 2b berücksichtigten Variablen.<sup>65</sup> Die Ergebnisse zeigen,

**Tab. 3.** Deskriptive Statistik und Pearson Korrelationsmatrix zu den Hypothesen 2a und 2b (n=146 Fälle)

Variablen	Mittelwert	Standardabweichung	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>1. Wechselart</b>	0,34	0,48	1							
<b>2. Vorsitzkontinuität</b>	0,36	0,48	-0,34***	1						
<b>3. RTS</b>	-6,85	27,35	-0,14	0,02	1					
<b>4. SG</b>	-3,91	18,69	-0,14	0,17	-0,02	1				
<b>5. ROA</b>	-0,61	7,56	-0,18**	0,18**	0,43***	0,18**	1			
<b>6. EBIT/TA</b>	-2,65	10,72	-0,14	0,11	0,34***	0,08	0,77***	1		
<b>7. Unternehmensalter</b>	98,21	52,53	-0,08	-0,11	0,10	-0,04	0,01	-0,04	1	
<b>8. Unternehmensgröße</b>	29867	47472	-0,05	0,23***	-0,01	0,01	-0,01	-0,02	-0,06	1
<b>9. Mehrfachwechsel</b>	0,60	0,49	0,17**	-0,12	0,11	-0,15	0,01	-0,07	0,15	-0,16
<b>Signifikanz (2-seitig):</b>										
**p<0,05; ***p<0,01										

dass Multikollinearität zwischen den unabhängigen Variablen, d.h. der Vorsitzkontinuität, den Erfolgsvariablen und den Kontrollvariablen, kein Problem darstellt. Die Vorsitzkontinuität ist lediglich signifikant mit dem ROA und der Unternehmensgröße korreliert.<sup>66</sup>

Die Ergebnisse der logistischen Regressionen, in denen die Wechselart die abhängige Variable ist, befinden sich in den Tabellen 4 bis 7. Die Modelle A und B sind Basismodelle, die neben den Kontrollvariablen (Modell A) auch die Effekte der Erfolgsvariablen und der Vorsitzkontinuität (Modell B) enthalten. Das volle Modell C enthält zusätzlich die den Hypothesen 2a und 2b entsprechenden Interaktionsterme zwischen den Erfolgsvariablen und der Vorsitzkontinuität.<sup>67</sup> Aus Gründen der Übersichtlichkeit sind die Effekte der Kontrollvariablen lediglich in der ersten Tabelle (Tab. 4) vollständig ausgewiesen.

**Tab. 4.** Der Einfluss von kapitalmarktbasierem Unternehmenserfolg und Vorsitzkontinuität auf die Führungswechselart

	MODELL A		MODELL B		MODELL C	
	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler
<b>Konstante</b>	-0,60	1,59	-1,55	1,77	-1,69	1,80
<b>Unternehmensgröße</b>	0,02	0,13	0,14	0,15	0,18	0,15
<b>Unternehmensalter</b>	-0,13	0,21	-0,15	0,23	-0,18	0,23
<b>Mehrfachwechsel</b>	0,77**	0,40	0,78*	0,44	0,73	0,45
<b>Jahr 1996<sup>a</sup></b>	-0,10	0,78	0,40	0,83	0,41	0,83
<b>Jahr 1997<sup>a</sup></b>	-0,51	0,71	-0,05	0,77	-0,09	0,78
<b>Jahr 1998<sup>a</sup></b>	0,18	0,68	0,76	0,73	0,88	0,75
<b>Jahr 1999<sup>a</sup></b>	-0,28	0,65	0,11	0,69	0,22	0,70
<b>Jahr 2001<sup>a</sup></b>	-0,46	0,70	0,03	0,75	-0,05	0,74
<b>Jahr 2002<sup>a</sup></b>	-0,55	0,71	0,22	0,80	0,43	0,83
<b>Jahr 2003<sup>a</sup></b>	-0,80	0,73	-0,47	0,76	-0,56	0,76
<b>Jahr 2004<sup>a</sup></b>	0,38	0,81	0,34	0,84	0,33	0,85
<b>RTS</b>			-0,01*	0,01	-0,01	0,01
<b>Vorsitzkontinuität (VK)</b>			-1,81***	0,50	-2,70***	0,76
<b>RTS x VK</b>					-0,06**	0,03
<b>Log-Likelihood (df)</b>	186,44 (11)		167,12 (13)**		161,78 (14)***	
<b>Pseudo-R-Quadrat<sup>†</sup></b>	0,074		0,230		0,269	
<b>n = 153</b>						
<b>a: Referenzjahr (2000).</b>						
<b>Signifikanz: *p&lt;0,10, **p&lt;0,05, ***p&lt;0,01. † nach Nagelkerke.</b>						

**Tab. 5.** Der Einfluss von umsatzbasiertem Unternehmenserfolg und Vorsitzkontinuität auf die Führungswechselart

	MODELL A		MODELL B		MODELL C	
	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler
<b>Konstante</b>	0,12	1,29	-0,33	1,38	-0,32	1,39
<b>Kontrollvariablen</b>	ja	ja	ja	ja	ja	ja
<b>SG</b>			-0,01	0,01	-0,01	0,01
<b>Vorsitzkontinuität (VK)</b>			-1,65***	0,47	-1,66***	0,48
<b>SG x VK</b>					-0,01	0,03
<b>Log-Likelihood (df)</b>	217,26 (12)		200,55 (14)**		200,55 (15)**	
<b>Pseudo-R-Quadrat†</b>	0,078		0,195		0,195	
<b>n = 178</b>						
<b>Signifikanz: *p&lt;0,10, **p&lt;0,05, ***p&lt;0,01. † nach Nagelkerke</b>						

**Tab. 6.** Der Einfluss von rentabilitätsbasiertem Unternehmenserfolg und Vorsitzkontinuität auf die Führungswechselart

	MODELL A		MODELL B		MODELL C	
	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler
<b>Konstante</b>	0,02	1,28	-0,73	1,40	-0,43	1,44
<b>Kontrollvariablen</b>	ja	ja	ja	ja	ja	ja
<b>ROA</b>			-0,05*	0,03	-0,04	0,03
<b>Vorsitzkontinuität (VK)</b>			-1,54***	0,47	-1,92***	0,59
<b>ROA x VK</b>					-0,34**	0,17
<b>Log-Likelihood (df)</b>	218,50 (12)		199,92 (14)**		194,65 (15)***	
<b>Pseudo-R-Quadrat†</b>	0,074		0,204		0,238	
<b>n = 179</b>						
<b>Signifikanz: *p&lt;0,10, **p&lt;0,05, ***p&lt;0,01. † nach Nagelkerke</b>						

**Tab. 7.** Der Einfluss von operativem Unternehmenserfolg und Vorsitzkontinuität auf die Führungswechselart

	MODELL A		MODELL B		MODELL C	
	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler
<b>Konstante</b>	0,21	1,32	-0,68	1,45	-0,73	1,48
<b>Kontrollvariablen</b>	ja	ja	ja	ja	ja	ja
<b>EBIT/TA</b>			-0,04*	0,02	-0,04	0,03
<b>Vorsitzkontinuität (VK)</b>			-1,87***	0,50	-1,85***	0,52
<b>EBIT/TA x VK</b>					0,01	0,06
<b>Log-Likelihood (df)</b>	200,81 (12)		179,97 (14)***		179,94 (15)***	
<b>Pseudo-R-Quadrat†</b>	0,115		0,262		0,263	
<b>n = 170</b>						
<b>Signifikanz: *p&lt;0,10, **p&lt;0,05, ***p&lt;0,01. † nach Nagelkerke</b>						

Das *Modell A* weist nur eine geringe Erklärungskraft auf, wie den Pseudo-R-Quadrat-Werten zu entnehmen ist. Bei den Kontrollvariablen besteht lediglich für Mehrfachwechsel durchgängig ein signifikant positiver Effekt, d.h. die Wahrscheinlichkeit einer Entlassung steigt.<sup>68</sup>

Die Ergebnisse zu *Modell B* zeigen an, dass Unternehmen bei einer inferioren Erfolgslage dazu tendieren, ihren Vorstandsvorsitzenden zu entlassen. Bis auf das bereinigte Umsatzwachstum (SG) liegt bei allen Erfolgsvariablen ein schwach signifikant negativer Effekt vor. Damit kann Hypothese 2 größtenteils bestätigt werden.

Darüber hinaus geht aus den Ergebnissen des *Modells B* hervor, dass die Wahrscheinlichkeit einer Entlassung des Vorstandsvorsitzenden zwar bei einer inferioren Erfolgslage tendenziell steigt, bei gegebener Vorsitzkontinuität jedoch sinkt (vgl. auch Hypothese 1). Der Pseudo-R-Quadrat-Wert ist in Bezug auf alle vier Regressionen im Vergleich zum Ausgangsmodell (*Modell A*) erheblich gestiegen. Der Erfolgslage und der Vorsitzkontinuität kommt offensichtlich ein gewichtiges Prognosepotenzial im Hinblick auf die Erklärung eines Führungswechsels zu. Während die registrierten Erfolgseffekte in drei von vier Fällen einen nur schwach signifikanten Einfluss aufweisen, ist die Vorsitzkontinuität in jedem Fall von hoch signifikantem Einfluss.

Um die Stärke der signifikanten Effekte in *Modell B* (Tab. 4 bis 7) abzuschätzen, wurden marginale Effekte für die Erfolgsvariablen und die Vorsitzkontinuität berechnet. Hinsichtlich der Erfolgsvariablen wurden in jeder Regressionsgleichung alle unabhängigen Variablen auf dem Stichproben-Mittelwert gehalten, um dann für das so bestimmte durchschnittliche Unternehmen zu berechnen, inwieweit eine marginale Verschlechterung des durchschnittlichen Erfolgs (um eine Einheit) die Wahrscheinlichkeit einer Entlassung erhöht. Eine marginale Verschlechterung des Erfolgs führt zu Steigerungen der Entlassungswahrscheinlichkeit zwischen 0,1% und 1%, wobei eine proportionale Steigerung insbesondere bei der Verschlechterung des EBIT und des ROA besteht.<sup>69</sup> Diese marginalen Veränderungen der Entlassungswahrscheinlichkeiten sind somit insbesondere für die beiden zuletzt genannten jahresabschlussbasierten Erfolgsmaße nicht unbedeutend.

Die marginalen Effekte für die Vorsitzkontinuität wurden analog bestimmt: Zunächst wurden alle unabhängigen Variablen auf ihren Stichproben-Mittelwert gesetzt, um dann die Wahrscheinlichkeit der Entlassung für die Fälle nicht vorliegender und vorliegender Vorsitzkontinuität zu berechnen. Im Vergleich zu dem Fall fehlender Vorsitzkontinuität ergeben sich für den Fall existierender Vorsitzkontinuität erhebliche Marginaleffekte: die Wahrscheinlichkeit der Entlassung sinkt bei Vorsitzkontinuität zwischen 16% und 34%.<sup>70</sup> Es kann somit davon ausgegangen werden, dass die Vorsitzkontinuität einen besonders starken Effekt auf die Entlassungswahrscheinlichkeit hat.

In *Modell C* ergeben sich signifikant negative Interaktionseffekte zwischen dem kapitalmarkt-basierten Erfolgsmaß (RTS) und der Vorsitzkontinuität beziehungsweise der Gesamtkapitalrendite (ROA) und der Vorsitzkontinuität. Diese Effekte zeigen an, dass eine Entlassung bei Vorsitzkontinuität vor allem dann wahrscheinlich ist, wenn die Erfolgslage sich verschlechtert. Die verbleibenden beiden Interaktionsterme sind nicht signifikant, zeigen aber zumindest in die gemäß Hypothese 2b erwartete Richtung. Da die Interpretation von Interaktionseffekten bei logistischen Regressionen nicht analog zum OLS-Fall durchgeführt werden kann,<sup>71</sup> haben wir eine graphische Überprüfung der signifikanten Interaktionseffekte bei unterschiedlichen Niveaus der Erfolgsvariablen vorgenommen (vgl. Abb. 1). Für

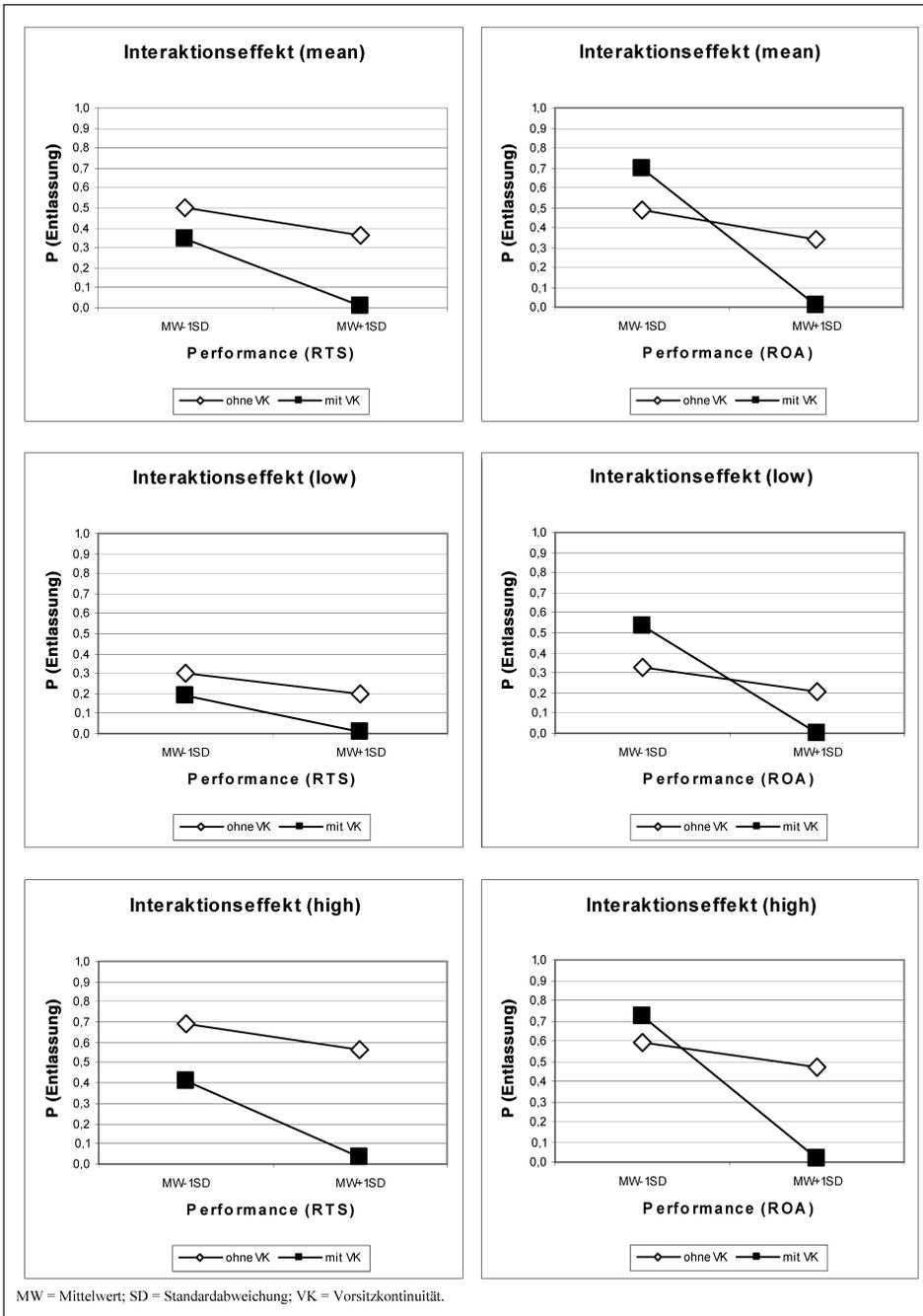


Abb. 1. Entlassungswahrscheinlichkeit in Abhängigkeit vom Erfolgsniveau (RTS und ROA +/- 1 Standardabweichung) bei unterschiedlichen Einflüssen der unabhängigen Variablen jeweils mit und ohne Vorsitzkontinuität.

diese Analysen variieren die Erfolgsvariablen RTS und ROA zwischen einer Standardabweichung unterhalb und oberhalb des Mittelwertes. Die Entwicklung der Entlassungswahrscheinlichkeit bei fehlender beziehungsweise vorliegender Vorsitzkontinuität wurde für drei repräsentative Fälle ermittelt und graphisch dargestellt: ein Unternehmen mit Mittelwerten bei allen Variablen (mean), ein Unternehmen mit einer hohen Entlassungswahrscheinlichkeit, bei dem die Mittelwerte in Abhängigkeit vom Vorzeichen des jeweiligen Koeffizienten um eine Standardabweichung erhöht oder verringert wurden (high) und ein Unternehmen mit niedriger Entlassungswahrscheinlichkeit (low), also das Gegenteil zum gerade beschriebenen Unternehmen mit hoher Entlassungswahrscheinlichkeit. Die sechs resultierenden Graphiken in Abb. 1 ergeben ein eindeutiges Bild: Bei einer Verschlechterung des Erfolgs steigt die Entlassungswahrscheinlichkeit in allen Fällen bei gegebener Vorsitzkontinuität wesentlich stärker an als bei fehlender Vorsitzkontinuität. Die in Anlehnung an die Stewardship-Theorie entwickelte *Hypothese 2b* wird somit weitgehend bestätigt.

#### IV. Vorsitzkontinuität und Performance nach dem erzwungenen Führungswechsel

Der *Hypothese 3* gemäß wird erwartet, dass sich die Erfolgslage von Unternehmen, die ihren Vorstandsvorsitzenden entlassen, im Anschluss an den Führungswechsel verbessert. Zudem ist entsprechend der *Hypothese 3a* davon auszugehen, dass sich die Erfolgslage von Unternehmen, die ihren Vorstandsvorsitzenden bei gegebener Vorsitzkontinuität entlassen, in der Zukunft verschlechtert. Demgegenüber ist gemäß der *Hypothese 3b* zu vermuten, dass sich die Erfolgslage im Falle dieser Führungskonstellation verbessert.

Tabelle 8 enthält die deskriptive Statistik und eine (Pearson-) Korrelationsmatrix<sup>72</sup> für die in den Hypothesen 3, 3a und 3b berücksichtigten Variablen.

**Tab. 8.** Deskriptive Statistik und Pearson Korrelationsmatrix zu den Hypothesen 3a und 3b (n=75 Fälle)

Variablen	Mittelwert	Standardabw.	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1. Wechselart	0,36	0,48	1								
2. Vorsitzkontinuität	0,36	0,48	-0,16	1							
3. RTS-V	-2,19	25,98	0,08	0,12	1						
4. SG-V	1,44	24,49	-0,07	-0,10	0,01	1					
5. ROA-V	-0,63	6,07	-0,10	0,11	0,05	-0,10	1				
6. EBIT/ TA-V	-1,01	7,53	-0,18	-0,14	-0,01	-0,01	0,09	1			
7. Nachfolgetyp	0,29	0,46	0,25**	-0,06	0,09	-0,06	0,07	0,05	1		
8. Unternehmensalter	105,23	46,51	-0,11	-0,16	-0,05	0,16	0,04	-0,02	-0,03	1	
9. Unternehmensgröße	24142	32438	-0,03	0,26**	0,06	-0,09	0,09	0,06	-0,09	-0,05	1
10. Mehrfachwechsel	0,69	0,46	0,26**	-0,04	-0,07	0,12	-0,13	-0,09	0,11	-0,22	-0,15
Signifikanz (2-seitig): **p<0,05; ***p<0,01											

Die Tabellen 9 bis 12 enthalten die Ergebnisse der diesbezüglichen linearen Regressionen, bei der die vier Erfolgsindikatoren die abhängigen Variablen sind.<sup>73</sup> Modelle A und B sind Basismodelle, die neben den Kontrollvariablen (*Modell A*) auch die Effekte der Führungswechselart und der Vorsitzkontinuität (*Modell B*) berücksichtigen. Das volle *Modell C* enthält zusätzlich die den Hypothesen 3a und 3b entsprechenden Interaktionsterme zwischen der Führungswechselart und der Vorsitzkontinuität. Die Effekte der Kontrollvariablen sind aus Gründen der Übersichtlichkeit erneut nur in der ersten Tabelle (Tab. 9) vollständig ausgewiesen.

**Tab. 9.** Der Einfluss von Vorsitzkontinuität und Führungswechselart auf die kapitalmarktbasierende Erfolgswicklung (RTS-V)

	MODELL A		MODELL B		MODELL C	
	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler
Konstante	-6,64	30,61	-1,70	30,62	-1,20	31,01
Unternehmensgröße	1,76	2,34	0,62	2,46	0,63	2,48
Unternehmensalter	-1,40	3,62	-0,70	3,65	-0,77	3,71
Nachfolgetyp	4,49	6,18	2,60	6,46	2,51	6,53
Mehrfachwechsel	-6,05	6,10	-7,20	6,17	-7,24	6,22
Jahr 1996 <sup>a</sup>	-27,73***	9,91	-30,20***	9,97	-30,36***	10,10
Jahr 1997 <sup>a</sup>	-0,30	8,86	-2,28	8,99	-2,40	9,10
Jahr 1998 <sup>a</sup>	2,13	10,25	-0,76	10,33	-0,56	10,49
Jahr 1999 <sup>a</sup>	-1,57	8,68	-2,36	8,65	-2,22	8,76
Jahr 2001 <sup>a</sup>	1,07	9,13	-0,88	9,22	-0,82	9,29
Wechselart (WA)			7,65	6,07	7,12	7,12
Vorsitzkontinuität (VK)			8,22	6,22	7,65	7,37
WA x VK					1,97	13,47
F-Statistik (df)	1,69 (9,76)		1,67 (11,74)*		1,51 (12,73)	
Korrig. R-Quadrat n = 86	0,068		0,079		0,067	
A: Referenzjahr (2000). Signifikanz: *p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01.						

**Tab. 10.** Der Einfluss von Vorsitzkontinuität und Führungswechselart auf die umsatzbasierte Erfolgswicklung (SG-V)

	MODELL A		MODELL B		MODELL C	
	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler
Konstante	9,42	15,76	8,38	15,99	9,85	16,15
Kontrollvariablen	ja	ja	ja	ja	ja	ja
Wechselart (WA)			-1,26	4,27	-3,14	4,99
Vorsitzkontinuität (VK)			-2,96	4,30	-4,85	5,03
WA x VK					7,20	9,86
F-Statistik (df)	0,92 (11,105)		0,81 (13,103)		0,79 (14,102)	
Korrig. R-Quadrat n = 117	-0,007		-0,022		-0,026	
Signifikanz: *p<0,10, **p<0,05, ***p<0,01.						

**Tab. 11.** Der Einfluss von Vorsitzkontinuität und Führungswechselart auf die rentabilitätsbasierte Erfolgswentwicklung (ROA-V)

	MODELL A		MODELL B		MODELL C	
	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler
<b>Konstante</b>	4,32	4,36	4,12	4,46	4,60	4,50
<b>Kontrollvariablen</b>	ja	ja	ja	ja	ja	ja
<b>Wechselart (WA)</b>			0,23	1,15	-0,37	1,34
<b>Vorsitzkontinuität (VK)</b>			-0,23	1,18	-0,84	1,38
<b>WA x VK</b>					2,31	2,68
<b>F-Statistik (df)</b>	1,42 (11,103)		1,18 (13,101)		1,15 (14,100)	
<b>Korrig. R-Quadrat</b>	0,039		0,020		0,018	
<b>n = 115</b>						
<b>Signifikanz: *p&lt;0,10, **p&lt;0,05, ***p&lt;0,01.</b>						

**Tab. 12.** Der Einfluss von Vorsitzkontinuität und Führungswechselart auf die operative Erfolgswentwicklung (EBIT/TA-V)

	MODELL A		MODELL B		MODELL C	
	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler	B-Koeffizient	Standardfehler
<b>Konstante</b>	0,03	5,80	-1,48	5,74	-1,85	5,80
<b>Kontrollvariablen</b>	ja	ja	ja	ja	ja	ja
<b>Wechselart (WA)</b>			-2,38	1,63	-1,81	1,91
<b>Vorsitzkontinuität (VK)</b>			-3,91**	1,60	-3,38*	1,85
<b>WA x VK</b>					-2,14	3,73
<b>F-Statistik (df)</b>	1,35 (11,95)		1,72 (13,93)*		1,61 (14,92)*	
<b>Korrig. R-Quadrat</b>	0,035		0,081		0,074	
<b>n = 107</b>						
<b>Signifikanz: *p&lt;0,10, **p&lt;0,05, ***p&lt;0,01.</b>						

Den Tabellen 9 bis 12 ist zu entnehmen, dass sämtliche Modelle so gut wie keinen Erklärungsgehalt aufweisen.<sup>74</sup> Der Anteil der durch die *Modelle B* und *C* zusätzlich erklärten Varianz verändert sich gegenüber *Modell A* (wenn überhaupt) nur marginal. Aus den Ergebnissen des *Modells B* ergibt sich, dass die Wechselart kein Indikator des zukünftigen Erfolgs ist. Insbesondere gelingt es Unternehmen im Anschluss an eine Entlassung nicht, ihre Erfolgslage signifikant zu verbessern.<sup>75</sup> Hypothese 3 wird somit nicht bestätigt.

Die Ergebnisse des *Modells B* zeigen zudem an, dass auch die Vorsitzkontinuität in Bezug auf die Erfolgswentwicklung im Anschluss an einen Führungswechsel eine zu vernachlässigende Rolle spielt. Lediglich die operative Erfolgswentwicklung (Tab. 12) verschlechtert sich bei gegebener Vorsitzkontinuität im Anschluss an einen Führungswechsel signifikant. Dieser Befund gilt jedoch für alle Wechsel und nicht nur für den hier interessierenden speziellen Fall einer Entlassung.

In *Modell C* ist kein Interaktionseffekt signifikant, was darauf hinweist, dass sich die Erfolgslage von Unternehmen im Anschluss an eine Entlassung bei gegebener Vorsitz-

kontinuität weder verbessert noch verschlechtert. In der Summe müssen daher sowohl *Hypothese 3a* als auch *Hypothese 3b* abgelehnt werden.

## H. Ergebnisdiskussion und Fazit

Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass ein Wechsel des Vorstandsvorsitzenden an die Spitze des Aufsichtsrates bei großen börsennotierten Unternehmen (*DAX 100*) nicht als Regelfall bezeichnet werden kann. Vielmehr stellt diese spezielle Führungskonstellation in Bezug auf die gesamte Stichprobe eher eine Ausnahme dar. Allerdings wechseln in den größten börsennotierten Unternehmen (*DAX 30*) immerhin knapp über die Hälfte aller amtierenden Vorstandsvorsitzenden nach dem Ende ihrer Amtszeit an die Spitze des Aufsichtsrates (vgl. Tab. 1). Diesem von uns als *Vorsitzkontinuität* bezeichneten Phänomen kommt, wie erwartet, eine stabilisierende Wirkung in Bezug auf die Art eines Führungswechsels zu: Unabhängig von der Erfolgslage eines Unternehmens werden amtierende Vorstandsvorsitzende bei gegebener *Vorsitzkontinuität* seltener entlassen, als wenn der Aufsichtsratsvorsitzende vormals eine andere Position außerhalb des Unternehmens bekleidet hat (vgl. Tab. 2).

Allerdings ergibt sich ein differenzierteres Bild, wenn die Erfolgslage von Unternehmen im Vorfeld eines Führungswechsels in der Analyse berücksichtigt wird: Im Falle einer inferioren Erfolgslage wirkt sich die *Vorsitzkontinuität* konform mit den stewardshiptheoretischen Erwartungen positiv auf die Wahrscheinlichkeit einer Entlassung des amtierenden Vorstandsvorsitzenden aus (vgl. Tab. 4 bis 7 und Abb. 1). Die Corporate-Governance-Mechanismen funktionieren also entgegen den Mutmaßungen in Politik und Wirtschaftspresse bei gegebener *Vorsitzkontinuität* sogar noch effektiver in Bezug auf eine forcierte strategische Neuausrichtung krisengeschüttelter Unternehmen als in Fällen, in denen der Aufsichtsratsvorsitzende einen unternehmensexternen Werdegang aufweist. Allerdings verbessert sich die Erfolgslage von Unternehmen im Anschluss an eine Entlassung auch bei gegebener *Vorsitzkontinuität* nicht signifikant, wobei auch das Gegenteil nicht zutrifft: Unabhängig vom Aufsichtsratsvorsitztyp zum Zeitpunkt ihrer Einstellung gelingt den neu berufenen Vorstandsvorsitzenden im Anschluss an eine erfolgsbedingte Entlassung in den ersten zwei Jahren nach Amtsantritt keine signifikante Verbesserung der Erfolgslage ihrer Unternehmen (vgl. Tab. 9 bis 12).

## I. Forschungsimplicationen

Unsere Studie liefert keine Unterstützung für agencytheoretisch begründete Hypothesen, wohl aber für die Stewardship-Theorie. Die Agency-Theorie alleine kann die Effektivität der *Vorsitzkontinuität* offensichtlich nicht hinreichend erklären und sollte deshalb durch die Stewardship-Theorie ergänzt werden. Zukünftige Studien, die in Bezug auf Corporate-Governance-Problemstellungen die Agency- und die Stewardship-Theorie vergleichend und damit auch konkurrierend überprüfen, lassen somit einen Erkenntnisfortschritt erwarten.<sup>76</sup> Insbesondere sind weitere Kontingenzbedingungen zu erforschen, die Aufschluss darüber geben können, ob bestimmte Corporate-Governance-Vorkehrungen (z.B. die *Vorsitzkontinuität*) eher im Sinne der Agency- oder der Stewardship-Theorie gestaltet werden

sollten. Neben der Stärke der treuhänderischen Motivation des Aufsichtsratsvorsitzenden und anderer Spitzenführungskräfte sind hierbei insbesondere Macht- und Netzwerkbeziehungen von Interesse.<sup>77</sup> Zur Ergründung dieser Fragestellungen bietet sich auch die qualitative empirische Forschung an.

Die insignifikanten Ergebnisse hinsichtlich der Erfolgsentwicklung nach der Einstellung des Nachfolgers eines entlassenen Vorstandsvorsitzenden sind ein erneuter Beleg für die Wichtigkeit der Erforschung der Kriterien der Nachfolgerwahl.<sup>78</sup> Hierzu zählen nicht nur die Wirkungen einer systematischen Führungskräfte- und Nachfolgeplanung, z.B. auf der Basis eines in den USA üblichen „Bestellungsausschusses“,<sup>79</sup> sondern auch die Qualifikationen und Persönlichkeitsmerkmale der nachfolgenden Spitzenführungskräfte.<sup>80</sup>

## II. Praktische Implikationen

Die in Politik und Presse geäußerte pauschale Kritik an der Vorsitzkontinuität und ihr inzwischen häufig gefordertes gesetzliches Verbot<sup>81</sup> sind vor dem Hintergrund unserer Untersuchungsergebnisse abzulehnen: Ehemalige Vorstandsvorsitzende an der Spitze des Aufsichtsrats stellen einen wirkungsvollen Corporate-Governance-Mechanismus dar, und zwar insofern, als der amtierende Vorstandsvorsitzende bei Vorliegen einer inferioren Erfolgslage eher ultimativ diszipliniert (d.h. entlassen) wird, als wenn diese spezielle Führungskonstellation nicht gegeben ist.

Unsere Befunde sind nicht dahingehend zu interpretieren, dass Aufsichtsratsvorsitzende oder andere Agenten sich nicht opportunistisch verhalten können und deshalb nicht überwacht werden sollten – eine solche Behauptung wird auch von den Vertretern der Stewardship-Theorie nicht aufgestellt.<sup>82</sup> Unsere Ergebnisse und die anderer Studien<sup>83</sup> legen jedoch nahe, dass viele Aufsichtsratsvorsitzende und auch andere Führungskräfte ihre Mandate weitgehend uneigennützig, d.h. treuhänderisch wahrnehmen. Anstelle eines gesetzlichen Verbots, das empirisch nicht abgesichert wäre, sondern sich lediglich auf einige in der Presse besonders hervorgehobene Einzelfälle opportunistischen Verhaltens stützt, sollte der Gesetzgeber Anreizstrukturen entwickeln, die bei den Aufsichtsratsvorsitzenden die Neigung verstärken, ihre Mandate treuhänderisch wahrzunehmen. Insbesondere immaterielle Anreize, die das Ehrgefühl der Aufsichtsratsvorsitzenden ansprechen,<sup>84</sup> bieten sich hierzu an: Ein Aufsichtsratsvorsitzender, der nach langjähriger Tätigkeit im Top-Management den Aufsichtsratsvorsitz übernommen hat, denkt bereits an sein Vermächtnis, d. h. an die positive Beurteilung seiner Lebensleistung.

## Anmerkungen

\* Wir danken Herrn Dr. Ingo Weller und zwei anonymen Gutachtern für exzellente Kommentare und Anregungen.

1 In Deutschland wurde die Kontrollfunktion des Aufsichtsrats im Aktiengesetz (AktG) verstärkt, z.B. durch eine Änderung des § 111 in den Jahren 1998 und 2002. Darüber hinaus wurden die Corporate-Governance-Regelungen des AktG ergänzt, insbesondere durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahre 1998 sowie das Transparenz- und Publizitätsgesetzes (TransPUG) im Jahre 2002. Ein Kernelement des TransPUG ist die Anbindung des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK), der Verhaltensempfehlungen für eine gute Unternehmensführung und -kontrolle enthält, an das AktG (vgl. § 161 AktG). In den USA ist im Zuge der Entwicklung effektiverer Corporate-Governance-Me-

- chanismen die Verabschiedung des Sarbanes-Oxley Acts (SOA) im Jahre 2002 hervorzuheben. Selbst im Vorfeld dieser rechtlichen Regelungen wurde beobachtet, dass viele Unternehmen freiwillig Corporate-Governance-Mechanismen einführten, die eine stärkere Kontrolle ermöglichten. So stellten in Deutschland mehrere Unternehmen bereits Mitte der 90er Jahre ihre Rechnungslegung auf die besonders publizitätsfreundlichen internationalen Standards IAS oder GAAP um (vgl. z.B. Tuschke/Sanders 2003).
- 2 Vgl. z.B. Denis/Denis (1995); Denis/Kruse (2000); Wiersema (2002); Salomo (2001); Bresser et al. (2005).
  - 3 Vgl. Wiersema (2002); Nadler (2004); Bresser et al. (2005).
  - 4 Vgl. z.B. Löwer (2005); Hops (2006).
  - 5 Vgl. Hops (2006).
  - 6 Vgl. Hirn/Student (2002); Papendick/Student (2005).
  - 7 Vgl. Malik (2002); Oechsler (2003); Fockenbrock (2004); Hops (2006). Diskutiert und vermeintlich belegt werden diese Vorwürfe allerdings lediglich durch einige von der Wirtschaftspresse besonders herausgestellte Fallbeispiele, z.B. bezüglich des früheren Aufsichtsratschefs der HypoVereinsbank, Albrecht Schmidt, oder des Aufsichtsratsvorsitzenden von Volkswagen, Ferdinand Piëch (Papendick/Student 2005; Frese 2006).
  - 8 Vgl. DCGK (2006, Abschnitt 5.4.4.).
  - 9 Vgl. Fockenbrock (2004); Hops (2006).
  - 10 Vgl. o.V. (2006); Neukirch (2006).
  - 11 Vgl. z.B. Rechner/Dalton (1991); Baliga et al. (1996); Goyal/Park (2002).
  - 12 Vgl. AktG § 105, Abs. 1.
  - 13 Vgl. z.B. Mallette/Fowler (1992); Boyd (1995).
  - 14 Vgl. z.B. Jensen/Meckling (1976); Eisenhardt (1989); Schwalbach (2003).
  - 15 Vgl. z.B. Fama/Jensen (1983).
  - 16 Vgl. Rechner/Dalton (1991); Boyd (1995); Finkelstein/D'Aveni (1994); Oechsler (2003).
  - 17 Vgl. Daily/Dalton (1997).
  - 18 Vgl. Donaldson/Davis (1991); Davis et al. (1997).
  - 19 Vgl. z.B. Herzberg et al. (1959); Donaldson/Davis (1991).
  - 20 Vgl. Donaldson/Davis (1991).
  - 21 Vgl. Lorsch/MacIver (1989).
  - 22 Wird die Unternehmensperformance berücksichtigt, ergeben sich konträre Hypothesen, je nachdem, ob die Agency-Theorie oder die Stewardship-Theorie zugrunde gelegt wird (vgl. dazu die Abschnitte D und E).
  - 23 Vgl. Hirn/Student (2002); Papendick/Student (2005); Levy (1993).
  - 24 Vgl. z.B. Nadler (2004). Diese Argumentation schließt nicht aus, dass auch ein extern rekrutierter Aufsichtsratsvorsitzender sich im Regelfall um die Bestellung eines qualifizierten Vorstandsvorsitzenden bemüht. Allerdings wird der Externe den Vorstandsvorsitzenden weniger gut beraten können, da er nicht über ein vergleichbares firmenspezifisches Know-how verfügt.
  - 25 Vgl. z.B. Leker/Salomo (1998), Salomo (2001) und Bresser et al. (2005) im deutschsprachigen Raum. Entsprechende Evidenz im amerikanischen Kontext erbringen z.B. Denis/Denis (1995), Goodstein/Boeker (1991), Westphal/Fredrickson (2001) und Zajac/Westphal (1996).
  - 26 Vgl. Berg/Smith (1978); Chaganti et al. (1985); Baliga et al. (1996); Brickley et al. (1997); Daily/Dalton (1997); Dalton/Dalton (2005).
  - 27 Auch Finkelstein/D'Aveni (1994) und Muth/Donaldson (1998) argumentieren, dass die positive Assoziation der Dualität mit der Unternehmensperformance von bestimmten Kontingenzen abhängt, z.B. der informellen Macht oder den Netzwerkbeziehungen des CEOs. Die vorliegende Problematik erscheint somit auch prädestiniert für eine eher qualitativ angelegte Untersuchung von Macht- und Netzwerkbeziehungen.
  - 28 Vgl. Baliga et al. (1996); Daily/Dalton (1997); Papendick/Student (2005).
  - 29 Vgl. Donaldson/Davis (1991); Davis et al. (1997).
  - 30 Vgl. Bresser et al. (2005).
  - 31 Vgl. Weisbach (1988); Denis/Denis (1995).
  - 32 Vgl. Nadler (2004); Papendick/Student (2005). Hinzufügen ist, dass der Aufsichtsratsvorsitzende bei einer eklatanten Fehlbesetzung ebenso einen Machtverlust befürchten muss, so dass er die Qualifikation der Nachfolgekandidaten nicht gänzlich vernachlässigen darf. Aus agencytheoretischer Sicht ist jedoch zu erwarten, dass die Qualifikationen der KandidatInnen weniger bedeutsam sein werden als ihr potenzieller Beitrag zur Machtabsicherung des Aufsichtsratsvorsitzenden.
  - 33 Bei einem extern rekrutierten Aufsichtsratsvorsitzenden ist aus agencytheoretischer Sicht eine derartige machtpolitische Verstrickung weniger wahrscheinlich, wohl aber die Wahl qualifizierter Nachfolger. Agencytheoretisch fundierte Corporate-Governance-Mechanismen zielen primär darauf ab, die Kontrollfunktion und Unabhängigkeit des Aufsichtsrats zu stärken, so dass den Anteilseignerinteressen optimal entsprochen

- wird. Zu diesem Zweck erhebt die agencytheoretisch inspirierte Corporate-Governance-Literatur die Forderung nach Non-Dualität in den USA (vgl. Finkelstein/D'Aveni 1994) beziehungsweise einer starken Einschränkung der für deutsche Verhältnisse typischen Vorsitzkontinuität (vgl. Oechsler 2003; Fockenbrock 2004).
- 34 Vgl. Bresser et al. (2005).
- 35 Vgl. hierzu auch Fußnote 1.
- 36 Seit Einführung am 11.04.1994: *DAX 100* (30 *DAX* und 70 *MDAX* Unternehmen) und seit Umstrukturierung am 24.03.2003: *HDAX* (30 *DAX*, 50 *MDAX* und 30 *TecDAX* Unternehmen).
- 37 Vgl. Bortz (2005, S. 87f).
- 38 In diesem zehnjährigen Zeitraum waren insgesamt  $n = 194$  Unternehmen im *DAX 100* bzw. *HDAX* notiert. Davon müssen aufgrund von Unterschieden in der Führungsstruktur acht nicht-deutsche Gesellschaften abgezogen werden, so dass eine Stichprobe von  $n = 186$  Unternehmen verbleibt. Durch Beginn oder vollständige Rücknahme der Notierung an der Frankfurter Wertpapierbörse variiert die Zahl der in der Untersuchung berücksichtigten Unternehmen allerdings in den einzelnen Jahren. Über den gesamten Untersuchungszeitraum betrachtet sind insgesamt  $n=186$  Unternehmen im *DAX 100* bzw. *HDAX* notiert, im Durchschnitt sind es jedoch nur  $n=151$  Unternehmen.
- 39 Vgl. Salomo (2001); Schrader/Lüthje (1995).
- 40 Vgl. dazu Bresser et al. (2005, S. 1173).
- 41 Die *Lexis-Nexis Group* ist ein Pionier auf dem Gebiet der Online-Recherche. Sie ermöglicht den Zugriff auf mehr als 4,5 Milliarden Volltext-Dokumente, darunter mehr als 150 deutsche Presseerzeugnisse sowie die wichtigsten internationalen Medien ([www.lexis-nexis.com](http://www.lexis-nexis.com)).
- 42 Die „einfache“ Interkoderreliabilität bestimmt sich als Quotient aus der Anzahl übereinstimmender Klassifikationen zur Anzahl aller klassifizierten Wechselfälle. Eine Übereinstimmung der Klassifikation in über 90% der Fälle wird in der Literatur als ein sehr gutes Ergebnis für inhaltsanalytische Einteilungen gewertet (vgl. z.B.: Miller/Friesen 1978, S. 924; Salomo 2001, S. 195).
- 43 Vgl. Cohen (1960).
- 44 Vgl. § 107, Abs. 1 AktG.
- 45 Vgl. für einen Überblick z.B. Barney (2002, S. 28 ff.); Grant (2002, S. 42 ff.).
- 46 Vgl. auch Bresser et al. (2005, S. 1174f.).
- 47 Als Datenbasis zur Erhebung der jahresabschlussbasierten Erfolgsmaße wurde die Datenbank von *Bloomberg* verwendet. Das gilt auch für die beiden noch zusätzlich erhobenen Erfolgsmaße des „*Pre-Tax-Income*“ und des „*Revenue Growth*“ (vgl. Fußnoten 48 und 49).
- 48 Allerdings weisen die Finanzdienstleister der Stichprobe ( $n = 37$ ) ein operatives Ergebnis im Sinne des EBIT nicht aus: Als Pendant zu dieser Kennzahl wird in diesem Fall das „*Pre-Tax-Income*“ erhoben. Diese Vorgehensweise wird sowohl bei *Bloomberg* als auch bei *Compustat* als äquivalent angesehen, und sie entspricht auch der Forschungspraxis (vgl. z.B. Boyd 1995; Denis/Denis 1995; Murphy/Zimmerman 1993). Um sicherzustellen, dass Finanzdienstleister unsere Ergebnisse nicht verzerren, haben wir die den EBIT betreffenden logistischen Regressionen nochmals ohne Finanzdienstleister berechnet. Es ergeben sich keine signifikanten Abweichungen zu unseren bisherigen Ergebnissen. Diese alternativen Berechnungen können auf Anfrage von den Autoren bezogen werden.
- 49 Auch ein Umsatzwachstum ist für einige Finanzdienstleister (vornehmlich Banken) nicht verfügbar: Als Pendant zu dieser Kennzahl wird in diesem Fall das „*Revenue Growth*“ erhoben. Zur Sensitivitätsanalyse bezüglich des Umsatzwachstums sind wir wie in Fußnote 48 dargelegt vorgegangen und gelangen zu den gleichen (unveränderten) Ergebnissen.
- 50 Als Datenbasis zur Berechnung des RTS wurde der *Hoppenstedt Aktienführer* herangezogen, da dieser weitgehend vollständige Angaben zur Dividende und Aktienkursentwicklung enthält. Zur Vorgehensweise vgl. Grant (2002, S. 42). Die Berechnung eines RTS (und seiner Derivate) ist in der Literatur weit verbreitet, obwohl Risikoaspekte der Aktienperformance nicht berücksichtigt werden.
- 51 Ein Betrachtungszeitraum von zwei Jahren vor und nach einem Führungswechsel entspricht der gängigen internationalen Praxis (vgl. z.B. Lauterbach et al. 1999; Wiersema 2002). Insofern trägt diese Vorgehensweise zur besseren Vergleichbarkeit der Ergebnisse bei. Ein längerer Betrachtungszeitraum ist auch deshalb nicht sinnvoll, da dann der Zusammenhang der Erfolgsentwicklung mit dem Führungswechselvorfall zweifelhaft ist (vgl. dazu auch Lauterbach et al. 1999).
- 52 Vgl. dazu insbesondere: Salomo (2001, S. 316ff.).
- 53 Vgl. [http://www.wave.net/upg/immigration/sic\\_headings.html](http://www.wave.net/upg/immigration/sic_headings.html) vom 11.06.2004.
- 54 Vgl. zu weiteren Details der Berechnungsmethodik auch: Bresser et al. (2005, S. 1174f.).
- 55 Vgl. z.B. Fizel et al. (1990); Peffer/Moore (1980); Warner et al. (1988).

- 56 Vgl. z.B. Henderson/Fredrickson (1996); Tuschke/Sanders (2003).
- 57 Vgl. z.B. Harrison et al. (1988).
- 58 Vgl. z.B. Stinchcombe (1965); Tuschke/Sanders (2003).
- 59 Vgl. z.B. Gedajlovic/Shapiro (1998, S. 545).
- 60 Vgl. z.B. Parrino (1997); Lauterbach et al. (1999); Wiersema (2002).
- 61 Vgl. Bresser et al. (2005, S. 1176f.).
- 62 So ermitteln beispielsweise Denis/Denis (1995) einen Anteil von 36% Entlassungen und Wiersema (2002) einen Anteil von 39% Entlassungen.
- 63 Die in der Wirtschaftspresse anzutreffenden kritischen Stimmen zur Vorsitzkontinuität verwenden durchweg nur Beispiele aus DAX30-Unternehmen und übersehen dabei, dass das Phänomen deutlich weniger hervortritt, wenn man den Kreis der betrachteten Großunternehmen (z.B. auf die DAX100-Gruppe) ausweitet (vgl. z.B. Papendick/Student 2005; Hops 2006).
- 64 Die Korrelationen beruhen lediglich auf jenen Führungswechselfällen (n=146), für die Werte zu sämtlichen Variablen in allen berücksichtigten Perioden zur Verfügung stehen (vgl. auch Fußnote 67).
- 65 Aus Übersichtlichkeitsgründen sind die Werte der zehn das Wechseljahr betreffenden Indikatorvariablen nicht in den deskriptiven Tabellen 3 und 8 verzeichnet.
- 66 Multikollinearität entsteht zwangsläufig bei der Verwendung von Interaktionstermen. Um den Einfluss von Multikollinearität auf unsere Ergebnisse zu überprüfen, haben wir sämtliche Regressionen auch unter Verwendung standardisierter Variablen berechnet. Da die Ergebnisse nur unwesentlich abweichen, weisen wir in den Tabellen Ergebnisse aus, die mit den unstandardisierten Variablen berechnet wurden (vgl. zu dieser Vorgehensweise auch: Aguinis 2004, S. 22–41).
- 67 Die in Tab. 4 bis 7 sowie den Tab. 9 bis 12 berücksichtigten Führungswechselfälle variieren über die Erfolgsmaße hinweg, da nicht für jedes Unternehmen der Stichprobe sämtliche Erfolgskennzahlen über einen Zeitraum von drei bzw. fünf Jahren verfügbar waren. Gründe hierfür sind Veränderungen der Unternehmen während des Untersuchungszeitraums, z.B. Ende der Börsennotierung, Unternehmenszusammenschlüsse, Insolvenzen und Rechtsformumwandlungen. Darüber hinaus enthält die *Bloomberg*-Datenbank einige Missing Values.
- 68 Dieser Effekt ist nicht verwunderlich, denn bei mehrfachen Wechseln der Spitzenführungskraft innerhalb eines gegebenen Zeitraums kann davon ausgegangen werden, dass diese Wechsel nicht nur routinebedingt erfolgt sind.  
– Das Jahr 1995 ist nicht in Tab. 4 enthalten, weil es für alle ausgewiesenen Fälle konstant ist. Da in unseren Modellen jeweils eine Konstante angefordert wird, wurde dieser Indikator aus der Analyse entfernt.
- 69 Zu dieser Vorgehensweise bei der Berechnung von Marginaleffekten vgl. Long (1997) sowie Hoetker (2007). Die im Einzelfall ermittelten Werte betragen 0,1 % (RTS), 0,2 % (SG), 1,02 % (ROA) und 0,85% (EBIT).
- 70 Die Marginaleffekte liegen bei -16,13% (RTS), -28,94% (SG), -27,71% (ROA) und -34,2% (EBIT).
- 71 Vgl. Huang/Shields (2000); Ai/Norton (2003); Hoetker (2007).
- 72 Die Korrelationen beruhen wiederum nur auf jenen Führungswechselfällen (n=75), für die Werte zu sämtlichen Variablen in allen berücksichtigten Perioden zur Verfügung stehen.
- 73 Ausgewiesen sind Ergebnisse, die mit unstandardisierten Variablen berechnet wurden. Auch die Verwendung standardisierter Variablen führt zu keiner Veränderung der Ergebnisse (vgl. Fußnote 66).
- 74 Die Einflüsse der Kontrollvariablen sind in diesem Fall bedeutungslos. Lediglich eine Kontrollvariable weist signifikante Werte auf: Das Jahr 1996 hat in Tabelle 9 (RTS-V) durchgängig einen signifikant negativen Effekt auf die Erfolgswentwicklung; dieser Zusammenhang besteht auch in Bezug auf die operative Erfolgswentwicklung (Tab. 12). Diese Effekte sind durch zwei beziehungsweise ein Unternehmen mit besonders starken negativen Erfolgswentwicklungen bedingt. Werden die jeweiligen Unternehmen von der Analyse ausgeschlossen, ist das Jahr 1996 nicht mehr signifikant, und es treten keine nennenswerten Veränderungen gegenüber den in den Tab. 9 und 12 ausgewiesenen Ergebnissen auf.  
– Die Jahre 1995 und 2002 sind nicht in Tab. 9 enthalten, weil sie für alle ausgewiesenen Fälle konstant sind. Da in unseren Modellen jeweils eine Konstante angefordert wird, wurden diese Indikatoren aus der Analyse entfernt. Die Wechseljahre 2003 und 2004 sind hier nicht von Relevanz, da für diese Jahre keine konsolidierten Erfolgsdaten vorliegen (vgl. auch Fußnote 68).
- 75 Vgl. hierzu auch Bresser et al. (2005).
- 76 Vgl. Finkelstein/D’Aveni (1994); Boyd (1995).
- 77 Vgl. Finkelstein/D’Aveni (1994); Muth/Donaldson (1998).
- 78 Unsere Ergebnisse belegen, dass der Aufsichtsratsvorsitzende (auch bei gegebener Vorsitzkontinuität) keine sehr glückliche Hand bei der Neubesetzung der obersten Führungsposition im Entlassungsfall hat. Eine

alternative Erklärung wäre, dass ein Zweijahreszeitraum im Anschluss an eine Entlassung zu kurz ist, als dass sich die möglicherweise eingeleiteten strategischen Reorientierungsmaßnahmen schon in einer verbesserten Erfolgsentwicklung niederschlagen könnten (vgl. Warner et al. 1988). Dagegen spricht allerdings, dass Top-Manager insbesondere infolge erzwungener Führungswechsel bereits früh Veränderungen einleiten müssen, wie es ihr strategisches Mandat von ihnen verlangt. Dieser Handlungsdruck verstärkt sich bei einer inferioren Erfolgslage (vgl. Ndofor/Rathburn 2003) und sollte zumindest in signifikant verbesserten Steigerungsraten des Erfolgs (alle Erfolgsvariablen sind für die Zwecke der Überprüfung der Hypothesen 3, 3a und 3b als Steigerungsraten operationalisiert) zum Ausdruck kommen. Gemäß Tab. 9 bis 12 ist dies jedoch nicht der Fall. Weder die Wechselart noch der Aufsichtsratsvorsitztyp zeigen signifikante Effekte in die erwartete Richtung, ebenso wenig wie die Interaktionsterme.

79 Vgl. z.B. Gerpott (1993, S. 1290f.); Bresser et al. (2005, S. 1185); Witt (2003, S. 70).

80 Vgl. z.B. Datta/Rajagopalan (1998); Datta et al. (2003); Helfat/Bailey (2005).

81 Vgl. Fußnote 10.

82 Vgl. Donaldson/Davis (1991); Davis et al. (1997).

83 Vgl. z.B. Donaldson/Davis (1991); Dahya/Travlos (2000); Boyd (1995).

84 Denkbar wären z.B. besondere Verdienstorden, Ehrendoktorwürden oder Honorarprofessuren, die in Abhängigkeit von der Qualität und dem Erfolg der Mandatsausübung verliehen werden.

## Literatur

Aguinis, H. (2004): *Regression analysis for categorical moderators*, New York.

Ai, C./ Norton, E. C. (2003): Interaction terms in logit and probit models, in: *Economic Letters* 80, S. 123–129.

Baliga, B. R./ Moyer, R. C./ Rao, R. S. (1996): CEO duality and firm performance: What's the fuss?, in: *Strategic Management Journal* 17, S. 41–53.

Barney, J. (2002): *Gaining and sustaining competitive advantage*, New York.

Berg, S. V./ Smith, S. K. (1978): CEO and board chairman: A quantitative study of dual vs. unitary board leadership, in: *Directors and Boards* 3, S. 34–39.

Bortz, J. (2005): *Statistik für Human und Sozialwissenschaftler*, Heidelberg.

Boyd, B. K. (1995): CEO duality and firm performance: A contingency model, in: *Strategic Management Journal* 16, S. 301–312.

Bresser, R. K. F./ Valle Thiele, R./ Biedermann, A./ Lüdeke, H. (2005): Entlassung des Vorstandsvorsitzenden und Unternehmenserfolg: Eine empirische Untersuchung der größten deutschen Aktiengesellschaften, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 12, S. 1165–1192.

Brickley, J. A./ Coles, J. L./ Jarrell, G. (1997): Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board, in: *Journal of Corporate Finance* 3, S. 189–220.

Chaganti, R. S./ Mahajan, V./ Sharma, S. (1985): Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry, in: *Journal of Management Studies* 22, S. 400–417.

Cohen, J. (1960): A coefficient of agreement for nominal scales, in: *Educational and Psychological Measurement* 20, S. 37–46.

Dahya, J./ Travlos, N. G. (2000): Does the one man show pay? Theory and evidence on the dual CEO revisited, in: *European Financial Management* 6, S. 85–98.

Daily, C. M./ Dalton, D. R. (1997): Separate, but not independent: Board leadership structure in large corporations, in: *Corporate Governance* 5, S. 126–136.

Dalton, C. M./ Dalton, D. R. (2005): Boards of directors: Utilizing empirical evidence in developing practical prescriptions, in: *British Journal of Management* 16, S. 91–97.

Datta, D. K./ Rajagopalan, N. (1998): Industry structure and CEO characteristics: An empirical study of succession events, in: *Strategic Management Journal* 19, S. 833–852.

Datta, D. K./ Rajagopalan, N./ Zhang, Y. (2003): New CEO openness to change and strategic persistence: The moderating role of industry characteristics, in: *British Journal of Management* 14, S. 101–114.

Davis, J. H./ Schoorman, D. F./ Donaldson, L. (1997): Toward a stewardship theory of management, in: *Academy of Management Review* 22, S. 20–47.

DCGK (2006): *Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 12.06.2006*, [online], verfügbar: [www.corporate-governance-code.de/ger/download/D\\_CorGov-Endfassung\\_Juni\\_2006.pdf](http://www.corporate-governance-code.de/ger/download/D_CorGov-Endfassung_Juni_2006.pdf), [20.08.2006].

- Denis, D./ Denis, D. (1995): Performance changes following top management dismissals, in: *The Journal of Finance* 1, S. 1029–1057.
- Denis D./ Kruse, T. (2000): Managerial discipline and corporate restructuring following performance declines, in: *Journal of Financial Economics* 55, S. 391–424.
- Donaldson, L./ Davis, J. H. (1991): Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns, in: *Australian Journal of Management* 16, S. 49–64.
- Eisenhardt, K. M. (1989): Agency theory: An assessment and review, in: *Academy of Management Review* 14, S. 57–74.
- Fama, E. F./ Jensen, M. C. (1983): Separation of ownership and control, in: *Journal of Law and Economics* 26, S. 301–325.
- Finkelstein, S./ D'Aveni, R. A. (1994): CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command, in: *Academy of Management Journal* 37, S. 1079–1108.
- Fizel, J. L./ Louie, K. K. T./ Mentzer, M. S. (1990): An economic, organizational and behavioral model of the determinants of CEO tenure, in: *Journal of Economic Behavior and Organization* 14, S. 363–379.
- Fockenbrock, D. (2004): Keine Bewährung für die Wirtschaft, in: *Der Tagesspiegel*, 01.07.2004, S. 8.
- Frese, A. (2006): Piëch siegt, in: *Der Tagesspiegel*, 08. 11. 2006, S. 19.
- Gedajlovic, E. R./ Shapiro, D. M. (1998): Management and ownership effects: Evidence from five countries, in: *Strategic Management Journal* 19, S. 533–553.
- Gerpott, T. J. (1993): Ausscheiden von Top-Managern nach Akquisitionen: Segen oder Fluch? Empirische Befunde zu Zusammenhängen zwischen der Ausscheidensquote von Top-Managern und der Erfolgsentwicklung akquirierter Unternehmen, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 63, S. 1271–1295.
- Goodstein, J./ Boeker, W. (1991): Turbulence at the top: A new perspective on governance structure changes and strategic change, in: *Academy of Management Journal* 34, S. 306–330.
- Goyal, V. K./ Park, C. W. (2002): Board leadership structure and CEO turnover, in: *Journal of Corporate Finance* 8, S. 49–66.
- Grant, R. M. (2002): *Contemporary strategy analysis: concepts, techniques, applications*, Cambridge/MA.
- Harrison, J./ Torres, D./ Kukalis, S. (1988): The changing of the guard: Turnover and structural change in the top-management positions, in: *Administrative Science Quarterly* 33, S. 211–232.
- Helfat, C. E./ Bailey, E. E. (2005): External succession and disruptive change: heirs-apparent, forced turnover and firm performance, in: *Strategic Organization* 3, S. 47–83.
- Henderson, A. D./ Fredrickson, J. W. (1996): Information-processing demands as a determinant of CEO compensation, in: *Academy of Management Journal* 39, S. 575–606.
- Herzberg, F./ Mausner, B./ Snyderman, B. B. (1959): *The motivation to work*, New York.
- Hirn, W./ Student, D. (2002): Willkommen im Klub, in: *Manager Magazin* 4, S. 58–71.
- Hoetker, G. (2007): The use of logit and probit models in strategic management research: Critical issues, in: *Strategic Management Journal* 28, S. 331–343.
- Hops, B. (2006): Deutschlands mächtigste Männer, in: *Der Tagesspiegel*, 19. 08. 2006, S. 16.
- Huang, C./ Shields, T. G. (2000): Interpretation of interaction effects in logit and probit analyses: Reconsidering the relationship between registration laws, education, and voter turnout, in: *American Politics Quarterly* 28, S. 80–95.
- Jensen, M. C./ Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics* 3, S. 305–360.
- Lauterbach, B./ Vu, J./ Weisberg, J. (1999): Internal vs. external succession and their effect on firm performance, in: *Human Relations* 52, S. 1485–1504.
- Leker, J./ Salomo, S. (1998): Die Veränderung der wirtschaftlichen Lage im Verlauf eines Wechsels an der Unternehmensspitze, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 50, S. 156–177.
- Levy, L. (1993): Separate chairmen of the board: Their roles, legal liabilities, and compensation. A special report of the corporate board, Lansing/MI.
- Löwer, C. (2005): Kein Händchen für gute Chefs, in: *Handelsblatt* 239, *Karriere & Management*, S. 2.
- Long, J. S. (1997): *Regression models for categorical and limited dependent variables*, Thousand Oaks/CA.
- Lorsch, J. W./ MacIver, E. (1989): *Pawns or potentates: The reality of america's corporate boards*, Boston/MA.
- Malik, F. (2002): *Die Neue Corporate Governance*, Frankfurt/Main.
- Mallette, P./ Fowler, K. L. (1992): effects of board composition and stock ownership on the adoption of 'poison pills', in: *Academy of Management Journal* 35, S. 1010–1035.
- Miller, D./ Friesen, P. H. (1978): Archetypes for strategy formulation, in: *Management Science* 24, S. 921–933.

- Murphy, K. J./ Zimmerman, J. (1993): Financial performance surrounding CEO turnover, in: *Journal of Accounting and Economics* 16, S. 273–315.
- Muth, M. M./ Donaldson, D. (1998): Stewardship theory and board structure: A contingency approach, in: *Corporate Governance* 6, S. 5–28.
- Nadler, D. A. (2004): Building better boards, in: *Harvard Business Review*, May 2004, S. 102–111.
- Nedorf, H. A./ Rathburn, J. A. (2003): Executive succession and organizational performance: Temporal pacing and the experience contingency, in: *Academy of Management Proceedings*, S. K1–K6.
- Neukirch, R. (2006): Große Koalition will Einfluss von Ex-Vorständen beschneiden, [online], verfügbar: [www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,455456,00.html](http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,455456,00.html), vom 19.12.2006.
- Oechsler, W. A. (2003): Qualifikation und personelle Besetzung des Vorstands und Aufsichtsrats, in: Hommelhoff, P./ Hopt, K. J./ Werder, A. von (Hrsg.) (2003): *Handbuch Corporate Governance*, Stuttgart/Köln, S. 305–321.
- o.V. (2006): Koalition plant strengere Regeln für Aufsichtsräte, in: *der Tagesspiegel*, 20.12.2006, S. 20.
- Papendick, U./ Student, D. (2005): Die an der Macht kleben, in: *Manager Magazin* 10, S. 40–57.
- Parrino, R. (1997): CEO turnover and outside succession: A cross-sectional analysis, in: *Journal of Financial Economics* 46, S. 165–197.
- Pfeffer, J./ Moore, W. L. (1980): Average tenure of academic department heads: The effects of paradigm, size, and departmental demography, in: *Administrative Science Quarterly* 25, S. 387–406.
- Pi, L./ Timme, A. (1993): Corporate control and bank efficiency, in: *Journal of Banking and Finance* 17, S. 515–530.
- Rechner, P./ Dalton, D. R. (1991): CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis, in: *Strategic Management Journal* 12, S. 155–160.
- Salomo, S. (2001): *Wechsel der Spitzenführungskraft und Unternehmenserfolg*, Berlin.
- Schrader, S./ Lüthje, C. (1995): Das Ausscheiden der Spitzenführungskraft aus der Unternehmung: Eine empirische Analyse, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 65, S. 476–492.
- Schwalbach, J. (2003) (Hrsg.): *Corporate Governance. Essays in honor of Horst Albach*, Berlin.
- Stinchcombe, A. (1965): Social structure and organization, in: J. March (Hrsg.): *Handbook of Organizations*, Chicago, S. 142–193.
- Tuschke, A./ Sanders, G. (2003): Antecedents and consequences of corporate governance reform: The case of Germany, in: *Strategic Management Journal* 24, S. 631–649.
- Warner, J./ Watts, R./ Wruck, K. (1988): Stock prices and top management changes, in: *Journal of Financial Economics* 20, S. 461–492.
- Weisbach, M. S. (1988): Outside directors and CEO turnover, in: *Journal of Financial Economics* 20, S. 431–459.
- Westphal, J./ Fredrickson, J. (2001): Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEO's, and change in corporate strategy, in: *Strategic Management Journal* 22, S. 1113–1137.
- Wiersema, M. F. (2002): CEO dismissal and firm performance: A new look at who's to blame, Paper presented at the Academy of Management Conference, August 2002.
- Witt, P. (2003): *Corporate Governance-Systeme im Wettbewerb*, Wiesbaden.
- Zajac, E./ Westphal, J. (1996): Who shall succeed? How CEO/board preferences and power affect the choice of new CEO's, in: *Academy of Management Journal* 39, S. 64–90.

## **Ehemalige Vorstandsvorsitzende als Aufsichtsratschefs: Evidenz zu ihrer Effektivität im Falle des erzwungenen Führungswechsels**

### **Zusammenfassung**

Der Wechsel des Vorstandsvorsitzenden an die Spitze des Aufsichtsrats ist eine in den größten deutschen Aktiengesellschaften weit verbreitete Praxis. Diese Vorsitzkontinuität wird aktuell in den Medien und quer durch alle politischen Lager scharf kritisiert, da sie den Aufsichtsrat in der Ausübung seiner Überwachungs- und Kontrollfunktion potenziell beeinträchtigt. Vor dem Hintergrund agency- und stewardshiptheoretischer Überlegungen überprüfen wir den Zusammenhang zwischen der Vorsitzkontinuität und erfolgsbedingten erzwungenen Führungswechseln. Auf der Basis einer Stichprobe von 214 Führungswechseln bei großen deutschen Aktiengesellschaften (DAX 100) können wir zeigen, dass Vorstandsvorsitzende im Falle einer kritischen Erfolgslage und gegebener Vorsitzkontinuität eher entlassen werden. Allerdings gelingt es den Nachfolgern auch bei gegebener Vorsitzkontinuität nicht, die Erfolgslage des Unternehmens in den ersten zwei Jahren nach einer Entlassung signifikant zu verbessern. Unsere Ergebnisse zeigen, dass (1) die Corporate-Governance-Forschung durch eine integrative Betrachtung der Agency- und der Stewardship-Theorie bereichert werden kann und (2) eine pauschale Kritik beziehungsweise Ablehnung der Vorsitzkontinuität zu kurz greift.

## **Former CEOs as Board Chairmen: Their Effectiveness in the Case of CEO Dismissals**

### **Summary**

In large German corporations, a particular type of „executive continuity“ is widespread: Retiring CEOs frequently assume the role of their corporations' Chairman of the Board. This continuity of executive power has been heavily criticized by the media and by politicians from all parties, because it may curtail the board's ability to exercise its control functions. We develop hypotheses from agency theory and stewardship theory and explore the relationship between „executive continuity“ and the dismissal of poorly performing CEOs. Based on a sample of 214 German executive succession events, we show that poorly performing CEOs are more likely to be dismissed under conditions of „executive continuity.“ However, „executive continuity“ does not influence the ability of successors to improve firm performance during a two-year post-dismissal period. Our results suggest that (1) research on corporate governance can benefit from integrating agency and stewardship theoretical perspectives, and (2) a general criticism and rejection of „executive continuity“ is premature.