

Mahr, Till G.; Rott, Roland; Nowak, Eric

**Working Paper**

## Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt?

Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 143

**Provided in Cooperation with:**

Faculty of Economics and Business Administration, Goethe University Frankfurt

*Suggested Citation:* Mahr, Till G.; Rott, Roland; Nowak, Eric (2004) : Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt?, Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 143, Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/23408>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT  
FRANKFURT AM MAIN**

**FACHBEREICH WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN**

**Eric Nowak / Roland Rott / Till G. Mahr**

**Wer den Kodex nicht einhält,  
den bestraft der Kapitalmarkt?**

**No. 143  
November 2004**



**WORKING PAPER SERIES: FINANCE & ACCOUNTING**



**Eric Nowak<sup>\*</sup> / Roland Rott<sup>†</sup> / Till G. Mahr<sup>§</sup>**

**WER DEN KODEX NICHT EINHÄLT, DEN BESTRAFT DER KAPITALMARKT  
EINE EMPIRISCHE ANALYSE DER SELBSTREGULIERUNG UND KAPITALMARKTRELEVANZ DES  
DEUTSCHEN CORPORATE GOVERNANCE KODEX**

**No. 143  
November 2004**

**ISSN 1434-3401**

Version vom 22. November 2004  
Endversion erscheint in:  
Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Heft 2, 2005

---

<sup>\*</sup> Univ.-Prof. Dr. Eric Nowak lehrt am Institut für Finanzen der Universität Lugano, Via Guiseppe Buffi 13, 6904 Lugano, Schweiz. E-Mail: eric.nowak@lu.unisi.ch, Tel. +41 (91) 9124637, Fax +41 (91) 9124647.

<sup>†</sup> Dipl.-Kfm. Roland Rott ist Corporate Governance-Berater und Doktorand der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Abteilung Finanzen, Frankfurt am Main. E-Mail: rrott@wiwi.uni-frankfurt.de.

<sup>§</sup> Dipl.-Kfm. Till G. Mahr ist Mitarbeiter der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft, Frankfurt am Main. E-Mail: tmahr@kpmg.com.



### Abstract

Seit der Einführung des Deutschen Corporate Governance Kodex (Kodex) im Jahr 2002 sind deutsche börsennotierte Unternehmen zur Abgabe der Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG verpflichtet (Comply-or-Explain-Prinzip). Auf der Basis dieser Information soll durch den Druck des Kapitalmarkts die Einhaltung des Kodex überwacht und gegebenenfalls sanktioniert werden. Dabei wird regelmäßig postuliert, dass bei überdurchschnittlicher Befolgung bzw. Nichtbefolgung der Kodex-Empfehlungen eine Belohnung durch Kurszuschläge bzw. eine Sanktionierung durch Kursabschläge erfolgt. Die Ergebnisse einer Ereignisstudie zeigen, dass die Abgabe der Entsprechenserklärung keine erhebliche Kursbeeinflussung auslöst und die für das Enforcement des Kodex angenommene (und erforderliche) Selbstregulierung durch den Kapitalmarkt nicht stattfindet. Es wird daher kritisch hinterfragt, ob der für den Kodex gewählte und grundsätzlich zu begrüßende flexible Regulierungsansatz im System des zwingenden deutschen Gesellschaftsrechts einen geeigneten Enforcement-Mechanismus darstellt.

This paper studies the short-run announcement effects of compliance with the German Corporate Governance Code ('the Code') on firm value. Event study results suggest that firm value is unaffected by the announcement, although such market reactions to the first time disclosure of the declaration of conformity were widely assumed by the private and public promoters of the Code. This result from acceptance of the German Code add evidence to the hypothesis that regulatory corporate governance initiatives that rely on mandatory disclosure without monitoring and enforcement are ineffective in civil law countries.

Keywords : Corporate Governance, Self-regulation, Event Study

JEL Classification : G14, G34, G38, K22



## *Inhaltsübersicht*

I. Einleitung.....	1
II. Deutscher Corporate Governance Kodex .....	2
1. Überblick .....	2
2. Comply or Explain: Entsprechenserklärung nach § 161 AktG .....	3
3. Kodex im Spannungsfeld von Recht und Kapitalmarkt .....	3
III. Hypothesen zur freiwilligen Selbstregulierung .....	7
1. Herrschende Annahmen zum Kodex-Enforcement .....	7
2. Ökonomische Grundlagen .....	8
3. Empirische Evidenz in Europa .....	11
IV. Erkenntnisbedarf zum Kodex-Enforcement und Lösungsansatz der empirischen Kapitalmarktforschung .....	12
1. Einführung .....	12
2. Methodische Erläuterungen zu Ereignisstudien .....	13
3. Hypothesenbildung zur empirischen Überprüfung der Kursrelevanz von Entsprechenserklärungen .....	17
V. Ereignisstudie zur Bestimmung von Kapitalmarktreaktionen bei Veröffentlichung der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG .....	19
1. Datenerhebung und Stichprobenumfang .....	19
2. Empirische Ergebnisse (H <sub>1</sub> ): Kapitalmarktreaktionen bei Abgabe der Entsprechenserklärung .....	21
3. Empirische Ergebnisse (H <sub>2</sub> ): Kapitalmarktreaktionen bei Kodex-Abweichungen ..	22
VI. Zusammenfassung und Implikationen .....	23





## I. Einleitung

Im Februar 2002 wurde der 'Deutsche Corporate Governance Kodex' (Kodex)<sup>1</sup> als Ergebnis der politischen Bemühungen zur Stärkung des deutschen Kapitalmarktes verabschiedet. Inhaltlich ist der Kodex durch die Darstellung relevanter Teile des deutschen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts einerseits und freiwilliger 'Soll-Empfehlungen' bzw. 'Sollte-Anregungen' für 'gute' Governance andererseits gekennzeichnet. Für die Anwendung des Kodex wurde nach angelsächsischem Vorbild das Comply-or-Explain-Prinzip übernommen: Demnach müssen börsennotierte Gesellschaften gemäß § 161 AktG jährlich über die Befolgung bzw. Nichtbefolgung der 'Soll-Empfehlungen' des Kodex berichten. Diese 'Entsprechenserklärung' ist den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen. Der Gesetzgeber überlässt die Überwachung und Sanktionierung der Einhaltung des Kodex der Selbstregulierungskraft des Kapitalmarktes.

Ein Blick in die ökonomische Literatur lässt erkennen, dass positive Veränderungen in der Corporate Governance durch freiwillige Selbstregulierung eine hohe Qualität des Anlegerschutzes voraussetzen.<sup>2</sup> Eine freiwillige Selbstregulierung ohne Durchsetzungsmechanismen sollte demnach nur befürwortet werden, wenn ein umfassender und zuverlässiger Schutz von Minderheitsaktionären gewährleistet ist. Die Erfolgsaussichten des deutschen Kodex wurden daher im Vorfeld teilweise auch kritisch beurteilt.<sup>3</sup>

Nachdem mittlerweile umfangreiche empirische Befunde zur Kodex-Akzeptanz in 2002 und 2003 vorliegen,<sup>4</sup> wird im Folgenden die Selbstregulierung durch den Kapitalmarkt mittels Kurszu- und -abschlägen überprüft. Die Kapitalmarktrelevanz des Kodex, insbesondere bei Nichtbefolgung der 'Soll-Empfehlungen', und daraus folgende Implikationen sind Gegenstand dieses Beitrags.

---

<sup>1</sup> Der Kodex ist abrufbar auf der Internetseite der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex unter [www.corporate-governance-code.de](http://www.corporate-governance-code.de).

<sup>2</sup> Stellvertretend LA PORTA ET AL., *Journal of Financial Economics* (JFE) 2000, 3 ff.

<sup>3</sup> So EHRHARDT/NOWAK, *AG* 2002, 336, 343 ff.

<sup>4</sup> Siehe NOWAK/ROTT/MAHR, *Wirtschaftsprüfung* (WPg) 2004, im Erscheinen; OSER/ORTH/WADER, *BB* 2004, 1121; VON WERDER/TALAULICAR/KOLAT, *DB* 2004, 1377.

## II. Deutscher Corporate Governance Kodex

### 1. Überblick

Die Ende Mai 2000 eingesetzte 'Regierungskommission Corporate Governance' hat im Auftrag der Bundesregierung detaillierte Empfehlungen zur Behebung von Defiziten des deutschen Systems der Unternehmensführung und -kontrolle sowie zur Modernisierung des deutschen Unternehmensrechts vorgelegt.<sup>5</sup> Daraufhin wurde im September 2001 die 'Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex' beauftragt, einen offiziellen Deutschen Corporate Governance Kodex zu entwickeln, der am 26. Februar 2002 veröffentlicht worden ist. Der Kodex wird seither im Auftrag des Bundesjustizministeriums in der Regel jährlich von der Regierungskommission überprüft und an neue Gesetze sowie Kapitalmarktentwicklungen angepasst. Durch dieses Vorgehen soll die Anpassung an Veränderungen auf flexible und pragmatische Weise sichergestellt werden.<sup>6</sup>

Inhaltlich stellt der Kodex Standards 'guter und verantwortlicher Unternehmensführung' dar.<sup>7</sup> Dazu bedient er sich einer dreifachen Abstufung von Governance-Grundsätzen: (i) eine Zusammenfassung der wesentlichen gesetzlichen Vorgaben für Unternehmensführung und -kontrolle; (ii) sog. 'Soll-Empfehlungen', deren Nichteinhaltung von den Unternehmen zu veröffentlichen ist; und (iii) sog. 'Sollte-Anregungen', die keine Erläuterung im Fall der Nichtbefolgung erfordern. Damit handelt es sich bei dem Kodex nach herrschender Meinung grundsätzlich um rechtlich unverbindliche Verhaltensmaßstäbe.<sup>8</sup> Vereinzelt wurde allerdings die Frage der Rechtsnatur des Kodex aufgeworfen (Gesetz, Vertrag oder Vertrauenserklärung) und seine Verfassungsmäßigkeit angezweifelt,<sup>9</sup> so dass in dieser Hinsicht weiterer Klärungsbedarf besteht. Darüber hinaus ist aus Kapitalmarktsicht zu ergänzen, dass 'gute' Corporate Governance ein breites Spektrum verschiedener Verhaltensstandards abdeckt, die in ihrer Kapitalmarktrelevanz in der Regel erheblich variieren.<sup>10</sup>

<sup>5</sup> BAUMS, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, S. 1 ff.

<sup>6</sup> Bislang wurde der Kodex zweimal geändert: Die erste Anpassung erfolgte am 7. November 2002 (Berücksichtigung von § 15 a WpHG) und die zweite, umfangreichere Änderung erfolgte am 21. Mai 2003. Vgl. Pressemitteilungen der Regierungskommission, abrufbar unter [www.corporate-governance-code.de](http://www.corporate-governance-code.de).

<sup>7</sup> Präambel des Kodex (Fn. 1).

<sup>8</sup> Siehe stellvertretend HOPT, ZHR 2002, Beiheft 71, 51 und LUTTER, Jura 2002, 86.

<sup>9</sup> So SEIDEL, ZIP 2004, 285 ff, und ULMER, ZGR 2002, 150, 161.

<sup>10</sup> Die systematische Evaluierung guter Governance aus Sicht institutioneller Anleger erläutert STRENGER, in: Hommelhoff/Hopt/von Werder: Handbuch Corporate Governance, 2003, S. 697-713.

## 2. *Comply or Explain: Entsprechenserklärung nach § 161 AktG*

Die Anwendung des Kodex durch die börsennotierten Unternehmen ist durch die Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG zum Zweck der Informationsversorgung des Kapitalmarktes mit Inkrafttreten des Transparenz- und Publizitätsgesetzes im Juli 2002 gesetzlich verankert worden.<sup>11</sup> Seit dem haben deutsche Unternehmen ihr zurückliegendes Verhalten und ihre zukünftige Absicht bei der Befolgung der Kodex-Empfehlungen zu erläutern (Comply-or-Explain-Prinzip). Abweichungen von den Empfehlungen des Kodex sind offenzulegen. Eine Pflicht zur Begründung dieser Abweichungen besteht nicht. Die Erklärung soll den Aktionären durch Veröffentlichung im Internet dauerhaft zugänglich gemacht und spätestens alle zwölf Monate erneuert werden. Da sich die Verhaltensregeln an Vorstand und Aufsichtsrat richten, ist die Erklärung von beiden Organen gemeinsam abzugeben. Mit der jährlichen Abgabepflicht soll sich Vorstand und Aufsichtsrat wiederkehrend inhaltlich mit dem Kodex auseinandersetzen. Die erstmalige Abgabe der Entsprechenserklärung hatte bis zum Jahresende 2002 zu erfolgen.<sup>12</sup> Über die Abgabe ist gemäß § 285 Abs. 1 Nr. 16 HGB bzw. § 316 Nr. 8 HGB im (Konzern-)Anhang des Jahresabschlusses zu berichten. Die Erklärung ist gemäß § 325 Abs. 1 S. 1 HGB gemeinsam mit den Abschlussunterlagen zum Handelsregister der Gesellschaft einzureichen.

## 3. *Kodex im Spannungsfeld von Recht und Kapitalmarkt*

Mit dem Comply-or-Explain-Prinzip wurde lediglich eine Informationspflicht über die Einhaltung ansonsten unverbindlicher Kodex-Empfehlungen für börsennotierte Aktiengesellschaften gesetzlich verankert. Damit entspricht der deutsche Gesetzgeber einer Forderung kapitalmarktorientierter Gesellschaften nach mehr Deregulierung und Flexibilisierung im System des zwingenden deutschen Rechts.<sup>13</sup> Ausgangspunkt für derartige freiwillige Vorgaben für eine verbesserte Corporate Governance sind sog. 'Codes of Best Practice' US-amerikanischer institutioneller Anleger.<sup>14</sup> In Europa wurde die Anwendung freiwilliger Governance-Standards auf der Basis des Comply-or-Explain-Prinzips erstmals im Jahre 1992 durch die britische Cadbury Commission

<sup>11</sup> BGBl. I/2002, S. 2682, rechte Spalte. Siehe zur Zielsetzung der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG insbesondere die Erläuterung in BT-Drucks., 14/8796 vom 11. April 2002, 21 ff.

<sup>12</sup> Für die erstmalige Abgabe der Entsprechenserklärung in 2002 hat der Gesetzgeber auf die Pflicht zur Angabe des Verhaltens in der Vergangenheit verzichtet.

<sup>13</sup> BAUMS, aaO (Fn. 5), 49 ff Rz. 5-7. Eine andere Sicht erkennt ein 'Mehr' an Regulierung durch § 161 AktG, da kein paralleler Abbau gesetzlicher Vorschriften stattgefunden hat.

<sup>14</sup> Vor allem CalPERS und TIAA-CREF. Einflussreich bei der Entwicklung von Governance-Grundsätzen in den USA auch: The American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations, 1994.

eingeführt.<sup>15</sup> Nach diesem Vorbild haben auch kontinentaleuropäische Länder freiwillige Kodizes aufgestellt.<sup>16</sup> Seit 1999 geht maßgeblicher Einfluss auch von den Corporate Governance-Regeln der OECD aus, die sich an ein weltweites Publikum richten.<sup>17</sup> In Deutschland wurde ebenfalls der Wunsch von Unternehmen und Investoren nach einem 'Code of Best Practice' geäußert, um die Transparenz der deutschen Corporate Governance gegenüber internationalen Investoren zu erhöhen. Insbesondere sollte die Entwicklung freiwilliger Standards für gute Corporate Governance weitere zwingende gesellschaftsrechtliche Maßnahmen verhindern. Mit der gesetzlichen Informationspflicht gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern nach § 161 AktG soll die Sanktionierung der Nicht-Beachtung von Corporate Governance-Regeln (ausschließlich) durch den Druck der Anleger ermöglicht werden.<sup>18</sup>

Bereits die Baums-Kommission hat auf den unmittelbaren Zusammenhang einer durch dispositives Gesellschaftsrecht charakterisierten Rechtsordnung in Ländern mit effizienten Kapitalmärkten und der Entstehung marktlich-selbstregulativer Governance-Kodizes aufmerksam gemacht.<sup>19</sup> Demnach stellt der deutsche Kodex auch lediglich eine 'vorsichtige Öffnung' des zwingenden deutschen Aktienrechts für kapitalmarktorientierte Unternehmen dar, an dem prinzipiell festgehalten werden soll.<sup>20</sup> Auch in der neueren angelsächsisch geprägten Law-and-Finance-Literatur wird der Einfluss der Rechtstradition sowohl theoretisch als auch empirisch analysiert. Demnach wird die deutsche Corporate Governance als ein System mit ausgeprägtem Gläubigerschutz, aber vergleichsweise geringem Schutz von Minderheitsaktionären beschrieben.<sup>21</sup> Diese Einschätzung basiert auf bestehenden Unterschieden einer gerichtlichen Durchsetzbarkeit des Anlegerschutzes in den verschiedenen

<sup>15</sup> Cadbury Commission, Report and Code of Best Practice, 1992. Weiterführend BACHMANN, WM 2002, 2137.

<sup>16</sup> Zur internationalen Entwicklung von Corporate Governance-Kodizes (einschließlich Deutschland) vgl. BORGES, ZGR 2003, 508, 509, sowie die umfassende Auflistung internationaler Governance-Kodizes unter [www.ecgi.org/codes/all\\_codes.htm](http://www.ecgi.org/codes/all_codes.htm).

<sup>17</sup> OECD-Grundsätze der Corporate Governance 1999 sowie Neufassung 2004 ([www.oecd.org/daf/corporate/principles](http://www.oecd.org/daf/corporate/principles)). Zum Entstehen von Governance-Kodizes siehe auch WYMEERSCH, ZGR 2001, 294, 315.

<sup>18</sup> Zur Wirkungsweise des Comply-or-Explain-Prinzips siehe auch die EU-weite Vergleichsstudie von Weil, Gotshal & Manges, S. 69 (abrufbar unter [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm)).

<sup>19</sup> BAUMS, aaO (Fn. 5), 49 ff Rz. 5. Siehe beispielhaft auch ASSMANN, FS Kümpel 2002, 1, 15 ff, für die Entwicklung in Großbritannien.

<sup>20</sup> BAUMS, aaO (Fn. 5), 47 ff Rz. 4. Zum Ursprung der Selbstregulierung der Wirtschaft durch nicht-gesetzliche Verhaltenskodizes im angelsächsischen Rechtskreis siehe auch BERG/STÖCKER, WM 2002, 1569 ff.

<sup>21</sup> LA PORTA ET AL., JFE 2000, 3 ff. In der Law-and-Finance-Literatur stellt der Ursprung des jeweiligen Rechtssystems das Differenzierungsmerkmal von Corporate Governance-Systemen dar. Vgl. LA PORTA ET AL., Journal of Political Economy (JPE) 1998, 1113 ff.

Rechtssystemen. Diese lassen sich ihrem Ursprung nach einer von vier internationalen Rechtsfamilien zuordnen: Dem angelsächsischen Common Law und dem aus dem romanischen Recht abgeleiteten französischen, deutschen und skandinavischen Zivilrecht (Civil Law).<sup>22</sup> Die angelsächsische Rechtstradition basiert stärker auf allgemeinen Rechtsprinzipien wie Fairness, Treuepflicht sowie Loyalität und gewährleistet über ihre ausgeprägte Verwurzelung im Richterrecht einen strengeren Ex-post-Anlegerschutz. Die in Kontinentaleuropa bestehenden Zivilrechtstraditionen sind hingegen einem umfassenden gesetzlichen Regelwerk (kodifiziertes Recht) verpflichtet, woraus sich eingeschränkte Möglichkeiten einer ergebnisorientierten Einzelfallrechtsprechung im Sinne des Schutzes von Minderheitsaktionären ergeben. Eine erfolgreiche Sanktionierung der Benachteiligung von Minderheitsaktionären ist folglich in stärkerem Maße an die Verletzung einer konkreten, vom Parlament verabschiedeten Gesetzesnorm geknüpft.<sup>23</sup>

In länderübergreifenden Vergleichen wird dem angelsächsischen Common Law gegenüber den Zivilrechtssystemen ein stärkerer Schutz der Eigenkapitalgeber bescheinigt.<sup>24</sup> Aus den Unterschieden in der Regelungsdichte und dem Ex-post-Anlegerschutz zwischen den Rechtstraditionen folgt auch, dass die Notwendigkeit von Corporate Governance-Regeln und Möglichkeiten zu ihrer Durchsetzung in einzelnen Ländern unterschiedlich zu bewerten sind.<sup>25</sup>

Der traditionell unterstellte geringere Schutz von Minderheitsaktionären am deutschen Kapitalmarkt ist mittlerweile einer wesentlich differenzierteren Betrachtung gewichen, denn der Gesetzgeber hat in den letzten Jahren eine Reihe von Gesetzesvorlagen verabschiedet, die den deutschen Kapitalmarkt und das Corporate Governance-System grundlegend modernisiert haben.<sup>26</sup> Dennoch bleiben gerade vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen der deutschen Kapitalmarktregulierung mittels freiwilliger Kodex-Lösungen seit 1990 Zweifel am Erfolg von Selbstregulierungsmaßnahmen.<sup>27</sup>

---

<sup>22</sup> DAVID/JAUFFRET-SPINOSI, *Les grands systèmes de droit contemporains*, 11. Aufl., 2002.

<sup>23</sup> Zur Unterscheidung der US-amerikanischen und kontinentaleuropäischen Corporate Governance-Modelle hinsichtlich der Anlegerschutzbestimmungen siehe auch MERKT, AG 2003, 126, 127 ff, und im Bereich des Gesellschaftsrechts bzw. Kapitalmarktrechts siehe ASSMANN, FS Kümpel 2002, 1, 2 ff.

<sup>24</sup> LA PORTA ET AL., JPE 1998, 1113 ff.

<sup>25</sup> SÜNNER, AG 2000, 492 ff.

<sup>26</sup> So auch MERKT, AG 2003, 126, 135. Für eine ausführliche Darstellung der Modernisierungsschritte vgl. NOWAK in: Krahen/Schmidt: *The German Financial System*, 2004, S. 425-449.

<sup>27</sup> Ausführlich EHRHARDT/NOWAK, AG 2002, 336 ff. ASSMANN, FS Kümpel 2002, 1, 5 ff, stellt diesbezüglich sogar eine 'Erosion – wenn nicht den Verfall – des kontinentaleuropäisch-deutschen Modells' der Corporate Governance fest. DONALD, *German Law Journal* 2003, 128 ff, weist angesichts der anhaltenden Entwicklung des deutschen Rechts in Richtung des amerikanischen

So ist festzuhalten, dass die bisherigen Initiativen im Rahmen der Privatautonomie (Insiderhandels-Kodex, Übernahmekodex) gescheitert sind.<sup>28</sup>

Die Frage der Durchsetzung und Überprüfung der Einhaltung des Kodex durch die betroffenen Gesellschaften überlässt der Gesetzgeber der freiwilligen Selbstregulierung durch den Kapitalmarkt.<sup>29</sup> Als wesentliches Argument für diese Entscheidung wird im Bericht der Baums-Kommission die allmähliche Konvergenz des deutschen Anlegerschutzes vom heutigen zwingenden Recht zu größerer Flexibilität nach dem Vorbild des angelsächsischen Rechts angeführt.<sup>30</sup> Der Investorenschutz ergibt sich demnach vor allem durch den *'Druck des Kapitalmarktes (institutionelle Investoren, Analysten, Kapitalmarktpresse, listing rules der Börsen), der [...] die Beachtung bestimmter Corporate Governance Principles einfordert'* und durch Anlegerschutzvorschriften der Wertpapieraufsichtsbehörden.<sup>31</sup> Im Vergleich mit den Enforcement-Regeln in den USA und Großbritannien ist das deutsche Comply-or-Explain-Prinzip allerdings sehr lax ausgefallen. So unterliegt die Kodex-Einhaltung nicht den Börsenzulassungsregeln und ist nicht Gegenstand der Kontrolle durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).<sup>32</sup> Auch eine externe Prüfung auf inhaltliche Richtigkeit der Angaben in der Entsprechenserklärung, z.B. durch den Abschlussprüfer, ist nicht vorgesehen.<sup>33</sup> Der Abschlussprüfer bestätigt lediglich die Abgabe und Veröffentlichung der Entsprechenserklärung, er führt keine materielle Überprüfung ihrer Richtigkeit durch. Zudem hat der Gesetzgeber von der Begründungspflicht für Abweichungen (also über deren bloße Offenlegung hinaus) bewusst abgesehen, da die Unternehmen dies annahmegemäß aus eigenem Interesse tun würden: *'Es ist davon auszugehen, dass die Organe einer erklärten Abweichung*

---

Modells auf das bestehende Ungleichgewicht bei der ex post Durchsetzung von Anlegerschutzrechten mittels Haftungsklagen in Deutschland hin.

<sup>28</sup> HOPT, ZGR 2000, 779, 788, EHRHARDT/NOWAK, AG 2002, 336, 343 ff., sowie HOMMELHOFF, ZGR 2001, 238, 242, der die Entwicklung des 'Rechts des Aufsichtsrats' als weiteren Nachweis anführt.

<sup>29</sup> So die Erläuterung zu § 161 AktG in BT-Drucks., 14/8796 vom 11. April 2002, 21. Ähnlich auch HOPT, ZHR 2002, Beiheft 71, 52; ULMER, ZHR 2002, 168; LUTTER, ZHR 2002, 535; IHRIG/WAGNER, BB 2002, 2514; SEIBERT, BB 2002, 584; CLAUSSEN/BRÖCKER, DB 2002, 1204; SCHÜPPEN, ZIP 2002, 1273 und sinngemäß PELTZER/VON WERDER, AG 2002, 2.

<sup>30</sup> BAUMS, aaO (Fn. 5), 47 ff Rz. 4.

<sup>31</sup> BAUMS, aaO (Fn. 5), 47 ff Rz. 4.

<sup>32</sup> Dazu stellt MERKT, AG 2003, 126, 135, fest, dass die Bundesregierung mit der Kodex-Kommission zwar dem englischen Vorbild gefolgt ist, der wesentliche Unterschied aber darin bestehe, dass die Entsprechenserklärung in England gegenüber der Börse, in Deutschland hingegen gegenüber der Allgemeinheit abgegeben wird. Siehe ausführlicher DAVIES, ZGR 2001, 268, 270 ff.

<sup>33</sup> IDW Prüfungsstandard: Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Abschlussprüfung (IDW PS 345), WPg 2003, 1002, 1005 Tz. 21.

eine Begründung folgen lassen.<sup>34</sup> An den angelsächsischen Kapitalmärkten scheinen die Investoren stark genug zu sein, mittels Kodices ihre Erwartungen und Interessen gegenüber den Unternehmen durchzusetzen. Es drängt sich aber die berechnete Frage auf, ob ein freiwilliger Enforcement-Mechanismus, wie er für die Funktionsweise des Kodex implizit vorausgesetzt wird, auch für das deutsche Zivilrechtssystem geeignet ist?

### III. Hypothesen zur freiwilligen Selbstregulierung

#### 1. Herrschende Annahmen zum Kodex-Enforcement

Die Annahme einer erfolgreichen 'Bestrafung' durch den Kapitalmarkt bei Nichtbefolgung von Kodex-Empfehlungen<sup>35</sup> lässt sich nicht ohne weiteres belegen. Für die Effektivität eines solchen Wirkungsmechanismus ist wesentlich, dass die Abgabe der Entsprechenserklärung von den Kapitalmarktteilnehmern auch entsprechend gewürdigt wird: *'Unausgesprochene Voraussetzung dieses Modells ist die Erwartung, daß die den Kapitalmarktteilnehmern zur Verfügung gestellten Informationen über Abweichungen von den Verhaltensempfehlungen zu (negativen) Reaktionen führen.'*<sup>36</sup> Das Eintreten dieser Kapitalmarktreaktion wird jedoch von Vertretern der Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex, des verantwortlichen Bundesministeriums und in einer Mehrzahl juristischer Kommentare zum Kodex als gegeben angenommen.<sup>37</sup> Stellvertretend seien *Ihrig/Wagner* zitiert, die als empirisch noch zu überprüfende These formulieren, dass 'Gesellschaften, die bis

<sup>34</sup> BT-Drucks., 14/8796 vom 11. April 2002, 21; ebenso ULMER, ZHR 2002, 170. BERG/STÖCKER, WM 2002, 1569, 1571 f, verweisen insbesondere auf die Gefahr für die jeweilige Gesellschaft, 'vom Kapitalmarkt mit einem Abschlag auf den Börsenkurs bestraft zu werden', wenn in der Praxis keine Begründung für dargestellte Abweichungen geliefert wird. Die weitergehende Notwendigkeit einer Begründungspflicht erklärter Abweichungen fordert LUTTER, ZGR 2001, 224, 236.

<sup>35</sup> CROMME zitiert nach o.V.: Wer sich nicht an den Kodex hält, den straft der Kapitalmarkt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) Nr. 295 vom 19. Dezember 2001, S. 13.

<sup>36</sup> SCHÜPPEN, ZIP 2002, 1271.

<sup>37</sup> So BERG/STÖCKER, WM 2002, 1569, 1572 ('Bestrafung' durch den Kapitalmarkt, wenn keine nachvollziehbaren Gründe für eine Abweichung im Einzelfall dargelegt werden können); CLAUSSEN/BRÖCKER, DB 2002, 1199, 1205 ('Belohnung im Aktienkurs', wenn die Empfehlungen des Kodex befolgt werden); CROMME, ZgK 2002, 502 ('positiven Auswirkungen auf den Aktienkurs' durch gute Governance); ETTINGER/GRÜTZDIEK, AG 2003, 353, 363 ('kurserheblicher Einfluss [des Kodex] auf den Börsenwert ist ... zu erwarten, wenn aus Sicht der Investoren zwei wirtschaftlich in etwa gleich erfolgreiche Unternehmen zur Auswahl stehen'); HOPT, ZHR 2002, Beiheft 71, 55 ('diese [Prüfung von Kodex-Abweichungen] kann nur dem Kapitalmarkt überlassen werden, der darauf durch Zu- oder Abschläge reagiert'); LUTTER, FS Druey 2002, 463, 467 (Vorstand und Aufsichtsrat erreichen mit Abgabe der uneingeschränkten Entsprechenserklärung auch 'Kursvorteile für die Aktien der Gesellschaft'); PELLENS ET AL., BB 2001, 1249 ('Aus Unternehmenssicht könnte die Akzeptanz von Corporate Governance-Richtlinien folglich zu einer Senkung der Kapitalkosten [...] beitragen.');

SEIBERT, BB 2002, 583 ('Kursrelevanz', jedoch auf seltene Fälle beschränkt); ULMER, ZHR 2002, 150, 176 ('Bedeutung, die der Entsprechenserklärung aller Voraussicht nach für den Marktwert börsennotierter Aktiengesellschaften zukommt').



zum Jahresende [2002] in ihrer Entsprechenserklärung mehr als nur marginale Abweichungen von den Kodexempfehlungen erklären, *unverzüglich mit einem Kursabschlag abgestraft* würden, während Unternehmen, die im Wesentlichen Übereinstimmungen mit den Kodexempfehlungen erklären, *mit einem Kursanstieg rechnen dürften*.<sup>38</sup> Zum Teil wird sogar angenommen, dass einzelne Abweichungen geeignet seien, den Aktienkurs im Sinne von § 15 Abs. 1 WpHG erheblich zu beeinflussen.<sup>39</sup> *Seidel* bescheinigt den Kodex-Empfehlungen aufgrund des in der Literatur angenommenen wirtschaftlichen Zwangs zur Entsprechung bereits *gesetzesähnliche Wirkung*.<sup>40</sup>

Angesichts der mehrheitlich zustimmenden Auffassung zur Wirkungsweise und Effektivität des Kapitalmarkts beim Kodex-Enforcement betrifft die diesbezügliche juristische Diskussion konsequenterweise vor allem Haftungsfragen zum Kodex. So kann etwa der Abweichung von Kodex-Empfehlungen im Bereich der *Binnenhaftung* allenfalls bei der Prüfung der Frage eines Pflichtverstoßes durch die Organmitglieder eine Indizwirkung zukommen.<sup>41</sup> Im Rahmen der *Außenhaftung* – sowohl der Organmitglieder als auch der Gesellschaft – sind bei der bloßen Nichtbefolgung von Kodex-Abweichungen kaum Haftungsrisiken denkbar. Erst für den Fall einer unrichtigen Entsprechenserklärung werden potenzielle Haftungsrisiken nachvollziehbar begründet, wenngleich anzunehmen sei, dass der Nachweis eines Schadens und der Kausalität in der Praxis regelmäßig nicht gelingen werden.<sup>42</sup> Nicht die Frage der Haftung bei *unrichtiger* Entsprechenserklärung ist jedoch Gegenstand der vorliegenden Analyse, sondern die Durchsetzung der Kodex-Empfehlungen unter der Annahme einer *wahrheitsgemäßen* Entsprechenserklärung mittels Kapitalmarkt-sanktionen. Deren tatsächliche Funktionsweise gilt es im Weiteren zu überprüfen.

## 2. Ökonomische Grundlagen

Der Kodex soll das Verständnis des deutschen Corporate Governance-Systems erleichtern und Verbesserungen der Corporate Governance in den Unternehmen herbeiführen, um das Vertrauen der Kapitalgeber in die Aktienanlage

<sup>38</sup> IHRIG/WAGNER, BB 2002, 2509, 2514. Ähnlich BORGES, ZGR 2003, 508, 533.

<sup>39</sup> CLAUSSEN/BRÖCKER, DB 2002, 1199, 1204; ETTINGER/GRÜTZEDIECK, AG 2003, 353, 361 ff; IHRIG/WAGNER, BB 2002, 2509, 2514; LUTTER, FS Druey 2002, 463, 467; LUTTER, ZHR 2002, 523, 535; ULMER, ZHR 2002, 150, 171.

<sup>40</sup> SEIDEL, ZIP 2004, 285, 290.

<sup>41</sup> So etwa ETTINGER/GRÜTZEDIECK, AG 2003, 353, 366, keine Pflichtverletzung sehen hingegen BERG/STÖCKER, WM 2002, 1569, 1577.

<sup>42</sup> Zur anhaltenden Diskussion der Haftungsfragen des Kodex siehe stellvertretend BACHMANN, WM 2002, 2137, 2138 ff; BERG/STÖCKER, WM 2002, 1569, 1575 ff und ETTINGER/GRÜTZEDIECK, AG 2003, 353, 357 ff.

wiederherzustellen.<sup>43</sup> Aufgrund der durch die Entsprechenserklärung vermittelte Information zur Corporate Governance sollen die Investoren in die Lage versetzt werden, eine verbesserte Risikoeinschätzung durchzuführen und bei positiver (negativer) Beurteilung einen niedrigeren (höheren) Risikoaufschlag zu fordern, so dass die Kapitalkosten des Unternehmens sinken (steigen).

In der juristischen Literatur werden zum Beleg dieses erwarteten ökonomischen Wirkungsmechanismus regelmäßig zwei Quellen zitiert: Eine Reihe von Investorenbefragungen der Unternehmensberatung *McKinsey&Company*<sup>44</sup> und eine empirische Studie von *Gompers/Ishii/Metrick*.<sup>45</sup>

Die ökonomische Relevanz der Untersuchungsergebnisse von *McKinsey&Company* aus den Jahren 2000 bzw. 2002 ist in mehrfacher Hinsicht kritisch zu beurteilen: Es handelt sich um internationale Befragungen von jeweils 200 institutionellen Investoren, deren Anlagepräferenzen in Bezug auf Corporate Governance-Kriterien mittels einer (methodisch höchst unzureichenden) Fragebogen-Studie abgeleitet werden.<sup>46</sup> Die Fragen stützen sich auf nur sechs Kriterien für 'gute Governance', von denen sich fünf auf den Aufsichtsrat ('outside directors') beziehen.<sup>47</sup> Es ist daher nicht nachvollziehbar, wie sich aus der bloßen Bereitschaft der Investoren, bestimmte Governance-Faktoren zu berücksichtigen, ein realer Marktpreiseinfluss für einzelne

<sup>43</sup> So Bundesjustizministerin ZYPRIES in einer Rede anlässlich der 2. Corporate Governance Kodex-Konferenz in Berlin am 25. Juni 2003. Abrufbar unter [www.bundesjustizministerium.de/enid/8eb2801e\\_2ac8a3898dd21711e3b9f0e7,0/hv.html](http://www.bundesjustizministerium.de/enid/8eb2801e_2ac8a3898dd21711e3b9f0e7,0/hv.html). Die Zielsetzung der Verbesserung der Governance deutscher Unternehmen kommt auch in der Gesetzesbegründung zu § 161 AktG zum Ausdruck, in der die Soll-Empfehlungen als Best Practice-Standards für gute Governance bezeichnet werden. Vgl. BT-Drucks., 14/8769 vom 11. April 2002, S. 21.

<sup>44</sup> COOMBES/WATSON: Three surveys on corporate governance, in: McKinsey Quarterly 2000, Heft 4, 74 ff und McKinsey&Company (Hrsg.): Global Investor Opinion Survey 2002, abrufbar unter [www.mckinsey.com/governance](http://www.mckinsey.com/governance). Die Untersuchung aus 2002 wird u.a. zitiert bei ULMER, ZHR 2002, 169; HOPT, ZHR 2002, Beiheft 71, 27, 52 und Fn. 108; IHRIG/WAGNER, BB 2002, 2514; LUTTER, FS Druey 2002, 463, Fn. 16; die Untersuchung aus 2000 u.a. bei ETTINGER/GRÜTZEDIK, AG 2003, 353, 363, HOPT, ZHR 2002, Beiheft 71, 27, 52, und WYMEERSCH, ZGR 2001, 294, Fn. 41.

<sup>45</sup> GOMPERS/ISHII/METRICK: Corporate Governance and Equity Prices, in: The Quarterly Journal of Economics (QJE) 2003, 107 – 155, zitiert in LUTTER, FS Druey 2002, Fn. 16.

<sup>46</sup> Die Fragestellung lautet: 'Suppose you are considering investing in the following companies, A and B, in the same country. Past performance has been virtually identical and future market potential appears to be similar for both companies. However, they differ in board governance practices. B has put in place "good" board governance practices. Questions: 1. In those countries for which you are the key investment decision-maker, would you be willing to pay more for company B's stock compared to A's? 2. If yes, what percentage premium do you estimate you would be willing to pay for B's stock?', McKinsey&Company (Hrsg.): Global Investor Opinion Survey 2002, Exhibit 11. HOPT, ZHR 2002, Beiheft 71, 27, 52, bezeichnet das Vorgehen als 'methodisch nicht unproblematisch'.

<sup>47</sup> 'A well-governed company was defined as one that has a majority of outside directors with no management ties on its board, undertakes formal evaluations of directors, and is responsive to requests from investors for information on governance issues.' COOMBES/WATSON, McKinsey Quarterly 2000 (Heft 4), 75.

Unternehmen ableiten lässt. Vielmehr reflektieren die prozentualen Preisaufschläge, die die Befragten angabegemäß zu zahlen bereit sind,<sup>48</sup> Bewertungsunterschiede hinsichtlich der relativen Qualität der Finanzberichterstattung auf Länderebene.<sup>49</sup> Diese Problematik verschärft sich noch durch den globalen Anspruch der Untersuchungen: Einerseits wird zur Beurteilung der Governance-Qualität pauschal auf die für das deutsche zweistufige Board-System unklare 'board governance practice' abgestellt und andererseits fehlen konkrete Angaben zum Anlagevolumen der befragten Investoren in Deutschland, so dass sich keine Aussagen über die ökonomische Bedeutung der Ergebnisse treffen lassen. Letztere sind aber gerade in der Diskussion zur Umsetzung der Kodex-Empfehlungen maßgeblich.<sup>50</sup>

Die ebenfalls (nicht nur in der juristischen Literatur) häufig zitierte Studie von *Gompers/Ishii/Metrick* erfüllt das bei der *McKinsey*-Untersuchung unzureichende Kriterium der Zuverlässigkeit der Ergebnisse durch die Verwendung einer robusten empirischen Methodik auf Basis umfangreicher historischer Daten: Der Studie liegt ein Governance-Index aus 24 gesetzlichen bzw. satzungsmäßigen Corporate Governance-Merkmalen bei 1.500 börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen für den Zeitraum 1990 bis 1999 zugrunde.<sup>51</sup> Annahmegemäß führt das Vorhandensein eines Merkmals durch die Stärkung der Position des Managements im Unternehmen (insbesondere bei Übernahmeangeboten) gleichsam zur Einschränkung von Aktionärsrechten.<sup>52</sup> Die Unternehmen, die maximal fünf solcher Merkmale aufweisen, werden als aktionärsfreundlich klassifiziert und einem sog. 'Democracy'-Portfolio zugeordnet, entsprechend werden Unternehmen mit 14 und mehr Merkmalen als aktionärsfeindlich eingestuft und bilden das sog. 'Dictatorship'-Portfolio. Beide Portfolios bündeln somit die jeweiligen Extremfälle und werden hinsichtlich potenzieller Differenzen in der Unternehmensperformance zwischen 1990 und 1999 untersucht. Die Ergebnisse sind eindeutig: Sowohl hinsichtlich Aktienrendite als auch relativem Unternehmenswert (Tobin's Q<sup>53</sup>) und Profitabilität, gemessen als Gewinn

---

<sup>48</sup> Für Deutschland sind es beispielsweise 20 % bzw. 13 % in 2000 bzw. 2002.

<sup>49</sup> So auch die Einschätzung der McKinsey-Autoren. Vgl. COOMBES/WATSON, *McKinsey Quarterly* 2000 (Heft 4), 77.

<sup>50</sup> Ähnlich kritisch zur Übertragung ausländischer Studien auf den deutschen Kapitalmarkt als Beleg für die kurssteigernde Wirkung von Corporate Governance aufgrund der andersartigen deutschen Kapitalmarktverhältnisse sind CLAUSSEN/BRÖCKER, *DB* 2002, 1199, 1205.

<sup>51</sup> GOMPERS/ISHII/METRICK, *QJE* 2003, 107, 114.

<sup>52</sup> Siehe GOMPERS/ISHII/METRICK, *QJE* 2003, 107, 145 (Appendix 1), mit einer ausführlicher Erläuterung der berücksichtigten Übernahmehindernisse wie z.B. Classified Boards, Cumulative Voting, Golden Parachutes und Poison Pills.

<sup>53</sup> Bei der Unternehmensbewertung mittels Tobin's Q wird der Marktwert der Vermögenswerte relativ zu deren Buchwerten dargestellt. Ein Q-Wert größer (kleiner) als eins signalisiert, dass die Investoren das Wachstumspotential des Unternehmens positiv (negativ) beurteilen.

pro Aktie (Return on Equity), schneidet das 'Democracy'-Portfolio signifikant besser ab als das 'Dictatorship'-Portfolio.<sup>54</sup>

Eine direkte Übertragung dieser Ergebnisse auf den deutschen Kapitalmarkt als Beleg für dessen Reaktionsbereitschaft bei Kodex-Abweichungen ist jedoch angesichts der fehlenden Relevanz für deutsche Unternehmen nicht möglich: Erstens erlauben sie keinen statistisch signifikanten Rückschluss auf den Wertbeitrag einzelner Corporate Governance-Merkmale, da die Ergebnisse mit einem speziell erstellten Governance-Index produziert wurden. Zweitens ergibt sich aus der Fokussierung auf Übernahmehindernisse (Anti-Takeover-Measures) bei der Kriterienauswahl eine extrem eingeschränkte, einseitige Corporate Governance-Definition. Drittens steht der Übertragbarkeit der Ergebnisse auf Deutschland die Berücksichtigung von mehrheitlich US-spezifischer Übernahmehindernisse entgegen, da das deutsche Recht diese zum Teil nicht kennt (z.B. Cumulative Voting<sup>55</sup>, Special Meeting Limitations) oder sie in der deutschen Unternehmenspraxis nicht üblich sind (z.B. Classified Boards). Und schließlich schränken die allgemein unterschiedlichen Unternehmensstrukturen und Rechtssysteme der USA und Deutschlands die Übertragbarkeit ohnehin stark ein.<sup>56</sup>

### *3. Empirische Evidenz in Europa*

Auch die vorliegenden Erkenntnisse zum Erfolg freiwilliger Governance-Kodizes auf anderen europäischen Kapitalmärkten sind nicht eindeutig: So stellen Untersuchungen zu den Auswirkungen der Empfehlungen der Cadbury Commission für den britischen Kapitalmarkt positive Veränderungen in der Unternehmenskontrolle durch ein verbessertes Board-Monitoring, eine höhere Sensitivität von Managementveränderungen und Unternehmensperformance sowie eine im Durchschnitt verbesserte Unternehmensbewertung fest.<sup>57</sup> Die Ergebnisse der freiwilligen Selbstregulierung in den Niederlanden - die Empfehlungen der Peters-Kommission - führen laut einer aktuellen Untersuchung hingegen zu keinem positiven

<sup>54</sup> GOMPERS/ISHII/METRICK, QJE 2003, 107, 121 ff.

<sup>55</sup> Siehe etwa die Argumente gegen die Einführung des Verhältniswahlrechts bei der Wahl des Aufsichtsrats in BAUMS, aaO (Fn. 5), 93 ff Rz. 50.

<sup>56</sup> Siehe z.B. SCHNEIDER/STRENGER, AG 2000, 106, 107, zu den Unterschieden in der gesetzlichen Ausgangslage nationaler Corporate Governance-Modelle am Beispiel der deutschen und US-amerikanischen Corporate Governance.

<sup>57</sup> STILES/TAYLOR, Long Range Planning 1993, 61; DEDMAN, Corporate Governance - An International Review 2000, 133; PEASNELL/POPE/YOUNG, British Accounting Review 2000, 415; DAHYA/MCCONNELL/TRAVLOS, Journal of Finance (JoF) 2002, 461.

Beitrag für die Unternehmensbewertung.<sup>58</sup> Auch die Untersuchung der Aktienmarktreaktion auf die Veröffentlichung von Arbeitsergebnissen der Peters-Kommission zeigt keine Ergebnisse.<sup>59</sup> Für Spanien konnten ebenfalls nur sehr begrenzte positive Marktreaktionen festgestellt werden, und zwar ausschließlich bei solchen Unternehmen, die mit der vollständigen Befolgung des Kodex gleichzeitig eine Umstrukturierung ihrer Board-Governance angekündigt haben.<sup>60</sup>

Es liegt nahe, die unterschiedlichen Auswirkungen der freiwilligen Regulierungen in Großbritannien, den Niederlanden und Spanien auf die verschiedenen Anlegerschutzstandards in den drei Ländern zurückzuführen. Während Großbritannien dem angelsächsischen Common Law-System mit traditionell hoher Durchsetzungskraft von Anlegerschutzbestimmungen zuzurechnen ist, zählen die Niederlande und Spanien zum französischen Zivilrechtssystem.<sup>61</sup> Im niederländischen Rechtssystem haben Vorstand und Aufsichtsrat eine Reihe von Möglichkeiten, Stimmrechte und Ansprüche an Zahlungsströmen zu separieren, wodurch die Kontrollrechte der (Minderheits-) Aktionäre erheblich beeinträchtigt werden können. Die deutlichen Unterschiede in den Ergebnissen der privaten Regulierungsinitiativen in Großbritannien und den Niederlanden stimmen laut *De Jong et al.* mit der einflußreichen Arbeit von *Hart* überein, wonach erfolgreiche Veränderungen eines Corporate Governance-Systems mittels freiwilliger Initiativen eine hohe Qualität des Anlegerschutzes im Rahmen der Marktmechanismen voraussetzen.<sup>62</sup>

#### *IV. Erkenntnisbedarf zum Kodex-Enforcement und Lösungsansatz der empirischen Kapitalmarktforschung*

##### *1. Einführung*

Bislang ist also nicht empirisch erwiesen, dass ein Zusammenhang zwischen der Befolgung der freiwilligen 'Soll-Empfehlungen' des Deutschen Corporate Governance Kodex und einer Reaktion des Kapitalmarktes existiert.<sup>63</sup> Um diese Erkenntnislücke zu schließen, kann die empirische Kapitalmarktforschung einen wertvollen

<sup>58</sup> DE JONG ET AL., *Journal of Corporate Finance* 2004, im Erscheinen.

<sup>59</sup> DE JONG ET AL., *Journal of Corporate Finance* 2004, im Erscheinen.

<sup>60</sup> FERNANDEZ-RODRIGUEZ ET AL., *Corporate Governance - An International Review* 2004, 29.

<sup>61</sup> Vgl. LA PORTA ET AL., *JPE* 1998, 1113.

<sup>62</sup> DE JONG ET AL., *Journal of Corporate Finance* 2004, im Erscheinen, sowie HART, *The Economic Journal* 1995, 678.

<sup>63</sup> So auch ETTINGER/GRÜTZEDIECK, *AG* 2003, 353, 363.

methodischen Beitrag liefern.<sup>64</sup> Die Ereignisstudie (Event Study) stellt eine Untersuchungsmethode dar, die anhand von Aktienkursreaktionen die Veränderung des Unternehmenswertes aufgrund bestimmter Ereignisse – bzw. deren Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung – misst.<sup>65</sup> Neben der langjährig erprobten Anwendung in der empirischen Analyse von Finanzierungsentscheidungen, z.B. bei Kapitalmaßnahmen oder Aktienrückkäufen sowie in der Analyse des Zusammenhangs zwischen Aktienkursen und Rechnungslegungsinformationen, z.B. im Rahmen der Veröffentlichung von Gewinnmitteilungen, werden Ereignisstudien mittlerweile ebenso erfolgreich in der ökonomischen Analyse des Rechts eingesetzt.<sup>66</sup> Besonders verbreitet ist diese Methode in den USA, z.B. zur Entscheidungsfindung der Securities and Exchange Commission (SEC) und US-amerikanischen Gerichten bei der Überprüfung des Kriteriums der Kurserheblichkeit.<sup>67</sup>

## 2. Methodische Erläuterungen zu Ereignisstudien

Eine (erhebliche) Kursbeeinflussung durch ein Ereignis liegt vor, wenn aufgrund einer neuen Information die Kursentwicklung eines Wertpapiers in statistisch signifikanter Weise positiv oder negativ von der 'normalen' Kursentwicklung abweicht. Man spricht dann auch von *Über-* oder *abnormalen* Renditen. Die normale Rendite ist dabei definiert als die Gleichgewichtsrendite, die sich ohne das Auftreten der neuen Tatsache ereignet hätte. Durch Untersuchung der Renditen des Ereigniszeitraums lässt

<sup>64</sup> Siehe WEBER, ZGR 2004, 280, zur Bestimmung eines ökonomisch korrekten Stichtags bei der Bestimmung des Börsenkurses im Rahmen der Abfindung oder des Ausgleichs für aussenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre - BGHZ 147, 108 (DAT/Altana); NOWAK, ZBB 2001, 449, zur Eignung von Sachverhalten in Ad-hoc-Mitteilungen zur erheblichen Kursbeeinflussung sowie FLEISCHER, ZGR 2001, 1, 29, für eine allgemeine Einordnung von Grundfragen der ökonomischen Theorie im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.

<sup>65</sup> Zur Bedeutung des 'Unternehmenswertes' in der juristischen und ökonomischen Literatur siehe ausführlich PILTZ, ZGR 2001, 185, 192 ff. In der vorliegenden Analyse wird dem betriebswirtschaftlichen Sprachgebrauch gefolgt, wonach der Unternehmenswert in der Regel als Wert des Eigenkapitals verstanden wird. So KUHNER, ZGR 2004, 244, 251 f. Siehe auch WEBER, ZGR 2004, 280, 281 f, zur Börsenkursbestimmung aus ökonomischer Perspektive.

<sup>66</sup> Vgl. BHAGAT/ROMANO, American Law and Economics Review 2002, 141, 142. Siehe auch: MARAIS/LAURENTIUS/SCHIPPER, in: Weil/Wagner/ Frank (Hrsg.), Litigation Services Handbook 1995. Vgl. auch MITCHELL/NETTER, Business Law 1994, 545.

<sup>67</sup> Nach der rechtlichen Methodik stellt die Überprüfung der *materiality* (konzeptionell nicht vollständig deckungsgleich mit *Kurserheblichkeit*) einer fehlerhaft dargestellten Information einen wesentlichen Schritt dar, damit die SEC oder ein US-Gericht eine irreführende Veröffentlichung als Rechtsverletzung werten kann. Ereignisstudien werden vor allem als Indizienbeweis dafür eingesetzt, dass diese Rechtsverletzung zurechenbar einen Anlegervermögensschaden verursacht hat (vergleichbar der *haftungsausfüllenden Kausalität* im deutschen Recht). Praktisch gesehen ist in beiden Fällen (*materiality* und *haftungsausfüllende Kausalität*) die Beweiswürdigung generell der Jury zugewiesen. Wenn das Verdikt ohne Zwischenschritte (wie etwa ein Zwischenurteil über den Grund des geltend gemachten Anspruches) durch die Jury (und nicht den Richter) abzugeben ist, gehen die ex post ermittelten Befunde zur Kursbeeinflussung mit in die Beurteilung ein, ob bei einer ex ante Betrachtung wahrscheinlich war, dass die fehlerhaft dargestellte Information zu einer signifikanten Kursbeeinflussung führen würde. Siehe zu dieser Definition von *materiality* die Entscheidung des US-Supreme Court, Basic, Inc. v. Levinson.

sich so bestimmen, wie der Marktwert eines Unternehmens auf die Veröffentlichung neuer Informationen reagiert. Dabei gilt die Annahme der mittelstrengen Form der Informationseffizienz des Kapitalmarktes. Mittelstrenge Effizienz liegt dann vor, wenn sich die gesamte öffentlich zugängliche Information im Preis widerspiegelt.<sup>68</sup>

Die Durchführung einer Ereignisstudie erfolgt regelmäßig in vier Schritten: (i) Definition des Ereignisses und Festlegung des Veröffentlichungszeitpunktes; (ii) Berechnung der tatsächlichen Renditen; (iii) Bestimmung erwarteter Renditen und Kalkulation der Überrenditen als Differenz aus tatsächlicher und erwarteter Rendite; sowie (iv) Überprüfung der statistischen Signifikanz der Ergebnisse.

*(i) Definition des Ereignisses und der erstmaligen öffentlichen Ankündigung*

Wesentliche Voraussetzungen für die Durchführung einer Ereignisstudie sind die exakte Definition des Ereignisses und dessen Ankündigungszeitpunkt. Bei dem Ereignis handelt es sich generell um eine unerwartete Handlung bzw. Ankündigung eines Unternehmens oder auch einer dieser regulierenden Institution, von der ein Veränderungseinfluss auf den Unternehmenswert angenommen wird. Als Ereignisdatum wird regelmäßig der Tag der erstmaligen Veröffentlichung des Ereignisses festgelegt. Dabei ist sicherzustellen, dass am Ereignistag möglichst keine anderen Veröffentlichungen mit erheblich kursbeeinflussender Information vorliegen, um den Ereigniseffekt bestmöglich zu isolieren. Die erstmalige Veröffentlichung der Entsprechenserklärung, mit der die Unternehmen über die Annahme des Kodex und die Befolgung der Soll-Empfehlungen informieren, stellt potenziell ein kursrelevantes Ereignis dar. Entspricht der Inhalt der Ankündigung nicht der Erwartung des Kapitalmarktes, so sollte sich dies in Kurszu- oder -abschlägen widerspiegeln.

Untersucht werden Aktienkursrenditen am Ereignistag [0] und in mehreren kleineren Zeitfenstern ('Event Windows') einer größeren Ereignisperiode, z.B. [-2, +5] relativ zum Ereignistag (vgl. Abbildung 1). Dem Ereignisfenster schließt sich die Renditeentwicklung während der sog. Post-Ereignis-Periode an, die für die spätere Ergebnisinterpretation zusätzliche Hinweise liefern kann.

[Abbildung 1 hier einfügen]

Zur erforderlichen Bestimmung von Vergleichsrenditen wird die sog. Schätzperiode ('Estimation Window') definiert. In dieser Untersuchung wurde ein Zeitraum von 120 Handelstagen [-123,-3] vor Veröffentlichung der Entsprechenserklärung festgelegt.

---

<sup>68</sup> Maßgeblich FAMA, The Journal of Finance 1970, 383 ff.

*(ii) Berechnung der tatsächlichen Renditen am Ereignistag*

Nach der Festlegung des Ankündigungszeitpunktes kann im zweiten Schritt die Bestimmung der *tatsächlichen Renditen* am Ereignistag bzw. im Ereignisfenster in der Regel problemlos erfolgen. In der vorliegenden Untersuchung werden tägliche Renditen berechnet. Dazu werden die Schlusskurse der betroffenen Wertpapiere an der Frankfurter Wertpapierbörse verwendet. Die Kursdaten wurden aus der Finanzdatenbank von *Bloomberg* bezogen.

*(iii) Berechnung der erwarteten Renditen und der sog. abnormalen bzw. Überrenditen*

Für die im dritten Schritt erforderliche, komplexere Berechnung erwarteter Renditen stehen sowohl statistische als auch ökonomische Modelle zur Verfügung. Wie in der einschlägigen Literatur üblich, werden die beiden statistischen Modelle, das Marktmodell und das sog. Modell konstanter Ertragsraten (Constant-Mean-Return-Model) verwendet.<sup>69</sup> Beim Marktmodell handelt es sich um ein risikoadjustiertes Kapitalmarktmodell. Es setzt die Schätzung des statistischen Zusammenhangs zwischen den Aktienrenditen der Unternehmen in der Stichprobe und der Marktrendite während der Schätzperiode voraus.

Im Marktmodell, Gleichung (1), ist die *erwartete Rendite*  $R_{it}$  der Aktie  $i$  im Zeitpunkt  $t$  das Ergebnis des Zusammenhangs zwischen der unternehmensspezifischen Aktienrendite und der Rendite des Marktportfolios  $R_{mt}$  sowie einer statistischen Fehlergröße  $\varepsilon_{it}$ , deren erwarteter Mittelwert  $E(\varepsilon_{it})$  null beträgt mit Varianz  $var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}. \quad (1)$$

Die Marktrendite  $R_{mt}$  wird durch den von der Technischen Universität Karlsruhe berechneten DAFOX-Index approximiert.<sup>70</sup> Die Parameter  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  und  $\sigma_\varepsilon^2$  des Modells in (1) werden für alle Aktien  $i$  mittels Regressionsverfahren näherungsweise ermittelt, sog. Kleinste-Quadrate-Schätzer (OLS).<sup>71</sup>

Bei der Berechnung der *abnormalen bzw. Überrenditen* wird der Effekt des Ereignisses auf den Aktienkurs als Differenz der tatsächlichen und der geschätzten

<sup>69</sup> Das Modell konstanter Ertragsraten wird im Folgenden nicht weiter dargestellt, da seine Anwendung in der Untersuchung im Vergleich zum Marktmodell zu keinen abweichenden Ergebnissen geführt hat. Eine Erläuterung der Modelle findet sich u.a. bei BHAGAT/ROMANAO, *American Law and Economics Review* 2002, 141, 148.

<sup>70</sup> Vgl. Im Internet unter [www.finance.wiwi.uni-karlsruhe.de/Forschung/dafox](http://www.finance.wiwi.uni-karlsruhe.de/Forschung/dafox).

<sup>71</sup> Im generellen ermöglicht die OLS-Methode eine konsistente Schätzung der Marktmodell-Parameter. Bei Normalverteilung und Unabhängigkeit ist die OLS-Methode effizient. Vgl. MACKINLAY, *Journal of Economic Literature* 1997, 13, 20.



erwarteten Rendite ermittelt. Anschließend werden die durchschnittlichen Überrenditen aller Wertpapiere für eine Zeiteinheit  $t$  bestimmt (sog. Average Abnormal Return, AAR). Darauf aufbauend erfolgt mittels Addition der durchschnittlichen abnormalen Renditen die Berechnung der kumulierten AAR für die gesamte Untersuchungsgruppe (sog. Durchschnittliche kumulierte Überrenditen, KÜR), die abschließend auf statistische Signifikanz geprüft werden.

*(iv) Überprüfung der statistischen Signifikanz von Überrenditen*

Zur Überprüfung der Überrenditen auf statistische Signifikanz wird die Nullhypothese  $H_0$  getestet, ob das arithmetische Mittel der kumulierten abnormalen Marktmodell-Renditen gleich null ist. Die zugrunde liegende ökonomische Hypothese ( $H_1$ ) kann nur angenommen werden, wenn diese Nullhypothese verworfen wird.<sup>72</sup> In dieser Untersuchung kann dazu aufgrund der Größe der Untersuchungsgruppe der parametrische einfache t-Test verwendet werden,<sup>73</sup> der das Verhältnis der durchschnittlichen abnormalen Renditen zur Varianz der Zeitreihe bestimmt und als *T-Statistik* bezeichnet wird.

Um Fehler in der Untersuchung zu minimieren, wird die Signifikanz parallel mit dem nicht-parametrischen *Rangplatztest* nach *Corrado* geprüft,<sup>74</sup> der auch bei kleineren Stichproben verlässliche Werte liefert. Dieses Verfahren benötigt die Annahme der Normalverteilung der T-Statistik nicht und eignet sich daher insbesondere für Untersuchungsgruppen, die durch Extremwerte gekennzeichnet sind. Beim Rangplatztest wird jedem Unternehmen entsprechend seiner Überrenditen in der Schätz- und Ereignisperiode pro Tag ein Rang zugeordnet abhängig von der Überrendite dieses Tages. Es wird anschließend getestet, ob der durchschnittliche Rangplatz einer Untersuchungsgruppe dem Erwartungswert entspricht. Um schließlich den Testwert für den Beobachtungstag bzw. -zeitraum zu erhalten, wird vom tatsächlichen Rangplatz dieses Tages der durchschnittliche Rang abgezogen und durch die Standardabweichung der durchschnittlichen Rangplätze dividiert.

Um die statistische Signifikanz kumulierter Überrenditen für Ereignisgruppen zu berechnen, empfiehlt sich auch die Verwendung alternativer Testverfahren, welche nicht auf der restriktiven Annahme einer Gleichverteilung der Renditevolatilitäten

<sup>72</sup> Vgl. NEUBAUER, Statistische Methoden, 1994, S. 441. Es wird also überprüft, ob eine positive oder negative Überrendite, die sich aus dem Datensatz ableitet, z.B. +1 %, statistisch von null verschieden ist.

<sup>73</sup> Der einfache t-Test wird bei Ereignisstudien regelmäßig angewendet. Siehe BROWN/WARNER, *Journal of Financial Economics* 1980, 205, 252.

<sup>74</sup> Ausführlich siehe CORRADO, *Journal of Financial Economics* 1989, 385, 388.

basieren. Ein solches Testverfahren ist der standardisierte Querschnittstest für Durchschnitte von *Böhmer/Musucemi/Poulsen*.<sup>75</sup> Diese sog. *BMP-Teststatistik* reduziert den Einfluss sehr volatiler Renditezeitreihen auf das Ergebnis durch schwächere Gewichtung von Ereignissen mit hoher Volatilität der Renditen, d.h. sie wird nicht durch ereignisinduzierte Änderungen der Varianz beeinflusst.

Von großem Interesse ist schließlich die Frage, wie präzise mit der Methode der Ereignisstudie eine Veränderung des Unternehmenswertes um einen bestimmten Wert, z.B. 1 %, aufgedeckt werden kann, bzw. - falls kein Einfluss auf den Unternehmenswert gemessen werden kann -, mit welcher statistischen Genauigkeit dies belegt wird. Es kann gezeigt werden, dass die Güte der statistischen Ergebnisse mit zunehmender Zahl untersuchter Ereignisse und abnehmender Anzahl an Tagen im Ereignisfenster verbessert werden kann.<sup>76</sup> So betragen beispielsweise die Wahrscheinlichkeiten, eine Überrendite von 0,5 %, 1 % bzw. 2 % zu entdecken bei einem eintägigen Ereignisfenster und einer Stichprobe von 100 Unternehmen beim zweiseitigem t-Test mit 5 %igem Signifikanzniveau entsprechend 71 %, 100 % bzw. 100 %.<sup>77</sup>

### *3. Hypothesenbildung zur empirischen Überprüfung der Kursrelevanz von Entsprechenserklärungen*

Wenn ein Unternehmen den Kodex akzeptiert, zeigt es die Selbstverpflichtung zu guter Governance und die Bereitschaft zu mehr Transparenz, um so das Vertrauen der Kapitalgeber zu fördern. Das Unternehmen stellt dem Kapitalmarkt durch die freiwillige Akzeptanz des Kodex ein wichtiges Instrument zur Risikoeinschätzung zur Verfügung. Die derart verbesserte Governance führt bei den Anlegern zu einer niedrigeren Risikoprämie und damit zu sinkenden Kapitalkosten für das Unternehmen. Entzieht sich ein Unternehmen ganz oder teilweise dieser Kontrolle durch den Markt, werden sich seine Konditionen zur marktmäßigen Kapitalaufnahme verschlechtern. Die von den Unternehmen gezeigte Corporate Governance stellt somit ein wichtiges Investitionskriterium für die Anleger dar. Ein effizienter Kapitalmarkt sollte daher diese Information zur Corporate Governance wahrnehmen und seine Unternehmensbewertung daran anpassen. Die vorstehenden Überlegungen führen zu folgender Hypothese  $H_1$  und der zu testenden Nullhypothese  $H_{10}$ , deren Inhalt so

<sup>75</sup> BÖHMER/MUSUMECI/POULSEN, *Journal of Financial Econometrics* 1991, 252, 253.

<sup>76</sup> Siehe BROWN/WARNER, *Journal of Financial Economics* 1980, 205 und MACKINLAY, *Journal of Economic Literature* 1997, 13.

<sup>77</sup> Siehe BHAGAT/ROMANO, *American Law and Economics Review* 2002, 141, 151.

lange Gültigkeit besitzt, bis der empirische Befund dies nicht länger zulässt und die Nullhypothese verworfen werden muss:

*H<sub>1</sub>: Unternehmen, die den Kodex (nicht) akzeptieren, generieren eine (negative) Überrendite.*

*H<sub>10</sub>: Unternehmen, die den Kodex akzeptieren, generieren keine Überrendite.*

Neben der Untersuchung der Kapitalmarktreaktion im allgemeinen Fall, d.h. der Ankündigung, den Kodex zu akzeptieren, ist die Betrachtung der Aktienkursveränderung in Abhängigkeit von der Anzahl erklärter Kodex-Abweichungen von besonderem Interesse. Die weitgehende Befolgung der Kodex-Empfehlungen sollte zu einer Risikoreduktion und damit zu einem Kursanstieg führen. Entsprechenserklärungen mit sehr vielen Abweichungen deuten hingegen auf ein erhöhtes unternehmensspezifisches Governance-Risiko hin. Diese Information sollte auf einem effizienten Markt *ceteris paribus* zu einem Risikoaufschlag über die bisherige Durchschnittsbewertung hinaus führen.

Eine weitere Ursache für Marktreaktionen ergibt sich aus der Signal-Eigenschaft der Entsprechenserklärung. Durch Abgabe einer Erklärung ohne oder mit nur marginalen Abweichungen vom Kodex kann ein Unternehmen seinen hohen Governance-Standard signalisieren. Für Unternehmen mit weniger guter Governance-Qualität könnten hingegen die Kosten des Signals in Form einer (nahezu) vollständigen Kodex-Entsprechung zu hoch sein.

*H<sub>2</sub>: Unternehmen, die überdurchschnittlich viele Kodex-Empfehlungen befolgen, generieren eine positive Überrendite. Unternehmen, die unterdurchschnittlich viele Kodex-Empfehlungen befolgen (bzw. eine überdurchschnittlich hohe Zahl von Kodex-Abweichungen erklären), generieren eine negative Überrendite.*

*H<sub>20</sub>: Der Grad der Befolgung von Kodex-Empfehlungen hat keinen Einfluss auf die Aktienrendite bzw. den Unternehmenswert.*

Als ergänzende Differenzierung von Hypothese H<sub>2</sub> wird berücksichtigt, dass die untersuchten Unternehmen in verschiedenen *Börsenindizes* gelistet sind. Die mögliche

Erweiterung der Hypothese besteht in der Überlegung, dass in manchen Indizes die Signalwirkung der Entsprechenserklärung bzw. deren Relevanz bedeutsamer ist als in anderen, da die Indexzugehörigkeit einen gewissen Standard der Erklärung erwarten lässt. Ebenso ist zu vermuten, dass die Reaktion aufgrund einer höheren Anzahl von Marktbeobachtern und Marktteilnehmern, welche die Informationen bewerten, deutlicher zu beobachten ist. Auch die Informationsvermittlung durch die Finanzpresse ist bei Unternehmen mit höherer Marktkapitalisierung intensiver.

Es ist ebenso denkbar, dass die Marktteilnehmer die Bedeutung der Qualität der Entsprechenserklärung daran bemessen, in welcher *Branche* sich das Unternehmen befindet, so dass in manchen Branchen eine hohe Kodex-Befolgung von größerer Bedeutung ist, als in anderen Branchen. Bereits die Analyse der Kodex-Akzeptanz zeigt, dass es Branchen - wie etwa Banken - gibt, die weniger Abweichungen als der Durchschnitt aufweisen.<sup>78</sup> Es ist anzunehmen, dass in diesen Branchen eine höhere Transparenz und damit auch ein höherer Grad bei der Kodex-Befolgung erwartet werden.

## V. *Ereignisstudie zur Bestimmung von Kapitalmarktreaktionen bei Veröffentlichung der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG*

### *1. Datenerhebung und Stichprobenumfang*

Zur Durchführung der Ereignisstudie wurden alle 337 Gesellschaften mit Sitz in Deutschland analysiert, deren Wertpapiere per 31. Oktober 2003 im Prime Standard der Deutschen Börse AG notiert waren.<sup>79</sup> Die Entsprechenserklärung 2002 der Gesellschaften wurde auf der jeweiligen Internetseite abgefragt und - soweit nicht verfügbar - schriftlich angefordert. Bis auf 20 Erklärungen, die entweder zum Zeitpunkt der Erhebung nicht mehr im Internet veröffentlicht waren oder auf Anfrage nicht zugestellt wurden, liegen die Erklärungen vollständig vor. Insgesamt umfasst die

<sup>78</sup> Vgl. NOWAK/ROTT/MAHR, WPg 2004, im Erscheinen.

<sup>79</sup> Zu den Zulassungsbedingungen des Prime Standards, einem Teilbereich des Amtlichen Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB), vgl. §§ 60 – 67 Börsenordnung der FWB vom 1. April 2004. Im Internet abrufbar auf [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb\\_navigation/listing](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/listing).

Untersuchung somit die erstmaligen Entsprechenserklärungen von 317 Gesellschaften, dies entspricht einer Quote von 94 % der Grundgesamtheit (vgl. Tabelle 1).<sup>80</sup>

[Tabelle 1 hier einfügen]

Für die Ereignisstudie ist die unternehmensindividuelle Feststellung des Veröffentlichungszeitpunktes der Entsprechenserklärung erforderlich - einschließlich aller Informationen, die um diesen Stichtag ebenfalls eine potenziell erhebliche Kursbeeinflussung auslösen könnten (v.a. Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemeldungen). Zudem besteht die Möglichkeit des Auseinanderfallens des Datums auf der Entsprechenserklärung und dem Tag ihrer tatsächlichen Veröffentlichung. Zur Erhebung bzw. Verifizierung der Veröffentlichungsinformationen wurden neben der Recherche auf den Internetseiten sämtliche Unternehmen schriftlich befragt. Trotz einer hohen Rücklaufquote der Befragung von 44 % war es bei 138 Unternehmen nicht möglich, den Veröffentlichungszeitpunkt taggenau zu bestimmen. Bei den verbliebenen Unternehmen mit taggenauem Ereignis wurden 30 Ereignisse nicht berücksichtigt, da gleichzeitig Unternehmensnachrichten veröffentlicht wurden, bei denen eine Kursreaktion nicht ausgeschlossen werden kann.<sup>81</sup> Darüber hinaus blieben vier Ereignisse unberücksichtigt, drei aufgrund fehlender Parameterwerte bzw. Kursdaten und eins aufgrund einer nicht-veröffentlichten Entsprechenserklärung. Auf diese Weise konnten schließlich 145 Ereignisse für die Untersuchung isoliert werden (vgl. Tabelle 1).

Zur Überprüfung von Hypothese H<sub>2</sub> wurde die Stichprobe zusätzlich nach der Anzahl der Kodex-Abweichungen sortiert und Gruppen mit hoher bzw. niedriger Kodex-Akzeptanz gebildet.<sup>82</sup> Es wurden darüber hinaus weitere Stichproben gebildet, die sich aus der Zugehörigkeit der Unternehmen zu einem Index bzw. zu einer Branche ergeben.

---

<sup>80</sup> Vgl. NOWAK/ROTT/MAHR, WPg 2004, im Erscheinen, mit einer ausführlichen Beschreibung des Datensatzes und der statistischen Auswertung der Entsprechenserklärungen mit Aussagen zur Kodex-Akzeptanz und zur Qualität der Umsetzung des Kodex in der Praxis.

<sup>81</sup> Unternehmensnachrichten, die zum Ausschluss geführt haben (Anzahl Unternehmen): Quartals- oder Abschlusszahlen (20), Rücktritt Vorstandsvorsitzender (1), Ankündigung erheblicher Umstrukturierung (1), Erhöhung Dividende (1), Insolvenz einer Mehrheitsbeteiligung (1), Übernahmeangebot (1), Großauftrag (2), Prozess (2), Neues Produkt (1).

<sup>82</sup> Aufgrund der hohen Korrelation zwischen der Rangfolge auf der Basis der Anzahl der Kodex-Abweichungen und dem Ergebnis eines Corporate Governance-Ratings lässt sich aus der Kodex-Akzeptanz auf die Qualität der Kodex-Umsetzung schließen. Vgl. NOWAK/ROTT/MAHR, WPg 2004, im Erscheinen. Aus Gründen der besseren Nachvollziehbarkeit wird daher im Folgenden die Kodex-Akzeptanz als Unterscheidungskriterium verwendet.

*2. Empirische Ergebnisse ( $H_1$ ): Kapitalmarktreaktionen bei Abgabe der Entsprechenserklärung*

Die Nullhypothese, nach der Unternehmen, die den Kodex akzeptieren, keine Überrendite generieren ( $H_10$ ), kann nicht verworfen werden. Es wurde festgestellt, dass keine (signifikante) Kursreaktion bei Akzeptanz des Kodex eintritt.

[Tabelle 2 hier einfügen]

Tabelle 2 zeigt für den Ereignistag  $t_0$  den Wert von  $-0,06\%$ , der weder statistisch noch ökonomisch signifikant ist. Das negative Vorzeichen entspricht darüber hinaus nicht der Erwartung. Zwar lässt Spalte (1) für das Ereignisfenster  $t_0$  bis  $t+2$  zunächst eine signifikante Überrendite vermuten, bei Betrachtung eines längeren Zeitraums reduziert sich die kumulierte Überrendite jedoch wieder und verliert die Signifikanz (vgl. Abbildung 2). Der Median verdeutlicht, dass sich der mittlere Wert der Überrenditen kaum von Null unterscheidet. Auffällig ist der Unterschied des Medians zum Durchschnitt der kumulierten abnormalen Renditen. Dies ist durch die Linksschiefe der Verteilung der Überrenditen zu erklären, d.h. dass einige wenige Werte mit starken Reaktionen den Durchschnittswert angehoben haben. Die Abbildung 2 zeigt ergänzend, dass die gefundenen Überrenditen nicht dauerhaft positiv sind, sondern um den Ereignistag herum und in der Folgebetrachtung um Null pendeln. Bei einer permanenten Überrendite hingegen würden sie nach einer kurzen Reaktion nach oben oder unten auch in der Folgebetrachtung auf dem veränderten Niveau verharren. Die zusätzliche Überprüfung mit dem Rangplatztest nach Corrado und die BMP-Teststatistik in  $t_0$  und  $t_1$  ergeben ebenfalls keine signifikanten Werte.

[Abbildung 2 hier einfügen]

Die separate Betrachtung der einzelnen Indizes bzw. der Branchenzugehörigkeit (nicht dargestellt) ergibt ebenfalls keine signifikanten Ergebnisse. Für eine erweiterte Überprüfung dieser Ergebnisse wurde neben der Renditeentwicklung auch die Entwicklung des Handelsvolumens um den Ereignistag untersucht.<sup>83</sup> Auch diese Betrachtung führt zu dem Ergebnis, dass die Nullhypothese keiner Kursrelevanz nicht verworfen werden kann.

---

<sup>83</sup> Die zugrundeliegende Schätzperiode für das erwartete Handelsvolumen beträgt 220 Tage. Der Umsatz bezieht neben XETRA sämtliche deutschen Börsenplätze mit ein. Die Daten wurden von Bloomberg bezogen. Ein ausführliches Anwendungsbeispiel findet sich etwa bei NOWAK/GROPP, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (ZfbF) 2002, 19.

### 3. Empirische Ergebnisse ( $H_2$ ): Kapitalmarktreaktionen bei Kodex-Abweichungen

Die Nullhypothese, dass der Grad der Befolgung von Kodex-Empfehlungen keinen Einfluss auf die Aktienrendite bzw. den Unternehmenswert hat ( $H_2^0$ ), kann ebenfalls nicht verworfen werden. Die Ergebnisse zeigen, dass der Kapitalmarkt nicht mit Kursauf- oder -abschlägen reagiert, wenn bei Veröffentlichung der Entsprechenserklärung bekannt wird, dass ein Unternehmen eine überdurchschnittlich hohe oder niedrige Anzahl von Abweichungen aufweist. Aus Tabelle 3 ist zu entnehmen, dass für den Ereignistag  $t_0$  in der Gruppe mit wenigen bzw. vielen Abweichungen leicht negative Überrenditen von  $-0,33\%$  bzw.  $-0,2\%$  gemessen wurden. Beide Werte sind weder statistisch noch ökonomisch signifikant. Auch die BMP-Teststatistik (nicht dargestellt) ist nicht signifikant. Das negative Vorzeichen der ersten Gruppe entspricht zudem nicht der Erwartung positiver Überrenditen bei unterdurchschnittlicher Anzahl von Abweichungen. Auch der direkte Vergleich beider Werte in  $t_0$  ist wenig intuitiv, da annahmegemäß die Gruppe mit weniger Abweichungen eine höhere (positive) Überrendite aufweisen sollte als ihre Vergleichsgruppe. Darüber hinaus wurden in den übrigen Ereignisfenstern mit einer Ausnahme keine signifikanten Überrenditen gemessen. Nur in der Gruppe mit überdurchschnittlich vielen Abweichungen konnte mittels T-Statistik ein signifikantes Ergebnis für den Zeitraum  $t-2$  bis  $t+5$  festgestellt werden. Jedoch verliert sich auch hier die statistische Signifikanz bei Verwendung des alternativen Rangplatztests nach Corrado, der insbesondere bei kleinen Stichproben verlässlichere Ergebnisse liefert. Die Überrenditen der Unternehmen mit wenigen Abweichungen unterscheiden sich im Median nicht wesentlich von den Überrenditen der Unternehmen mit vielen Abweichungen. Dies gilt sowohl für die absolute Höhe der Überrenditen als auch für die wechselnden Vorzeichen, die somit auch keine anderen Ergebnisinterpretationen zulassen.

[Tabelle 3 hier einfügen]

Wie bereits bei den Ergebnissen der Nullhypothese  $H_1^0$  erläutert, ergibt die Betrachtung des gesamten Ereignisfensters keine Anhaltspunkte für das Vorhandensein sowohl statistisch als auch ökonomisch signifikanter Überrenditen (vgl. Abbildung 2). Der Verlauf der durchschnittlichen kumulierten Überrenditen in der Ereignisperiode  $t-2$  bis  $t+30$  belegt die Interpretation der Ergebnisse, da beide Kurven um den Wert einer Überrendite von Null schwanken.

[Abbildung 3 hier einfügen]

Die separate Betrachtung der Index- bzw. Branchenzugehörigkeit der Unternehmen (nicht dargestellt) zeigt ebenfalls keine signifikanten Ergebnisse in den beiden Gruppen, nicht zuletzt aufgrund des erheblich reduzierten Stichprobenumfangs in diesen Untergruppen.

## VI. *Zusammenfassung und Implikationen*

Die Einführung des Corporate Governance Kodex in 2002 stellt eine für Deutschland bis dahin wenig bekannte Form der freiwilligen Selbstregulierung durch den Kapitalmarkt dar. Das neu geschaffene Comply-or-Explain-Prinzip, das gesetzlich in § 161 AktG verankert ist, überlässt den Unternehmen die Entscheidung über den Grad der Kodex-Befolgung. Die Unternehmen haben lediglich einmal im Jahr mit der Entsprechenserklärung zu berichten, ob sie den Kodex einhalten und welche der 'Soll-Empfehlungen' des Kodex sie gegebenenfalls nicht befolgen, soweit sie Abweichungen für geboten halten. Auf der Basis dieser Information soll durch den Druck des Kapitalmarkts erreicht werden, dass bei überdurchschnittlicher Befolgung bzw. Nichtbefolgung der Kodex-Empfehlungen eine Belohnung durch Kurszuschläge bzw. eine Sanktionierung durch Kursabschläge erfolgt. Eine derartige kurzfristige Kapitalmarktreaktion wurde seit der Einführung des Kodex regelmäßig postuliert.<sup>84</sup> Bislang war ungeklärt, ob sich der erwartete Effekt auf dem deutschen Kapitalmarkt tatsächlich einstellt. Die empirische Kapitalmarktforschung ist in der Lage, diesen Zusammenhang zuverlässig aufzudecken. Mit der Durchführung einer entsprechenden Ereignisstudie – einer Methode, die auch in der ökonomischen Analyse des Rechts mittlerweile weite Verbreitung gefunden hat – wurde festgestellt, dass die Abgabe der Entsprechenserklärung keine erhebliche Kursbeeinflussung auslöst und die für das Enforcement des Kodex angenommene (und erforderliche) Selbstregulierung durch den Kapitalmarkt nicht stattfindet. Die Antwort auf die in der Überschrift gestellte Frage lautet daher: 'Wer den Kodex überdurchschnittlich gut befolgt, wird dafür vom Kapitalmarkt nicht belohnt, ebenso wie derjenige keine Bestrafung erfährt, der den Kodex nur unterdurchschnittlich befolgt!' Ergo ist die Befolgung der Kodex-Empfehlungen für den Börsenkurs irrelevant. Auch eine Ad-hoc-Pflicht der Entsprechenserklärung ist damit zu verneinen. Es ist daher kritisch zu hinterfragen, ob der für den Kodex gewählte und grundsätzlich zu begrüßende flexible Regulierungsansatz im System des zwingenden deutschen Gesellschaftsrechts einen

---

<sup>84</sup> Siehe Abschnitt III.1 sowie Fn. 37.



geeigneten Enforcement-Mechanismus darstellt. Die Ergebnisse der Ereignisstudie legen den Schluss nahe, dass der Kapitalmarkt keinen Druck auf die Unternehmen ausübt und die in der Präambel des Kodex vorgegebene Zielsetzung einer Förderung des Vertrauens bei den internationalen und nationalen Anlegern in die Leitung und Überwachung der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften zumindest kurzfristig nicht erreicht wurde. Wie auch die Diskussion der von den Unternehmen mehrheitlich nicht befolgten Kodex-Empfehlungen zum individualisierten Ausweis der Organvergütungen beispielhaft zeigt,<sup>85</sup> ist der deutsche Gesetzgeber zum Handeln aufgefordert, um die Zielerreichung im Sinne eines verbesserten Investorenschutzes nachhaltig zu sichern. Die von der Baums-Kommission erwartete allmähliche Konvergenz des deutschen Gesellschaftsrechts in Richtung der angelsächsischen Common Law-Tradition einschließlich der stärkeren Kapitalmarktorientierung der Unternehmen ist für eine erfolgreiche Selbstregulierung durch das freiwillige Comply-or-Explain-Prinzip offensichtlich noch nicht weit genug fortgeschritten.

---

<sup>85</sup> o.V.: Politiker drohen DAX-Unternehmen mit Zwang, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 178 vom 3. August 2004, S. 1; o.V.: Gesetz zu Managergehältern angedroht, in: Börsen-Zeitung, Nr. 147 vom 3. August 2004, S. 7.

# Anhang

## Tabellen

*Tabelle 1: Untersuchungsgruppe*

Beschreibung	Anzahl
Gesamtheit der deutschen Unternehmen im Prime Standard per 31.10.2003	337
- Entsprechenserklärung für 2002 nicht verfügbar	20
Gesamtheit der Entsprechenserklärungen in der Untersuchung	317
- Taggenaues Veröffentlichungsdatum der Entsprechenserklärung nicht verifizierbar	138
- Veröffentlichung potenziell Kursbeeinflussender Informationen eines Unternehmens am Ereignistag	30
- Kursdaten nicht bestimmbar	3
- Entsprechenserklärung nicht veröffentlicht	1
Gesamtheit untersuchungsrelevanter Ereignisse (= Anzahl Entsprechenserklärungen)	145

*Tabelle 2: Kumulierte Überrenditen (KÜR) und Signifikanzniveaus für alle Ereignisse (n=145)*

Ereignisfenster	(1) Ø KÜR (in %)	(2) Median KÜR (in %)	(3) Anteil positiver Renditen (in %)
$t_0$	-0,06	-0,21	47,32
$t_0 - t_{+1}$	0,25	0,03	48,82
$t_0 - t_{+2}$	0,96*	0,02	49,58
$t_{-2} - t_{+2}$	0,64	-0,05	48,96
$t_{-2} - t_{+5}$	0,30	-0,05	50,84

T-Statistik: Signifikanzniveau 10 Prozent, 5 Prozent bzw. 1 Prozent ist angegeben mit \*, \*\* bzw. \*\*\*.  
Bei Überprüfung mittels nicht-parametrischem Rangplatztest nach Corrado ergeben sich keine statistisch signifikanten Werte.

*Tabelle 3: Kumulierte Überrenditen (KÜR) und Signifikanzniveaus in zwei Stichproben, die nach hoher bzw. niedriger Kodex-Akzeptanz differenziert sind (n=46 bzw. n=42)*

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Unternehmen mit $\leq 2$ Abweichungen von Kodex- Empfehlungen (n = 46)		Unternehmen mit $\geq 6$ Abweichungen von Kodex- Empfehlungen (n = 42)	
<b>Ereignisfenster</b>	<b>Ø KÜR (in %)</b>	<b>Median KÜR (in %)</b>	<b>Ø KÜR (in %)</b>	<b>Median KÜR (in %)</b>
$t_0$	-0,33	0,05	-0,2	0,19
$t_0 - t_{+1}$	-0,99	-0,09	-0,52	0,02
$t_0 - t_{+2}$	-0,93	-0,39	0,35	-0,17
$t_{-2} - t_{+2}$	0,08	-0,28	0,27	-0,02
$t_{-2} - t_{+5}$	-1,05	-0,26	1,76*	0,11

T-Statistik: Signifikanzniveau 10 Prozent, 5 Prozent bzw. 1 Prozent ist angegeben mit \*, \*\* bzw. \*\*\*.  
Bei Überprüfung mittels nicht-parametrischem Rangplatztest nach Corrado ergeben sich keine statistisch signifikanten Werte.

## Abbildungen

Abbildung 1: Schematische Darstellung des zeitlichen Ablaufs einer Ereignisstudie

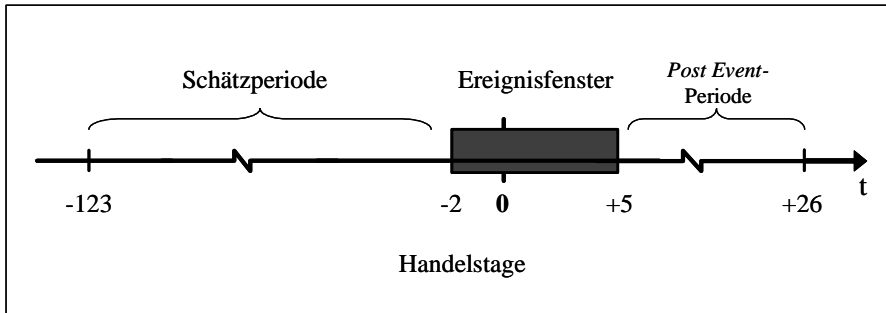


Abbildung 2: Durchschnittliche KÜR (CAR) für die gesamte Stichprobe ( $n=145$ )

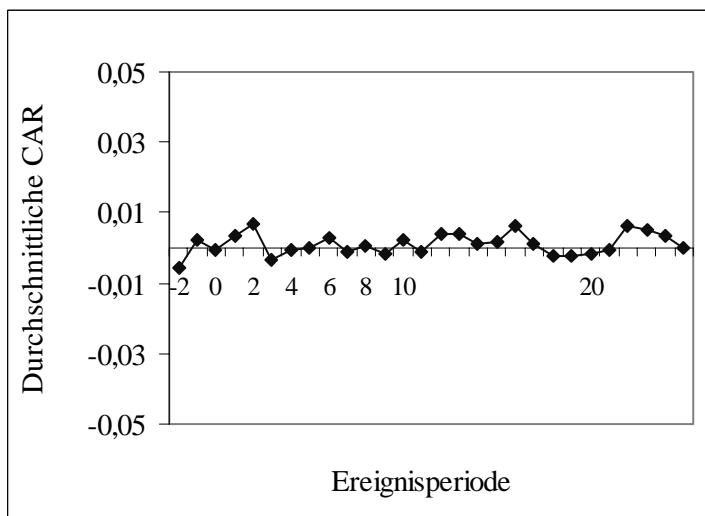


Abbildung 3: Durchschnittliche KÜR (CAR) für zwei Stichproben mit hoher bzw. niedriger Kodex-Entsprechung ( $n=46$  bzw.  $n=42$ )

